

Tyve år med Euro



Månedsbrev 10/2018

Problemet med "demokratisk underskudd" som EU lider under, er neppe mer markant enn i den embetsmannsmessige styring av pengepolitikken.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Med felles valuta vil regioner i nedgangstider ha behov for økonomisk støtte fra regioner der tidene er bedre. Hvorfor det? Fordi med felles valuta har ikke den enkelte region (eller det enkelte land) en egen valuta eller en egen rente som kan anvendes til å stimulere økonomien når arbeidsløsheten stiger og konjunktorene svekkes. Eller til å dempe presset i oppgangstider når trykket på ressursene er for stort og inflasjonen på vei opp.

Hellas "jukset" seg med i 2002.

I tillegg til at land med felles valuta trenger et sentralisert eller felles budsjett slik at regioner i nedgangstider kan motta støtte fra regioner der tidene er gode, er det ytterligere fire kriterier som må på plass for et valutaområde skal betegnes som "optimalt":

1. Langt på vei et felles arbeidsmarked, der folk kan flytte dit jobbene er, fra én region til en annen.
2. Lønns- og prisleksibilitet, som gjør det lettere å beholde jobbene der de er.
3. Kapitalmobilitet over regionene, som sikrer god avkastning på investeringene.
4. Temmelig sammenfallende konjunkturer slik at den felles renten som en felles sentralbank setter for den felles valutaen, egner seg rimelig bra for alle regionene.

Euroen kommer

I dag er euroen felles mynt for nitten EU-land. Det hele startet for snart tyve år siden. I januar 1999 tok elleve EU-land euroen i bruk. Sine egne valutaer hev de på båten.

I stedet for et felles budsjett som burde ha utgjort mellom 5 og 7 prosent av den årlige verdiskapningen (BNP) i landene, fikk man retningslinjer for budsjettspolitikken i det enkelte land. Underskuddet på statsbudsjettet skulle ikke overskride 3 prosent av BNP, og gjelden til staten skulle holdes under 60 prosent av BNP. Således forble finanspolitikken det enkelte lands ansvar, uten noen felles kasse for omfordeling ved sprikende konjunkturer. En kasse som, skulle det vise seg, ville vært kjekt å ha etter konkursen til Lehman Brothers i september 2008, som kastet verden ut i den verste økonomiske krisen siden depresjonen på 1930-tallet.

Hva gjaldt pengepolitikken derimot, ble den fullt ut sentralisert. Med én valuta er det bare rom for én sentralbank. Den europeiske sentralbanken (ECB) fikk et greit mandat; se til at inflasjonen i euroområdet holder seg nær to prosent eller litt under.

ECB har armelengdens avstand til politiske organer. Den skal verken søke eller motta råd fra noen enkelt lands regjering eller fra EU sentralt. Bakgrunnen for dette er påvisninger av at sentralbanker med en

stor grad av uavhengighet fra de politiske myndighetene har vist størst evne til å levere lav prisstigning.¹ Problemet med “demokratisk underskudd” som EU lider under, er neppe mer markant enn i den embetsmannsmessige styring av pengepolitikken.

Hellas jukser ...

Hvordan har det gått med Den Økonomiske og Monetære Unionen (ØMU) i EU? Skikkelig ille for mange av de elleve, som etter hvert ble 19, land som tok euroen i bruk. Hellas “jukset” seg med i 2002. Jukset fordi tallene for underskuddene på statsbudsjettet ble pyntet på. Noe de som bestemte i euroområdet, valgte å se bort fra.

Samlet lån endres ikke, bare en endring i hvem pengene er lånt av.

Senere ble det enda verre. Da greske myndigheter høsten 2009 var i forhandlinger med IMF, ECB og EU-Kommisjonen, den såkalte “troikaen”, om hvordan komme ut av det økonomiske uføret de selv hadde satt seg i, måtte den greske regjeringen erkjenne at underskuddet på statsbudsjettet lå an til å bli 10 prosent av BNP, ikke 6 prosent som tidligere beregnet. De endelige tallene som kom på bordet mange måneder senere,

viste et sprik mellom offentlige utgifter og offentlige inntekter på solide 12,5 prosent av BNP.

Hva skyldtes de misvisende tallene? Ikke manglende kompetanse, hevdet Robert Traa, IMF-økonomen med ansvar for Hellas på den tiden. “Greske ledere valgte bevisst å villedde ...”, sier han, “for hvis de hadde gjort rede for de alvorlige problemene landet hadde, ville det føre til lite velkommen oppmerksomhet og kritikk.”²

... og preges av utbredt korrupsjon

En viktig årsak til den ansvarsløse finanspolitikken i Hellas på 2000-tallet, fremholder professor Ashoka Mody ved Princeton University, med fartstid i IMF under krisehåndteringen av eurolandene, var oppblomstringen av korrupsjon som startet under regjeringen til Andreas Papandreou i 1981. Gjennom 1980-tallet økte de offentlige utgiftene fra 21 prosent av BNP til 40 prosent. Og statens gjeld gikk fra 25 prosent til 70 prosent av BNP.

Som medlem av EEC i 1981 (som EU het den gangen) hadde mange ventet en ryddigere utvikling i landet som kan smykke seg med tittelen “demokratiets vugge”. Men med lettere tilgang på lån, som medlemskap i EEC førte til, uten klare betingelser for bruken av pengene, ble det

¹ Se kapittel 11 min bok *Felles mynt i Europa? Økonomiske og politiske vurderinger*, Bedriftsøkonomens forlag, 1994.

² Side 234 i Ashoka Modys bok *EuroTragedy. A Drama in Nine Acts*, Oxford University Press, 2018

lettere å øke de offentlige utgiftene på tullede ting "... which fed Greece's corruption machine", skriver Mody.

Hvem skal ta tapene?

Med en offentlig gjeld tilsvarende nærmere 150 prosent av BNP, i stor grad til private långivere som banker, forsikringselskaper og fond, samt privatpersoner, slik bildet var for Hellas ved inngangen til 2010, syntes én ting klart; en betydelig del av gjelden måtte skrives ned.

I april 2010 satte IMF og EU til side 45 milliarder euro for en redningsaksjon for Hellas. Dette beløpet ble økt til hele 110 milliarder euro i måneden etter. Midlene gikk i første rekke til å innfri greske statsobligasjoner i privat eie. Rent tekniske skjedde det ved at den greske stat låner 110 milliarder dollar fra IMF og EU-landene, for så å innfri lån fra private. Samlet lån endres ikke, bare en endring i hvem pengene er lånt av.

Private låntakere ble tatt på med silkehansker. Deri ligger den manglende moral.

Når imidlertid de nye långiverne, IMF og EU, er villige til å gi mer gunstige betingelser – lengre løpetid og lavere rente – er det grunn for grekerne til å glede seg. Men, kunne vi si, enda større grunn til

glede hos private långivere. Som får fullt oppgjør fra noe som ligner et konkursbo.

Hvem skulle ta hvilke tap? Se det var det store spørsmålet. Burde ikke de som hadde vært uvørne – eller dumme og dristige – og lånt grekerne store penger, ved å kjøpe greske statsobligasjoner i bøtter og spann, få seg en skikkelig smekk?

Hva er moralen i alt dette?

Slikt tenkte åpenbart ikke Jean-Claude Trichet, sjefen for Banque de France som rykket opp til sjef for ECB etter nederlenderen Wim Duisenberg, i 2003, etter avtale i forkant skulle Wim stå halve tiden av det tilmålte åremålet på åtte år.

"Economics aside, Trichet seemed to view default as inherently dishonorable", skriver Ben Bernanke, sjefen i Fed, den amerikanske sentralbanken.³

Timothy Geithner, Amerikas daværende finansminister, var heller ikke lysten på å la eiere av greske statsobligasjoner svi. Men for ham var frykten for at uroen i Hellas finansmarkeder kunne spre seg til andre land det sentrale. Bare *muligheten* for smitte, fryktet Geithner, kunne også true det amerikanske finanssystemet.

Mens sjefen for ECB mente at det var upassende og nærmest umoralsk at eierne av greske statsobligasjoner skulle ta tap, hadde USAs finansminister en bedre

³ Side 214 hos Mody.

begrunnelse for samme konklusjon.

Men hvem skulle da ta tapene? Mannen i gata, eller mer presist, grekerne i gata. Ved en sparepolitikk som dro samlet etterspørsel ned og arbeidsløsheten kraftig opp. Ashoka Mody har dette å si om saken:

“The villain was the strategy of outsize official loans to repay some of the private creditors, while austerity was tasked with bringing the debt burden down. The strategy was ... most unfair to Greek ... citizens, especially the most vulnerable among them, who had no voice in the decision and yet paid the cost of repaying irresponsible creditors.”⁴

Private låntakere ble tatt på med silkehansker. Deri ligger den manglende moral. Mener Mody.

“Hair-cut” må til likevel

Til tross for store beløp i lån til et lite land, var det ikke nok. Våren 2012 var Hellas atter på konkursens rand. Og nå ble private eiere av greske statsobligasjoner med pålydende 130 milliarder euro nødt til å bidra. IMF og EU fikk gjennom en byttehandel. Gamle greske statsobligasjoner ble byttet med nye, med om lag det halve i pålydende, lavere rente og lengre løpetid.

Den dårlige nyheten: Den årlige kontantstrømmen som fordringer på den greske stat var ment å generere, ble betydelige mindre. Den gode nyheten: Denne pengestrømmen kunne man være sikker på ville komme.

For den greske stat innebar denne operasjonen at en gjeld på 130 milliarder euro ble redusert til 30 milliarder euro; en reduksjon – eller en “hair-cut” – på rundt 100 milliarder euro.

To år for sent ute

“Men Skipper Worse kunne ikke lenger styre seg, han tok tak i vantet, svang seg opp på rekken, og idet han viftet med hatten, ropte han, så det lød over hele Sandsgaard: ‘Vi kommer sent - hr. kunsel! men vi kommer godt!’”, skriver Alexander Kielland.

Det skal godt gjøres å betegne innføring av euro som felles mynt i EU som en suksess.

Sent men godt gjelder ikke restruktureringen av den greske statsgjelden. Hadde restruktureringen som fant sted i 2012, i stedet funnet sted i 2010, noe byråkraten Trichet og finansministeren Geithner bidrog til at ikke skjedde, ville Hellas trolig klart seg langt bedre. En kraftig reduksjon av gjeldsbyrden i 2010

⁴ Side 278 hos Mody.

hadde trolig ført til raskere økonomisk vekst tidligere. Telleren i brøken Gjeld/BNP ville vært lavere og nevneren høyere. Brøken blir mindre; gjeldsandelen går ned. De som hadde tatt risikoen på å låne til den greske stat, ville lært en lekse. Finansmarkedene hadde virket som et marked skal virke.

Beregninger av professor Thomas Philippon ved New York University tyder på gjeldsbyrden til Hellas ved denne strategien ville vært om lag 30 prosentpoeng lavere ved utgangen av 2012 enn det den var.⁵

Veien videre

Det skal godt gjøres å betegne innføring av euro som felles mynt i EU som en suksess. Men nå er den nå en gang her. Og det er ikke lett å se hvordan man skal kunne gå tilbake til det gamle; hvert land sin valuta. At Den økonomiske og monetære union (ØMU) går i oppløsning og således forsvinner inn i historiebøkene, kan imidlertid ikke utelukkes.

Fremveksten av et sterkt Kina og et mer isolasjonistisk USA, der de to supermaktene kommer i konflikt på stadig nye områder, er med på å marginalisere Europa. Som på flere områder blir skviset – eller “sandwiched” – mellom de to store, og

med Russland som slitsom aktør på flanken.

“Ytre fiende gir indre samhold”, heter det. Kan det tenkes at eurolandene får orden på den monetære unionen ved å komplementere den med en fiskal union? Og at kimen dermed legges for en politisk union som på en ganske annen måte kan gjøre seg gjeldende på den globale arena?

En variant her er at Tyskland, Be-Ne-Lux og Frankrike, eventuelt også Sverige, Danmark og Finland, samt de tre baltiske landene, bryter ut av eurosamarbeidet og lager sin egen valutaunion. Denne gangen forsterket med en fiskal union, der man har et felles budsjett tilsvarende 5-7 prosent av BNP. Og med en politisk overbygning som gjør at både kinesere og amerikanere vet hvem de skal ringe til når det er spørsmål om hva Europa måtte mene om saker og ting.

16. oktober 2018

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

⁵ Thomas Philippon, “Fair debt relief for Greece: New calculations”, VOX, 10 February 2015.

<https://voxeu.org/article/fair-debt-relief-greece-new-calculations>.