

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

April 2005

MEN STABILITETSPAKTEN VAR IKKE DØD

Stabilitets- og vekstpakten som ble vedtatt av EU-landene i 1997, er nylig blitt oppmyket og revidert. Fordi verken Frankrike eller Tyskland brydde seg særlig mye om å holde underskuddene i statsfinansene innen de vedtatte rammer, var det ikke annet å gjøre enn å endre rammene. Media har fremstilt endringen i Stabilitetspakten som om hele pakten er kastet på båten. Det er feil. Kravene om over tid å ha balanse i de offentlige finansene, står ved lag. Imidlertid har man gjort regelverket mer fleksibelt, både ved å dempe kravene til hvor dårlig det skal stå til i økonomien før man gis anledning til å overskride grensen for tillatte underskudd i statsfinansene, og ved at tiden for at statsfinansene atter skal bringes i orden, er strukket noe ut.

Klart det er kjekt for oss nordmenn (og andre) å kunne reise på ferie i 12 EU-land og hele veien benytte den samme pengeenheten. Men hvor lurt er det for det enkelte land ikke lenger selv å ha en egen valuta for således å kunne bestemme sin egen rente? Og hvor hensiktsmessig er det å bli med på felles mynt når deltakelse her legger sterke begrensninger på finanspolitikken? Felles europeisk valuta, tror jeg det er riktig å si, er i første rekke et *politisk* prosjekt, der siktemålet er et stadig mer fasttømret og enhetlig kontinent. Hvor vellykket dette prosjektet er, vil det enda gå lang tid før vi kan gi noe klart svar på.¹

Bakgrunn

I Maastricht-traktaten fra desember 1991 ble det stilt klare krav for deltakelse i den planlagte pengeunionen i Europa. Ikke bare til monetære variable som valutakurs, inflasjon og renter, men også til finanspolitiske størrelser som statlig gjeld og statlige underskudd. Mer presist, bruttogjelden på det offentliges hånd skulle ikke overstige 60 % av BNP og underskuddet på statsbudsjettet skulle holdes under 3 %. Om statsgjelden var større, kunne man likevel bli med på Økonomisk og Monetær Union (ØMU), dersom gjeldsgraden var i fin fart på vei nedover. Dermed kunne Italia og Belgia også være med da euroen ble innført ved nyttår 1999. Hellas derimot, ble først sluppet inn i 2001. I ettertid på feil premisser, skulle det vise seg. Grekerne hadde jukset med tallene. Jukse ser det ut til at Italia også gjør. I Financial Times 13. april i år heter det at Kommissjonen trolig vil konkludere med at Italia har underrapport tidligere underskudd på statsbudsjettet.

¹ "Hvilke konsekvenser har den franske revolusjonen hatt?" ble den kinesiske kommunistleder Chou En Lai en gang spurt. Hvortil han skal ha svart: "Det er for tidlig å si." Trolig trenger vi ikke så lang tid for å avgjøre hvorvidt Stabilitetspakten i EU er vellykket eller ei.

Tyskland, med sin stabilitetsorienterte politikk, ivret for at kravene om 3 % og 60 % ikke bare skulle være en "inngangsbillett" til ØMU, men at de skulle fortsette å gjelde etter at euroen var tatt i bruk. Ved EUs toppmøte i Amsterdam i juni 1997 ble det enighet om en Stabilitets- og Vekstpakten. Den skulle gjelde for *alle EU-land*. Her er kravene om 3 % og 60 % skrevet inn, samt nærmere regler for hvordan håndtere en situasjon der disse ikke innfris.

For *Euroland* som overskrider de gitte grensene, og som heller ikke retter opp situasjonen innen tre år, kan bøtelegging komme på tale. Tysklands krav om en automatikk i bøtelegging vant ikke frem. Franskmennene som ønsket en politisk vurdering før eventuelle sanksjoner settes i verk, fikk det som de ville. I ettertid – som vi snart skal se – til glede for Tyskland.

For *EU-land som ikke er med på felles mynt*, og som bryter reglene for sunn finanspolitikk, er sanksjonene begrenset til "peer pressure", dvs. at Kommisjonen og ECOFIN (som består av EU-landens finansministre) legger press på gjenstridige lands myndigheter, i håp om at det skal bidra til nødvendig skjerpning i det offentliges husholdning med egne midler.

Hva er vitsen med Stabilitetspakten?

I et land med egen valuta vil store offentlige lån bidra til å presse renten opp. Det blir da mer kostbart for staten å refinansiere eksisterende gjeld og dyrere å ta opp nye lån. Det virker som et klart incentiv til å begrense statlige låneopptak. Videre blir det behov for en påholden finanspolitikk om myndighetene ønsker å stimulere økonomien gjennom lavere renter.

I det store, felles kapitalmarkedet som de 12 Eurolandene nå utgjør, vil ikke en ekspansiv finanspolitikk, la oss si i Italia, bety mye for den felles renten. Økte statlige låneopptak i Italia vil kanskje presse eurorenten opp noen punkter, men ikke verre enn at Italia kan se seg tjent med en slik politikk. Den beskjedne økningen i markedsrenten vil imidlertid ramme de 11 andre Eurolandene også. Det enkelte land kan dermed fristes til å gjøre noe som er lurt for seg selv, men ikke for helheten. På denne bakgrunn blir det rimelig med regler som begrenser det enkelte Eurolands handlefrihet i finanspolitikken.

Parallellen til USA er klar. I alle delstatene, bortsett fra Vermont, er det lagt begrensninger på adgangen de offentlige myndighetene har til å ta opp lån. Felles dollar og en felles basis for rentenivået. Ingen skal "free ride" på de andres bekostning.

Tyskland og Frankrike bryter pakten

I 1999 og 2000 gikk det godt for Eurolandene. Med en realøkonomisk vekst på 3-4 % lå forholdene til rette for en konsolidering av de offentlige finansene. Men Frankrike og Tyskland kjente ikke sin besøkelsestid. Ved ikke å bygge opp en buffer i gode tider, ble underskuddene i de dårlige større enn de tillatte. På høsten 2003 var det klart at de to største EU-landene i 2004 ville bryte 3 % regelen for tredje året på rad. Prosedyren for håndteringen av en slik situasjon pekte i retning av bøter, i første omgang i form av rentefrie innskudd i Den europeiske sentralbanken. Men politikerne ville det annerledes. I november 2003 bestemte ECOFIN (finansministerne i EU) at prosedyren skulle avblåses. Å bøtelegge Tyskland som er største netto bidragsyter til EUs felleskasse, ble for drøyt. Dessuten ville en

bot ytterligere forverre det underliggende problem, nemlig svake statsfinanser. Behovet for endringer i regelverket tvang seg frem.

.... men snarere enn å bruke bøter, blir pakten endret

Den 21. mars i år forelå det 19-siders notatet "Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact" som gir nye regler for finanspolitikken i EU-landene. Basert på oppslag i media skulle man tro at hele pakten nå er hevet på båten. Det er langt fra tilfelle. Tallene 3 % og 60 % står fast.

I samarbeid med Kommisjonen skal det legges årlige planer og mål for finanspolitikken fremover for hvert enkelt land. En oppmykning på flere viktige områder har her funnet sted. La oss se på noen viktige elementene:

- Sterkere fokus på å styrke de offentlige budsjettene i gode tider
- Land som går over til delvis fondering av pensjoner, skal gis anledning til større underskudd over noen år
- Tiltak som styrker "unification" i Europa skal vurderes spesielt
- Utgifter til forskning og utvikling, og til investeringer som på lang sikt vil bidra til å styrke de offentlige finansene, skal vurderes spesielt

Ved individuell fondering av pensjoner – kfr. det andre kulepunktet over – blir det et inntektsbortfall på statens hånd. Men dette er utelukkende en regnskapsmessig konsekvens. Rent realøkonomisk gir fondering en stødigere finanspolitikk på sikt. Når man i Stabilitetspakten nå tar hensyn til dette, blir det lettere for Polen og Ungarn å holde fast på planen om å ta euroen i bruk i løpet av fire-fem år.

I 1990 ble Øst-Tyskland innlemmet i Vest-Tyskland. Siden den tid har Tyskland hvert år måttet la om lag 4 % av BNP gå som statlige overføringer til de fem tidligere øst-tyske Länder. Kulepunkt tre i listen over gir rom for at disse utgiftene blir særskilt vurdert når EU-Kommisjonen skal analysere tysk finanspolitikk.

Ved disse mer fleksible reglene kan det bli rom for midlertidig økning i underskuddet på de offentlige budsjettene til litt utover 3 % av verdiskapningen i landet, kanskje til 3,5 eller opp mot 4,0 %. Pakten er blitt noe mer fleksibel. Men ikke dermed verdiløs eller død. Som finansministeren i Østerrike sa det; vi har unngått at underskudd på 5, 6 eller 7 % av BNP kan tolereres.

Viktigere, i hvert fall på kort sikt, er oppmykningen på to andre felt.

- Før kunne et land fravike kravet om 3 % dersom veksten i økonomien et år er på minus to prosent. Nå er fravær av vekst tilstrekkelig for midlertidig å unngå 3 % kravet.²
- Om uheldige uforutsette hendelser skulle inntreffe etter at tiltak er satt i verk for å rette opp en uholdbar finanspolitisk situasjon, kan landet få forlenget tiden det har før forholdene atter er brakt i orden.

² Dersom den økonomiske veksten i et land over en lengre periode skulle ligge under den potensielle, vil dette også kunne gi grunnlag for å fravike 3 % reglen. Selv om veksten er positiv.

Høsten 2006 er det valg i Tyskland. Det nye regelverket sikrer at kansler Gerhard Schröder neppe får noe problem med EU hva gjelder egen finanspolitikk frem til valget er over.

Kan Den europeiske sentralbanken (ESB) gjøre noe?

Ikke overraskende er Jean-Claude Trichet, sjefen for ESB, lite glad for oppmykningen av Stabilitetspakten. Men kan han gjøre noe med det?

Om italienske statsobligasjoner hadde hatt en klart høyere rente enn nederlandske, fordi sjansen for at Italia ikke skal makte å betjene sin statsgjeld ble vurdert som tilsvarende større, ville mye vært vunnet. Italia ville da fått et eget incitament til en mer nøktern finanspolitikk. Så lenge markedet tror at dersom Italia skulle få problemer med å betjene sin statsgjeld, vil ESB i siste omgang gripe inn, blir det ikke store risikoen og heller ikke store renteforskjellen.

Om ESB flagget sitt syn på kvaliteten av de ulike lands statspapirer ved å forlange større sikkerhet ved markedsoperasjoner i dårlige papirer enn ved gode, kunne dette kanskje bidra til mer differensiert prising i markedet av de ulike lands statspapirer.

Relevante paralleller til Norge

I mars 2001 fikk vi i Norge den såkalte handlingsregelen for *finanspolitikken*. Den gir rom for at staten hvert år kan bruke tilsvarende 4 % av verdien av Statens petroleumsfond ved inngangen av året. For inneværende år vil man imidlertid bruke godt over 6 %. Men uten denne reglen, sier så godt som alle de som har greie på det, ville politikerne helt sikkert brukt enda mye mer oljepenger. At regelen ikke eksakt overholdes, er dermed ikke ensbetydende med at den er uten virkning.

Samtidig med innføring av handlingsreglen ble *pengepolitikken* lagt om, fra styring mot stabil valutakurs til styring mot stabil inflasjon. For tiden er inflasjonen i Norge 0,7 % – dvs. langt fra målet på 2,5 %. En stor grad av styringsoptimisme har blitt avløst av en mer nøktern vurdering. På denne bakgrunn fant Norges Bank det hensiktsmessig sist høst å gi seg selv mer tid før inflasjonsmålet skal være innfridd. Horisonten for innfrielse av målet ble endret fra to år til mellom ett og tre år.

I EU har man revidert Stabilitetspakten. I Norge har man revidert både finans- og pengepolitikken. I begge tilfeller er det snakk om en passende tilpasning til en utvikling som tok en noe annen retning enn hva man i utgangspunktet hadde tenkt seg.