

Arne Jon Isachsen

VÅRBREV

Mars 2010

ER EUROENS DAGER TALTE?

For land som har euro som valuta, skal underskudd på statsfinansene begrenses til tre prosent av BNP. For Euroområdet sett under ett ligger underskuddet i statsfinansene an til å bli på over syv prosent av BNP for inneværende år. En grunnleggende forutsetning for en vellykket monetær union er preferanse for samme inflasjon. Felles mynt i Europa hadde fungert bedre om Norge, Sverige og Danmark var med i Euroland i stedet for Hellas, Spania, Portugal og Italia. De fire siste kunne eventuelt i stedet laget sin egen valutaunion der inflasjonsmålet var mer i tråd med disse landenes preferanser. Landene med felles mynt i Europa er ingen sammensmeltet enhet – ingen virkelig union. Det enkelte lands interesser kommer alltid foran pengeunionens.

Ved juletider i 1991, i den mellomstore nederlandske byen Maastricht, ble statsledere i EU-landene enige om etableringen av en myntunion. Storpolitikk lå bak. Felles mynt, mente den franske presidenten François Mitterrand, ville bidra til at et nylig gjenforenet Tyskland holdt seg i folden, dvs. i den vesteuropeiske, demokratiske tradisjonen. Den tyske kansler Helmut Kohl kjente sin historie og skjønnte poenget. ”Tyskland er vårt fedreland”, sa han, ”men Europa er vår fremtid”.

Ettersom tyskeren gav fra seg mest da euroen tok over – nemlig den prestisjetunge tyske marken – fikk Tyskland også gjennomslag for sitt krav om at underskuddene på statsbudsjetter ikke skulle overstige tre prosent av bruttonasjonalproduktet (BNP).

I januar 1999 tok euro over som valuta i elleve EU-land. I januar tre år etter kom euro som sedler og mynt. Hellas ble med i myntunionen. Senere har noen flere kommet til, i alt 16 land har nå euro som sin valuta.

Euro er god politikk. Men hvor god økonomi er innføring av felles mynt for EU-land? Og om det ikke er god økonomi, hvor god politikk er det egentlig da?

DEL I: UTVIKLINGEN SÅ LANGT

Tyskland får problemer relativt tidlig

I 2004 fikk Tyskland, av alle land, problemer med å holde statsfinansene i tømme. Sammen med Frankrike presset man frem en mykere praktisering av regelverket. Irland og Portugal, som tidligere hadde fått en smekk over fingrene for ikke å etterleve reglene, ble irriterte. Når de små har problemer, må endringer i atferd til. Når de store har problemer, endres reglene.

Spørsmålet om Tyskland hadde gått inn i myntunionen med en for høy valutakurs og dermed en for svak konkurranseevne ble reist. Med tyskernes vilje og evne til å holde lønns- og prisveksten i sjakk, forsvant denne bekymringen temmelig fort. Den motsatte bekymring gjør seg gjeldende nå. For 2010 forventes Tyskland å ha større overskudd på handelsbalansen enn Kina, målt som andel av BNP.

.... men har stor fordel av euro under finanskrisen

Den 15. september 2008 smeller det i New York. Den fjerde største investeringsbanken på Wall Street må kaste inn håndkle. Lehman Brothers er konkurs. I de neste par månedene råder frykt og usikkerhet i de internasjonale finansmarkedene. I slike tider velger folk det sikre. Om ikke euroen hadde eksistert, er det trolig at etterspørselen etter tyske mark hadde skutt i været. En styrking av marken på bekostning av lire, pesetas og drachmer ville i så fall vært resultatet, slik man erfarte det ved finanskriser tidlig på 1990-tallet. Og tyske bedrifter ville opplevd svekket konkurranseevne. I en slik situasjon er det godt mulig at tyske myndigheter ville lagt om til en mer ekspansiv finanspolitikk, for på den måten å demme opp for en stigende arbeidsløshet.

Takk og pris for euroen, kunne tyskerne si, for dermed unngikk vi en uønsket forverring av konkurranseevnen. Andre Euroland kan se det annerledes. Tyskland har tross alt større frihetsgrad i den økonomiske politikken enn de fleste andre Euroland. Hvorfor tar da ikke tyskerne ansvar og pumper opp den samlede etterspørselen i Euroområdet?

Fra finanskrisen til finanspolitisk krise

Finanskrisen førte banker og andre finansinstitusjoner til kanten av stupet. For å hindre at de falt utfor, måtte staten inn med redningsoperasjoner i stor stil, både i USA og i mange Euroland. Det kostet. Nedgangstidene som fulgte, bidro til ytterligere svekkelse av de statlige finansene. Regelen om at underskudd på statsfinansene skulle begrenses til tre prosent av BNP for Euroland, fortøner seg nå som en dårlig vits. For Euroområdet sett under ett ligger underskuddet i statsfinansene an til å bli på over syv prosent av BNP for inneværende år.

I fjor hadde Hellas et underskudd i statsfinansene på mer enn 12 prosent av BNP. Underskuddet på driftsbalansen med utlandet var like stort. Hvilket betyr at den greske stat måtte låne penger i andre land for å dekke utgifter som greske skattebetalere egentlig skulle dekket. Og som greske skattebetalere på sikt vil måtte dekke, om ikke Hellas løper fra statsgjelden landet har til andre land.

Nettopp dette spørsmålet er det markedet har stilt seg i det siste. Faren for at Hellas ikke gjør opp for seg, har ført til et saftig påslag i renten på greske statspapirer. Nylig besluttet de greske myndighetene å kutte lønnen til ansatte i offentlig sektor med syv prosent. Det gir en årlig besparelse på vel 700 millioner euro. Men om refinansiering av 20 milliarder euro i statsgjeld som må finne sted de neste par månedene, skjer til en rente som er tre-fire prosentpoeng over tysk rente, gir det en merkostnad i samme størrelsesorden som besparelsen på lønnsbudsjettet. En ond sirkel er oppstått. Tiltak for å få bedre balanse i statens balanser monner lite når høyere renter spiser opp hele besparelsen.

DEL II: HISTORISK TILBAKEBLIKK

Bretton Woods systemet (1944-1973)

Under Bretton Woods forhandlingene om hvordan det internasjonale betalingssystemet skulle ordnes etter den andre verdenskrigens slutt, ble det enighet om at hvert enkelt land skulle ha fast kurs mot dollar som i sin tur var bundet til gull. Dog således at ved "fundamental disequilibrium" ville det være mulig å endre valutakursen. Videre var det kontroll på kapitalbevegelsene. Uten slik kontroll ville et fastkursystem vært vanskelig å opprettholde. I tillegg gir kontroll på kapitalbevegelsene det enkelte land frihet i rentesettingen.

Bemerk at det enkelte land i dette opplegget har både rente- og valutakurs som virkemidler i den økonomiske politikken. Om et lands økonomi skulle gå for varm, kan renten heves. Om handelsbalansen år etter år viser urimelig store overskudd, kunne man skrive opp verdien av egen valuta. Prisen man betaler for frihet i rente- og valutakurspolitikken, er begrensinger på kapitalens mobilitet internasjonalt.

Kina har skjønt det

Har noe land i dag et system à la Bretton Woods? Ja, Kina har. Kineserne styrer valutakursen sin – for tiden til stor irritasjon for amerikanerne¹ – og har også rimelig rom for egen rentepolitikk.

Bemerk at den kontrollen på kapitalbevegelsene som kineserne må ha for å få dette systemet til å fungere, ikke har vært til hinder for at Kina har mottatt enorme mengder penger som har gått til direkteinvesteringer i Midtens Rike. Etersom slike investeringer er lite likvide – du selger ikke et fabrikkbygg over natten og tar med deg pengene hjem – utgjør ikke slik flyt av kapital noen trussel mot styring av valutakursen, eventuelt ved et fastkursregime.

Bemerk videre at en klar forutsetning for at Bretton Woods systemet skulle virke etter hensikten, var at alle land hadde lav og stabil inflasjon. Henimot prisstabilitet var egentlig nødvendig om prisen på en unse gull, som var satt til 35 amerikanske dollar, skulle holde seg over tid, gitt at verdien av gull målt i andre varer og tjenester holdt seg stabil.

Hva sa Keynes?

¹ Se artikkel i New York Times den 20. mars i år, "The Myth About China's Currency", av Pieter Bottelier og Uri Dadush. De konkluderer, korrekt etter min mening, at "domestic policy adjustments" er langt viktigere for både Kina og USA enn en endring i valutakursen.

Underskudd på handelsbalansen for ett land, betyr overskudd for andre land. Korreksjon av uønskede ubalanser bør skje ved en tilstramning i underskuddsland og ved en mer ekspansiv økonomisk politikk i overskuddsland. På den måten holdes samlet etterspørsel oppe samtidig

som mer av produksjonen i underskuddsland eksporteres og mer av produksjonen i overskuddsland brukes hjemme.

Men, sa Keynes, her er en asymmetri. Land med underskudd må låne penger i utlandet. Rentebelastningen som følger med, gir incentiv til å rette opp situasjonen, dvs. bli kvitt underskuddene. For overskuddslandene derimot er det ikke noe tilsvarende incitament. Man kan rolig akkumulere rentebærende valutareserver, dvs. fordringer på andre land, og glede seg over den økende fremtidige kjøpekraften disse fordringene forventes å ha.

Keynes ville ha en mer symmetrisk situasjon. Han gikk inn for en avgift på akkumulerte valutareserver. Den fremtidige kjøpekraften på slike reserver ville da bli mindre. Det ville gitt incentiv til en økonomisk politikk med sikte på økt import nå og således bidratt til en bedre balanse i handelen mellom land.

DEL III: HVA NÅ EUROLAND?

Krise i Hellas

Hellas har gått på en smell. Landet kom med i myntunionen på falske premisser. Man jukset med tallene. Forsvarsutgifter ble holdt utenom statsbudsjettet. De var jo hemmelige! Dermed kunne grekerne rapportere et statsfinansielt underskudd som holdt seg innen rammen av hva inntreden i myntunionen krevde.

Deretter førte grekerne en uholdbar finanspolitikk. De lave rentene i Euroland ble for fristende – staten lånte for mye.

I Spania lånte private for mye. Det lar seg avlese i en mangeårig byggeboom. Titusenvis av kvadratmeter i nye boliger der ingen bor.

Snaut med virkemidler

Nå må skuta rettes opp. Men virkemidlene mangler. Hellas har ingen valuta å skrive ned. Hellas har ingen rente å kutte. Renten på euro settes i Frankfurt. Etter hvert med et stadig økende påslag i markedet av frykt for Hellas' manglende evne til å betjene en raskt voksende statsgjeld. Det eneste virkemidlet grekerne har igjen er økte skatter og reduserte offentlige utgifter hvori inngår lønnskutt til ansatte i offentlig sektor.

Forlenget pensjonsalder kan komme på tale. Grekere gir seg i arbeidslivet når de er 61 år. I Tyskland ble pensjonsalderen nylig satt opp fra 65 til 67 år. At lenge arbeidende tyskere skal subsidiere mer bedagelige grekere ved billige, statlige lån, er ikke lett for Angela Merkel å skulle selge på hjemmebane.

Lønnskutt i privat sektor i Hellas skal man ikke se bort fra. Om økt produktivitet i greske bedrifter er mulig å få til, vil det være et bidrag i riktig retning. Bedre evne til å samle inn

skatter og mindre korrupsjon rent generelt ville også bidra til å rette opp skuta. Men hvor lett det er å få dette til, er en annen sak.

Feil land som har tatt euro i bruk?

Hellas har ført en økonomisk politikk som på sikt ikke var forenlig med oppgivelse av egen valuta. Angela Merkel har truet med at land som gjør det, kan bli kastet ut av Euroland. Om Norge, Sverige og Danmark hadde tatt euroen i bruk, i stedet for Hellas, Spania, Portugal og Italia, ville trolig myntunionen i dag stått på tryggere grunn. Hvorfor det? Fordi landene i Nord-Europa har et mer homogent syn på hva som er passende inflasjon. Og fordi de er mer påholdne i sine finanspolitiske disposisjoner.

Er Tyskland flinkeste gutten i klassen?

Det kan se slik ut. Renten på tysk statsgjeld er den laveste blant Eurolandene. Arbeidsløsheten har sluttet å stige. Eksportoverskuddet er atter økende. Og underskuddet i statsfinansene er relativt beskjedent.

Imidlertid ville økte offentlige utgifter i Tyskland, gjerne i kombinasjon med en noe raskere lønnsvekst, gjort livet lettere for både spanjoler og grekere. Etterspørselen etter varer og tjenester i Tyskland øker, og prisstigningen tar seg noe opp. Til sommeren ville det blitt flere øltørste tyskere å finne på greske strender. Og kasser med god, spansk vin ville i større grad funnet veien til Tyskland.

Er inflasjonsmålet for lavt?

Hvor mye enklere ville det ikke vært for Hellas om ECB hadde mål om fire-fem prosent inflasjon per år, snarere enn i underkant av to prosent? Lavere prisstigning i Hellas enn i andre Euroland ville over tid bidratt til en gjenoppretting av konkurranseevnen. Behovet for smertefulle lønnskutt i Hellas ville vært mindre. Og uro og demonstrasjoner i gatene pga. upopulære innstramninger kanskje mer moderate.

Men slik er det ikke. Tyskland vil ikke for noen pris heve inflasjonsmålet for ECB. Ønskeligheten av lav inflasjon ligger i ryggmargen på tyskere. Erfaringene med hyperinflasjon under Weimar-republikken i 1920-årene ligger bak. Sies det. Men få av dagens tyskere husker det. Mon tro om det er et puritanistisk og protestantisk trekk vi her har å gjøre med?

Mens tyskere og nordeuropeere mer generelt legger vekt på inflasjonens uthulende virkning på kjøpekraften av oppsparte midler over tid, lever folkene i Sør-Europa mer i nuet; virkningene av et stigende prisnivå over tid ser de som mindre bekymringsfullt. En grunnleggende forutsetning for en vellykket monetær union er preferanse for samme inflasjon. Om denne forutsetningen ikke holder, vil euroens dager som felles mynt for de 16 landene som nå har det, være talte.

Som nevnt over, felles mynt i Europa hadde fungert bedre om Norge, Sverige og Danmark var med i Euroland i stedet for Hellas, Spania, Portugal og Italia. De fire siste kunne eventuelt i stedet laget sin egen valutaunion der inflasjonsmålet var mer i tråd med disse landenes preferanser.

Kommer IMF inn i bildet?

Hellas har kommet inn i en ond sirkel. Om landet må refinansiere sin statsgjeld til dagens høye rente, vil det gi en merkostnad tilsvarende besparelser ved lønnskutt i staten på syv prosent. Da er man like langt.

I den situasjonen Hellas nå befinner seg i ville det ikke overraske om EU slipper IMF til. Her har man ekspertise på å hjelpe land med betalingsbalanseproblemer. Og her har man finansielle muskler i form av fond å trekke på.

Bemerk i denne sammenheng at EU som sådan ikke har noen fond å trekke på for å hjelpe land med statsfinansielle problemer. Land kan eventuelt bidra enkeltvis. Men Tyskland, som man lett faller i tanker om skulle bære byrden her, har klare begrensninger. Tyske myndigheter har ikke anledning til å yte stabilitetslån til Hellas før alle andre alternativer er prøvd. Det har forfatningsdomstolen i Karlsruhe slått fast for lenge siden. Muligheten for å få midler fra IMF må prøves først. En slik situasjon som den Hellas nå befinner seg i, er nettopp hva IMF er ment å skulle ordne opp i.

Flere kriser?

I arbeidet som gikk forut for etablering av den nye pengeunionen i Europa, stod teorien om såkalte optimale valutaområder sterkt. Tanken var at land med likeartet økonomisk struktur ville oppleve temmelig sammenfallende konjunkturbølger. Felles mynt som innebærer felles rente, behøvde da ikke være så galt.

Hva teorien i langt mindre grad tok opp var behovet for sammenfallende preferanser. Felles mynt krever felles preferanser for felles inflasjon. Om preferansene her fortsetter å sprike etter en eventuelt vellykket redningsoperasjon for Hellas, kan vi si med sikkerhet én ting: Den nåværende krisen for EUs pengeunion vil bli etterfulgt av flere.

Eurokrisen avdekker en ting til. Landene med felles mynt i Europa er ingen sammensmeltet enhet – ingen virkelig union. Det enkelte lands interesser kommer alltid foran pengeunionens.

Grekerne har ført en uholdbar finanspolitikk. De lave rentene i Euroland ble for fristende – staten lånte for mye. I Spania lånte private for mye. Det lar seg avlese i en mangeårig byggeboom. Titusenvis av kvadratmeter i nye boliger der ingen bor.

Hellas har ført en økonomisk politikk som på sikt ikke var forenlig med oppgivelse av egen valuta. Angela Merkel har truet med at land som gjør det, kan bli kastet ut av Euroland.

25. mars 2010

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