

Europas statsgjeldkrise i lys av Japans tapte tiår

Er erfaringene fra Japans tapte tiår relevant for dagens statsgjeldkrise i Europa?

Bjørn Martinsen

Veileder

Arngrim Hunnes

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Universitetet i Agder, 2015
Fakultet for økonomi og samfunnsfag
Institutt for økonomi / Handelshøyskolen i Kristiansand

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som avsluttende del i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder. Oppgaven er obligatorisk, teller for 30 studiepoeng og har blitt utarbeidet våren 2015.

Motivasjonen bak valg av emne ligger i min interesse rundt internasjonal økonomi, krisehistorie og makroøkonomi. Finanskrisen i 2008 har vært mye diskutert i media i min tid, noe som gjør at dette er noe jeg kan relatere meg til. Ved å inkludere økonomisk historie fra før 2000-tallet, har jeg fått et godt innblikk i utviklingen til verdensøkonomien de siste årene.

Masteroppgaven analyserer statsgjeldskrisen eurosonen befinner seg i, og ser på erfaringene Japan har tilnærmet seg i løpet av mange år med økonomisk stagnasjon. Oppgaven konkluderer rundt de strukturelle forholdene i eurosonen og hvor vidt Japans erfaring er relevant for dagens situasjon.

Det har vært et omfattende arbeid som har krevd en lang, lærerik og krevende prosess for å nå målet. Jeg er stolt over hva jeg levere og er overbevist om at jeg sitter igjen med mye nyttig lærdom etter dette arbeidet.

Jeg ønsker å takke min veileder, førsteamanuensis Arngrum Hunnes, for god veiledning og raske tilbakemeldinger. Videre vil jeg takke min familie for støtte, medstudentene mine for gode diskusjoner og universitetsbibliotekar Henry Langseth for god hjelp ved innhenting av data og fagstoff.

Kristiansand, 2015

Bjørn Martinsen

Sammendrag

Finanskrisen i 2008 rammet hele det globale markedet. Forskjellige land hadde forskjellige forutsetninger for å takle en sånn krise, noe som har medført stor forskjell i krisens innvirkning på hvert enkelt lands økonomi. Krisen brøt først ut i USA og rammet også det amerikanske markedet hardt. Med kjapp respons og effektive tiltak, fikk myndighetene i USA kontroll på krisen og økonomien begynte å vokse igjen relativt kort tid etter økonomien stupte.

Oppgaven starter med en gjennomgang av relevant teori innenfor rente, pengemengde og prisnivå. Deretter går den gjennom konjunkturteori og teori knyttet til optimale valutaområder.

Videre blir det en kronologisk gjennomgang av Japans økonomi fram til bobledannelsen. Japan vokstre raskt etter andre verdenskrig og ble på 80-tallet verdens nest største økonomi. 80-tallet var preget av lave renter som økte pengemengden og akselererte økonomien. For å sikre en bærekraftig og kontrollert vekst, økte Bank og Japan renten, noe som medførte at den gjeldfinansierte boblen sprakk og sendte Japan inn i det som i dag blir omtalt som de tapte tiår.

Etter Japans tapte tiår, ser oppgaven på dannelsen av EU og det monetære samarbeidet. I 2008 når finanskrisen Europa for fullt. Finansmarkedene raser og land som Irland og Spania opplever også at boligbobler sprekker. Flere år etter krisen først brøt ut, har den nå gått over i en statsgjeldkrise for flere av eurosonens land.

Ved så å analysere begge krisene med kriseteori fra Hyman Minsky og Richard Koo dannes et grunnlag for sammenlikning. Begge krisene kan forklares i store trekk av krisemodellene, da de bærer paralleller rundt gjeldsfinansierte bobler, rentekutt og økt sparerate. Betydelige ulikheter er å finne ved å sammenlikne reaksjonstiden til myndighetene, samt statsgjelden i eurosonen. ECB kunne reagere raskere enn BoJ, men Japan har ikke måttet kjempe mot samme statsgjeldkrise som eurosonen. Oppgaven avdekker også strukturelle svakheter i eurosonen, hvor landene ikke reagerer likt på tiltak gjort fra ECB.

Innholdsfortegnelse

Forord	2
Sammendrag	3
Figurliste	6
1. Innledning	7
1.1 <i>Problemstilling</i>	7
1.2 <i>Oppgavens avgrensning</i>	7
2. Teori	8
2.1 <i>Konjunkturteori</i>	8
2.1.1 Et mål på økonomisk utvikling	8
2.1.2 Konjunktursykluser og trender i økonomien	9
2.1.3 Indikatorer som kan predikere konjunktursyklusene	10
2.1.4 Konjunkturteorier og konjunkturmodeller	10
2.2 <i>IS-LM-modellen</i>	11
2.3 <i>AD-AS-modellen</i>	12
2.4 <i>Minskys krisemodell</i>	13
2.4.1 Displacement	14
2.4.2 Overtrading	14
2.4.3 Monetary expansion	14
2.4.4 Revulsion	15
2.4.5 Discredit.....	15
2.4.6 Kritikk av modellen.....	15
2.5 <i>Richard Koos kriseteori</i>	16
2.5.1 Yang - solsiden	17
2.5.2 Yin – skyggesiden.....	17
2.5.3 Myndighetenes ansvar.....	19
2.6 <i>Optimale valutaområder</i>	19
2.6.1 Kostnader ved bruk av felles valuta	20
2.6.2 Gevinst ved bruk av felles valuta	23
3. Japans tapte tiår	24
3.1 <i>Japan før bobledannelsen</i>	24
3.2 <i>Bobledannelse i Japansk økonomi</i>	27
3.2.1 Endring i pengepolitikken.....	27
3.2.2 Skattesystem som favoriserte gjeld	28

3.2.3	Finansiell liberalisering	28
3.3	Prisutviklingen	29
3.4	Boblen sprekker	29
3.5	De tapte tiår	30
4.	Eurosonen og europeisk statsgjeldkrise.....	31
4.1	Fra verdenskrig til en handelsunion.....	31
4.2	En monetær union – innføringen av en felles valuta.....	32
4.3	Penge- og finanspolitikk	34
4.4	Boligboble og finanskriser i USA sprer seg til Europa	35
4.5	Fra finanskriser til statsgjeldkrise.....	38
5.	Krisenes utvikling i lys av Minskys krisemodell	39
5.1	Displacement	40
5.2	Overtrading	40
5.3	Monetary expansion	41
5.4	Revulsion.....	43
5.5	Discredit.....	45
6.	Krisenes utvikling i lys av Richard Koos kriseteori	46
6.1	Japans tapte tiår.....	46
6.1.1	Balance sheet recession	46
6.1.2	Aktørene går fra investering til sparing.....	47
6.1.3	Pengepolitikken mister sin effekt.....	47
6.1.4	Veien tilbake fra en "Balance sheet recession"	48
6.2	Finanskrisen i 2008 og Europas statsgjeldkrise.....	49
6.2.1	Opplever Europa den samme "Balance sheet recession" som Japan?	49
6.2.2	Myndighetenes reaksjon på finanskrisen	50
7.	Kan EU lære av Japans erfaring?	51
7.1	Likheter og forskjeller.....	51
7.1.1	Krisenes omfang.....	51
7.1.2	Penge- og finanspolitikk	55
7.2	Er den monetære unionen eurosonen en utfordring for videre utvikling?	56
8.	Konklusjon	56
	Litteraturliste	59

Figurliste

Figur 1: IS-LM-modell	12
Figur 2: AS-AD-modellen	13
Figur 3: Historisk BNP for Japan fra 1955-.....	25
Figur 4: Valutakurs USD/YEN	26
Figur 5: Investeringsaktivitet Nikkei 225	41
Figur 6: Rente og endring i pengemengde for Japan.....	42
Figur 7: Utvikling i eiendomspriser for Japans urbane områder	43
Figur 8: Kursutvikling Nikkei 225, 1980-.....	44
Figur 9: Arbeidsledighet i Japan.....	45
Figur 10: EURIBOR 1Y	50
Figur 11: Realvekst i BNP	52
Figur 12: Harmoniserte aksjepriser	54

1. Innledning

1.1 Problemstilling

Problemstillingen ”Europas statsgjeldkrise i lys av Japans tapte tiår. Er erfaringer fra Japans tapte tiår relevant for dagens statsgjeldkrise i Europa?

Med denne problemstillingen ønsker oppgaven å analysere dagens situasjon i eurosonen, hvor økonomien ser ut til å stagnere, faretruende likt som i Japan utover 90-tallet.

1.2 Oppgavens avgrensning

Oppgaven tar for seg et veldig stort tema, noe som gjør det nødvendig å avgrense omfanget. Den vil se på nødvendig historikk i Japan fra etter andre verdenskrig og til i starten av de tapte tiår. For Europa sin del, går oppgaven gjennom bakgrunnen for Den europeiske union og hvordan landene i eurosonen har blitt så knyttet sammen som de er i dag. Oppgaven benytter to relevante kriseteorier, noe som burde holde får å danne et godt sammenlikningsgrunnlag.

For analysen tar oppgaven for seg relevante nøkkeltall for BNP, prisutvikling, arbeidsledighet, kreditt, renter og investeringer. Penge- og finanspolitikk blir også vektlagt til stor grad, da har direkte innvirkning på problemstillingen. Det vil her være en rekke flere aspekter og nøkkeltall oppgaven kunne brukt for å analysere paralleller og omfang av krisene, men dette er de indikatorene jeg ser på som viktigst for å kunne drøfte situasjonen.

2. Teori

I dette kapittelet vil jeg gjennomgå relevant teori for oppgaven. Jeg starter med konjunkturteori for å belyse svingningene en økonomi opplever. Deretter ser jeg på IS-LM- og AS-AD-modellene for å gi en forståelse for hvordan finans- og pengepolitikk henger sammen med pengemarkedet og konsum. Etter det vil jeg ta for meg relevante kriseteorier som senere kan brukes for å analysere de økonomiske krisene jeg skal ta for meg. Til slutt ser jeg på teori om optimale valutaområder, noe som er relevant da jeg skal trekke en konklusjon rundt situasjonen til eurosonen i dag.

2.1. Konjunkturteori

For å analysere tilstanden i en økonomi på makroøkonomisk nivå, er konjunkturteori vanskelig å komme bort i fra. Dette er teorien som tar for seg svingningene og utviklingen i økonomien. Jeg starter med å definere hvordan man måler økonomisk utvikling, for deretter å se på trender og sykluser, og hva som kan være med å predikere disse. Videre tar jeg for meg årsaker til de forskjellige konjunkturbevegelsene i lys av konjunkturteorier, og avslutter med å relatere viktigheten av å forstå dette for å kunne svare på min oppgave.

2.1.1 Et mål på økonomisk utvikling

Det mest brukte målet for økonomisk utvikling i et land er bruttonasjonalprodukt, heretter forkortet BNP. Statistisk sentralbyrå definerer BNP på følgende måte:

”BNP er en indikator for samlet verdiskapning i et land, og gir samtidig uttrykk for opptjent bruttoinntekt fra innenlandsk produksjonsaktivitet. BNP er målt i markedsverdi (...)”
(Statistisk sentralbyrå)

BNP måles over en gitt periode hvor overnevnte faktorer måles og verdsettes. Det er spesielt to forhold som kommer noe svakt fram ved bruk av BNP som indikator: BNP består kun av ferdigstilte varer og tjenester, altså sluttleveringer. BNP tar heller ikke høyde for tidligere produsert realkapital i økonomien (Steigum, 2010). Dette er begge forhold som sier noe om produksjonen som bidrar til økonomisk vekst i landet, men som ikke blir medregnet ved bruk av BNP som indikator.

2.1.2 Konjunktursykluser og trender i økonomien

Konjunktursykluser beskriver svingningene i økonomisk aktivitet. Svingningene er makroøkonomiske fluktasjoner, som oppsummerer det økonomiske bilde og trenden i økonomien. Skal man måle konjunktursvingninger ved bruk av BNP som indikator, tar man først å komponerer en langsiktig trend i utviklingen til BNP. Deretter måler man faktisk BNP opp mot denne trenden og danner et bilde av økonomien, sett i forhold til hva trenden skulle tilsi. På denne måten blir konjunktursyklusene en fremstilling av de kortsiktige svingningene, med utgangspunktet i en langsiktig trend. De kortsiktige svingningene blir ikke sett på som forutsigbare eller regelmessige, og det er derfor svært vanskelig å gi nøyaktige konjunkturprognoser for fremtidig utvikling (Steigum, 2004).

Det er definert forskjellige begreper gitt i forskjellige faser av konjunktursyklusene. Når de faktiske observerte tallene ligger over trendnivået, blir det kalt en høykonjunktur. I høykonjunktur vil det typisk være mye økonomisk aktivitet, positive framtidsutsikter, investeringsvillige aktører og lav arbeidsledighet. Skulle de observerte tallene ligger under trendnivået er økonomien i en lavkonjunktur. Her stagnerer økonomien og trekkes noe tilbake, som også medfører høyere arbeidsledighet og mer pessimisme ovenfor investeringer.

Oppgangskonjunktur må ikke forveksles med høykonjunktur. Forskjellen ligger i at begrepet oppgangskonjunktur beskriver veksten i økonomien. Ligger de faktiske målingenes vekstrate over hva vekstraten til trenden er, er økonomien i en oppgangskonjunktur. Det motsatte blir beskrevet som nedgangskonjunktur, altså når vekstraten til faktiske målinger er lavere enn raten til den langsiktige trenden. Skulle nedgangen være over en kortere periode, kalles det resesjon. En lengre, vedvarende nedgang kan karakterisere en økonomisk krise.

Det er viktig å vurdere konjunktursyklus på bakgrunn av mer enn bare BNP, da syklene skal karakterisere en lengre rekke økonomiske aktiviteter. For å kunne kalle det en konjunktursyklus må det være en periode med ekspansjon, etterfulgt av en periode med kontraksjon. En full konjunktursyklus varer i mer enn ett år. Svingningene i et tidsrom kortere enn dette forklares av andre faktorer i økonomien, som for eksempel sesongbasert svingning. Det er viktig her å skulle mellom minimum et år, og ikke at en syklus varer i ett år. Syklusene er altså ikke periodiske. Det at en full konjunktursyklus kan vare fra ett år og helt opp mot et tiår, er noe som gjør de så vanskelig å predikere. (Sørensen og Whitta-Jacobsen, 2010)

2.1.3 Indikatorer som kan predikere konjunktursyklusene

Konjunktursykluser er som sagt vanskelig og komplisert å forutse, da de ikke er periodiske, men heller varierende i lengde. Da økonomiske framtidsutsikter er svært viktig for å legge opp sin nåværende økonomiske struktur, ser økonomer etter indikatorer og variabler som kan hjelpe å beskrive konjunktursyklusen økonomien opplever. Som nevnt tidligere, er BNP det mest vanlige målet for økonomisk utvikling. Det er derimot vanskelig å måle BNP fra dag til dag, da dette er en samlebetegnelse for veldig mange flere komponenter som varierer langt mer i retning både opp- og nedgang enn BNP selv. Her finner man alt fra komponenter som har veldig sterk korrelasjon, til komponenter som har veldig svak korrelasjon. Disse komponentene er mindre kompliserte, og er derfor mye brukt for å predikere BNP, og da også konjunktursykluser.

For å gjøre akkurat dette, å predikere økonomiske svingninger, er det mest vanlig å bruke komponenter med sterk positiv korrelasjon til BNP, såkalt medsykliske indikatorer. Blant disse komponentene er det igjen definert ledende og laggende indikatorer. En ledende indikator ligger typisk litt foran utviklingen i BNP, men med lik form på utviklingskurven. Ledende indikatorer er ofte av stor interesse da de vil nå et vendepunkt før faktisk BNP, og tilsier da når den økonomiske aktiviteten svinger. En indikator kan også være laggende. Da ligger utviklingen i indikatoren bak faktisk BNP, men igjen med samme formkurve. Eksempler på overnevnte indikatorer kan være sysselsetting, aksjepriser og boligpriser. Sysselsetting ligger ofte bak, altså laggende, mens aksjepriser og boligpriser ofte kommer noe tidligere og kan være en ledende indikator i mange tilfeller. Senere i oppgaven vil jeg ta for meg flere indikatorer, og se blant annet på når de når vendepunktet sitt i forhold til økonomien i sin helhet.

2.1.4 Konjunkturteorier og konjunkturmodeller

Økonomer er generelt svært uenige om konjunkturmodeller og oppfatningen av hvordan konjunktursvingninger oppfører seg. Dette medfører også diskusjon rundt hvilken politikk og hvilke reguleringer myndighetene skal komme med før å sikre en stabil og forutsigbar økonomisk vekst.

På tross av de store uenighetene mellom forskjellige konjunkturteorier og –modeller, er økonomer generelt enige om en enkel oppbygning til bevegelsene. Denne oppbygningen

baserer seg på at svingningene i utgangspunktet dannes av økonomiske sjokk eller konjunkturimpulser. Dette er størrelser som ikke kan forutses. Utfallet av disse sjokkene vil først bli bearbeidet av myndighetenes finans- og pengepolitikk. Dette skjer i en overgangsfase, hvor de strukturelle forholdene i økonomien til slutt danner konjunkturbevegelser (Steigum, 2004).

For min oppgave blir det viktig å ha et godt innblikk i hva som forårsaker konjunktursvingninger og hvordan forskjellige indikatorer som børsutviklingen og boligmarkedet har korrelert med den økonomiske aktiviteten. Det blir også viktig å se på de politiske virkemidler og reguleringer som er benyttet i de respektive økonomiene, samt virkningen av disse.

2.2 IS-LM-modellen

IS-LM-modellen har siden den ble utviklet i 1937 av økonom John Hicks, vært en mye anvendt keynesiansk modell når en skal beskrive forholdet mellom økonomisk aktivitet og rentenivået i økonomien. I modellen holdes pengemengden som en eksogen størrelse bestemt av sentralbanken, mens rentenivået er en endogen variabel og blir bestemt av modellens likevekt sammen med BNP (Blanchard, Amighini og Giavazzi, 2010).

Modellen analyserer hvordan endringer i finanspolitikk og pengemengde påvirker økonomien på kort sikt, og er derfor en meget relevant modell for å belyse og forstå konjunktursvingninger.

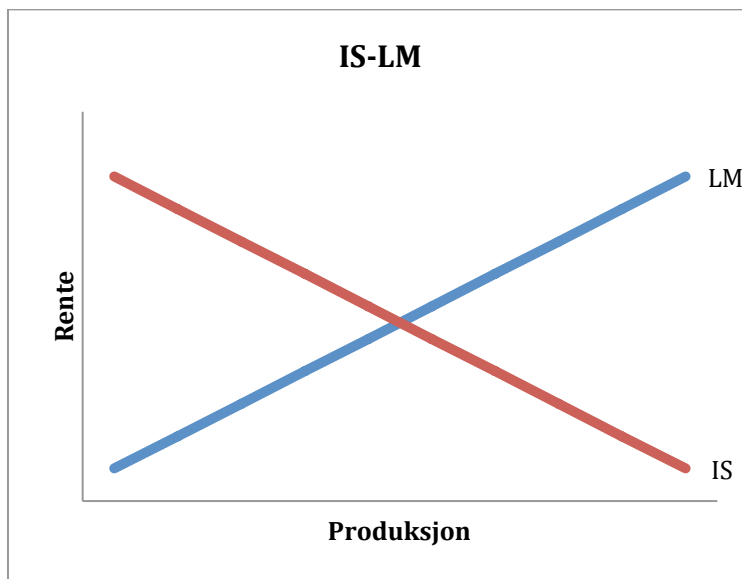
IS står for investments og savings og viser kombinasjonene mellom realrente og BNP som gir likevekt i konsumentmarkedet. Ved høy realrente vil den rasjonelle aktør sette penger i banken til relativt høy avkastning. Aktøren vil altså øke sin sparerate. Ved lav rente blir kapitalkostnaden av å ta opp lån bli lav, tilsvarende lavt avkastning på sparte midler, noe som gjør at den rasjonelle aktør vil få større kapitaltilgang og søke alternativer med større avkastning, også kalt investeringer. Dette medfører at IS-kurven er fallende i et diagram med realrente på y-aksen og BNP på x-aksen (Steigum, 2004).

LM står for liquidity (likviditet) og money (penger) og viser kombinasjonene mellom realrente og BNP som gir likevekt i pengemarkedet. Pengemengden holdes konstant på kort sikt. Ved økt inntekt (BNP) vil også etterspørselen øke. Siden pengemengden er konstant,

medfører økt etterspørsel en høyere rentesats (pris) på kapitalen. Med andre ord, en økning i BNP gir økt realrente. Dette gjør at LM-kurven er stigende i motsetning til IS-kurven (Steigum, 2004)

IS-LM-modellen dannes ved å slå sammen de to kurvene i et felles diagram. Begge kurvene illustrerer likevekt i hvert sitt marked. En felles likevekt finner vi der kurvene krysser. Dette er illustrert nedenfor i Figur 1.

Figur 1: IS-LM-modell



2.3 AD-AS-modellen

AD-AS-modellen får vi ved å bygge videre på IS-LM-modellen. IS-LM-kurven blir representert i AD (aggregert etterspørsel), mens vi tilføyer tilbudssiden AS (aggregert tilbud). AD-AS-modellen illustrerer sammenhengen mellom pris- og produksjonsnivå.

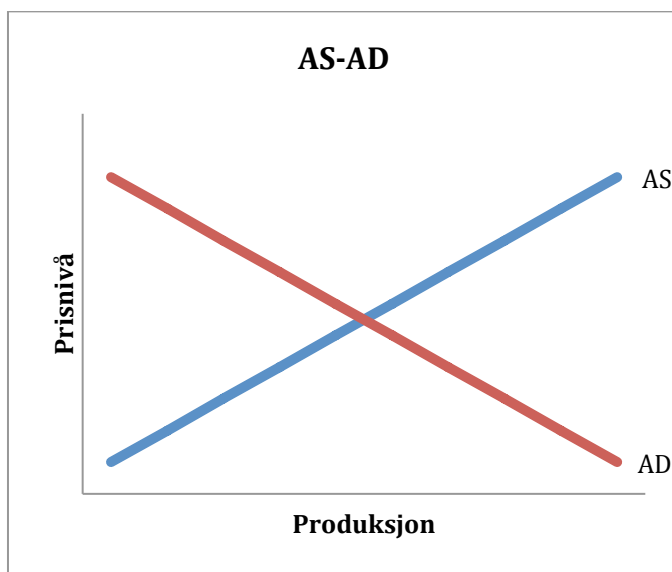
AS-kurven representerer tilbudet i økonomien, gjennom sammenhengen mellom lønn og prisnivå. Modellen antar at forholdet mellom lønn og prisnivå (inflasjon) kan illustreres av Phillipskurven, hvor inflasjon er avtagende for økt arbeidsledighet og vice versa. Dette skjer fordi dersom det produserer mer, vil bedriftene få en økt lønnskostnad per enhet i form av overtidbetaling og produktet vil av den grunn få en høyere utsalgspris.

AD-kurven utredes fra IS-LM-modellen, og beskriver etterspørselen i økonomien. Siden den utredes fra IS-LM, er den også eksponert mot de samme økonomiske faktorene. Skulle IS-LM

skifte, vil AD-kurven også skifte. Som beskrevet tidligere holder vi pengemengden konstant på kort sikt, noe som medfører at en prisreduksjon gir en høyere reell pengemengde. Dette medfører deretter en prisreduksjon (lavere rente) på pengemengden grunnet redusert etterspørsel, og vi får et skifte i LM-kurven, hvor det nye likevektspunktet har høyere rente og lavere produksjonsnivå.

Figuren under illustrer likevekt mellom AS- og AD-kurvene.

Figur 2: AS-AD-modellen



Å ha en god innsikt i IS-LM- og AS-AD-modellene, vil gi en bedre forståelse for videre drøfting og økonomiske reaksjoner.

2.4 Minskys krisemodell

Den første av modellene for kriseteori jeg har valgt for å belyse tematikken i denne oppgaven er krisemodellen til Hyman Minsky. Denne har særlig blitt trukket fram etter finanskrisen i 2008, da mange mener den kan beskrive hendelsesforløpet til krisen på en god måte.

Hyman Philip Minsky (1919 – 1996) var en amerikansk økonom og professor ved Washington University in St. Louis. Hans mest kjente arbeid er bygget på forklaringer til økonomiske kriser, basert på finanssystemene de kapitalistiske økonomiene er bygget på. I hendelsesforløpet til økonomisk krise, beskriver Minsky hvordan flyten av kreditt spiller en helt spesiell rolle i finansielle kriser. I gode tider vil aktørene i markedet drives av optimisme rundt økonomisk oppgang og fremtidig avkastning. For å ta del i denne oppgangen ønsker

aktørene å låne penger til investeringer, og etterspørselen etter kreditt øker. Finansinstitusjoner blir også drevet av optimisme, noe som gjør at de tar større risiko når det kommer til utlån av kreditt, som igjen gir rom for overdreven investeringsaktivitet (Aliber og Kindleberger, 2010)

Krisemodellen beskriver fasene som bygger opp til finansiell krise, og kan deles inn som følgende:

2.4.1 Displacement

Oppbygningen til økonomisk krise starter, i følge Minsky, med et eksogent makroøkonomisk sjokk av størrelsesgrad stort nok til å endre profittmulighetene til minst én viktig sektor i økonomien. Dette vil da føre til at aktiva innenfor denne sektoren blir priset for høyt av begeistrede investorer og aktører. Dette sjokket forankres ofte i at ny teknologi blir innført, eller at myndighetene endrer den økonomiske politikken.

En lav rente er et av de sterkeste og viktigste virkemidlene myndighetene har for å få fart på en økonomi etter en lavkonjunktur. Lav rente i oppgangstider kan derimot føre til for rask økonomisk vekst, hvor produksjon og prising blir vanskelig å kontrollere og vil oppleves noe uforutsigbart (Keen 1995).

2.4.2 Overtrading

I den andre fasen av Minskys krisemodell vil flere og flere aktører gjøre gevinst på oppgangen i økonomien. Det råder stor optimisme i markedet. Personer som ellers ikke ville handlet i finansmarkedene går inn med kapital de har anskaffet ved lave renter og har et kortsiktig perspektiv på investeringene sine. Høykonjunktoren fortsetter, og produksjonskapasiteten holder ikke til å dekke etterspørselen, så prisene presses opp. Vi ser her tendensene til dannelsen av en boble (Keen 1995).

2.4.3 Monetary expansion

Pengemarkedet utvides. Tilgangen på kreditt blir enklere. I oppgangstider er låneinstitusjon meget profitable, noe som gjør konkurransen mellom dem enda større. Perioden preges av irrasjonelle beslutninger gjort av både långivere og låntakere, da begge parter ser på markedet med overdreven optimisme. Banker setter ned lånerenten for å kapre kunder, og stiller svakere krav til den som låner pengene. Egenkapitalkravet bli redusert og evnen til å tåle en renteøkning blir sett på som mindre viktig. Enda flere låntakere vil skaffe seg det de kan av

kapital for å ta del i gevinsten i økonomisk oppgang, og låner over egen evne. Det er nå mer penger i omløp totalt i hele økonomien (Keen 1995).

2.4.4 Revulsion

I følge Minskys krisemodell, blir den monetære utvidelsen i markedet etterfulgt av at vendepunkt. I denne fasen er det flere av aktørene som har investert penger i de tidligere fasene som mister troen på markedet eller innser at produktene de har investert i er priset kunstig høyt. Denne mistilliten kan komme av et sjokk i form av politiske endringer, strukturelle endringer eller sjokk som direkte påvirker tilbud eller etterspørselen i minst ett betydelig segment. Etter hvert som flere og flere er av denne oppfatning, vil antall selgere fort overgå antall kjøpere, og som keynesiansk-økonomisk teori tilsier, vil prisen begynne å falle. Dette danner en snøballeffekt, som medfører at flere og flere trekker seg ut og ønsker å selge når de ser verdien på eiendelen reduseres. Dette kan ses på som at boblen sprekker, og økonomien er på vei inn i lavkonjunktur. Mange av lånene som er tatt opp, er gitt med sikkerhet i aktivaene som ble priset kunstig høyt. Når verdien på disse aktivaene faller raskt, mister også lånene mye av sikkerheten sin, og bankene står ovenfor høy risiko ved mangel på tilbakebetalingsevne hos låntakerne. I dette tilfellet kan finanssektoren måtte ta store deler av tapene ved at kunder ikke kan tilbakebetale lån, noe som fører til et ustabilt finanssystem (Keen 1995).

2.4.5 Discredit

Den siste fasen av Minskys krisemodell er hvor panikken inntreffer og prisene faller fort. Aktører har mistet tiltroen til markedet og det er svært uvisst når økonomien når bunnen. Dette medfører stor pessimisme, og lønnsomhetsvurderinger nedjusteres ofte mer enn hva som faktisk er riktig. Den kunstige overprisingen som fant sted i tidligere faser er nå gjort om til kunstig underprising (Keen 1995).

2.4.6 Kritikk av modellen

Som tilnærmet all annen økonomisk teori, får også Minsky sin krisemodell kritisert. Det er i hovedsak tre argumenter som går igjen ved kritikken. Det første argumentet går ut på at modellen er utdatert. Modellen ble for det meste utarbeidet på 70-tallet, og kritikerne mener det økonomiske fundamentet i dag er såpass mye forandret siden den gang, at modellen ikke passer dagens økonomi.

Det andre argumentet som er mye brukt i kritikk av modellen, er det ikke kan lages en generell modell for å beskrive økonomiske kriser, da alle kriser er individuelle og utfolder seg på unikt vis.

Til slutt argumenteres det for at markedet alltid er effisient. Med dette menes det at prisene i markedet alltid er korrekte, grunnet full informasjon og fullstendig rasjonelle aktører, som handler basert på ønske om maksimere profitt. Skulle dette vært tilfelle, vil det aldri oppstå bobler i økonomien. Den sterke prisoppgangen, etterfulgt av det plutselige fallet, vil forklares med korrekt markedspris til enhver tid (Aliber og Kindleberger, 2010)

2.5 Richard Koo's kriseteori

Richard C. Koo er en sentral økonom i kriseteori rundt Japans tapte tiår, og er derfor relevant for denne oppgaven. Koo er sjefsøkonom for Nomura Research Institute i Japan, og har bistått japanske myndigheter med råd om hvordan håndtere den vanskelige og vedvarende økonomiske situasjonen i Japan siden aktivaboblen sprakk i 1990.

Koo hevder på sin side at "De tapte tiår" som Japan har opplevd gjennom 90-tallet og begynnelsen av 2000, skyldes noe han kaller en "Balance sheet recession". En resesjon er populært definert som en nedgang i bruttonasjonalprodukt over minst to kvartaler. Dette er med andre ord en økonomisk tilbakegang, og blir sett på som svært alvorlig for et lands økonomi. Normalt oppstår en resesjon av et negativt sjokk som danner et tilbudsoverskudd, og som rammer minst én sentral sektor i økonomien. Ved tilfellet Koo henviser til, altså en "Balance sheet recession", kommer derimot resesjonen av at flertallet av aktører i markedet er opptatt av å spare (i dette tilfellet nedbetale gjeld), i stedet for å maksimere profitt. Profittmaksimerende aktører er en forutsetning for mange av de mye anvendte økonomiske teorier i dag. Teorier som ikke har kunnet forklare situasjonen i Japan fra 1990 og utover 2000-tallet (Koo, 2011).

Med begrepet "balance sheet recession" henviser Koo til balansen hos bedrifter og private, mellom eiendeler og egenkapital og gjeld. Hovedsakelig går teorien til Koo ut på at gjeldsposten i balansen er for stor, og at aktørene bruker sine opptjente penger på å nedbetale gjeld for å gjenopprette balanse.

I modellen bruker Koo det gamle japanske symbolet Yin og Yang, som betyr henholdsvis skyggesiden og solsiden (begrepet har flere assosieringer, men dette er en av de mest vanlige, og som også brukes som symbol på Koo sin konjunkturmodell). I konjunkturmodellen til Koo, representerer skyggesiden og solsiden to tilstander i økonomien.

2.5.1 Yang - solsiden

Når økonomien er i fasen kalt Yang, er ting i balanse. Her kan økonomien beskrives ved bruk av vanlige, makroøkonomiske teorier og modeller. Økonomien har en sunn utvikling, og opplever konjunktursvingninger som klassisk, keynesiansk teori beskriver. Koo refererer til Adam Smiths ”usynlige hånd” som økonomisk driver. Finanspolitikk blir antatt å kunne virke mot sin hensikt, mens pengepolitikk med styringsrenten som fremste virkemiddel blir sett på som svært effektivt. Viktig å nevne er at aktørene i økonomien oppfører seg profittmaksimerende (Koo, 2011)

2.5.2 Yin – skyggesiden

Yin er unntakstilstanden i økonomien. Det er her økonomien opplever ”balance sheet recession”, uttrykket Koo beskriver som hovedårsaken til ”de tapte tiår” i Japan, og som også kan brukes for å forklare mye av ”The great depression” på 30-tallet. Den utløsende faktoren er som regel en kollaps i markedet, gjerne i form av at én eller flere bobler sprekker. Den gjeldsfinansierte boblen har blitt dannet av kunstig høye aktivapriser. I oppbygningen av disse prisene, opplever økonomien sterk vekst, og aktørene i økonomien ser sitt snitt til å tjene på denne oppgangen. Aktørene øker gjeldsgraden sin for å gjøre investeringer basert på de sterkt voksende aktivaprisene. Da stadig flere aktører gjør akkurat dette, ender prisene opp kunstig høye. Når markedet innser at prisene er kunstig høye, vil boblen sprekke. Mange vil prøve å trekke seg ut på tilnærmet samme tidspunkt og aktivaprisene vil oppleve et dramatisk fall. Aktørene sitter igjen med gjelden i opparbeidet seg under bobledannelsen, en gjeld som kan oppleves å være for stor i forhold til eiendelenes faktiske verdi. Aktørene er altså i ubalanse når det kommer til egenkapital og gjeld. For å forsøke å gjenskape balanse, vil aktørene bruke alle krefter og midler de har og anskaffer, på å nedbetale gjeld. Når mange nok aktører gjør dette samtidig, vil aggregert etterspørsel gå ned og økonomien oppleve en nedgang (Koo, 2011).

Koo forklarer at en bedrift er konkurs når gjelden overgår verdien av eiendelene. I Koo sin konjunkturmodell er det derimot to typer konkurs en bedrift kan oppleve, konkurs enten med eller uten positiv kontantstrøm. Hvis konkurs er resultatet av en negativ kontantstrøm over tid, er den slått konkurs på det grunnlag av at det ikke er noen verdi igjen i selskapet og den har ikke mer penger igjen å tape. Dette er den vanligste formen for konkurs. Hvis derimot bedriften har en positiv kontantstrøm på tross av ubalansen som kommer av for høy gjeld i forhold til eiendelene, er det fortsatt mulig for bedriften å komme seg på rett kurs igjen. Eiendelene i bedriften vil ikke kunne oppnå en negativ verdi, noe som gjør at ved positiv kontantstrøm vil bedriftene ha muligheten til å hente seg inn igjen til en sunn balanse ved å tilbakebetale gjeld. Dette er ifølge Koo det mikroøkonomiske riktige å gjøre. Problemet oppstår når mange gjør akkurat dette, og økonomien oppnår en signifikant større andel som blir spart enn brukt, på tross av lave renter (Koo, 2011).

Tanken bak å bruke alle midlene sine på å nedbetale gjeld, er ifølge Koo, rasjonelt på et mikroøkonomisk nivå, gitt en positiv kontantstrøm. Dette forutsetter altså at bedriften klarer å komme i balanse igjen, gitt en viss tid. Denne nedbetalingen skjer som oftest i stillhet, som en skult reparering av bedriftens balanse. Alle interessenter er tjent med at bedriften reparerer balansen sin igjen, så den kan fortsette å bidra i deres beste interesse. Aksjonærer vil ikke at bedriften skal slås konkurs, da dette vil bety at deres aksjer er verdiløse. Ledelsen i bedriften vil ikke at det skal komme ut at de er tilnærmet verdiløse, da de er ansvarlige for den finansielle situasjonen bedriften befinner seg i. Ansatte i bedriften vil ikke høre at arbeidsplassen deres er på randen til å bli slått konkurs, da dette skaper stor usikkerhet for fremtidig arbeid. Bankene vil ikke høre at bedriften har lånt langt over sin låneevne, da det er banken som har lånt dem pengene, og som står i fare for å ikke få dem tilbake (Koo, 2011).

Richard Koo bruker et tenkt eksempel for å belyse hvordan dette svekker økonomien. Dette går som følger. En husstand har 1000 kroner i inntekt og en sparerate på 10 %. Husholdningen bruker fra 900 kroner og setter 100 kroner i banken. Det som normalt skjer da, er at banken låner de 100 kronene ut igjen til noen som vil investere. Når den som låner de 100 kronene bruker de, blir den aggregerte etterspørselen 1000 kroner ($900 + 100$), altså samme som inntekten var i utgangspunktet. Hvis ingen vil låne de 100 kronene, setter banken ned renten for å øke etterspørselen. Skulle det være et etterspørselsoverskudd etter kapital, setter banken opp renten for å senke etterspørselen (Koo, 2011).

Scenarioet over skjer i en klassisk økonomi hvor aktørene er profittmaksimerende. Skulle derimot aktørene være ute etter å minimere gjeld, vil vi ikke få samme resultat. Det som skjer da, er at de 100 kronene som blir satt i banken ikke blir lånt ut igjen. 100 kroner blir ”fanget” i finanssektoren. Disse 900 blir da inntekten til en ny aktør. Med samme sparerate vil de nedbetale gjeld med 90 kroner og bruke 810 selv. Nå er 90 nye kroner ”fanget”, og samlet etterspørsel går fort nedover da økonomien fortsetter i trenden beskrevet over. Pengepolitikken bli ineffektiv, da en rentenedsettelse ikke vil øke investeringene nok. Selv ved rente tilnærmet 0 %, vil aktørene fortsatt være ute etter å nedbetale gjeld, for å gjenopprette balansen og avverge en eventuell konkurs (Koo, 2011).

2.5.3 Myndighetenes ansvar

For å komme seg ut av den dårlige trenden, må myndighetene handle. Deres kanskje sterkeste virkemiddel, sentralbanken med styringsrenten, har i stor grad mistet sin påvirkning, og det er finanspolitikken som er nøkkelen for myndighetene. Koo hevder at myndighetene må gjøre det motsatte av bedriftene. De må øke sine investeringer ved å påta seg gjeld. Gjennom dette får de tilgang på de pengene som ellers ville blitt ”fanget” i finanssystemet, og den aggregerte etterspørselen vil holdes oppe av at myndighetene tilfører økonomien kapitalen igjen. Ved å handle raskt kan landet da unngå resesjon. Hvor lang tid dette vil ta er uvisst. Myndighetene kan ikke trappe betraktelig ned igjen før bedriftene låner mer penger og øker egne investeringer, noe som vil kreve at holdningene deres endres og de får ny tiltro til både økonomien og finanssystemet (Koo, 2011).

2.6 Optimale valutaområder

Oppgaven min baserer seg på den monetære unionen ”eurosonen”. Eurosonen er landene som benytter seg av euro som valuta. For å forstå hvorfor sentralbanken for eurosonen, The European Central Bank (ECB) og landene i eurosonen fører politikken de gjør og hvordan ting er knyttet sammen, er det viktig å ha en forståelse av hva det vil si å være i en monetær union. Jeg har derfor valgt å ta for meg teorien om optimale valutaområder, da dette vil gi en forståelse for hvorfor euroen ble innført og hva som kan være konsekvensene av en felles valuta.

Et valutaområde kan enten defineres som to eller flere land med fast valutakurs seg i mellom, eller som to eller flere land som opererer med den samme valutaen. For at et valutaområde skal fungere, må de ha en felles pengepolitikk som justerer tilgjengelig pengemengde i markedet. For å se om det er lønnsomt å operere med et monetært samarbeid i form av valutaområde, kan vi bruke teorien om optimale valutaområder. Den canadiske økonomen Robert Mundell var den første til å undersøke hva som faktisk måtte til for at et slikt område skulle være lønnsomt. Mundell sin teori bygger på både kostnads- og gevinstaspektet ved å gå inn i en felles økonomisk tilhørighet som et slikt valutaområde er. Teorien han presenterte i 1961 har ved flere anledninger blitt videreutviklet. Jeg vil bruke rammeverket til Mundell til å forstå eurosonen sin utvikling og situasjon i dag.

2.6.1 Kostnader ved bruk av felles valuta

Kostnadene knyttet til en felles valuta over et område bestående av flere land er i hovedsak knyttet til det enkeltes land reduserte evne til å drive individuell penge- og finanspolitikk. Dette er to meget viktige virkemidler en økonomi har for å stabilisere og gjenopprette likevekt i en økonomi hvis for eksempel et makroøkonomisk sjokk skulle inntreffe. I et valutaområde vil det finnes en felles pengepolitikk som styrer etter prinsippet om at en rentesetting skal passe alle. Skulle det da finnes signifikante forskjeller i de økonomiske trendene innad i dette området, kan dette medføre store kostnader for enkelte stater. Ideelt sett burde landene ha forutsetningene til å kunne respondere mest mulig likt på svingninger i økonomien.

2.6.1.1 Asymmetriske sjokk i økonomien

”Den mest truende typen av økonomiske sjokk for et område med enhetlig valuta er kjent som *asymmetriske sjokk*, betegnet som sådan fordi slike sjokk rammer landene forskjellig. De kan forårsakes av kraftige fall eller stigninger i etterspørselen etter råvarer og tjenester for et spesifikt land” (Chabot, 2000).

I eurosonen har landene i nord en ganske forskjellig næringsstruktur enn landene i sør. Hvis et sjokk skulle inntreffe en næring som står mye sterkere i ett land, enn et annet, vil dette landet trenge en annen regulering enn landet som er står svakere i den samme næringen. Evnen til å regulere dette isolert til landet som er avhengig av det, blir svekket når avgjørelsene må tas av en felles instans.

Videre definerer Chabot tre hovedinnvirkninger euroen har på landenes evne til å reagere på asymmetriske sjokk:

- Euroen forhindrer uavhengige rentesatsbevegelser.
- Euroen forhindrer valutadevalueringer.
- Euroen begrenser landets offentlige forbruk for å stabilisere økonomien.

Kombinasjonen av disse tre innvirkningene blir sett på som den største trusselen euroen gir ovenfor eurosoneens bærekraftige utvikling. Hvis landene hadde hatt hver sin valuta og hver sin sentralbank, kunne hvert land brukt styringsrenten gitt av sentralbanken eller gripe inn i vekslingskursen til valutaen deres. Sentralbanken og styringsrenten er et av myndighetenes sterkeste virkemiddel i økonomien. Ved å sette ned renten blir kapital billigere, og forbruk og investeringer vil henholdsvis øke. Dette stimulerer til økonomisk vekst, og er mye brukt i nedgangstider. Den andre måten de kunne motvirket det asymmetriske sjokket på, hadde vært å deprimere valutaen deres. Dette kan gjøres ved å selge den i store kvantum, altså øke tilbudet, noe som igjen vil føre til en lavere pris – en devaluering. Skulle prisen på valutaen gå ned, vil det styrke deres internasjonale konkurransevne. Varene deres vil altså bli billigere for utenlandske kjøpere. Dette stimulerer eksporten og vil også resultere i økt BNP (Chabot, 2000).

Ved en felles valuta forsvinner disse to mulighetene for å stimulere økonomien i nedgangstider. En løsning i nedgangstider for land som ikke har mulighet til å styre egen rentesats eller devaluere egen valuta, kan være intern devaluering. Intern devaluering brukes for å senke eget prisnivå, og blir sett på som hemmende for økonomien på kort sikt. Det innebærer å kutte kostnader, ofte gjennom lønnskutt og oppsigelser. Produksjonskostnadene og aggregert etterspørsel går ned, og prisnivået blir mer konkurransedyktig.

I en eventuell monetær union vil sentralbanken stå ovenfor et dilemma om landene i unionen ikke har tilnærmet like konjunktursvingninger eller reagerer likt på sjokk. Når sjokket er asymmetrisk, altså at landene reagerer forskjellig, vil sentralbanken måtte velge å kompensere et land forskjellig fra et annet ved bruk av pengepolitikk. Enten må de drive en ekspansiv pengepolitikk for å få fart på det landet som blir negativt rammet av et sjokk, og da mulig overstimulere landet som ikke opplever samme nedgang. Det som da kan skje med sistnevnte er at de får en for stor inflasjon og mister internasjonal konkurransevne i tillegg til at det legges til rette for bobledannelse. Det andre alternativet er å drive en kontraktiv pengepolitikk

som vil svekke det hardest rammede landet enda mer. Det er her teorien om optimale valutaområder belyser noe de ser på som viktige kriterier for at en monetær union skal kunne operere lønnsomt over en lengre periode. To mekanismer som kan motvirke skjevhetene i den monetære unionen: fleksible lønninger og arbeidskraftsmobilitet (De Grauwe, 2012).

2.6.1.2 Fleksible lønninger

Fleksible lønninger vil si at arbeidstakere er villig til å justere lønnen sin på relativt kort varsel. Lønningene kan altså justeres etter behov. Hvis et asymmetrisk sjokk skulle inntreffe en monetær union, altså et sjokk som påvirker landene i unionen forskjellig, og landene har ingen individuell sentralbank å lene seg på, kan akkurat fleksible lønninger være med å stabilisere konkurranseevnen til de rammede næringene. Hvis et land får en redusert aggregert etterspørsel, vil de kunne redusere lønningene sine for å kutte produksjonskostnader. Ved å kutte produksjonskostnader kan de også redusere salgsprisen og dermed øke etterspørselen og konkurranseevnen. Å redusere lønningene er i praksis vanskelig. Dette kan komme av en økt ledighet forårsaket av lavere aggregert etterspørsel. Økt arbeidsledighet fører til konkurranse om jobbene, som gjør at arbeidsgivere kan redusere lønningene og fortsatt ha arbeidere som er villig til å påta seg jobbene. Hvis et land i den monetære unionen skulle oppleve at det asymmetriske sjokket har motsatt effekt, altså at aggregert etterspørsel øker, vil fleksible lønninger føre til at lønningene justeres opp. Produktet blir dyrere og mindre konkurransedyktig (De Grauwe, 2012)

2.6.1.3 Arbeidsmobilitet

Med arbeidsmobilitet mener vi graden av hvor mobil arbeidskraften er, altså hvor vidt den er flyttbar mellom markeder. Å ha høy mobilitet på dette området kan være en viktig mekanisme får å få et land tilbake i likevekt etter et asymmetrisk sjokk i en monetær union. Det landet som har opplevd en reduksjon i etterspørsel, vil ha en høyere arbeidsledighet. Hvis denne arbeidskraften er tilstrekkelig mobil, vil den forflytte seg til markedet som opplevde en økning i etterspørselen, altså et marked med etterspørselsoverskudd etter arbeidskraft. Dette vil være med på å dempe pris- og lønnspresset som allerede finner sted i landet, og økonomien går mot likevekt igjen.

Disse to mekanismene vil i teorien kunne danne likevekt i unionen igjen. Skulle derimot én av eller begge mekanismene være for svake for å danne likevekt igjen, kan unionen løse det

asymmetriske sjokket gjennom forsikringsmekanismer. Det finnes to typer forsikringsmekanismer i denne sammenheng – en offentlig og en privat (De Grauwe, 2012).

En forsvarsmekanisme i denne sammenheng er i all hovedsak en inntektsoverføring mellom landene i unionen. En offentlig inntektsoverføring kan skje i form av det er en felles instans som styrer mye av finanspolitikken i unionen. Gjennom finanspolitikken kan denne instansen velge å pålegge et land mer skatter og avgifter. Dette for å redusere inntekten i landet som kom godt ut av det asymmetriske sjokket. Ved å øke midler til pensjon og andre velferdsgoder i landet som kom dårlig ut, flyttes inntekt fra landet med økt etterspørsel til landet med redusert etterspørsel. Når denne mekanismen styres av den offentlige instansen, blir det som at det ene landet ”betaler” for det andre landet (Chabot, 2000).

Det er viktig å nevne at disse forsvarsmekanismene ikke må forstyrre de to overnevnte stabiliseringsmekanismene, fleksible lønninger og arbeidsmobilitet. Det må kun være til for å supplere der disse to ikke strekker til. Hvis ikke kan det resultere i en vedvarende skjevhet som trenger konstant inntektsoverføring.

En privat inntektsoverføring finner sted i finansmarkedene i landene. Ettersom landene er i en monetær union, er det også rimelig å anta at finansmarkedene er fullstendig integrert. Det vil si at private aktører eier aksjer i landene de er i union med. Ved økonomisk nedgang i et land, vil også børsene gå ned. Børsene i landene med økonomisk oppgang vil gå tilvarende opp. Dette betyr at når et land økonomiske tap vil bli noe kompensert av oppgang på deres utenlandske aksjer og vice versa.

2.6.2 Gevinst ved bruk av felles valuta

Det er ikke bare kostnader ved å være i en monetær union. Mens de fleste ulempene ved å inngå en monetær union utspilles på et makroøkonomisk nivå, er det flere gevinster som ofte finnes på mikroøkonomisk nivå. Gevinstene baserer seg i hovedsak på at bedriftene kan drive en mer effektiv handel innad i en monetær union.

Ved å eliminere transaksjonskostnadene dannes det både direkte og indirekte fordeler som bedriftene tar nytte av. Den direkte fortjenesten er lett å identifisere og kvantifisere gjennom prisen bankene skal ha for å veksle om ved to selvstendige valutaer. Den indirekte kostnaden

er noe vanskeligere å kvantifisere, da denne fordelene går ut på at konsumenter blir mer opplyst om hva produktene koster over landegrensene. Etter at euroen ble innført har det vært lettere for forbrukere å sammenlikne hva et produkt koster i for eksempel Tyskland og Frankrike. Konsumentene vil lettere finne ut hvor produktet er billigst og kunne preferere et billigere, utenlandsk produkt mot et tilsvarende, dyrere hjemlig produkt. Dette øker konkurransen mellom bedrifter innad i eurosonen, og er en fordel for forbrukerne. Land som er i monetær union vil også ha en tendens til å handle mer med hverandre, da det er lettere å orientere seg om prisen i de andre landene i unionen (De Grauwe, 2012).

3. Japans tapte tiår

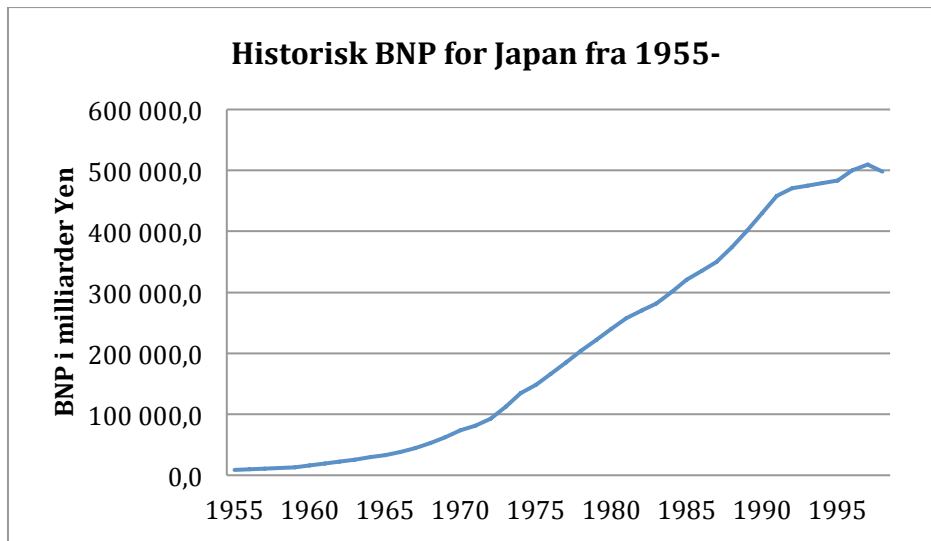
For å kunne se likhetene mellom dagens situasjon i Europa og situasjonen i Japan de siste to tiårene, er det viktig med et godt innblikk i hva som har forårsaket den økonomisk svake tiden i Japan. I dette kapitlet vil jeg ta for meg Japans økonomi kronologisk fra andre verdenskrig, bobledannelsen på slutten av 80-tallet, finanskrisen, de tapte tiår og dagens situasjon.

3.1 Japan før bobledannelsen

Japan var langt nede etter tapet i andre verdenskrig. Mye av industrien var ødelagt, og landet hadde hatt store økonomiske utgifter i løpet av krigen. I 1950 brøt Koreakrigen ut. Her var Japan nøytrale, men bistod FN-styrker med materialer og baseopphold. De mottok flere hundre millioner dollar i fremmed valuta som betaling for japanskbygde materialer brukt i krigen, i tillegg til å bistå FN-styrkene med forsyninger og baseopphold i landet. Dette var med på å akselerere økonomiens vekst. Etter krigen iverksatte japanske myndigheter tiltak som skulle fremme mer vekst i landet. Industrien ble tollbeskyttet og kapital ble gjort billig og tilgjengelig. Japan var på vei opp.

Utover 50- og 60-tallet reinvesterte Japan store deler av sitt bruttonasjonalprodukt, opp mot hele 32 % på starten av 50-tallet, for å modernisere industrien og skape rom for ny. USA hadde hatt store teknologiske framskritt siden krigen, og Japan så på utvikling av teknologi som absolutt nødvendig for å henge med i kampen om det internasjonale markedet.

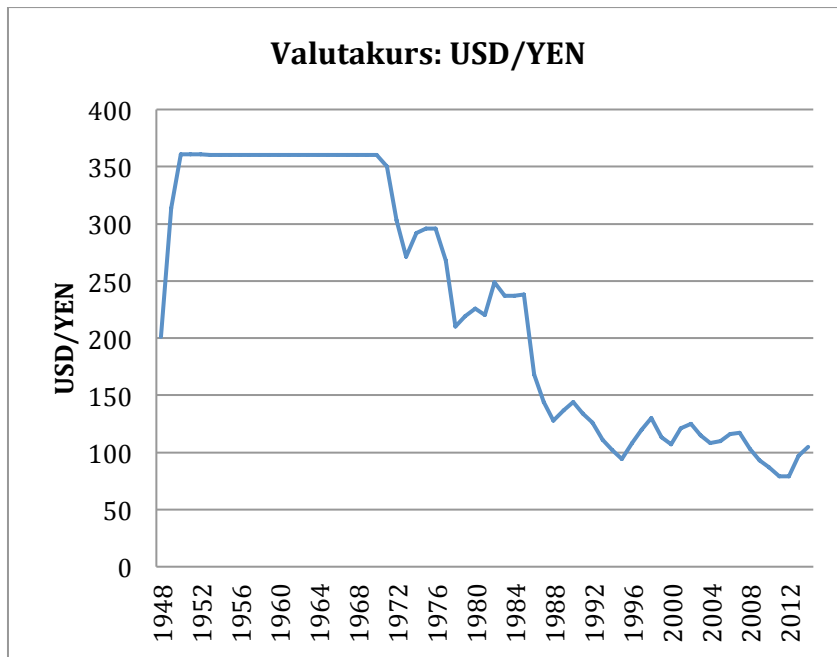
Figur 3: Historisk BNP for Japan fra 1955-



Kilde: Historical Statistics of Japan, kap. 3-3 (Statistics Bureau Japan)

Grunnet sterk vekst gikk Japan med stort driftsoverskudd i mange år. Den gjennomsnittlige veksten fra 1950 og til 1973, da det første oljesjokket inntraff, var på om lag 10%. Den stabile veksten gjorde at det Japans finansmarkeder ble meget attraktivt. Når utenlandske investorer vil putte pengene sine i japanske aktiva, trenger de japansk valuta, altså yen. Økt etterspørsel etter yen gjorde at den appresierte i forhold til andre valutaer. Denne appresieringen fikk enda mer fart på seg da The Plaza Agreement ble undertegnet i 1985. Dette var en avtale mellom myndighetene i USA, Storbritannia, Vest-Tyskland, Frankrike og Japan om å depresiere dollaren mot yen og tyske mark ved å investere i valutamarkedene.

Figur 4: Valutakurs USD/YEN



Kilde: Historical Statistics of Japan (Statistics Bureau Japan)

Som vi ser i Figur 4 har USD deprimert kraftig i forhold til Yen. Dette kommer som beskrevet tidligere av en styrket japansk valuta, kombinert med et ønske fra USA om å styrke egen konkurransevne.

Japan hadde vokst til å bli verdens nest største økonomi, bare bak USA. De hadde hatt stor fremgang i teknologisk utvikling, noe som ga dem et sterkt fortrinn i internasjonal sammenheng. Økonomien leverte store handelsoverskudd gjentatte år, og Tokyo ble anerkjent som et internasjonalt handelsmetropol.

Mot slutten av 80-tallet var investeringene i Japan avtagende. Det var ikke lenger behov for de samme investeringene i teknologi, noe som førte til en avtagende vekst i total faktorproduktivitet. Japan hadde også en negativ vekst i arbeidsstyrken på dette tidspunktet, som førte til at landet ikke trengte å investere like mye i arbeidsstyrken som før. Større andel av pengene måtte derimot gå til eldreomsorg som har en langt lavere avkastning, og blir sett på mer som en direkte kostnad, enn en investering.

3.2 Bobledannelse i Japansk økonomi

Før vi ser på hvordan boblen i Japan vokste til og deretter sprakk, må vi definere hva en finansiell boble er. I den økonomiske tidsskriftet MAGMA, definerer Ola Grytten en finansiell boble som følgende:

”Finansielle bobler er handel av objekter i stort volum, til priser med signifikant avvik fra fundamentale verdier. I praksis omtales bobler som situasjoner der markedspriser på et eller flere finansobjekter er betydelig overpriset i forhold til deres fundamentale eller virkelige verdi. Bobler oppstår når priser stiger kontinuerlig fordi investorer tror at de kan ta ut gevinst ved videresalg på grunn av fortsatt vekst i prisnivå. Bobler kan i prinsippet forekomme på alle omsettelige produkter der det er mulig å spekulere i fremtidig prisretning og i gevinst” (Grytten, 2009).

Tross de avtagende offentlige investeringene samt utviklingen av ny teknologi, bremsset ikke veksten i økonomien. Tvert imot. Fra midten av 80-tallet akselererte prisnivået, lønningene og ikke minst finansmarkedet i Japan. Det er i hovedsak tre faktorer som bidro til at prisene ble drevet kunstig høye mot slutten av 80-tallet. Disse tre faktorene er en løs pengepolitikk, et skattesystem som favoriserte høy gjeldsgrad og finansielle dereguleringer.

3.2.1 Endring i pengepolitikken

Etter at The Plaza Agreement ble undertegnet i 1985, opplevde japansk yen en sterkere vekst enn først antatt. Japan var store innen både import og eksport, og en sterk vekst i valutakursen ville svekket deres internasjonale konkurransevne gjennom at varene deres ville bli dyrere for utenlandske aktører. Dette gjorde at myndighetene i Japan valgte å legge om pengepolitikken for å depresiere japansk yen. Ved å senke styringsrenten blir det mindre attraktivt å ha penger i japanske banker. Når færre aktører vil ha pengene sine i det japanske finanssystemet, går etterspørselen etter japansk yen ned, og det samme gjør da også prisen på yen.

Den lave renten førte til et stort press på prisnivået i japansk økonomi, og økonomien akselererte som aldri før. Aktører i markedet lånte penger over sin evne for å ta gevinst av den store oppgangen. Boliglån ble billigere, noe som gjorde at flere fikk råd til dyrere bolig.

Bankene vektla betalingsevnen til hver enkelt låntaker i mindre grad, da sikkerhet i et stigende boligmarked virket mer enn godt nok.

3.2.2 Skattesystem som favoriserte gjeld

Japan hadde før 1990 et skattesystem som gjorde det lønnsomt å ha mye gjeld, kontra formue. Her er to eksempler hentet fra Fukao, 2003:

1. Arveavgiften på arv større enn 500 millioner yen var på 75% helt til 1988. Eiendom ble derimot verdsatt til omtrent halvparten av markedsverdien sin, og gjeld ble verdsatt til pålydende beløp. Dette gjorde at mange aktører tok opp lån for å kjøpe eiendom når formue skulle arves. Ved å arve en eiendom med lån, oppnådde de en langt lavere skattesats (Fukao, 2003).
2. Avkastning på eiendom skulle ikke beskattes før eiendommen ble solgt, og man fikk skattefradrag for rentekostnader på gjeld for selskaper og private aktører som investerte i eiendom for videre utleie og næringseiendom. Når det i tillegg var en skattesats på rundt 0,1% av markedsverdien på eiendom, ble det veldig populært å sette penger i eiendom for bygge en gunstig balanse av skattemessige årsaker (Fukao, 2003).

3.2.3 Finansiell liberalisering

Finanssystemet i Japan hadde i forkant av boblen blitt gradvis liberalisert. Japans økonomi, og i denne sammenhengen finansmarkedet, hadde opplevd sterk internasjonal integrering. Salg av statsobligasjoner hadde økt, samt andelen av utenlandske investorer på børsene.

Som et resultat av liberaliseringen, endret bedrifter sin kapitalanskaffelse fra belåning hos bankene, til utstedelse av obligasjoner og aksjer. Dette medførte at bankene måtte endre fokuset fra de store bedriftene, til å satse mer på små og mellomstore bedrifter. Det ble mer vanlig å innvilge i lån med sikkerhet i eiendom. Dette ble sett på som trygt da boligprisene hadde steget stabilt de siste årene. Kontantstrømmen til bedriften som lånte pengene ble mindre viktig. Den fungerte bra, i likhet med situasjonen i USA i 2007, helt til boblen sprakk på starten av 90-tallet. Når boligprisene stupte, hadde ikke lånene tilstrekkelig sikkerhet lenger. Hvis betalingsevnen til låntaker nå skulle bli svekket så mye at låntakeren ikke klarte å betjene gjelden, ville banken måtte ta tapet når ikke salg av eiendom strakk til som sikkerhet.

3.3 Prisutviklingen

Det er alltid vanskelig å definere tidsrommet til en finansiell boble nøyaktig, spesielt når oppbygningen startet. Finansielle bobler forekommer til vanlig i land som har opplevd økonomisk vekst i en lengre tid i forkant, og det er ikke klart definert hva slags vekst som må til før å kalle det en voksende boble. I følge Okina (2001) varte bobledannelsen fra 1987 til 1990, da denne perioden innehar spesielt sterk vekst.

Det er flere faktorer som førte til den sterke prisveksten. Det var spesielt bolig- og aksjemarkedet som blir trukket frem som markeder med økonomiske bobler. Nikkei 225, en Tokyo-basert børs som regnes som Japans største, hadde sin høyeste notering gjennom tidene i starten av desember på 38.957. Dette er en oppgang fra 15.000 bare fem år tidligere. I samme tidsrom opplevde eiendomsprisene en dobling. Disse boblene vil bli nøyer analysert og kvantifisert senere i oppgaven, da de er svært sentrale for besvarelse av problemstillingen.

Myndighetene i Japan så på den sterkt avtagende prisveksten i spesielt aksjemarkedet og eiendomsmarkedet de siste årene som hemmende for økonomien. En så sterk vekst ville ikke være bærekraftig for samfunnet på sikt. For å dempe prispresset valgte myndighetene, gjennom sentralbanken Bank of Japan (BoJ), å sette opp styringsrenten april 1989 fra 2.5 prosent. Styringsrenten ble justert opp gjentatte ganger opp, og nådde til slutt seks prosent i august 1990. Formålet med denne renteøkningen var å dempe inflasjonen, men samtidig opprettholde en økonomisk vekst.

3.4 Boblen sprekker

Å identifisere at en boble sprekker er som oftest enklere enn å definere boblens start og vekst. Sentralbanken oppnådde ikke ønsket formål med renteheving, og bare en måned etter sistnevnte renteheving kunne man se tydelige endringer. Nikkei 225 falt til nærmere halvparten av toppnoteringen i 1989. Eiendomsprisene holdt noe lenger, før de også begynte å falle brått i 1991. (Okina og Shiratsuka, 2001)

Eiendelenes verdi var nå oversteget av gjelden de var kjøpt for. Låntakere fikk problemer med å tilbakebetale lånene sine, og noe som medførte store tap bankene. Markedet mistet troen på finanssystemet. Myndighetene svarte med å innføre et tiltak som gikk ut på at bankene ikke

var pliktig til å nedskrive dårlige lån, i håp om at økonomien fort skulle få en oppsving mot bedre tider igjen.

Myndighetene tok flere grep, ett hvor de blant annet skulle hjelpe såkalte Jusen-bedrifter, finansielle foretak som ga utelukkende boliglån eller lån til kjøp av eiendom. Det ble lagt frem en langsiktig plan som lettet deres virksomhet på kort sikt, og som derfor ville hente seg inn når økonomien etter antakelse fikk en oppsving igjen. Da dette ikke skjedde, måtte flere av de finansielle foretakene bli slått konkurs, og Japans finanssystem ble ytterligere svekket (Cargill, Hitchison og Ito, 1997).

Flere banker blir beskrevet som "Zombie-banker", banker som ble kunstig holdt i live av myndighetene. Disse bankene hadde typisk en negativ netto verdi, men myndighetene ser det som mer kostbart å la dem gå konkurs, da dette vil medføre store tap og et svekket finanssystem for hele økonomien. Bankene fikk kontinuerlig midler for å møte kostnadene på egen gjeld (Caballero, Farhi og Gourinchas, 2008).

3.5 De tapte tiår

Årene etter at boblene i den japanske økonomien sprakk, har i senere tid først blitt omtalt som "Det tapte tiår" og etter hvert "De to tapte tiår". Bakgrunnen for hvorfor man sier at 90-tallet og store deler av 2000 blir kalt for tapte tiår er at Japan brukte veldig lang tid på å komme seg igjen etter krisen. Årene er forbundet med lav inflasjon, lave renter og stagnasjon i økonomisk vekst. Det har ofte blitt diskutert om Japans tapte tiår faktisk kan defineres som resesjon, da økonomien bare stagnerte, fremfor å bli ytterligere redusert.

Myndighetenes svar på den økonomiske nedgangen har senere blitt opplevd som noe tregt. Bank of Japan reduserte rentenivået fra 6 % til 3.25 % innen de neste 15 månedene etter krisen. Reduksjonen av foliorenten skal i følge klassisk økonomisk teori, fremme forbruk og investeringer i økonomien. Det blir mindre attraktivt å spare, og billigere å anskaffe kapital. Utfallet av rentereduksjonen ble derimot ikke som forventet, og Bank of Japan valgte å redusere renten ytterligere, og nådde i 1995 0.5 %. Siden den gang har renten gitt av Bank of Japan ligget rundt 0 %, uten å gi økonomien den oppgangen et så lavt rentenivå skulle tilsi. Det store spørsmålet har vært hva man skal gjøre når styringsrenten, økonomiens kanskje sterkeste virkemiddel og offentlige verktøy, er på 0% uten å ha gitt effekten man håpet på og man ikke kan redusere ytterligere? (Schaltegger og Weder 2012).

Om pengepolitikken ikke balanserer økonomien igjen, er man som regel avhengig av at finanspolitikken gjør det. På grunn av den økonomiske oppgangen før boblen sprakk, opplevde Japan store budsjettoverskudd i perioden 1988 og helt til 1992, i tillegg til at de reduserte gjelden sin relativt til BNP. Da boblen sprakk, ble overskuddet fort gjort om til underskudd som et resultat av både lavere inntekt i form mindre skatt og lignende når det er lavere inntjening, og større utgifter med redningspakker til finanssystemet og økte investeringer til spesielt infrastruktur. Heller ikke dette så ut til å gi den ønskede effekten på økonomien.

Det var relativt sent på 90-tallet at Bank of Japan begynte å kjøpe statsobligasjoner, boliglån og andre derivater, for å gjøre de mer attraktive og spytte mer penger inn i økonomien (Schaltegger og Weder 2012).

4. Eurosonen og europeisk statsgjeldkrise

For å forstå statsgjeldskrisen i Europa i dag, er det viktig å forstå hvordan Europa ble så integrert som det, og hvordan økonomiene i de forskjellige landene avhenger av hverandre. I denne delen vil jeg også forklare hvordan og hvorfor innføringen av euroen har spilt en stor rolle på dagens økonomiske situasjon i Europa.

4.1 Fra verdenskrig til en handelsunion

Andre verdenskrig hadde svekket Europa sterkt økonomisk. Krigføring er kostbart i seg selv, i tillegg til alle ødeleggelsene av industri og infrastruktur det medfører. Land i krig har også en tendens til å drive mindre handel seg i mellom. For å gjenoppbygge økonomien raskt og effektivt, ble et økonomisk samarbeid sett på som svært lønnsomt.

Handel over landegrensene var vanskelig og kostbart. På denne tiden måtte man først betale en avgift for å veksle inn egen valuta i valutaen til varen du ville kjøpe i det andre landet. Deretter måtte man betale en tollavgift for å frakte varen over landegrensen. Denne prosessen gjorde at varene som ble handlet over landegrenser ble mye dyrere enn hva produsenten

krevde. Intenjonalt handel ble holdt igjen, og man klarte ikke å dra nytte av forskjellige lands forutsetninger for å produsere effektivt.

Et av de første handelssamarbeidene mellom europeiske land etter den andre verdenskrig kom i 1952, og var Den europeiske kull- og stålunion (EKSF) mellom Frankrike, Italia, Tyskland, Belgia, Nederland og Luxembourg. Unionens hensikt var å forvalte viktige produksjonsfaktorer til rustningsindustrien, for å forhindre en ny krig mellom europeiske land. 1. januar 1958 trådte Roma-traktaten i kraft, en traktat underskrevet av de samme landene som var med i EKSF, og som la grunnlaget for Det europeiske økonomiske fellesskapet (EEC) og Det europeiske atomenergifellesskapet (EURATOM).

Fellesskapet skulle ikke lenger bare gjelde kull- og stål. Kjerneverdiene til EEC var å fremme fri handel av varer, tjenester, arbeidskraft og kapital over landegrensene i Europa. Store deler av handelspolitikken mellom medlemslandene og handelen overfor andre land ble standardisert så landene skulle konkurrere på like vilkår, og ha en effektivisert handel seg i mellom.

I 1967 ble de overnevnte samarbeidene slått sammen til Det europeiske fellesskap. Medlemstallet økte da flere land ble med i unionen og i 1993 ble EF omdøpt til EU og samarbeidet fortsatte. I 1995 hadde unionen totalt 15 medlemsland.

4.2 En monetær union – innføringen av en felles valuta

Ved å bryte ned handelsbarrierer som toll og avgifter seg i mellom, ble landene mer effektive til å selge og kjøpe varer og tjenester over landegrensene grunnet store kostnadskutt. Man fikk tilgang til et større marked utover egne landegrenser som gjorde at den enkelte produsent kunne dra nytte av stordriftsfordeler. Det var fortsatt knyttet store kostnader til valutatransaksjoner og kostnader rundt risikoen for valutakurssvingninger.

Et av de tidligere stegene mot et monetært samarbeid var Bretten Woods-avtalen. Bretten Woods-avtalen ble signert av 44 allierte nasjoner like før andre verdenskrig var over for å sikre stabilitet i finans- og pengepolitikken i verdensmarkedene når krigen endelig skulle ta slutt. Avtalen gikk ut på at nasjonene skulle stabilisere valutaen sin mot en fast verdi i forhold til gull ved hjelp av landets pengepolitikk. Dette ble sett på som en viktig mekanisme

for å gjenoppbygge verdensøkonomien etter stor ustabilitet grunnet krigen. Systemet opplevde flere svakheter da gullprisen ble sterkt presset på 60-tallet, og kollapset helt i 1971 da USA suspenderte sin faste vekslingsrate mellom dollar og gull.

En av de siste tydelige handelsbarrierene i Europa var Berlinmuren. Med murens fall i 1989 var Europa klar et nytt steg mot et større fellesskap. I 1993 trådte Maastricht-traktaten i kraft og EF ble omdøpt til EU. Det ble vedtatt at det skulle innføres en økonomisk og monetær union og en felles valuta. Målet med en felles valuta var ”å sikre vekst og stabilitet innenfor fellesskapet og styrke det bidraget dette kunne gi til den økonomiske og monetære balansen i verden” (Chabot, 2000).

Det var mye usikkerhet knyttet opp mot innføringen av en felles valuta, og selve prosessen var svært omfattende. Tyskland var i spissen når det kom til bekymringer vedrørende de enkelte staters evne til å opprettholde en stabil og sterk valuta, noe som var viktig for at euroen skulle kunne fungere bærekraftig og bli sett på som et attraktivt finansmarked for investorer på utsiden. Tyskland stilte derfor noen krav statene måtte oppfylle for å kunne ta del i eurosonen:

1. Prisstabilitet. Staten må jobbe for en lav og stabil inflasjonsrate.
 2. Offentlig budsjettunderskudd. Det ble stilt konkrete krav til hvor mye en stat kunne ha i underskudd sett i forhold til BNP.
 3. Statsgjeld. Det ble stilt konkrete krav til hvor stor gjeld en stat kunne ha i forhold til BNP.
 4. Statsobligasjoner. Rentesatsen på statsobligasjoner kunne ikke være mer enn 2% høyere enn de landene med lavest rente.
 5. Medlem av Det europeiske valutasystemet. Medlemskap her skulle sikre stabile vekslingskurser ved å følge systemets bestemmelser.
- (Chabot, 2000,)

Når euroen skulle innføres i 1998 var det totalt 11 medlemsland i EU som oppfylte kravene presisert over. Tyskland, Frankrike, Italia, Luxembourg, Spania, Portugal, Finland, Belgia, Østerrike, Nederland og Irland dannet Den monetære union som tredde i kraft 1. Januar 1999. Dette var datoen deres gamle valutaer ble frosset og tatt over av euroen. Pengepolitikken ble

styrt fra Den europeiske sentralbanken (ECB), som hadde sitt hovedkontor i Tyskland. Herfra skulle alt av pengepolitikk for eurosonen bestemmes. Dette er helt nødvendig for at euroen som én valuta skal kunne fungere. Nå fikk landene en felles rente, og kunne låne penger til samme vilkår. I 2002 ble kontantene til de gamle valutaene byttet ut med euro og Den monetære union ble nå sett på som fult innført (Berend, 2006).

4.3 Penge- og finanspolitikk

Pengepolitikk er de reguleringene av pengemengden myndighetene i et land gjør for å styre landets økonomi. Myndighetene gjør dette via sentralbanken som igjen bruker foliorenten, bedre kjent som styringsrenten, for å regulere pengemengden. Intensjonene til sentralbanken er som regel å opprettholde et bærekraftig inflasjonsmål, samt ivareta kjøpekraften til egen valuta. Andre banker vil igjen låne penger av sentralbanken til foliorentens sats, noe som medfører at renten andre aktører får av bankene sine samsvarer omtrent med foliorenten satt av sentralbanken.

Finanspolitikk er de offentlige myndighetenes inntekter og utgifter. Myndighetene kan drive en ekspansiv finanspolitikk ved å redusere inntektene sine via skatter og avgifter, og øke sine offentlige utgifter som mer penger til nye byggeprosjekter. Redusert skatt gir forbrukere høyere realinntekt, og øker da også forbruket deres ut mot markedet. Ved å bevilge mer penger til nye prosjekter, skapes nye arbeidsplasser og det blir høyere samlet inntekt i økonomien. I motsetning til ekspansiv finanspolitikk kan myndighetene drive kontraktivt. Her gjør de motsatt, altså øker sine inntekter via skatter og avgifter, og reduserer offentlig forbruk. Balansen i finanspolitikken kommer fram i et statsbudsjett, hvor man har oversikt over alle offentlige inntekter og utgifter myndighetene budsjetterer.

I eurosonen er det ECB som styrer pengepolitikken. Å ha et felles organ for styring av pengepolitikken er helt avgjørende når en monetær union skal ha en felles valuta. ECB, sammen med enkelte sentralbanker i Europa, utgjør noe som kalles Eurosystemet – sentralbanksystemet til eurosonen. Deres hovedoppgave er å ivareta kjøpekraften til euroen, samtidig som de opprettholder prisstabilitet i eurosonen.

Finanspolitikken har i motsetning til pengepolitikken, forblitt i opp til hvert enkelt land i eurosonen å bestemme og styre. Dette gjør at teoriene om et optimalt valutaområde blir mer

kompleks enn meg en felles finanspolitikk, og kan medføre at landene responderer mer ulikt på sjokk i økonomien.

I kapittelet om optimale valutaområder argumenteres det for hvorfor en monetær union trenger en sentralisering av finanspolitikken i tillegg til pengepolitikken, eller i det minste et samarbeid over de forskjellige statsbudsjettene, hvor samarbeidet skal kunne fremme en omlokalisering av midler til deler av unionen som kommer negativt ut av asymmetriske sjokk. En slik sentralisering vil også kunne styrke gjeldssituasjonen og på den måten gjøre det monetære samarbeide mindre utsatt (De Grauwe, 2012).

I EU finnes ikke denne sentraliseringen av statsbudsjettene som teorien sier må være på plass for å være et optimalt valutaområde, eller monetær union. Denne fremmer diskusjonen rundt hvordan beslutninger og reguleringer innen finanspolitikken skal tas på både nasjonalt nivå og innad i eurosonen. I boken "Economics of monetary union" belyser De Grauwe to syn på problemet. Det første baserer seg på teori om optimale valutaområder, og mener at myndighetene i hvert land burde få operere så fleksibelt og på egenhånd at de kan tillate et større underskudd i dårligere tider. Ved å tillate et underskudd skapt av ekspansiv finanspolitikk vil landet kunne bruke tiden det trenger på å bygge seg opp igjen, før det tilbakebetaler gjelden til resten av unionen. Det andre synet bygger på argumentasjon i lys av Maastricht Treaty og Stability and Growth pact. Stability and Growth pact er en pakt som ble inngått av EU-landene på slutten av 90-tallet og gikk ut på at alle medlemslandene hadde et ansvar for å fremme økonomisk vekst og stabilitet i EU, og at de skulle handle deretter. I følge dette synet skal den monetære unionen ha særegne reguleringer og krav til størrelsen og håndtering av underskudd på nasjonalbudsjettet (De Grauwe, 2012).

4.4 Boligboble og finanskriser i USA sprer seg til Europa

Finanskrisen i 2008 har flere likhetstrekk med den i Japan på starten av 90-tallet. Man sier at denne startet i USA, og spesielt boligmarkedet der. Etter mange år med oppgang i økonomien, hadde boligprisene sett en sterk vekst. Den "amerikanske drømmen" om å eie egen bolig ble gjort svært lett tilgjengelig gjennom billige lån med sikkerhet i eiendom. Mye av skylden kan spores tilbake til finansmarkedet i seg selv. Nye typer derivater ble gjort tilgjengelig for salg, såkalte "Collateralised Debt Obligations" (CDOs) og "Asset Backed Securities" (ABS). Disse derivatene var finansinstrumenter som i hovedsak bestod flere risikofylte boliglån,

samlet opp av banker og videresolgt som pakker. Ved høy diversifikasjon kunne disse produktene oppnå gode risikovurderinger og bli kjøpt i god tro om at de var lite volatile. Dette ble gitt på grunnlag av at boligmarkedet var på vei oppover, og man så på sjansen for at en enkeltaktør ikke skulle klare å betjene boliglånet sitt som lite sannsynlig, men at det kunne forekomme. Ved da å sette flere boliglån sammen, ble sjansen for at flesteparten av låntakerne skulle klare å betjene lånene stor. Dette skulle senere vise seg å ikke stemme. En annen ting disse derivatene gjorde, var å åpne for mulighetene i å spekulere i mot boliglån, altså tjene penger på mislighold av boliglån. Risikobildet ble generelt uoversiktlig.

Handel av overnevnte derivater åpnet for fortjenester finansmarkedet ikke hadde hatt før. På grunn av risikoen kunne videreselges, valgte flere banker å gi lån til såkalte ”subprime-låntakere”. Dette var privatpersoner som var dårlig stilt og i utgangspunktet ikke gode nok forhold for å få innvilget boliglån. Bankene valgte å gi dem lån mot sikkerhet i boligen, fordi de kunne videreselge risikoen for at lånene ikke ble betjent. Da boligmarkedet var i vekst, ble dette som nevnt over ansett som derivater med meget lav risiko, og de var derfor lettselgelige. Kapital var gjort lett tilgjengelig og kredittmarkedet opplevde en stor ekspansjon i årene fram til 2008.

Priser på eiendom og andre aktiva ble handlet til overpris. Mellom mai 2004 og juni 2006 satte The Federal Reserve foliorenten opp 17 ganger, fra unormalt lave nivået under 1 % til 5,25 % i 2006. Grunnet dette ble lånene svært mye mer kostbare å betjene. Krisen var et faktum da Lehman Brothers gikk konkurs i 2008. Investeringsbanken, som hadde satset hardt på eiendom, led store tap etter at boligboblen sprakk.

Med en nedgang i økonomien kommer også økt ledighet. Uten jobb, har aktørene heller ikke den inntekten som krevdes for å betjene huslånene sine. Når folk ikke kunne betjene de store lånene sine, måtte bankene ta husene deres, hus som var stilt som sikkerhet på lånet. Dette medførte at bankene led store tap, fordi verdien på lånet var langt større enn verdien på huset grunnet boligboblen som hadde sprukket og redusert boligprisene drastisk. Private aktører ble gjeldsslaver uten jobb.

Finansmarkedene i verden har blitt mer og mer globalisert og knyttet sammen. Selskaper opererer over landegrensler, med store kontorer og produksjonslokaler i mange forskjellige land. Når en så stor økonomi som USA opplever et sjokk og en resesjon på størrelse med den

i 2008, vil dette fort spre usikkerhet over i andre økonomier. I Europa hadde også rentene var signifikant lave etter dot.com-boblen sprakk i 2001. I likhet med USA hadde rentene blitt justert oppover i forkant av krisen i 2008. Man kunne se tendensene til eufori også i Europa. Eufori defineres ”overdreven optimistiske forventninger til fremtidige økonomiske forhold” i (Okina og Shiratsuka, 2001).

Før euroen og det felles valutasystemet hadde blitt innført, måtte land som Hellas betale høy rente for å låne penger, og det var restriksjoner på hvor mye de kunne låne. Etter at euroen ble innført og de fikk en felles pengepolitikk, kunne Hellas låne penger på lik linje med resten av landene i eurosone. Långivere så på eurosone som ett land, og antok at hvis ikke Hellas kunne betale gjelden sin, så ville andre medlemsland som Tyskland eller Frankrike stille opp og betale gjelden. Hellas kunne med andre ord låne penger med sikkerhet i andre land sin økonomi. Renten et land får låne penger til reflekterer risikoen for å låne penger til akkurat det landet. Hvis et land har god økonomi, får det en lavere rente – samme prinsipper som private aktører opererer med. Før måtte Hellas betale renter opp mot 18 %, men etter at de ble underlagt samme pengepolitikk som Tyskland, kunne de få lån helt ned til 3 %. I praksis var andre medlemsland strengt tatt tvungen til å betale hvis noen medlemmer ikke kunne, for å opprettholde stabilitet i deres felles valuta. Dette utnyttet Hellas og andre mindre land seg av. Landene justerte deres finanspolitikk og økte offentlig utgifter til tidligere uoppnåelige størrelser ved bruk av lånt kapital. Politikere startet kostbare velferdsprogram for å øke egen popularitet og bli valgt. De lovet flere jobber og bedre pensjon, bedre helse- og utdanningssektor. Alt betalt med penger de nå kunne låne til lave renter. Landene ble trukket inn i en ond sirkel, hvor de var avhengig av fremtidige lånebeløp for å betale renteutgiftene på nåværende gjeld.

På lik linje som i USA, var den billige kapitalen i Europa med på å vokse fram boligbobler i flere europeiske land som blant annet Spania og Irland. Landene i eurosone lånte penger av hverandre og derfor også finansielt avhengig av hverandre. Det ble mer og mer vanlig å ha kontorer og produksjonslokaler på tvers av landegrensene. Dette var meget effektivt i medgangstider, og gjorde at europeisk økonomi vokste raskere enn før. I dårligere tider derimot, vil dette føre til at hvis et lands økonomi går dårlig, vil dette spre seg fortere, da en intern spredning i en bedrift medfører en spredning over landegrensene. Da finanskrisen brøt ut i USA i 2008, spredde den dårlige trenden seg fort til Europa fordi markedene var så sammenkoblet. Myndighetene i USA valgte å ikke gi tilstrekkelig med redningshjelp til USAs

fjerde største investeringsbank, Lehman Brothers. Dette medførte til at banken gikk konkurs 15. September 2008, noe som spredde store tap i både det amerikanske og europeiske markedet. Dette trakk fort ned europeiske børser, og skepsisen rådde. Aktører ble med forsiktige med pengene sine, og kapital var ikke like lett å oppdrive som før krisen. Som i USA, begynte også boligboblene i Europa å slå sprekker og prisene var på vei nedover for alvor.

Når det er en nedgang i økonomien, er det mindre etterspørsel og bedriftene må tilby mindre for ikke å ha et tilbudsoverskudd. Når bedriftene må produsere mindre, ansetter de færre og sier opp nåværende stillinger. Økt ledighet gir igjen mindre aggregert inntekt, og etterspørselen blir enda lavere. Dette fører igjen til lavere vekst og etterspørsel, og resesjon er et faktum.

4.5 Fra finanskrisen til statsgjeldskrise

Etter finanskrisen i 2008 har situasjonen endret seg. Det som begynte som en finanskrisen, har satt spor og dannet det som i dag blir omtalt som en statsgjeldskrise. Shambaugh argumenterer for hvordan den svake økonomien kan deles inn i tre forskjellige kriser. En bankkrisen, en vekstkrisen og kanskje viktigst, en statsgjeldskrise. Disse tre krisene er så komplisert knyttet sammen at tiltak som er rettet mot kun en av de, kan slå negativt ut på de andre (Shambaugh, 2012).

Bankkrisen som Shambaugh skriver om, går ut på at finanssystemet består av uprofitable banker med store likviditetsproblemer. I oppgangstiden før finanskrisen hadde bankene lånt ut penger til låntakere som ikke hadde forutsetninger for å betjene lånene i dårligere tider. I oppgangstid er det lett å bli blind på at oppgangen kan snu en dag, og man tar sikkerhet i aktiva som er overpriset, som for eksempel bolig. Når dårligere tider kommer og aktørene ikke klarer å betjene lånene sine, må bankene ta husene deres. Det som da hadde skjedd i Europa var at boligprisene hadde stupt, og bankene måtte da ta tapene, da de hadde lånt ut penger til en verdi langt over de nye boligprisene (Shambaugh, 2012).

Statsgjeldskrisen ble skapt som nevnt tidligere med Hellas som eksempel. Mindre land brukte eurosone som sikkerhet for å skaffe seg penger til lave renter. Penger de brukte på offentlige utgifter og å "leve over evne".

Vekstkrisen går ut på at det både er svak og veldig skjevfordelt vekst i eurosonen. Uten vekst skapes ikke nye arbeidsplasser og det blir heller ingen økning i aggregert etterspørsel (Shambaugh, 2012).

De store beløpene mindre land i eurosonen hadde lånt fra 2001, dadot.com-boblen sprakk, og til finanskrisens utbrudd, ble fort vanskeligere å betjene. Hellas som eksempel, hadde gjort seg helt avhengig av kontinuerlige innskudd i form av lånte penger for å drive velferdsprogrammene sine videre. Nå som Europa var i økonomisk krise, var det vanskeligere og dyrere å få låne kapital. Den monetære unionen hadde bidratt til at Europa hadde fått et meget sammenkoblet finanssystem og at bedrifter handlet på kryss av landegrensene. På grunn av dette, ble andre land sine bedrifter som opererte med Hellas, samt finansmarkedene som var sterkt knyttet til Hellas, også rammet av Hellas sin nedgang. Før krisen i 2008 ble det sett på som helt usannsynlig at et land skulle forlate eurosonen. De siste par årene har dette vært oppe til diskusjon flere ganger, og spesielt det siste året da Hellas sliter med å betale gjelden sin til IMF og blir teknisk sett konkurs om det ikke kommer større stimuluspakker fra utsiden.

5. Krisenes utvikling i lys av Minskys krisemodell

Ved å se på hvordan forholdene før krisene var, hvordan krisen inntraff, hva som ble gjort i ettertid og hvordan økonomiene reagerte, kan vi finne ut om det er grunnlag for EU å bruke Japans erfaring som lærdom i dagens situasjon. I dette kapittelet vil jeg sammenlikne krisene steg for steg ved bruk av økonomisk teori presentert tidligere i oppgaven.

Som tidligere presentert i oppgaven utviklet økonom Hyman Minsky en modell med formål å forklare økonomisk kriser, og kan deles inn i fem faser. I dette kapittelet vil jeg vurdere krisene i Japan og Europa ut i fra Minskys krisemodell, og undersøke om modellen kan brukes til å beskrive de respektive krisene. Ved å gjøre dette, vil jeg avdekke likheter og ulikheter i hendelsesforløpene.

5.1 Displacement

I denne fasen opplever økonomien et makroøkonomisk sjokk som endrer profittforholdene til minst én viktig sektor i økonomien. I Japan sitt tilfelle finner vi denne fasen ved å se på boligboblene som ble dannet på 80-tallet. Reguleringer som lå til grunn gjorde det gunstig å investere i eiendom samtidig som en liberalisering av finanssystemene gjorde at spesielt store bedrifter fikk flere muligheter for anskaffelse av kapital. Dette førte til at bankene måtte legge om fokuset sitt mot mindre bedrifter og private aktører. For å opprettholde markedsandeler i den økte konkurransen, reduserte bankene risikokravene sine og bevilget lån til langt mindre finansielt sterke kunder. Boligprisene begynte nå å vokse mer enn før.

For finanskrisen i 2008 er det mange av de samme bakenforliggende årsakene i Minskys første fase. Ettersom krisen var av så global karakter, blir det naturlig å se på både USA og Europa for å forklare hvordan den startet, da den brøt ut i USA først. Som jeg har skrevet om tidligere, ble det dannet boligbobler i både USA og Europa. En av forskjellene fra Japan sitt tilfelle, var hvordan boligboblene ble til. Som jeg skrev over, ble boblene i Japan dannet av den finansielle liberaliseringen som la til rette for å plassere pengene sine i eiendomsmarkedet. Felles for boblene i Japan på slutten av 80-tallet og boblene i verdensøkonomien på 2000-tallet, var den løse pengepolitikken. Etter dot.com-boblen som sprakk 2001, opererte både USA og Europa med veldig lave renter, noe som ga grobunn til å investere i eiendom. I USA ble det gjort sterke tiltak fra myndighetenes side for at alle skulle kunne oppnå ”den amerikanske drømmen”, altså eie egen bolig. Sjokket ble enda mer tydeliggjort da derivater som CDOs og ABBs ble innført på det amerikanske finansmarkedet, og investeringsbankene fikk en ny, stor profittmulighet. Også i Europa ble økonomien stimulert av lave renter, og spesielt da eurosonen hadde lagt til rette for at land som var svakere stilt kunne anskaffe kapital billigere enn deres egne forutsetninger skulle tilsi.

5.2 Overtrading

Den andre fasen av Minskys krisemodell går ut på at prisstigningen som begynte i fase en, blir forsterket av økt etterspørsel. Aktørene er overoptimistiske til markedet, og ønsker å gjøre profitt på den økonomiske oppgangen. For Japan sin del kan vi se tydelig tegn til denne fasen ved å studere økningen i investeringsaktiviteten på Nikkei 225.

Figur 5: Investeringsaktivitet Nikkei 225



Kilde: Historical Statistics of Japan, kap. 14-27 (Statistics Bureau Japan)

I figuren over ser vi en tydelig økning i investeringsaktiviteten fra rundt 1985. Denne bratte veksten i investeringsaktiviteten begynner ikke å avta før mot slutten av 80-tallet. Disse årene beskrives veldig godt av den andre fasen i Minskys krisemodell, da veksten var et resultat av overoptimistiske framtidsutsikter og aktører som investerte penger de ellers ville ha spart.

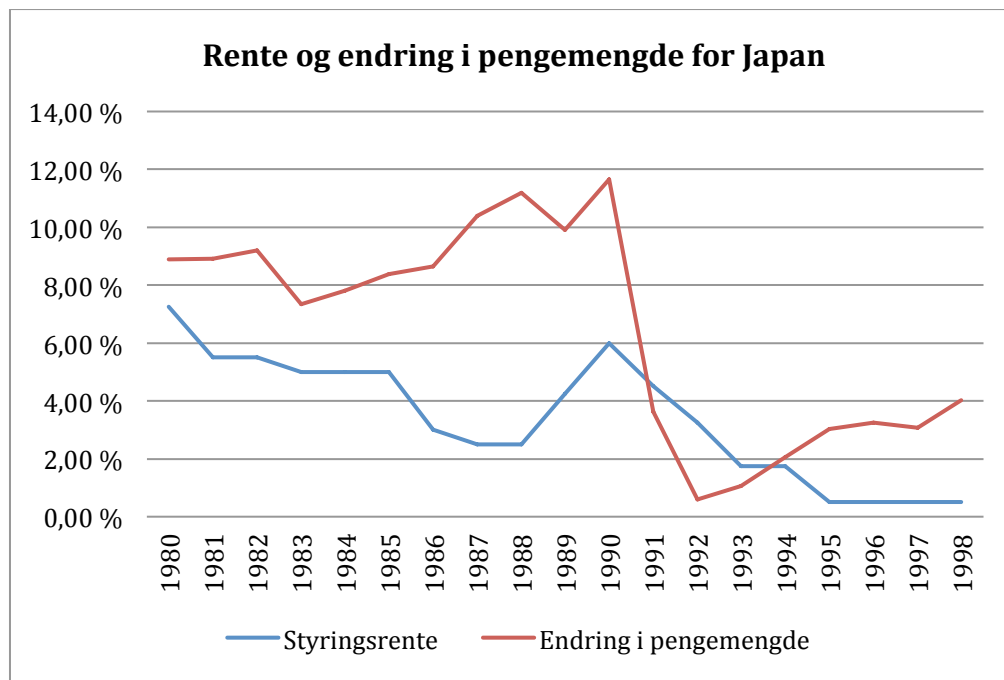
I Europa var også denne optimismen å spore, både på et privat, men også nasjonalt nivå. Som en finansiell boble er tidligere definert, dannes en boble når finansielle produkter handles i stort volum til en pris som er signifikant høyere enn hva de fundamentale verdiene skulle tilsi. Ved å se på investeringsaktiviteten til eurosonen, ser vi den samme trenden som i Japan. En kraftig økning, langt over trendnivået. Dette stemmer godt overens med Minskys teori om hvordan en boble dannes så langt.

5.3 Monetary expansion

Etter at etterspørselen har tatt av og prisene presset opp, kommer det også en økende etterspørsel etter penger og kreditt. Det faktum at investorene bruker kreditt for å spekulere er noe av den ledende årsaken til at det blir en økonomisk krise om ting skulle snu, da det er investert penger som de i utgangspunktet ikke har.

For Japan sitt tilfelle har jeg valgt å se på utviklingen i pengemengden.

Figur 6: Rente og endring i pengemengde for Japan



Kilde: Historical Statistics of Japan, kap. 4-3-a og 14-1 (Statistics Bureau Japan)

I diagrammet over ser vi styringsrenten gitt av Bank of Japan og prosentvis endring i pengemengden, her representert av M2 og CD (Certificate of Deposit), altså tilgjengelige penger inkludert bankinnskudd i Japansk økonomi. Man kan se en relativt stabil vekst på rundt 8-9% på starten av 80-tallet, før veksten øker mot slutten. Dette samsvarer også med renten, som vi ser blir lavere rundt 1985, fra stabile 5% ned til nærmere 2%. Lavere rente gir økt insentiv til å investere, da sparing blir mindre lønnsomt og anskaffelse av kreditt blir billigere. Utvidelsen av pengemarkedet i Japan kan med andre ord beskrives av den tredje fasen i Minskys krisemodell.

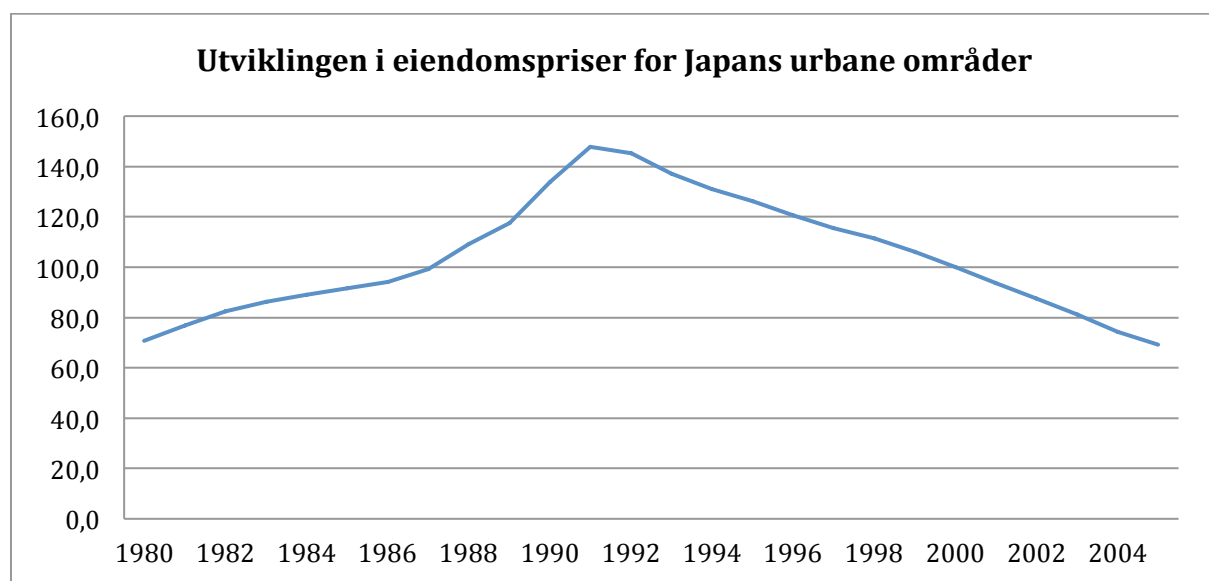
For Europa sin del, var dette en prosess som pågikk helt fra dot.com-boblen til finanskrisen i 2008. ECB satte ned renten etter at land som hadde satset mye innen informasjonsteknologi hadde blitt hardt rammet av teknologikrisen i 2001. Intensjonen til ECB var å gi land som Tyskland billig kreditt for å stimulere økonomien. Eurosonen ikke har mulighet til å drive pengepolitikk på nasjonalt nivå, men må sette renten for alle landene som benytter euro som nasjonal valuta. Samtidig vil et forsøk på å påvirke et lands kjøpekraft gjennom euroen påvirke resten av den monetære unionen også. Rentesettingen ga ikke helt den effekten som ECB hadde tenkt. Tyskland økte ikke investeringsraten sin like mye som forventet. Land som lenge hadde følt de hadde ligget litt bak sine "rike naboer i nord", så de lave rentene som et

snitt til å utvikle eget velferdssystem, infrastruktur og stimulere økonomisk vekst gjennom økt produksjon og lavere arbeidsledighet. Dette skulle finansieres gjennom billig statsgjeld. Den samlede etterspørselen etter kreditt for land som Hellas, Spania og Portugal medførte pengemengden økte i eurosone. Vi ser at dette stemmer godt overens med den tredje fasen i Minskys krisemodell.

5.4 Revulsjon

Etter sterk økning i spesielt finans- og kredittmarkedet kommer det ifølge Minsky et vendepunkt. Dette vendepunktet kommer i form av at flere av aktørene som investerte penger i de tidligere fasene, nå mister troen på markedet eller innser at produktene er overpriset og trekker seg ut ved å selge. Når mange gjør dette samtidig, når kursene en topp før de begynner å falle.

Figur 7: Utvikling i eiendomspriser for Japans urbane områder



Kilde: Historical Statistics of Japan, kap. 15-18 (Statistics Bureau Japan)

I figuren over ser vi utviklingen i eiendomsprisene for Japans urbane områder. Vi kan se bobledannelsen og vendepunktet med en toppnotering på 147,8 i 1991.

Figur 8: Kursutvikling Nikkei 225, 1980-



Kilde: Historical Statistics of Japan, kap. 14-26 (Statistics Bureau Japan)

Ved å sammenlikne børsen Nikkei 225 i Figur 9, med boligprisutviklingen i Figur 8, ser vi et vendepunkt i aksjeprisene som inntraff tidligere enn vendepunktet i boligprisene. Toppnoteringen til Nikkei 225 ble nådd helt i slutten av 1989, mens boligprisene som nevnt tidligere ikke nådde sitt vendepunkt før 1991. Dette kan indikere at boligmarkedet var noe tregt med å svare, noe som er naturlig da finansielle aktiva som er omsatt på en børs, som oftest er veldig mye mer likvide enn boliger, samtidig som dette var investeringer gjort i hovedsak for å tjene penger. Boliginvesteringer har ofte i tillegg et formål om å dekke behovet for et sted å bo. Dette gjør at det er en mye raskere beslutning å selge unna finansielle aktiva. Årsaken til dette vendepunktet kan forklares mye av renteoppgangen som startet i 1989 og som ble kraftig oppjustert fram til 1990. Grunnen til renteøkning var at myndighetene skulle prøve å dempe prisoppgangen og få økonomien på en jevn og stabil vekst igjen. Myndighetene innførte også strengere direktiver til banker når det gjaldt utlån, noe som medførte at det ikke var like enkelt å anskaffe kapital til investeringer som før. Når mange nok ønsker å selge samtidig, blir det et tilbudsoverskudd og prisene begynner å falle. På bakgrunn av dette, ser vi at situasjonen i Japan passer bra med fjerde fase av Minskys krisemodell.

For finanskrisen i 2008 er det vanskeligere å definere et vendepunkt da dette var en så global krise. Man kan dog se på vendepunkt i forskjellige markeder. Ettersom krisen først brøt ut i

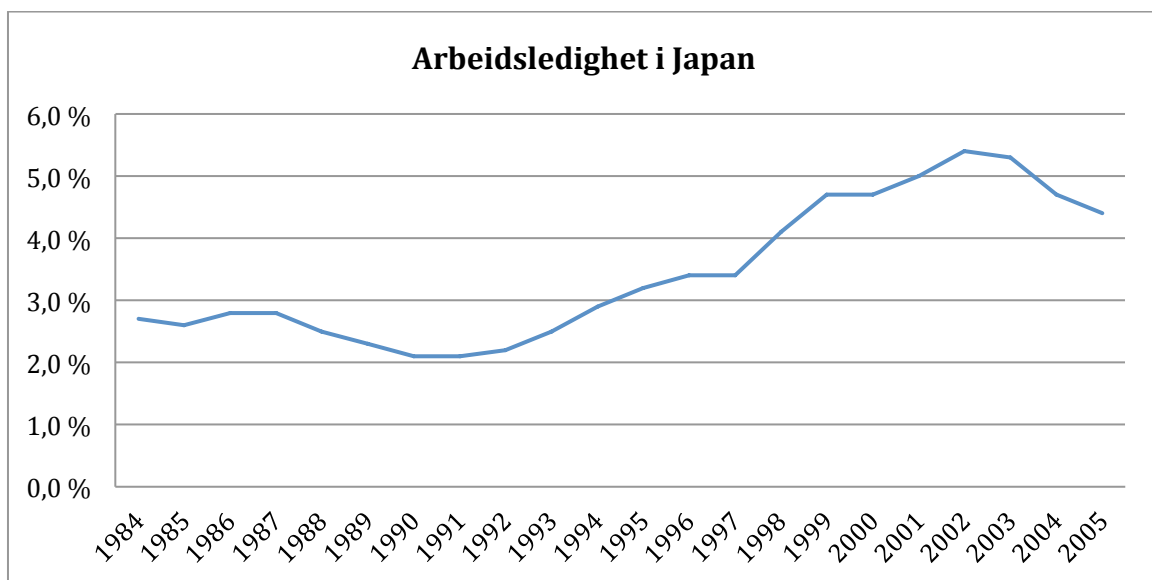
USA er det forventet at vendepunktet skal komme her først. Her begynte boligprisene å falle allerede i 2007. Prisfallet skapte usikkerhet i markedet som fort spredde seg til de europeiske finansmarkedene. Det første tydelige fallet i de europeiske markedene kom allerede i midten av 2007. Det virket ikke som om markedet hadde plukket opp omfanget av krisen, da det ble en ny opptur allerede tidlig 2008 da Bear Sterns ble reddet fra å gå konkurs av amerikanske myndigheter. Gleden var kortvarig. Mot slutten av 2008 falt finansmarkedene på ny. Denne gang i takt med boligboblene i land som Spania og Irland.

5.5 Discredit

Den siste fasen av krisemodellen til Minsky beskriver nedgangen i økonomien da nedgangen i forrige fase er vedvarende nok til å kunne kalle det økonomisk krise. Aktører er pessimistiske og selger unna tidligere investeringer.

Ved å se tilbake på figurene av aksje- og boligprisene i Japan, ser vi tydelig en vedvarende prisnedgang fra vendepunktet og de neste par årene. Resesjon er populært definert som nedgang over to kvartal eller mer, noe som er tilfelle for både boligmarkedet og børsen.

Figur 9: Arbeidsledighet i Japan



Kilde: Historical Statistics of Japan, kap. 19-06 (Statistics Bureau Japan)

Ved å se på utviklingen i arbeidsledighet for Japan i de aktuelle årene, ser vi at den begynner å stige i starten av 90-tallet og er økende til starten av 2000-tallet. Dette tyder på lavere

aggregert etterspørsel og er sterke tegn på dårlig økonomiske tider. Krisen er her et faktum. Vi ser at siste fase av Minsky sin krisemodell og kan brukes på å beskrive krisen i Japan.

Europa opplevde en kraftigere resesjon enn Japan. Da Japan for det meste fikk en vekstrate rundt 0 %, opplevde Europa en kontraksjon i økonomien. Børsene halverte seg og arbeidsledigheten i spesielt Syd-Europa økte i lang tid etterpå. En kvantifisering av dette vil bli gjort senere i oppgaven.

6. Krisenes utvikling i lys av Richard Koos kriseteori

I kapittel 2.5 gikk jeg gjennom kriseteori utviklet av økonom Richard Koo. Som skrevet tidligere, har teoriene hans tatt utgangspunkt i å forklare Japans vedvarende svake økonomi, også kalt ”De tapte tiår”. Det er derfor forventet at teoriene vil passe med det som skjedde i Japan. I dette kapitlet vil jeg forklare hvorfor denne teorien er spesielt relevant til Japan, samtidig som jeg vurderer finanskrisen i 2008 i lys av Koo sine teorier og bruke teoriene hans til å se på eurosonen sine svake år etter krisen inntraff.

6.1 Japans tapte tiår

Ved først å se på Japan sitt tilfelle, vil jeg kunne identifisere styrkene til Koo sin teori, for deretter å se hvilke aspekter han mener er viktig ved krisen utvikling og den vedvarende situasjonen i Japan. Etter denne gjennomgangen vil det bli lettere å evaluere finanskrisen i 2008 og den dårlige trenden Europa har vist siden den gang.

6.1.1 Balance sheet recession

Koo sin teori handler om hvordan japansk økonomi ikke opplevde en vanlig resesjon, men en ”balance sheet recession”. Kjentegnet for denne type resesjon, er at det er en gjeldsfinansiert boble som sprekker, og som resulterer i at aktørene i markedet velger å spare sine midler fremfor å bruke dem for å gjenopprette balansen mellom gjeld og egenkapital. Kort fortalt, så blir opptjente penger sittende ”fast” i finanssystemet fordi ingen vil låne, men bare nedbetale gjeld, på tross av lave renter.

Koo forklarer hvordan det ble dannet bobler i den japanske økonomien. Figurer som støtter opp under dette utsagnet har jeg vist i kapittel 5.1.4, der vi ser aksje- og boligprisene få en kraftig oppsving. Det er bred enighet blant økonomer at dette var faktiske bobler, og ikke kan

skylles fundamentale verdier. Boblene forklares også via den løse penge- og finanspolitikken som myndighetene i Japan drev på store deler av 80-tallet.

Videre viser Koo til hvordan myndighetene ønsket å dempe veksten til en mer kontrollerbar og bærekraftig vekst. Denne innstramningen får boblene til å sprekke. Vi kan se hvordan dette stemmer overens med Japans tilfelle ved å se på utviklingen i styringsrenten tilbudt av Bank of Japan, hvordan den er lav på midten av 80-tallet før den justeres oppover mot slutten.

6.1.2 Aktørene går fra investering til sparing

Koo mener at økonomien stopper opp fordi aktørene velger å spare penger i stedet for å bruke eller investere. Her mener Koo at atferden viker fra normalen, da man i flertallet av økonomiske teorier tar utgangspunkt i profittmaksimerende aktører, vil aktørene i en "Balance sheet recession" være mer opptatt av de tilsynelatende mindre lukrative alternativene. Alternativene som gjenoppretter balansen deres mellom egenkapital og gjeld. Det som skjedde i Japan var at prisene økte i takt med etterspørselen. Bankene letter på kravene til sine låntakere, noe som gjorde at pengemengden økte. Det ble mer kreditt i omløp, og flere fikk igjen råd til å øke sine investeringer. Da boblene sprakk og økonomien fikk sin nedgang, endte mange opp med for høy gjeld i forhold til eiendelene sine. Dette ga aktørene intensiver til å reparere balansen fra innsiden, noe de gjorde ved å øke spareraten sin. Vi har altså et vendepunkt da boblene sprekker, noe som støtter opp under Koos teori.

6.1.3 Pengepolitikken mister sin effekt

Når økonomien befinner seg i Yin-fasen, altså da ting er balanse og normal keynesiansk teori kan benyttes, mener Koo at pengepolitikken er det mest effektive virkemiddelet myndighetene har for å justere økonomien i form av vekst og utvikling. Han mener videre at finanspolitikken vil være lite effektiv – til og med mot sin hensikt i enkelte tilfeller. Når økonomien opplever en "Balance sheet recession" derimot, vil det være pengepolitikken som mister sin effekt. Dette begrunnes med at aktørene i markedet vil være opptatt av å spare, uansett positivt rentenivå. Aktørene har altså en svært lite sensitiv sparerate ovenfor rentenivået.

I Japan på 80-tallet brukte myndighetene tydelig pengepolitikken for å stimulere økonomien. De senket renten gjentatte ganger, noe som ga grobunn for boblene. Da de så at prisene steg mer enn forventet, valgte de å sette opp renten igjen. Dette ble i manges øyne gjort for sent. Boblene hadde fått vokse, og rentøkningen reduserte i kollaps. Myndighetene svarte deretter med å sette rentene ned igjen utover 90-tallet for å få fart på økonomien igjen. Det er her Koo henviser til at pengepolitikken ikke ga ønsket effekt, da reduksjonen ikke førte til at investeringene økte.

6.1.4 Veien tilbake fra en "Balance sheet recession"

Etter at boblene sprakk og aktørene økte sine sparerater, var krisen et faktum. Økonomien var i resesjon og det var vanskelig å få økonomien i en oppgangskonjunktur. Etterspørselen vil ikke ta seg betraktelig opp igjen før flertallet av aktører føler de har betalt tilbake nok gjeld og har en "sunnere" balanse. Dette kan ta lang tid, alt avhengig av hvor mye gjeld de hadde opparbeidet seg under bobledannelsen, og hvor stort prisfallet på de gjeldfinansierte eiendelene var. Denne prosessen har tatt usedvanlig lang tid for Japan og er grunnen til at det i utgangspunktet ble kalt "Det tapte tiår".

Med krisen friskt i minne vil aktører være ekstra risikoavers i form av å ikke ta opp mer lån. Dette er tydelig i Japans tilfelle, da det ble betalt tilbake store summer utover 90-tallet uten at investeringene ble gjenopptatt. Koo mener at lånerentene må holdes lave for å opprettholde insentivene for investeringer. Dette er også noe Japan har gjort, uten at det har gitt den ønskede effekten.

Utover 2000-tallet har Japans økonomi vist noen bedringer, men langt fra hva myndighetene hadde håpet på. Hvis vi ser på Figur 11 av arbeidsledigheten i Japan, ser vi at den begynner å synke på 2000-tallet, noe som er et veldig positivt tegn. Det samme gjelder Nikkei 225 som har hatt en svak, men positiv vekst etter bunnoteringen på slutten av 90-tallet. På tross av disse positive tegnene, har ikke investeringene tatt seg opp til hva myndighetene ønsker, og flere økonomer omtaler tiden Japan har opplevd siden boblene sprakk i 1990 som "De to tapte tiår". Den positive trenden fikk dog en brå slutt da finanskrisen i 2008 traff det globale finansmarkedet.

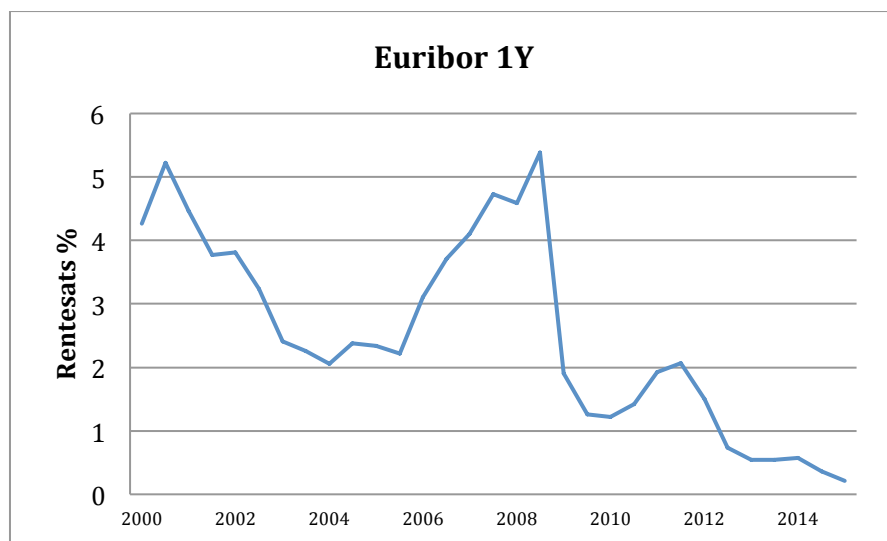
6.2 Finanskrisen i 2008 og Europas statsgjeldkrise

Etter gjennomgangen av Japans tapte tiår, skal jeg nå se på finanskrisen i 2008 og eurosonens utvikling etter krisen var et faktum. Her vil vi avdekke hvor vidt Europas tilfelle kan forklares ved bruk av teoriene til Richard Koo, noe som vil gi grunnlaget for videre vurdering om Europa har noe å lære av ”De tapte tiår”. Teoriene til Koo ble tross alt utviklet som svar på Japans tapte tiår.

6.2.1 Opplever Europa den samme ”Balance sheet recession” som Japan?

At finanskrisen i 2008 var resultatet av en gjeldfinansiert boble er det bred enighet blant økonomer, noe jeg har avdekket tidligere. Koo mener at hele krisen i Europa startet med ECB sin løse pengepolitikk etter dot.com-boblen sprakk i år 2000. Dot.com-boblen var en teknologikrise som gikk hardt utover spesielt Tyskland, mens land i sydligere deler av Europa var lite involverte. ECB sitt svar for å få fart på økonomien igjen var å senke rentene i eurosonen. Som Koo har forklart i teoriene sine, vil pengepolitikken være ineffektiv hvis økonomien opplever en ”Balance sheet recession”, noe Koo mener var tilfellet til Tyskland. Dette medførte at Tyskland ikke ble hjulpet nevneverdig mye av de lave rentene gjennom egne aktører som økte investeringene sine. Det som skjedde i følge Koo, var at land som ikke opplevde en ”Balance sheet recession” fikk nå råd til å bruke penger over evne. Den lave renten i eurosonen medførte at landene i Syd-Europa økte sine investeringer, samt også sine importvarer fra land som Tyskland hvor prisene var lave etter prisfallet. Dette reparerte økonomien til Tyskland, samt gjorde dem svært konkurransedyktige grunnet sterk eksport til land som hadde befunnet seg i en høykonjunktur og med høyere inflasjon. Dette har blitt kritisert, da mange mener Tyskland sin rammede økonomi burde vært stimulert av nasjonal finanspolitikk og ECBs pengepolitikk (Business Insider, 2012).

Figur 10: EURIBOR 1Y



Kilde: ECB DATA WAREHOUSE

Under lave renter satt av ECB fikk eurosonen altså en økonomisk vekst og bobler ble dannet i økonomien. Som beskrevet over, var det særlig land som valgte å øke sine investeringer kraftigst mellom dot.com-boblen og finanskrisen i 2008, som i dag sitter dypest i statsgjeldkrisen store deler av Europa befinner seg i. Land som Hellas, Spania, Italia, Portugal og Irland rakk alle å øke sine budsjetter kraftig ved hjelp av kreditt. I likhet med Japan på slutten av 80-tallet, satte myndighetene opp renten også i Europa. Dette utløste kollapsen i markedet.

Spareraten økte over hele Europa, noe som ga lavere etterspørsel og et prisfall. I forhold til Japan var ECB, i likhet med The Federal Reserve System i USA, mye tidligere ute med å kutte rentene. Allerede oktober 2008 kuttet ECB renten gjentatte ganger fra over 5% til under 2% et halvt år etterpå. ECB håpet at dette ville lette de gjeldtyngede aktørene fra å gå konkurs, og overleve lenge nok til å kunne gi en oppsving i økonomien. Vi ser her altså de samme signalene fra myndighetene i form av pengepolitikk i Japan og Europa.

6.2.2 Myndighetenes reaksjon på finanskrisen

ECB var som sagt tidlig ute med å senke rentene. Dette ga bare én av to ønskede effekter. Det lettet kostnadene til de aktørene som satt med mye gjeld, men førte ikke til økt etterspørsel etter investeringer. Dette er sterke likhetstrekk med Japan.

7. Kan EU lære av Japans erfaring?

Etter å ha forklart oppbygningen til krisene, samt analysert dem i lys av relevant kriseteori, blir det naturlig å se på om EU kan lære av Japans erfaring for ikke å oppleve ”tapte tiår”. Det er her viktig å skille mellom paralleller som beskriver oppbygningen til krisene og strukturelle forhold som kan påvirke hvordan eurosonen vil håndtere de kommende årene med økonomisk stagnasjon.

7.1 Likheter og forskjeller

Det er mange måter å se på forskjeller og likheter når man sammenlikner to historiske hendelser som dette. Det er mange nyanser og faktorer man kan ta høyde for, og som vil fremstille saken på forskjellige måter. I denne delen vil jeg trekke fram faktorer jeg mener er viktig for å kunne gi det beste sammenlikningsgrunnlaget når jeg senere skal konkludere om ECB burde bruke Japans erfaring når de i dag prøver å skape en sterkere økonomisk vekst og et bærekraftig EU. Først vil jeg sammenlikne krisenes omfang i form av prisfall, tidsforløp og arbeidsledighet. Deretter tar jeg for meg utviklingen i pengemengden og statsgjelden. Til slutt ser jeg på myndighetenes reaksjoner sammen med kulturelle forskjeller.

7.1.1 Krisenes omfang

7.1.1.1 BNP og økonomisk vekst

Det er naturlig å starte med å se på BNP da dette er den mest brukte indikatoren på konjunktursykluser i en økonomi. Ved å sammenlikne veksten i BNP ser vi hvordan krisen har påvirket den totale produksjonen i de landene vi sammenlikner. Det er en ganske markant forskjell i utviklingen til BNP i de respektive områdene. Tar vi eurosonen under ett, vil det være såpass mange sterke økonomier som hjelper å holde det totale bruttonasjonalprodukt oppe. Isolerer vi derimot landene, ser vi en klar trend i at land i Syd-Europa og Irland har hatt store fall. For Japan sin del, så sank faktisk ikke sesongjustert BNP etter at aktivaboblene sprakk. Japan fikk bare en kraftig reduksjon i vekst, helt ned til 1,4 % i snitt de påfølgende årene. Dette var også problemet til Japan de neste tiårene, da veksten ikke tok seg betraktelig opp. Hadde Japan hatt tilsvarende vekstrate i BNP som de hadde mellom 1980 og 1990, ville det medført at Japans BNP hadde fordoblet seg i løpet av 20 år fra 1990. I realiteten opplevde Japan en gjennomsnittlig vekst på 0,8% de påløpende tiårene (Schaltegger og Weder 2012).

Figur 11: Realvekst i BNP

Land	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Norge	3,96	2,59	2,45	2,65	0,04	-1,67	0,68	1,45	3,32	2,51	2,02
Tyskland	0,70	0,84	3,89	3,39	0,80	-5,07	4,02	3,10	0,95	0,56	1,94
Frankrike	2,33	1,85	2,64	2,25	-0,19	-3,05	1,57	1,70	0,17	0,33	1,26
Storbritannia	2,91	2,77	2,60	3,63	-0,97	-3,97	1,80	0,87	-0,14	0,90	1,56
Hellas	4,37	2,28	5,51	3,54	-0,22	-3,14	-4,94	-7,10	-6,27	-4,55	-1,27
Spania	3,26	3,58	4,08	3,48	0,89	-3,75	-0,32	0,42	-1,29	-1,42	0,54
Portugal	1,56	0,78	1,45	2,37	-0,01	-2,91	1,40	-1,67	-3,09	-1,75	0,91
Irland	4,40	5,89	5,42	5,43	-2,14	-5,47	-0,78	1,42	0,48	1,34	2,19
Italia	1,56	1,09	2,27	1,55	-1,16	-5,50	1,77	0,56	-2,16	-0,98	0,55
Japan (1987-1997)	4,11	7,15	5,37	5,57	3,32	0,82	0,17	0,86	1,94	2,61	1,60

Kilde: OECD Economic Outlook No. 96, IMF World Economic Outlook Database

En annen faktor som spiller mye inn på økonomisk vekst, er arbeidsledighet. Økt arbeidsledighet skapes av et tilbudsoverskudd av arbeidskraft. Det vil si at det er flere arbeidere enn jobber i markedet. I økonomisk nedgang øker arbeidsledigheten fordi lavere aggregert etterspørsel gjør at det produseres mindre og bedriftene har mindre behov for kapasitet i form av arbeidskraft. Mange bedrifter ser også på dårlige tegn i økonomien som en indikasjon på dårlige tider i vente, og velger derfor å nedjustere etterspørselen etter arbeidskraft. Denne effekten blir forsterket når arbeidsledigheten øker, og dette igjen medfører lavere inntekt hos konsumentene og aggregert etterspørsel igjen blir lavere. Økonomisk vekst er helt essensielt for å motvirke høye ledighetstall.

Arbeidsledighetsrate for utvalgte land:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tyskland	10,3	11,0	10,0	8,6	7,4	7,7	6,9	5,9	5,4	5,2	5,0
Hellas	10,6	10,0	9,0	8,4	7,8	9,6	12,7	17,9	24,4	27,5	26,5
Spania	17,2	16,2	16,3	18,4	22,6	24,1	22,9	22,1	20,6	18,6	15,6
Japan (1989-1998)	2,3	2,1	2,1	2,2	2,5	2,9	3,1	3,4	3,4	4,1	4,7

Kilde: OECD Economic Outlook No. 96, IMF World Economic Outlook Database

Finanskrisen i 2008 fikk store konsekvenser for jobbmarkedet i både USA og Europa. Ledigheten vokste raskt, og spesielt i de mest utsatte landene.

Som vi ser ble Spania og Hellas spesielt rammet da krisen inntraff Europa. Noe spesielt for disse landene er hvor mange av de arbeidsledige som består av ungdom i alderen 15-25 år. I februar 2014 var ledighetstallene for unge arbeidere mer enn dobbelt av total ledighet, målt i prosent. Årsakene bak dette ligger i at unge har mindre sikkerhet rundt sine stillinger, enn arbeidere med mye erfaring, samt at det første bedriftene gjør når de ser dårlige økonomiske tider i vente er å sette ansettelsesstopp. Det vil si at unge som kommer rett fra utdanning vil gå arbeidsledig.

Japan sitt tilfelle er annerledes. Mens eurokrisen økte ledighetsratene betraktelig, ble Japan sitt jobbmarked nærmest urørt i form av arbeidsledighet. Japan har alltid hatt en lav arbeidsledighet siden andre verdenskrig. Allikevel fikk Japan en økning etter at den svake trenden hadde vart noen år, noe som forverret seg utover 2000-tallet med rater opp mot 5%, noe som er høyere enn noen notering fra etter krigen.

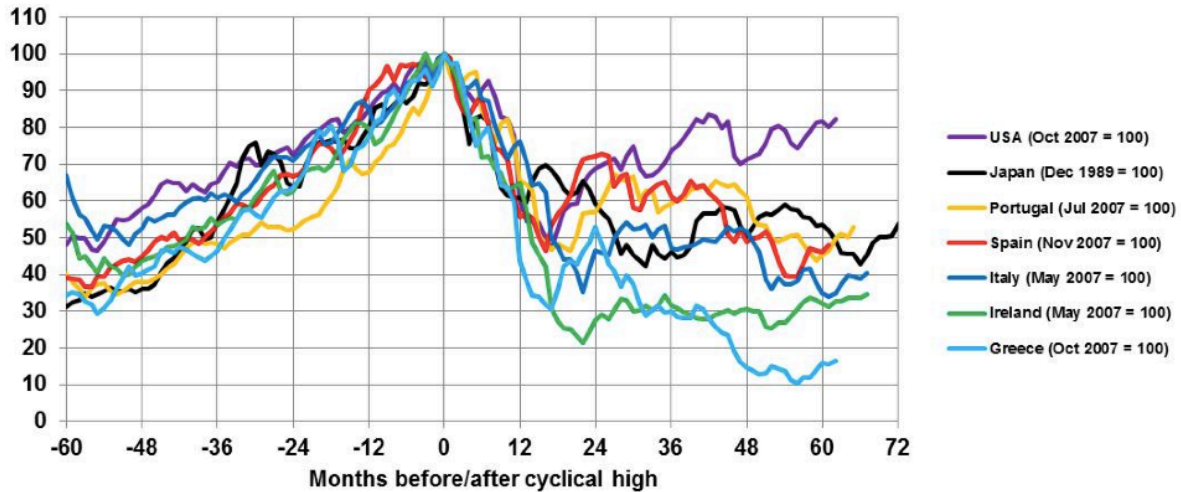
7.1.1.2 Bobleøkonomien og prisfallene

Som jeg avdekket ved gjennomgang av krisene i lys av utvalgt kriseteori i forrige kapittel, inneholdt begge krisene bobler i spesielt finansmarkedet og boligmarkedet. Ved å sammenlikne både størrelsen på boblene og fallet når boblene til slutt sprakk, vil jeg få en god forståelse for omfanget av krisene.

Her skiller krisene seg betraktelig fra hverandre. Finanskrisen i 2008 hadde boligboblen i USA som utløsende faktor, selv om det bare var en del av oppbygningen. I USA vokste prisene fram til desember 2006, før veksten flatet ut og begynte å falle utover 2007. Det var når boligboblen sprakk at økonomien fikk sitt vendepunkt, og flere andre prisindekser begynte å falle. I Europa hadde også boligbobler blitt dannet. Den tydeligste fant sted i Irland, hvor først opplevde en kraftig oppgang fram til slutten av 2006, og falt om lag 35 % innen 2010 (Quarterly House Prices Bulletin, 2010). Det var mindre boligbobler i land som Spania og Hellas også, men disse hadde både en svakere vekst og mindre fall når de sprakk. På tross av krisen fortsatte boligprisene i Italia og Portugal å stige fram til 2010, hvor veksten flatet ut og holdt seg tilnærmet rundt null prisvekst. Dette har med andre ord karakteristikken til en økonomi med svak vekst, fremfor en boble som har sprukket (Schaltegger og Weder 2012).

I Japan var boligprisene en av de tydeligste indikatorene på økonomisk krise og bobleøkonomi.

Figur 12: Harmoniserte aksjepriser



Kilde: Schaltegger og Weder 2012

Som vi ser i Figur 13, var ikke bare boligbobler som karakteriserer krisene. Finansmarkedenes fall er det som tydeligst danner bildet av krisen i 2008. I Spania, Portugal og Hellas opplevde børsene en tilnærmet tredobling av verdiene. I Irland og Italia var veksten noe mindre, men fortsatt nok til å doble prisene i de fem årene før krisen. Dette er veldig likt hendelsesforløpet til finansboblen i Japan, da både vekst i forkant og fallet i ettertid er av samme karakter.

Til slutt er det viktig å se på tidsrammen for krisene for å forstå hvordan forskjellige instanser og markeder reagerte. Som vi ser i figurene med bolig- og aksjepriser, opplevde Europa et noe mer intensivt prisfall. Dette kan skyldes at det primært traff finansmarkedene i starten, som deretter dro med seg resten av økonomien. Verdensøkonomien har også blitt betraktelig mer globalisert enn på tidlig 90-tall, noe som medfører at informasjon flyter raskere, og aktørene i markedet har en kortere responstid.

7.1.2 Penge- og finanspolitikk.

ECB har blitt kritisert for å ikke reagere fort nok da økonomien begynte å falle i store deler av Europa i 2008. Da Lehman Brothers, USAs fjerde største investeringsbank, gikk konkurs i september 2008, fikk mange øynene opp for hvor alvorlig krisen var. The Federal Reserve i USA hadde vært i større forhandlinger med de ledende bank og finansinstitusjonene i USA, og da de ikke kom fram til krav alle parter ble enige om, valgte myndighetene å ikke tilføye investeringsbanken nok penger til å overleve. Dette fikk fatale konsekvenser for amerikansk økonomi. Etter dette sto sentralbanker og myndigheter klare for å tilføye deres egne banker tilnærmet ustoppelig med penger for å hjelpe dem gjennom krisen.

Pengemengden økte i Japan på 90-tallet også, men ikke i samme takt som i Europa. Som jeg forklarer i kapittel 3.5, ble mange banker såkalte "zombie-banks" i Japan. Dette er banker som hadde store underskudd på balansen, altså at gjelden deres var større enn eiendelene samtidig som de gikk med en positiv kontantstrøm. Dette medførte at de kunne reparere balansen sin fra innsiden, noe som er riktig på et mikroøkonomisk nivå.

Pengepolitikken er noe av det viktigere virkemiddelet myndighetene kan benytte seg for å regulere økonomien. Selv om Richard Koo argumenterer for at pengepolitikken mister sin virkning når økonomien er i dårlige faser og trenger stimulans i form av ekspansiv finanspolitikk, betyr ikke det at pengepolitikken ikke er noe myndighetene burde bruke aktivt i nedgangstider.

I forkant av finanskrisen hadde ECB holdt rentene lave på hele 2000-tallet etter dot.com-boblen. Under bobledannelsen til finanskrisen i 2008, vokste økonomien så raskt at ECB valgte å oppjustere rentene for å dempe veksten og holde den bærekraftig og kontrollerbar. Det samme kan sies å ha skjedd i Japan også, da med noe annen årsak. Som jeg skriver om i kapittel 3, ønsket Japanske myndigheter å depresiere japansk Yen på midten av 80-tallet for å styrke deres internasjonale konkurransevne. Dette gjorde de ved å senke styringsrenten gjennom BoJ, noe som igjen førte til den ukontrollerbare veksten. BoJ justerte, som nevnt tidligere, renten opp igjen mot slutten av 80-tallet.

Ben Bernanke, USAs sentralbanksjef under finanskrisen, har uttalt at noe av det viktigste de lærte fra børskrakket i USA på 30-tallet, var å ikke være for reservert og forsiktig med pengepolitikken. USA nedjusterte styringsrenten sin gjentatte ganger fra starten av krisen til

nærmere null mot slutten av 2008. Denne handlekraftige reduksjonene av styringsrenter var også å spore i Europa. Ser vi på Figur 11 over EURIBOR, ser vi at ECB reduserte renten kraftig mot slutten av 2008 og gjennom 2009, til nærmere 1 %.

7.2 Er den monetære unionen eurosonen en utfordring for videre utvikling?

I dag diskuteres det mye om fremtiden til EU og eurosonen. Hellas opplever store problemer med å betale regningene sine, og trenger innskudd av The International Monetary Fund (IMF) for å overleve. IMF har lovet Hellas nødhjelp, men på betingelser om at Hellas strammer inn økonomien sin betraktelig. Dette faller i dårlig smak hos regjeringen i Hellas, som har blitt valgt på bakgrunn av løfter om å ikke foreta de kuttene som IMF krever. Skulle Hellas bli slått konkurs, er det ikke god å vite hva som vil skje med euroen. Det som tidligere var utenkelig, som å sparke Hellas ut av den monetære unionen, har i dag begynt å bli sett på som et mulig tiltak for å redde euroens fremtid.

Som oppgaven gjennomgår i teorien om optimale valutaområder, er et valutaområde helt avhengig av en felles pengepolitikk. Dette får eurosonen gjennom ECB. Finanspolitikken er derimot opp til hvert enkelt land. Ser vi på USA som en monetær union, hvor hver enkelt stat er underlagt samme sentralbank og finanspolitikk, ser vi et mer velfungerende system enn eurosonen. USA ble hardt rammet av finanskrisen, men klarte å snu trenden allerede ved utgangen av 2010. Da vokste BNP igjen og arbeidsledigheten var synkende. Dette er mye takket være FEDs raske reaksjon med å sette ned renten og hvordan de begynte med kvantitativ lettelse ved å tilføre økonomien rikelig med penger. ECB var raske med pengepolitikken sett i forhold til Japan, men har blitt kritisert for å ikke handle raskt nok. Dette kan komme av økt byråkrati eller komplikasjoner om hvilken rente som passer best for så mange forskjellige geografiske områder som eurosonen består av.

8. Konklusjon

Oppgaven har tatt for seg Japans tapte tiår og finanskrisen i 2008 med påfølgende statsgjeldkrise i Europa. Krisene har blitt belyst ved hjelp av utvalgte kriseteorier til Hyman Minsky og Richard Koo som har dannet et godt sammenlikningsgrunnlag. Ut i fra dette

grunnlaget er det tydelige paralleller mellom forløpet og utviklingen til de respektive hendelsene. Problemstillingen i oppgaven går ut på om Japans erfaring er relevant for Europa, for ikke å oppleve en tilsvarende periode med økonomisk stagnasjon.

Det første delen av drøftingen i oppgaven besvarer om Japans tapte tiår kan forklares ved bruk av overnevnte kriseteorier. Ikke overraskende passet teorien til Richard Koo veldig bra til Japans tapte tiår, da Koo har kommet opp med teorien for å forklare Japans økonomiske utfordringer. Det kom også tydelig fram at Japans tapte tiår er innom alle de fem fasene i Minskys krisemodell. Felles for teoriene er bobledannelsen og kontraksjonen.

Dette er en krisemodell som har fått særlig mye oppmerksomhet etter den globale finanskrisen i 2008, da mange økonomer mener den belyser forløpet på en god måte. Dette er grunnen til at jeg så denne som viktig å ha med, og de fem fasene blir også her godt beskrevet ved å se på utviklingen i spesielt Europa. Koo sin teori om en gjeldsfinansiert boble gjelder også for Europa. En stor forskjell her er at for eurosonen sin del, så er det ikke bare en gjeldskrise for bedrifter og privatpersoner, men også statsgjeld er trukket langt over forsvarlige nivåer.

Det at begge krisene kan forklares ved bruk av kriseteoriene besvarer bare at trendene er like. Videre tok oppgaven for seg krisene på en mer analytisk måte ved å kvantifisere dem. Her er det brukt tall på BNP, prisutvikling, arbeidsledighet, investeringsaktivitet og gjeld for å skape et styrket inntrykk av omfanget til krisene. Her kommer det tydelig fram at for Japan sin del, var boblene av større karakter da både aksje- og boligpriser opplevde først en kraftig økning for deretter å falle tilsvarende mye. I Europa var boligboblene noe svakere, med unntak i Irland. Ved å isolere landene i eurosonen, har oppgaven sett på hvordan de mest utsatte landene har opplevd resesjon, mens Japan har mer eller mindre bare stagnert med en vekst rundt 0 %.

En annen viktig forskjell er myndighetenes inngripen når krisene var et faktum. Selv om ECB har blitt kritisert for ikke å handle raskt nok, har reaksjonene i spesielt pengepolitikken kommet mye nærmere økonomiens vendepunkt, enn BoJs reaksjoner i Japan på 90-tallet. I Japan tok det 15 måneder å halvere rentene, og bortimot 10 år før rentenivået var på bunnpunktet tilnærmet 0 %. For eurosonen sin del, var rentene nede på stabile 1 % allerede i 2009. Myndighetene i Japan hadde heller ikke samme problemet som eurosonen har nå i form

av statsgjeld. Flere av de mest utsatte landene i eurosonen har i dag måtte gjøre store kutt i budsjettene på grunn av for høy statsgjeld. Dette gjør at det blir utfordrende å drive en ekspansiv finanspolitikk, som mange økonomer inkludert R. Koo, argumenterer for at de må for å stimulere til økonomisk vekst.

Til slutt ser vi tydelige strukturelle svakheter ved det monetære samarbeidet eurosonen er. Prinsippet om "one size fits all" er nødvendig for å kunne regulere økonomien med styringsrenten i et valutaområde. Det viser seg at forutsetningene til de forskjellige landene i eurosonen er så forskjellige at det må bli gjort kompromisser på hvilken pengepolitikk som passer eurosonen. Dette er også en del av grunnen til dagens kriseomfang, da ECB førte et lavt rentenivå etter dot.com-boblen i år 2000. Dette bygde mer opp rentenivået til svakere økonomier, enn det hjalp til å stimulere land som hadde blitt mer påvirket av teknologiboblen.

Parallellene mellom de to krisene er mange og tydelige. For å besvare problemstillingen, blir det nyansen av hvor like krisene er som avgjør hvor relevant erfaringen fra Japan er for Europa. Det er tydelig at Europa kan bruke mye av det Japan har lært, for ikke å oppleve en tilsvarende økonomisk stagnasjon. Utfordringen til eurosonen er i tillegg at det må tas hensyn til statsgjelden og det monetære samarbeidet. Richard Koo viser til hvordan pengepolitikken mister sin effekt i dårlige tider, da myndighetene har kuttet rentene til nærmere null, uten at økonomien har fått ønsket oppgang. Eurosonen må finne en balanse mellom nedbetaling av statsgjeld og tilstrekkelig stimulans for å oppnå økonomisk vekst. Japan nølte med sine tiltak, noe mange mener de har måttet betale dyrt for i ettertid.

Litteraturliste

- Aliber, R. Z., & Kindleberger, C. P. (2011). *Manias, panics, and crashes : a history of financial crises*. New York: Palgrave Macmillan.
- Berend, T. I. n. (2006). *An economic history of twentieth-century Europe : economic regimes from laissez-faire to globalization*. Cambridge, UK; New York: Cambridge University Press.
- Birch Sørensen, P., & Whitta-Jacobsen, H. J. (2010). *Introducing advanced macroeconomics : growth and business cycles* (2nd ed. ed.). London: McGraw-Hill.
- Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2010). *Macroeconomics: A European Perspective*: Prentice Hall.
- Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2008). Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 14521*.
- Cargill, T. F., Hutchison, M. M., & Ito, T. (1997). The political economy of Japanese monetary policy. from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&db=nlabk&AN=1403>
- Chabot, C. (2000). *Euroskolen: en klar og konsis guide til den nye transeuropeiske valutaen* (T. Sørensen, Trans.): Hegnar Media.
- ECB Data Warehouse, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003503>
- Economist, T. (2008). Lessons from a “lost decade”: Will America follow Japan into a decade of stagnation? *The Economist*(388), 65.
- Economist, T. (2012). Japanese lessons: After five years of crisis, the euro area risks

- Japanese-style economic stagnation. *The Economist*(404), 56-58.
- Fukao, M. (2003). Japans lost decade and its financial system. *The world economy: the leading journal on international economic relations*, 26(3), 365-384.
- Grauwe, P. d. (2012). Economics of Monetary Union, *Oxford University Press*
- Grytten, O. (2009). Boligboble? *Magma*, 09(5), 26-39
- Keen, S. (1995). Finance and Economic Breakdown: Modeling Minsky's "Financial Instability Hypothesis". *Journal of Post Keynesian Economics*, 17(4), 607-635.
- Koo, R. (2011). The Holy Grail of Macroeconomics Lessons from Japans Great Recession. from <http://public.ebib.com/choice/publicfullrecord.aspx?p=822433>
- Koo, R. (2011). The world in a balance sheet recession: causes, cure and politics. *Real-Worlds Economics Review*(58), 19-37.
- Koo, R. (2014). The escape from balance sheet recession and the QE trap a hazardous road for the world economy. from <http://public.ebib.com/choice/PublicFullRecord.aspx?p=1810521>
- OECD. (2014). *OECD Economic Outlook, Volume 2014 Issue 4* (Vol. 2014): OECD Publishing
- Okina, K., & Shiratsuka, S. (2001). *Asset price bubbles, price stability, and monetary policy: Japan's experience*: Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- Quarterly House Prices Bulletin Quarter 2, 2010
- Randazzo, A., Flynn, M., & Summers, A. B. (2009). Avoiding an American “Lost decade”: Lessons from Japansn’s Bubble and Recession. *Reason Foundation*.
- Saxonhouse, G. R., & Stern, R. M. (2003). The Bubble and the Lost Decade. *The World*

Economy, 26, 267-281.

Schaltegger, C. A., & Weder, M. (2012). Will Europe Face A Lost Decade? *Center for Research in Economics, Management and the Arts*

Statistisksentralbyrå. Variabeldefinisjon: Bruttonasjonalprodukt. Hentet 01.04, 2015, fra <http://www.ssb.no/a/metadata/conceptvariable/vardok/1743/nb>

Shambaugh, J. (2012). The Euro's Three Crises. *Brookings Papers on Economic Activity*, 44(1), 157-231.

Spiegel, M. M. (2006). Did Quantitative Easing by the Bank of Japan "Work"? *Federal Reserve Bank of San Francisco: Economic Letter*.

Statistics Bureau Japan. Historical Statistics of Japan
<http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/index.htm>

Steigum, E. (2004). *Moderne makroøkonomi*. Oslo: Gyldendal akademisk.

Steigum, E. (2010). Norsk økonomi etter 1980: fra krise til suksess. *Praktisk økonomi & finans*, 27(03), 11-17.

Weisenthal, J. (2012). RICHARD KOO: The Entire Crisis In Europe Started With A Big ECB Bailout Of Germany. Hentet 01.03, 2015, fra <http://www.businessinsider.com/richard-koo-the-entire-crisis-in-europe-started-with-a-big-ecb-bailout-of-germany-2012-6#ixzz3bKbceAN6>

Aaker, D. A., Kumar, V., Day, G. S., & Leone, R. (2009). *Marketing Research*: Wiley.