

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Juni 2005

### HVA ER GALT I EUROPA?

---

**I Italia har de offentlige utgiftene vokst raskere etter at euroen ble innført. I Tyskland har potensialet for økonomisk vekst falt kraftig. Det kan virke som om verken velgere eller politikere har tatt inn over seg at med felles valuta blir det behov for et mer tilpasningsdyktig arbeidsmarked. OECD anbefaler Den europeiske sentralbanken (ECB) umiddelbart å kutte renten, og å kutte den kraftig. Om en slik aggressiv pengepolitikk skal ha varige effekter, må den gå sammen med tiltak som bedrer arbeidsmarkedets virkemåte. Har Eurolandene det institusjonelle rammeverket som skal til, for en slik koordinering av penge- og strukturpolitikken? Om de ikke har det, vil euro som fellesvaluta i Europa kunne gå en usikker fremtid i møte.**

---

Nylig gikk økonomiminister Wolfgang Clement i Tyskland og statsminister Silvio Berlusconi i Italia ut med samme budskapet: Gjennom betydelige rentekutt må Den europeiske sentralbanken (ECB) nå sørge for økt etterspørsel og større økonomisk vekst i Europa.

Jeg stusser. Italia og Tyskland på lag for en ekspansiv pengepolitikk? Var det ikke nettopp italienerne som tyskerne *ikke* ville ha med i ØMU (Økonomisk og Monetær Union) våren 1998 da det endelig ble bestemt hvilke land som skulle få lov å ta euroen i bruk? Tyskerne hadde ivret for at nåløyet man måtte gjennom for å bli med i ØMU, skulle være minst mulig. Her var klare krav til sunne statlige finanser, lav rente og lav prisstigning. Hvordan kom Italia seg gjennom? Etter solide anstrengelser hadde Italia fått inflasjon og renter ned. Gjennom skippertak og kreativ bokføring var de årlige underskuddene på statsfinansene akseptable. Statsgjelden derimot, lå langt over det tillatte. Men siden gjelden som andel av BNP var på vei ned fra godt over 100 % til målet om under 60 %, fikk det likevel passere. Og når alt kom til alt var jo Italia en av de seks som i 1957 skrev under på, ja nettopp, Romatraktaten.

Hva har hendt i mellomtiden – siden euroen så dagens lys i januar for vel seks år siden? Ting har gått galt i Italia. Ting har gått galt i Tyskland.

#### **Kredittrisiko på italienske statspapirer .....**

Med euro inn og lire ut ble det med ett langt billigere for den italienske staten å låne. Rentepåslaget på lire som forventninger om en fremtidig nedskrivning av den italienske valutaen vanligvis måtte leve med, falt bort da euro overtok. Med lavere renteutgifter på en

stor statsgjeld fant italienske myndigheter det opportunt å øke andre utgifter snarere enn å betale ned på gjelden. Mens offentlige utgifter vokste med i gjennomsnitt 1,2 % pr. år i perioden 1994—2000, har veksten vært det dobbelte de siste fire årene. I tre av dem har underskuddet på statsbudsjettet oversteget den tillatte grensen på 3 %. I inneværende år ligger det an til ny rekord – OECD har anslått underskuddet på statsbudsjettet til 4,5 % av BNP.

Før, med egen valuta og egen seddelpresse, var det aldri noen tvil om at den italienske staten ville gjøre opp for seg. Kjøpekraften av lirene, som investorer som hadde kjøpt statspapirer fikk igjen, kunne imidlertid bli kraftig forringet, gjennom inflasjon og svekket lirekurs. Men pengene fikk de. Nå er det ikke sikkert at de får pengene tilbake. Den europeiske sentralbanken (ECB) har uttrykkelig sagt at den ikke garanterer for betjening av det enkelte lands statsgjeld. Den kredittrisikoen som dermed oppstår, blir nå i økende grad priset inn i markedet. En italiensk statsobligasjon med ti år i gjenværende løpetid, prises nå vel 20 basispunkter høyere enn et tilsvarende tysk statspapir. (Og enda høyere i forhold til et finsk, i det Finland anses å ha en sunnere økonomi enn Tyskland.)

OECD legger til grunn en vekst på minus 0,6 % i italiensk økonomi i år. For 2006 er veksten anslått til litt over én prosent.

#### **.... og svekket vekstevne i Tyskland**

Når det gjelder konkurransekraft målt i arbeidskostnader pr. produsert enhet, har Italia sett en forverring på mer enn 25 % i løpet av de fire siste årene. For Tyskland er det tilsvarende tallet 10 % – noe som i stor grad kan tilskrives styrkingen av euro overfor dollar og andre valutaer i denne perioden.

Forverringen av tysk konkurranseevne målt på denne måten har imidlertid ikke vært til hinder for sterk vekst i eksporten. Det er utlandets appetitt på tyske varer og tjenester som driver økonomien – og som vil drive den også til neste år. Til tross for økning i husholdningenes disponible inntekter, synker konsumet. Når folk er engstelige for fremtiden, velger de å øke sparingen snarere enn forbruket.

OECD forventer en økonomisk vekst i Tyskland på 1,75 % til neste år. Dette, skriver OECD, er ”significantly above potential”. Pussig. Hva kommer det av at den potensielle veksten i et land er så lav når arbeidsledigheten er så høy? Her er jo ledige hender å sette inn – dvs. her er ressurser for økt produksjon. På den andre siden av Atlanteren vokser USAs økonomi med tre prosent og mer år ut og år inn. Og det med en arbeidsløshet på om lag det halve av den tyske.

#### **Visste politikerne hva de gjorde da euroen ble innført?**

Med innføring av euro som felles mynt mister det enkelte land virkemidler i stabiliseringspolitikken. Verken Tyskland eller Italia, eller noen av de ti andre Eurolandene, kan bruke renten for å påvirke *innenlandsk* etterspørsel. Og valutakursen er ikke lenger tilgjengelig for å påvirke *utenlandsk* etterspørsel. Når man på toppen av dette også legger begrensninger på den finanspolitiske handlefriheten, gjennom Stabilitets- og vekstpakten, blir arsenalet av virkemidler myndighetene har til rådighet for å møte tunge tider, kraftig redusert. *Tilbudssiden må bli mer fleksibel når reguleringer på etterspørselssiden ikke*

*lenger er mulig.* Kravet til tilpasning i arbeids- og produktmarkedene øker. Og behovet for et bedre fungerende kapitalmarked blir større.

Har velgerne blitt lurt? Ble det at felles mynt setter nye krav til et tilpasningsdyktig arbeidsmarked tilstrekkelig belyst og betonet? Det kan virke som om så ikke er tilfellet. Og at velgerne – når de ser hva som kreves av omstillingsevne – ikke vil akseptere det.

I Tyskland har kansler Gerhard Schröder kjempet gjennom sitt Agenda 2010 der et viktig siktemål nettopp er et bedre fungerende arbeidsmarked. Blant tiltak for å få flere i arbeid kan nevnes;

- strengere krav til arbeidsløse om å godta jobber som tilbys
- kortere tid med full arbeidsløshetsstrygd
- noe svekket stillingsvern for dem i arbeid (som gjør det lettere å ansette nye)

Slike tiltak slår sjelden godt an blant dem som *har* jobb. Ved delstatsvalget i mai i Nordrhein-Westfalen, Tysklands største delstat, led Schröders eget parti et smertelig nederlag. Så smertelig at kansleren velger å skrive ut til nyvalg. Den 18. september går tyskerne til urnene – vil de at Schröder skal fortsette eller vil de i stedet ha kristeligdemokratens kandidat Angela Merkel som ny kansler?

## **OECD på kollisjonskurs med ECB?**

I den dystre situasjonen som nå preger den økonomiske utviklingen i Europa, der det nærmest er blitt en vane å justere ned prognoser for veksten de nærmeste kvartaler fremover, slår OECD til med uvanlig klar tale. I Europa, heter det, vil pengepolitikk ha ”an immediate role to play by significantly cutting policy rates” (Economic Outlook, May 2005). Umiddelbart kutte renter. Og kutte dem kraftig.

Monsieur Trichet, sjefen i ECB, blir kort og godt bedt om å gjøre som Mr. Greenspan i Fed (Den amerikanske sentralbanken) gjorde for noen år siden; sette signalrenten ned mot 1 %. Det blir ikke lett. Særlig fordi Jean-Claude Trichet for ikke lenge siden helt avskrev opsjonen om å sette renten ytterligere ned. I historisk perspektiv er dagens ECB-rente på 2 %, som vi har hatt i vel to år, meget lav. En prisstigning i samme størrelsesorden gir en realrente rundt null. Mot normalt 2—3 %. Over tid bør man heller ta sikte på å komme tilbake til et mer naturlig rentenivå, mener ECB.

Problemet i Eurolandene er ikke en for stram pengepolitikk, men manglende villighet til å sette de nødvendige strukturpolitiske grepene. Det har vært ECBs syn lenge. Å pøse på med økt etterspørsel gjennom lavere rente, uten å gjøre noe med rigide arbeidsmarkeder og med lite fleksible produktmarkeder, vil bare føre til økt lønns- og prispress.

Finnes det ikke grunnlag for en omforenet løsning her? Omstillinger er mindre smertefullt om de som blir arbeidsledig, har god tro på at de relativt snart skal kunne finne nytt arbeid. I USA har syv av ti som mister jobben, nytt arbeid etter ett år. I Tyskland bare fire. Ikke rart at tyskere er langt mer engstelig for å stå uten arbeid enn amerikanere er.

Om ECB setter renten ned og på den måten stimulerer til økt etterspørsel, og regjeringer i Euroland *samtidig* iverksetter et omfattende program for å bedre økonomiens virkemåte,

skulle ikke det være en farbar vei å gå? Økt etterspørsel gjennom lavere rente vil i så fall kunne slå ut i form av økt produksjon og sysselsetting snarere enn i form av økte lønninger og høyere priser.

Argumentet til ECB om at en rentenedgang ikke er aktuelt fordi veien tilbake til et normalnivå for renten da blir ekstra lang, må trygt kunne avvises. Her trengs en pragmatisk holdning. Å gjøre som OECD sier – sette renten ned mot 1 % – har klart noe for seg dersom en slik rentereduksjon går sammen med en bedre strukturpolitikk, der siktemålet er større omstillingsevne og bedre fungerende arbeidsmarkeder i Europa.

## **Bedre mulighet for styring i USA**

Helt i starten av sin første periode som president gikk Bill Clinton offensivt ut for å bedre de offentlige finansene. Her var behov for økte skatter. Med økte skatter blir det rom for lavere renter. Alan Greenspan, sjefen for den amerikanske sentralbanken (Fed), tok poenget. En forståelse mellom de to la grunnlaget for økte skatter og lave renter. Arbeidsløsheten gikk ned, og samlet produksjon tok seg opp.

I dagens Europa, hvem er motparten til Jean-Claude Trichet? 12 lands regjeringssjefer, med kanskje like mange syn på hva som er passende renteutvikling? En avtale eller en forståelse, der de nødvendige strukturpolitiske tiltak blir iverksatt i de enkelte Eurolandene, mot at ECB setter fart på etterspørselen ved en markert rentenedgang, er det stort behov for nå. Men er det mulig å etablere en slik forståelse eller avtale – på linje med hva Clinton og Greenspan fikk i stand?

Problemet her er at de institusjonelle rammer man i dag har, neppe er egnet for en slik bred og omfattende samordning av den økonomiske politikken.

## **Vil euroen en dag forsvinne?**

Den økonomiske utviklingen i de store Eurolandene er ikke tilfredsstillende. Felles mynt, som begrenser antall virkemidler, gjør ikke situasjonen lettere. Det kan synes som om man ikke har tatt inn over seg at med felles mynt øker kravene til omstilling. Rent praktisk er det ikke lett med et overstatlig opplegg for pengepolitikken, samtidig som finans- og strukturpolitikk er de enkelte lands ansvar.

EU har prøvd seg med et program der siktemålet er å gjøre Unionen til det mest konkurransekraftige området i verden innen 2010 (det såkalte Lisboa-opplegget). Når 25 land først må bli enige på papiret, og så i neste omgang hver for seg stå for gjennomføringen av en rekke tiltak som ikke akkurat er stemmefangere, forstår vi godt at det hele renner ut i sanden.

Om utviklingen fortsetter i sitt skjeve spor, kan den dagen komme da man stiller spørsmålsteget ved visdommen ved euro som fellesvaluta i Europa.

8. juni 2005

Hjemmeside: <http://home.bi.no/fag87025/>