

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Oktober 2006

### HAR ITALIA FÅTT NOK AV EURO?

---

**Torsdag 19. oktober 2006 nedgraderte ratingselskapet Fitch italienske statspapirer til AA- fra AA. Standard & Poor's gjorde like ens. Av de tolv EU-landene som har tatt euroen i bruk, er det bare Hellas som har dårligere kredittverdighet enn Italia. Hva er galt med Italia? Hvor skal dette ende? Tvinges Italia ut av den Økonomiske og monetære unionen (ØMU)? Eller vil Italia selv pigge av? Har man retningslinjer for å håndtere en slik eventualitet?**

---

Den 7. november 1989 tvinger en folkeoppstand regjeringen i Øst-Tyskland til å gå av. To dager senere går folket løs på Berlinmuren. Jernteppet revner. Det sovjetiske imperium går sin oppløsning i møte. Kansler Kohl griper den historiske sjansen – et samlet Tyskland kan nå bli en realitet. President George H. W. Bush gir sitt samtykke. Frankrike tviler. Et for stort og mektig Tyskland er president Francois Mitterand lite interessert i. Men da heller ikke Storbritannia under Margareth Thatcher ser med stor skepsis på et samlet Tyskland, gjelder det for Frankrike å få en størst mulig motytelse.

#### ØMU ser dagens lys

Tysklands sterkeste utenrikspolitiske kort var valutaen. På grunn av lav inflasjon og en stabilitetsorientert økonomisk politikk hadde den tyske marken fått en grunnfestet stilling i Europa. Andre land var nødt til temmelig nært å følge de tyske rentene. Om Tyskland ville gå med i en monetær union – i praksis la andre land være med å bestemme pengepolitikken på kontinentet – kunne Frankrike godta et samlet Tyskland. Felles valuta ville i tillegg gi en symbolverdi og virke integrerende, både økonomisk og politisk.

Kansler Kohl godtok prisen på tysk samling – oppgivelse av den tyske marken. Den 1. januar 1999 ble euro felles valuta for 11 EU-land. Tre år senere kom euro i sedler og mynt.

Felles mynt er ingen spøk. Det enkelte land mister pengepolitisk selvstendighet. Verken renter eller valutakurs er noe man kan endre på om stabilitetshensyn skulle tilsi behov for det. Myndighetene i det enkelte land står bare tilbake med finanspolitiske virkemidler. Om etterspørselen er for nedadgående og arbeidsløsheten for oppadgående, kan myndighetene senke skattene eller øke de offentlige utgiftene. Eller litt av begge deler. Men heller ikke her står man fritt. Økte offentlige utgifter som ikke er finansiert med skatter og avgifter, fordrer

låneopptak i markedet. Med felles valuta har man et felles marked å låne i. Om land skulle føre en ansvarsløs finanspolitikk med tilhørende store lånebehov, ville det presse renten opp. Den felles renten blir høyere. Og land som skjøtter sine statlige finanser på ansvarlig vis, pålegges en ekstra kostnad.

For å unngå en slik utvikling ble man enige om at underskuddet på de offentlige budsjettene ikke skal overstige tre prosent av bruttonasjonalproduktet det enkelte år, og at bruttogjelden på det offentliges hender skal holdes under 60 prosent av BNP.

## Italia mister høyde

Siden euroen kom har Italia hatt en begredelig økonomisk utvikling. Raskere lønnsøkning enn andre Euroland og lavere vekst i produktivitet er en sikker oppskrift for tap i konkurransekraft. Lettere blir det ikke når mye av hva italinske bedrifter produserer er relativt enkelt å kopiere. Mens Kinas inntreden i den globale økonomien i all hovedsak er til fordel for Norge, er bildet langt mer sammensatt i Italia. Produsenter av møbler, sko og klær tvinges til omstillinger. I den lille byen Manzano (7.000 innbyggere) i Nord-Italia har over 200 småforetak lagt ned sin møbelproduksjon, og de 900 som er igjen, kjemper for å klare seg. Bevegelse oppover i verdikjeden er løsningen for mange. Men dess flere som gjør det – og som lykkes med nisjeproduksjon av kvalitetsvarer – dess vanskeligere blir det for andre å følge etter.

Statsfinansene er også i ulage. Italia har verdens tredje største statsgjeld i absolutte tall, etter USA og Japan. Godt over hundre prosent av BNP, dvs. langt over de formelle kravene ØMU stipulerer. På toppen av dette – og av strukturell karakter – kommer den lave fødselsraten som peker i retning av et raskt synkende folketall i landet. En markant økning i andelen pensjonister i Italia vil bidra til ytterligere anstrengte statsfinanser.

Italias nye regjeringssjef, Romano Prodi, fersk fra sjefsstolen i EU-Kommisjonen i Brussel, har et knappest mulig flertall i Nasjonalforsamlingen. Tilliten til at han skal make å gjenreise vekstkraften i italiensk økonomi blir ikke styrket av de problemene han nå har for å få gjennom et ansvarlig budsjett. Et forventet underskudd på 4,6 prosent av BNP for inneværende år skal kuttes ned til under 3 prosent for neste år. Det innebærer upopulære innstramninger.

## Hvorfor har Italia sovet i timen?

Med euro i stedet for lire sank det italienske rentenivået markant. Nå var det ikke lenger behov for noe påslag på renten av frykt for fremtidige nedskrivninger av valutaen. Den lave renten gjorde det lettere å bære statens gjeld og fristende å låne mer. En populistisk statsminister, Silvio Berlusconi, som satt med makten i fem år fra 2001, lot ikke sjansen gå fra seg. Men lite er gratis her i verden. Den økende statsgjelden Italia nå sliter med har gjort långivere verden rundt skeptiske. Vil den italienske stat make å innfri sine forpliktelser? Sagt på annen måte, vil den til enhver tid sittende italienske regjering make å skattlegge sine borgere så kraftig at det finnes penger nok til å betjene gjelden? Evtuelt ha slik tillit i markedet at gammel gjeld kan betjenes ved utstedelse av ny?

Tidligere – med sin egen italienske lire – var det ingen *kreditrisiko* forbundet med å kjøpe italienske statspapirer i landets egen valuta. Banca d'Italia kunne alltid trykke de sedlene i lire som skulle til for å betjene gjelden. Derimot var det, som nevnt over, *valutarisiko*. Mon tro om det må flere lire til om seks måneder for å kjøpe hundre tyske mark enn i dag?

Det markedet spør seg i disse dager er hvorvidt Den europeiske sentralbanken (ESB) vil forstrekke Italia med nye penger, om ingen andre vil. Reglene her er klare. Det skal ESB ikke gjøre. Eller som sjefen i Banque de France sier: "The market seems to believe that there will be a bailing out" for Euroland som lever over evne. Og fortsetter: "That simply cannot happen, and will not happen". Om denne erkjennelsen siger inn over markedet og blir trodd, kan man vente ytterligere rentestigning på italienske statspapirer. Nedgraderingen fra ratingbyråene som nå nylig har skjedd, har medført økte renteutgifter på nye statlige lån, beregnet til 50-60 millioner euro pr. år.

### Utsiktene fremover

Optimistene tror at myndighetene i Italia snart vil få et budsjett på plass som legger forholdene til rette for bedre balanse mellom offentlige inntekter og utgifter. Videre gjøres det strukturelle grep for å få mer effektive produktmarkeder. Eksempelvis har man nylig avviklet en bestemmelse for bakerier fra 1956 som satte begrensninger på hvor mye brød som kunne produseres i de enkelte distriktene. Et tredje element er forsterket kamp mot korrupsjon og skatteunndragelse som forventes å gi flere milliarder euro til statskassen.

I en slik situasjon som den Italia nå er i, må finansministeren være optimist. Men å bagatellisere nedgraderingen som to ratingselskaper nettopp har gjort, hvor lurt er det? Og hvor relevant er argumentet han bruker: Analytikerne som har gjort jobben, skjønner ikke Italia godt nok – de skjønner jo ikke italiensk?

Pessimistene ser for seg at Italia ut av ØMU går. Eventuelt blir kastet ut om landet ikke innen rimelig tid makter å innfri kravene som er satt. Her er delikate problemer. For det første finnes det ingen fastlagt prosedyre for hvordan et land trer ut av EUs monetære union. For det andre, hvordan skal det gjøres rent teknisk?

Hva gjelder det siste punktet kan man tenke seg en slik skisse: Italia skaper en ny valuta. Vi kan kalle den for nye lire (NIL). I utgangspunktet settes vekslingskursen til 1:1 mot euro. Fordringer i euro forblir denominert i euro. Men lønninger og pensjoner blir nå i nye lire, men ellers uendret rent nominelt. Nye fordringer denomineres i den valutaen långiver og låntaker blir enige om.

La oss tenke oss – neppe urealistisk – at nye lire, temmelig umiddelbart etter å ha gjort sin entree, faller i verdi, f. eks. slik at 120 nye lire må nå til for å kjøpe 100 euro. Italienske lønninger og pensjoner som er i nye lire, blir tilsvarende redusert målt i euro. En svekket valuta legger forholdene til rette for en raskere prisstigning.

Rentedifferansen mellom NIL og EUR vil langt på vei bli bestemt av forventningene til den fremtidige valutakursen. Om depresieringen ansees som tilstrekkelig, og om det er tillit til at fremtidige lønnsøkninger ikke vil spise opp den konkurranseforbedring som en svakere lire har gitt italienske foretak, trenger ikke rente på nye lire være mye høyere enn på euro. Men

om troverdigheten av en stabiliseringspolitikk svikter, vil det raskt gjenspeiles i større rentedifferanser.

Videre vil den gjelden den italienske stat har i dag, som er denominert i euro, bli tyngre å bære. Det skyldes at fremtidige skatteinntekter vil være i nye lire som altså ligger an til å miste høyde mot euro.

### Avsluttende kommentarer

Om du kjøper argumentasjonen over, vil en nominell lønnsnedgang i euro, med bibehold av fellesvalutaen, kunne være et bidrag til løsning av Italias økonomiske problemer. Hvorfor ikke da heller enes om det og således slippe å gå veien om innføring av nye lire, med den usikkerhet, tap av prestisje og kostnader det vil ha? Fordi en nominell lønnsnedgang over hele fjæla på la oss si seks-åtte prosent er meget vanskelig å tenke seg gjennomført i praksis. Ved en svekket valuta opplever *alle* redusert kjøpekraft av lønninger og pensjoner. Om man aksepterer lavere lønn for egen del, har man ingen garanti for at *andre* gjør det samme.

I Banca d'Italia er man trolig i gang med å legge planer for den – om enn lite sannsynlige – eventualiteten at euroen må ut og nye lire inn. Men å snakke om det, kan man ikke. Det ville kunne fremskynde en lite ønsket utvikling.

Som en ledende sentralbankperson – ikke italiensk – en gang sa til meg: ”Vi har den valutapolitikken vi har, inntil vi har en annen.”

26. oktober 2006

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>