

Debatten om Stabilitets- og Vækstpagten

ØMU'ens finanspolitiske regler drøftes i lys af gældsdynamik og finanspolitisk holdbarhed. Hvad har økonomers kritik af reglerens indretning været rettet imod? Med hvilke begrundelser? Debatten sættes i relation til revurderingen af finanspolitikens rolle som stabiliseringsinstrument.



■ Christian Groth

lektor, Økonomisk Institut, Københavns Universitet

Indledning¹

Med en fælles mønt og dermed fælles pengepolitik er finanspolitikken (bredt forstået) det eneste instrument, ØMU-landenes nationale regeringer har til rådighed til konjunkturstabilisering. Med stabilisering menes her afbødning af de udsving i samlet produktion og beskæftigelse, der altid har kendetegnet industrialiserede markedsøkonomier. Disse udsving kan være forårsaget af interne uligevægtsprocesser eller eksterne efterspørgsels- eller udbudsstød. Pga. de store forskelligheder i ØMU-landenes økonomiske struktur og omgivelser vil de forstyrrelser, landene rammes af, ofte være forskellige. Og selv ens forstyrrelser kan have vidt forskellig betydning for landene, afhængigt af deres specifikke forhold.

På denne baggrund gjorde ØMU'ens fædre finanspolitikken til et primært nationalt anliggende. Men samtidig indeholdt ØMU'en som udformet i Maastricht-traktaten fra 1992 nogle overnationale begrænsninger på finanspolitikken. Det drejer sig først og fremmest om 3 % underskudsreglen og 60 % gældsreglen. Førstnævnte regel går ud på, at offentlige budgetunderskud i de enkelte år højst må være 3 % af BNP. Og gældsreglen går ud på (i princippet) at lægge et loft over den offentlige bruttogæld på 60 % af BNP. Med "i princippet" tænkes på, at for lande med en væsentligt højere offentlig gæld (Italien og Belgien var tæt ved det dobbelte) er kravet, at de skal fremvise en finanspolitik, der fører til nedbringelse af gælden, så den nærmer sig referenceværdien på de 60 % med "tilfredsstillende hastighed". (Af uransagelige grunde vedrører de 60 % den offentlige bruttogæld og ikke nettogælden.)

Underskudsreglen og gældsreglen blev fastholdt i den præciserende aftale, som Stabilitets- og Vækstpagten (fra nu af SVP) udgør. SVP blev til i 1997, primært på Tysklands foranledning. Udover at præcisere overvågnings- og sanktionsprocedurerne, skærpede SVP gældsreglen markant for så vidt angår det lange sigt. SVP tilføjer nemlig et krav om,

■ ■ ■

Note 1 Jeg vil gerne takke Poul Schou, Det økonomiske Råds Sekretariat, for nyttige kommentarer til et tidligere udkast. Tilbageværende fejl og mangler er helt for min egen regning.

at på mellemlang sigt, dvs. i gennemsnit over konjunkturcyklen, bør budgettet være "tæt på balance eller i overskud". Dette er ensbetydende med et krav om, at gældskvoten på langt sigt skal gå mod nul.

De overnationale regler er indført for at modvirke risikoen for, at et medlemsland kommer i gældskrise og derved skaber problemer for hele den monetære union. Et medlemsland med en stor offentlig gæld kunne komme ud for en ekstrem politisk eller finansiel krise med truenede betalingsstandsning til følge. Der ville da kunne opstå åbent eller skjult politisk pres på den europæiske centralbank (ECB) om at træde til. Især hvis det drejede sig om et af de større medlemslande, ville landet antagelig blive anset for "too big to fail". Redningen fra ECB kunne være i form af inflationær politik, der udhuler realværdien af statsgælden, eller i form af indirekte opkøb af statsobligationerne. På denne måde ville landets mere eller mindre selvforskyldte problemer blive overvæltet på alle medlemslandene. Selv om Maastricht-traktaten klart forbyder den slags faldskærms-assistance, er det tænkeligt, at en forventning om, at den alligevel vil finde sted, vil kunne øge fristelsen til underskudsbudgettering.

Kritikken af SVP

Denne begrundelse for SVP anerkendes af mange økonomer. Men selve indretningen af reglerne i SVP blev efterhånden udsat for omfattende kritik, både fra politisk side (især Frankrig og Italien) og fra fagøkonomer, fx Eichengreen & Wyplosz (1998), Canzoneri & Diba (2001), Buiters (2003), De Grauwe (2003), Blanchard & Giavazzi (2004) samt Wyplosz (2005). Kritikken har især gået på:

a) 3 % underskudsreglen er for snæver og tillader for nogle lande end ikke de automatiske stabilisatorer at virke fuldt ud. Der er for lidt plads til konjunkturstabiliseringspolitik (deraf smædenavnet "Ustabilitets- og Depressionspagten").

b) Det er forfæjet, at 60 % gældsloftet går på den offentlige bruttogæld. Det tilskynder lande med høj gæld til at afholde brandudsalg af offentlige aktiver og dermed i virkeligheden forringe den langsigtede finanspolitiske holdbarhed.

c) SVP's regel om, at på mellemlang sigt, dvs. i gennemsnit over konjunkturcyklen, bør budgettet være "tæt på balance eller i overskud", giver for lidt plads og tilskyndelse til offentlige investeringer.

d) Regelsættet mangler indbygget selv-regulering. I stedet er der tale om bureaukratiske overvågnings- og håndhævelsesprocedurer uden den fornødne politiske legitimitet.

I marts 2005 tiltrådte EU-landenes økonomi- og finansministre (ECO-FIN) en beskeden reform af SVP. Vi vender tilbage til denne reform senere. Først vil vi se nærmere på det, der er SVP's overordnede formål, nemlig forhindring af gældskriser.

Gældsaritmetik og finanspolitisk holdbarhed

Ved brug af nogle få symboler, anført i tabel 1, kan holdbarhedsproblematikken klargøres. Vi antager for enkelheds skyld, at både renten og inflationsraten er konstante. Bemærk, at selv om G_t ud over offentligt forbrug også indbefatter offentlige investeringer, så defineres det offentlige budgetunderskud, U_t , både i ØMU-sammenhæng og i det danske nationalregnskab, som om hele investeringsudgiften i investeringsåret er en omkostning og ikke blot afskrivningen på den offentlige kapital. Dette problem vender vi tilbage til.

Først nogle definitioner. Man siger, at staten er solvent, hvis den vedblive kan klare sine betalingsforpligtelser. Det afgørende for, at staten kan det, er, om gældskvoten er under kontrol eller tværtimod tenderer til at eksplodere. I sidstnævnte fald vokser gælden vedvarende hurtigere end nationalproduktet. Da bliver det før eller siden umuligt at finde købere til de nyudstedte statsobligationer. Den private opsparing kan ikke følge med. Allerede når den private sektor indser, at denne udvikling er i sigte, opstår finansieringskrisen. Og regeringen bliver så tvunget enten til betalingsstandsning eller til at sætte udgifterne ned eller skatterne op.

Ved en given forventet fremtidig udvikling i de almindelige økonomiske og demografiske forhold kaldes den samlede finanspolitik holdbar, hvis dens regler for G_t , X_t og T_t er sådan, at staten forbliver solvent, altså at

Tabel 1.

| |
|--|
| Y_t = BNP i år t (i faste priser), |
| Y_t^* = konjunkturkorrigeret BNP i år t (trend-output), |
| g = vækstrate i Y_t^* , dvs. $Y_t^* = Y_0^* (1 + g)^t$, |
| P_t = prisniveau i år t , |
| $\pi = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$ = inflationsrate (forudsat konstant), |
| i = nominel rente (forudsat konstant), |
| $r = \frac{1+i}{1+\pi} - 1$ = realrente, |
| D_t = nominel offentlig gæld ved starten af år t , |
| $B_t = D_t / P_t$ = real offentlig gæld ved starten af år t , |
| $b_t = D_t / (P_t Y_t) = B_t / Y_t$ = gældskvoten i år t , |
| G_t = reelt offentligt køb af varer og tjenester i år t , |
| X_t = reale indkomstoverførsler (pensioner m.v.) i år t , |
| T_t = reelt offentligt indtægtsprovenu (skatter og afgifter m.m.) i år t , |
| $U_t = iD_t + P_t(G_t + X_t - T_t)$ = nominelt budgetunderskud i år t . |

gældskvoten ikke løber løbsk. Man kalder finanspolitikken uholdbar, hvis den ikke er holdbar. Det centrale er, at når realrenten overstiger vækstraten ($r > g$), frembringer "rentes rente" en latent gældsustabilitet, som enhver ansvarlig regering er nødsaget til at forholde sig til. Dette kan vi indse på følgende måde. Vi starter ud fra bogholderiligningen

$$D_{t+1} = D_t + U_t = (1+i)D_t + P_{t+1}(G_t + X_t - T_t) \quad (1)$$

Ved at dividere på begge sider med $P_{t+1}Y_{t+1} = P_t(1+\pi)Y_t(1+g)$ fås den reale gælds udvikling:

$$B_{t+1} = (1+r)B_t + G_t + X_t - T_t \quad (2)$$

Indtil videre ser vi bort fra konjunkturbevægelser og antager altså $Y_t = Y_t^*$ for alle $t = 0, 1, 2, \dots$. Med andre ord lader vi som om, at også det faktiske BNP år for år vokser med den konstante rate g . Ved division i (2) med $Y_{t+1} = Y_t(1+g)$ får vi

$$b_{t+1} = \frac{B_{t+1}}{Y_{t+1}} = \frac{1+r}{1+g}b_t + \frac{\gamma + x - \tau}{1+g} \quad (3)$$

hvor vi for enkelheds skyld har antaget, at "udgiftstrykkene", G_t / Y_t og X_t / Y_t , er konstante og lig henholdsvis γ og x , og at skattetrykket, T_t / Y_t , er en konstant, τ . Differensligningen (3) har løsningen

$$b_t = (b_0 - \bar{b}) \left(\frac{1+r}{1+g} \right)^t + \bar{b}, \quad \text{hvor } \bar{b} = \frac{\tau - (\gamma + x)}{r - g} \quad (4)$$

Dette resultat viser den latente gældsustabilitet, der er til stede, når et land befinder sig i det for Europa almindeligvis antagne tilfælde: $r > g$. Den førte finanspolitik medfører, at ligevægtsniveauet for gældskvoten er \bar{b} (det primære budgetoverskud² divideret med den vækstkorrigerede realrente). Men dette er en ustabil ligevægt. Hvis den historisk nedarvede gældskvote, b_0 , overstiger niveauet \bar{b} , da vil rentes rente frembringe en snebold-effekt, så gældskvoten, b_t , går mod uendelig. Den stigende kurve i øverste del af figur 1 illustrerer et sådant forløb. I dette tilfælde er den førte finanspolitik altså ikke holdbar.

Hvad kan en regering så gøre? Den historisk nedarvede gældskvote, b_0 , som vi antager positiv, er, hvad den er. Men regeringen kan ændre på γ , x og τ . Hvor meget én eller flere af disse parametre skal ændres, giver et mål for det såkaldte holdbarheds-gab. Lad os fx se på den krævede ændring af skattetrykket, τ . Vi søger altså det skattetryk, τ' , der

■ ■ ■

Note 2 Dvs. indtægter minus udgifter, excl. renteudgifter.

skal til for at opnå finanspolitisk holdbarhed ved uændret udgiftstryk. Af ligning (4) ses, at dette skattetryk er

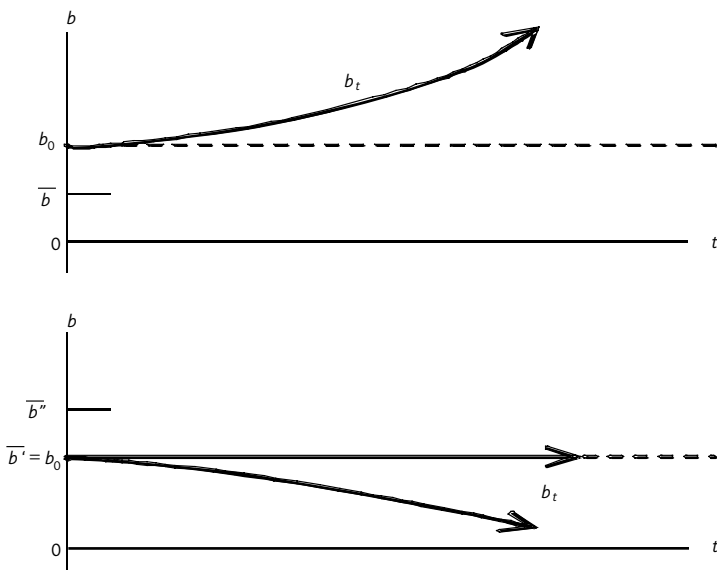
$$\tau' = (r - g)b_0 + \gamma + x$$

Med denne værdi af bliver ligevægtsniveauet for gældskvoten

$$\bar{b}' = \frac{\tau' - (\gamma + x)}{r - g} = b_0$$

Herefter vil den faktiske gældskvotens, b_t , ikke længere vokse over tid, men forblive på niveauet $\bar{b}' = b_0$, således som (4) viser. Den vandrette linje i nederste del af figur 1 illustrerer et sådant forløb. Med et endnu højere skattetryk bliver ligevægtsniveauet for gældskvoten $\bar{b}'' > b_0$, og så vil b_t aftage over tid, jf. den faldende kurve i nederste del af figur 1. Den ubehagelige kendsgerning er, at jo længere regeringen udskyder tilpasningen af skattetrykket, jo større er den krævede tilpasning. Det skyldes den mellemliggende forøgelse af gældskvoten.

Figur 1. Hvordan gældsudviklingen afhænger af finanspolitikken, når $r > g$



■■■
Note 3 En endnu bedre indikator fremkommer ved i denne formel at erstatte 1 med Laffer-kurvens provenu-maksimerende skattesats $\bar{\tau}$.

Differensen, $\tau' - \tau$, kan bruges som indikator for holdbarheds-gabet. En bedre indikator vil dog $(\tau' - \tau) / (1 - \tau)$ være, fordi denne størrelse udtrykker den krævede skattestigning i forhold til det forhåndenværende råderum.³ I litteraturen bliver i øvrigt det for holdbarhed krævede skattetryk, τ' , ofte defineret på en tilsyneladende anderledes måde end her, nemlig som det skattetryk der skal til for, at nutidsværdien af de forventede fremtidige offentlige indtægter er mindst lige så stor som nutidsværdien af de forventede fremtidige offentlige udgifter, incl. rentebetalinger på gælden. Men dette giver samme resultat.

Stabilitets- og vækstpagten

Budgetunderskudsreglen i SVP er en anden måde at sikre finanspolitisk holdbarhed på. Reglen sætter en overgrænse på det nominelle budgetunderskud:

$$U_t \leq aPY_t \quad (5)$$

hvor $a = 0,03$. For et land, hvor denne regel altid er bindende, vil man ud fra ligning (1) få

$$b_{t+1} = \frac{D_{t+1}}{P_{t+1}Y_{t+1}} = \frac{b_t}{(1+\pi)(1+g)} + \frac{a}{(1+\pi)(1+g)},$$

der har løsningen

$$b_t = (b_0 - \bar{b}_a) \left(\frac{1}{(1+\pi)(1+g)} \right)^t + \bar{b}_a, \quad \text{hvor} \quad (6)$$

$$\bar{b}_a = \frac{a}{(1+\pi)(1+g) - 1} \approx \frac{a}{\pi + g}.$$

Langsigtgældskvoten bliver altså underskudsloftet divideret med vækstraten for det nominelle BNP. Med $a = 0,03$, en årlig inflationsrate $\pi = 0,02$ og en årlig real vækstrate $g = 0,03$ vil gældskvoten med tiden blive $\bar{b}_a = 0,03/0,05 = 0,60$. Dette er netop SVP's loft for gældskvoten. Og for et land, der altid overholder underskudsreglen og kun rammer loftet i lavkonjunkturer, vil gældskvoten på langt sigt blive mindre end 0,60.

Dette er den interne aritmetiske logik, der forbinder underskudsloftet på 0,03 med gældsloftet på 0,60. Men en af de centrale anker mod SVP er, jf. kritikpunkt a) ovenfor, at underskudsloftet på 0,03 ikke giver nok manøvrerum for konjunkturstabilisering i en lavkonjunktur. Et land, der er på vej ud i en økonomisk nedtur, kan af underskudsreglen blive tvunget til at stramme finanspolitikken, selv om situationen tilsiger det modsatte, nemlig at der er brug for stimulering af den samlede efterspørgsel. Denne absurditet skaber et afledt problem, nemlig at hele sanktionsproceduren bliver utroværdig. Dette er én af de omstændigheder, der fører til kritikpunkt d) ovenfor, og som illustreres af forløbet omkring Tyskland og Frankrigs konjunkturbestemte overskridelse af 3 %

loftet i 2002-2005. Kritikere (fx Canzoneri & Diba, 2001), der forudså disse problemer, fremførte, at 3 % reglen snarere burde være en 5 % regel. Alternativt kunne man indføre et modificeret underskudsbegreb, hvor fx kun halvdelen af renteudgiften på gælden medregnes. Så vil reglen give manøvrerum også for lande med høj gæld og derfor høje renteudgifter. På den modsatte side i debatten stod fx Gros m.fl. (2004), der tillægger keynesiansk konjunkturstabilisering mindre vægt og mener, at 3 % reglen bør fastholdes og understøttes af forbedrede overvågningsprocedurer. Argumentet er dels hensynet til troværdighed, dels en forventning om betydeligt lavere nominel BNP-vækst i det næste årti i Europa end de 5 % i tal-eksemplet ovenfor - med deraf følgende tendens til højere gældskvotest.

Det strukturelle budgetunderskud

Et mere vidtgående kritikpunkt over for SVP er, at der overhovedet ikke bør være noget loft over det løbende budgetunderskud. Dels er det alligevel kun den langsigtede gældsudvikling, der har betydning for risikoen for en gældskrise (Pisani-Ferry, 2002). Dels er det uhensigtsmæssigt at pådutte landene en one-size-fits-all regel (Buiter & Grafe, 2004). Hvis fx den "ønskede" gældskvotest for Tyskland er 0,50, så skal Tyskland i tal-eksemplet ovenfor stille mod et budgetunderskud på 2 1/2 % af BNP gennemsnitligt over konjunkturcyklen. Under et økonomisk tilbageslag vil budgetunderskuddet så i kraft af de automatiske stabilisatorer blive væsentligt over 3 %.

Det er også fremført, at hvis der overhovedet skal være en underskudsregel, så bør det være en regel for det konjunktur-korrigerede budgetunderskud, også kaldt det strukturelle budgetunderskud. For at klargøre dette synspunkt forestiller vi os fra nu af, at det faktiske nominelle BNP, $(PY)_t$, svinger omkring trend-niveauet, $(PY)_t^*$, og at det alene er sidstnævnte, der vokser med en (nogenlunde) konstant rate, $\pi = g$. En konjunktur-korrigeret underskudsregel kunne så være et krav om at $U_t \leq a(PY)_t^*$. Denne regel kan også skrives

$$\frac{U_t}{(PY)_t} \leq a \frac{(PY)_t^*}{(PY)_t} \quad (7)$$

Her er der en større finanspolitisk fleksibilitet end med reglen (5). Thi højresiden af (7) er større end a i en lavkonjunktur (hvor $(PY)_t < (PY)_t^*$) og mindre end a i en højkonjunktur (hvor $(PY)_t > (PY)_t^*$). Et yderligere skridt i denne retning er en regel direkte for det konjunktur-korrigerede budgetunderskud, U_t^* (Canzoneri & Diba, 2001). Dette er defineret som den størrelse, budgetunderskuddet (der, når det er negativt, er ensbetydende med et de facto overskud) ville have, hvis der i det pågældende år gjaldt $Y_t = Y_t^*$. Så ville reglen blive:

$$U_t^* \leq a(PY)_t^* \quad (8)$$

En modindvending mod at basere sig på sådanne regler har været, at den ekstra fleksibilitet, der opnås, er på bekostning af enkelhed, objektiv målbarhed og gennemsigthed. Dette kunne svække hele ØMU'ens troværdighed (Schuknecht, 2005; se også Buti m.fl., 2003).

Fokus på det konjunktur-korrigerede budgetunderskud fører os ind på kritikpunkt c) ovenfor. SVP indeholder jo som nævnt en regel om, at i gennemsnit over konjunkturcyklen bør budgettet være "tæt på balance eller i overskud". I praksis er dette udlagt som, at a i (8) skal være tæt på nul, hvorved langsigtsgældskvotest også bliver tæt på nul, jf. (6). Et sådant krav om helt at afvikle offentlig gæld på langt sigt betragtes af mange som fornuftstridigt. Der er intet fagøkonomisk belæg for, at den optimale gældskvotest skulle være nul, endsi at den skulle være ens for lande, der er temmelig forskellige. Ganske vist indebærer en lavere offentlig gæld – når formindskelsen først er opnået –, at den nødvendige skatteopkrævning og de deraf afledte forvridninger bliver mindre.⁴ Men der er også forhold, der trækker den anden vej. I det omfang husholdningerne er kredit-rationerede, kan det være velfærdsforøgende, at det i stedet er det offentlige, der tager lån. Og ud fra et retfærdigheds-synspunkt kan en vis offentlig gæld forsvares med, at de fremtidige generationer formentlig alligevel vil få højere levestandard i kraft af bedre teknologi. Der kan også henvises til "benefit principle in taxation". Dette går ud på, at offentligt forbrug og indkomstoverførsler bør finansieres af de løbende skatter, hvorimod finansieringen af de offentlige investeringer bør fordeles ud over de offentlige kapitalgoders levetid. Det er i denne forbindelse væsentligt, at offentlige investeringer fylder betydeligt mere på de offentlige budgetter, i det omfang begrebet forstås bredt og inkluderer uddannelse, forskning og sundhed.

Normaliseret bogføring af offentlige investeringer

Blanchard & Giavazzi (2004) finder tegn på, at SVP's regel for det mellemlange sigt (a tæt på nul) har været hæmmende for de offentlige investeringer. Der argumenteres for at ekskludere offentlige nettoinvesteringer fra definitionen af det offentlige underskud. Private virksomheder henregner jo heller ikke den totale investeringsudgift til anskaffelsesåret. I stedet fordeles omkostningen ud over kapitalgodets levetid.

For at belyse konsekvensen af et sådant regnskabsprincip, deler vi det offentlige køb af varer og tjenester op i offentligt forbrug, C , og offentlige investeringer, I_t , dvs. $G = C + I_t$. De offentlige investeringer fører til offentlig kapital (infrastruktur m.v.). Vi kalder mængden heraf K , så vi har:

$$K_{t+1} = K_t + I_t - \delta K_t,$$

hvor δ er afskrivningsraten, $0 < \delta < 1$. Det årlige samfundsøkonomiske

■■■

Note 4 SVP's regel for det mellemlange sigt skal muligvis også ses i lys af det pres på de offentlige budgetter, der vil komme i fremtiden som følge af forlænget levetid og relativt flere ældre.

finansielle afkast (målt realt) pr. enhed af den offentlige kapital kalder vi \bar{r} . Dette afkast er summen af det "direkte" finansielle afkast fra brugerbetaling m.v. og det "indirekte" finansielle afkast, der har at gøre med, at infrastruktur m.v. dels mindsker omkostningerne ved offentlige serviceydelser, dels øger den private sektors produktivitet og dermed skattebasen. De offentlige indtægter, T_t , består altså af skatte- og afgiftsprovenuet, T_t' , og det finansielle afkast, $\bar{r}K_t$.⁵ Som udgift i beregningen af det offentlige budgetunderskud lader vi nu kun afskrivningen på den offentlige kapital indgå.

En regel om budgetbalance på mellemlangt sigt fortolker vi herefter som en regel om, at det således omdefinerede, reale budgetunderskud skal være nul, dvs. $rB_t + C_t + \delta K_t + X_t - T_t = 0$. De samlede offentlige indtægter, $T_t = T_t' + \bar{r}K_t$, skal dermed i gennemsnit over konjunkturcyklen opfylde

$$T_t = rB_t + C_t + \delta K_t + X_t \quad (9)$$

Lad os antage, at den offentlige kapital holder et fast forhold til trend-BNP, dvs. $K_t / Y_t^* = k$, hvor k er en konstant. Så bliver den trendmæssige udvikling i gældskvoten (se appendiks)

$$b_t = (b_0 - k) \frac{1}{(1+g)^t} + k \rightarrow k. \quad (10)$$

Gældskvoten bliver altså på langt sigt det samme som offentlig-kapital-BNP-forholdet, og den førte finanspolitik er holdbar (med mindre k er uforholdsmæssigt stor). Blanchard & Giavazzi (2004) går et skridt videre og foreslår, at beslutningskompetencen og driften af de offentlige investeringer uddelegeres til et professionelt agentur. De forestiller sig et aktieselskab (med staten som eneaktionær), der inden for politisk fastsatte rammer kan tage langsigtede økonomiske hensyn. Mulige regler og incitamentsstrukturer for et sådant offentligt investeringsselskab (inklusive de involverede risici) er nærmere skitseret i deres artikel.

■■■

Note 5 Bemærk, at også i tilfælde hvor $\bar{r} < r$, kan offentlige investeringer være velbegrundede, da de kan have et ikke-finansielt "afkast" i form af den samfundsmæssige nytteværdi af offentlige goder.

Note 6 Efter reformen kan et konjunkturkorrigeret budgetunderskud på op til 1 % af BNP også accepteres for et land, der har opnået særligt høj vækst i kraft af infrastrukturinvesteringer. Dette er vigtigt ikke mindst for de nye, østeuropæiske medlemmer af EU.

Note 7 Da Danmark, ligesom England og Sverige, står uden for euroen, kan sanktionsproceduren (henstillinger og i sidste instans bøder) ikke iværksættes over for Danmark. Alligevel er Danmark principielt forpligtet til at overholde SVP's underskuds- og gældsregel.

Note 8 For en oversigt, se Calmfors (2003).

Reformen marts 2005

Både den politiske og fagøkonomiske kritik af SVP var formentlig medvirkende til, at EU-landenes økonomi- og finansministre (ECOFIN) i marts 2005 tiltrådte en beskeden reform af SVP. Underskuds- og gældsreglen blev i det væsentlige fastholdt, omend bestemmelserne om undtagelse, når der foreligger "et alvorligt økonomisk tilbageslag" (= fald i realt BNP), blev udvidet lidt. Og for lande med en lav gældskvote accepteres nu et konjunkturkorrigeret budgetunderskud på op til 1 % af BNP.⁶ Tillige blev overvågnings- og sanktionsproceduren modificeret.⁷ Ifølge flere af kritikerne var reformen i visse henseender et lille skridt i den rigtige retning, men heller ikke mere. Hvad angår overvågnings- og sanktionsproceduren anses reformen derimod for et skridt i forkert retning. I forvejen var det et problem ved denne procedure, at det afgørende ord tilhørte de selsamme økonomi- og finansministre, der havde ansvaret for hver deres lands budget. Med reformen er der åbnet yderligere op for et minefelt af diskussioner og konflikter omkring fortolkninger. Og den grundlæggende svaghed findes stadig, nemlig at hverken ministerrådet eller kommissionen har den fornødne politiske legitimitet til at iværksætte økonomiske sanktioner mod et medlemsland med skrøbelige offentlige finanser.

Pga. dette problem ved hele det finanspolitiske regelsæt i ØMU'en er det blevet foreslået i stedet at indføre fælles standarder for nationale finanspolitiske institutioner. Et radikalt forslag i denne retning hidrører fra Wyplosz (2005), der forestiller sig indførelsen af, hvad han kalder Fiscal Policy Committees i de enkelte medlemslande. Sådanne komiteer skal bestå af økonomiske eksperter, der udpeges for en periode lang nok til at gøre dem relativt uafhængige af den siddende regering. Den politiske myndighed (regering og parlament) skal vedtage en målsætning for den langsigtede gældskvote. Den finanspolitiske komité skal så dels udarbejde en prognose for den generelle økonomiske udvikling, dels ud fra både den aktuelle konjunktursituation og det langsigtede mål for gælden beslutte, hvilken størrelse næste års offentlige budgetunderskud må have (på linje med, hvordan fx den danske nationalbank selvstændigt beslutter sin udlånsrente inden for rammerne af det politisk fastsatte overordnede mål, at kronekursen over for euro ligger fast). Det er så regeringens og parlamentets opgave at fastlægge, hvordan man vil udfylde den udstukne budgetramme. I hvilket omfang en sådan ordning er forenelig med demokratiets grundprincipper drøftes af bl.a. Calmfors m.fl. (2003). Mere "bløde" former for finanspolitiske komiteer er også foreslået. Spektret går fra fuld kompetence-delegering i stil med Wyplosz' forslag til blot et rådgivende organ som Det Økonomiske Råd i Danmark (vismændene).⁸

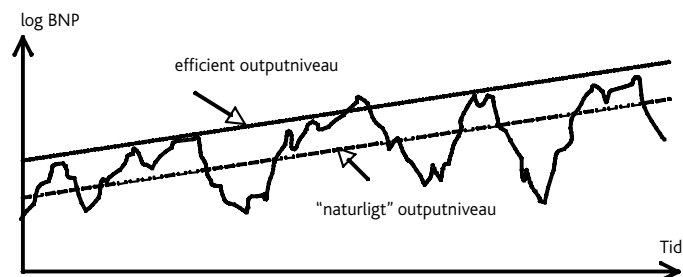
Er finanspolitikens stabiliseringsrolle overhovedet vigtig?

Der er ingen tvivl om, at monetarismens skepsis over for finanspolitikens anvendelse som stabiliseringsinstrument har præget ØMU'en, som den er udformet i Maastricht-traktaten og SVP. Monetarismens opfattelse er, at gennemførelse af finanspolitiske indgreb er tidskrævende og virkningen usikker. Og måske kommer virkningen for sent, nemlig når konjunktoren er ved at vende af sig selv. Så forstærker finanspolitikken bare konjunkturudsvingene i stedet for at dæmpe dem.

Et andet syn, som vi kan kalde det nykeynesianske, er, at markedskræfterne ikke altid er selvregulerende, og at monetarismens nedprioritering af finanspolitikken som stabiliseringsinstrument er gået for langt. Der er brug for de automatiske stabilisatorers fulde virke (der faktisk bør udbygges). Og nogle gange er der også brug for aktiv ("discretionary") finanspolitik. En sådan kan sættes i værk ret hurtigt, i hvert fald i Europa, og virker også hurtigt. Lande i en monetær union har essentielt ikke andre konjunkturreguleringsmidler end finanspolitikken. Den fælles pengepolitik kan ikke håndtere asymmetriske stød til landene. Selv for et land med egen pengepolitik er der situationer, hvor en konjunktur-stabiliserende pengepolitik ikke rækker, men må suppleres med finanspolitikken. Det klassiske eksempel er den såkaldte likviditetsfælde, hvor den nominelle rente allerede er tæt på nul, hvorfor traditionel pengepolitik ikke virker. Japans stagnation siden starten af 1990'erne er en illustration heraf. At dæmpe en højkonjunktur skabt af en boligprisboble kan også være lettere ved selektiv finanspolitik, der fx begrænser rentefradragsretten eller øger ejendomsbeskatningen.

Den nykeynesianske opprioritering af finanspolitikken som stabiliseringsinstrument er blevet bestyrket af empiriske undersøgelser af det samfundsmæssige spild ved økonomiske tilbageslag. Fx finder Gali m.fl. (2005), at konjunkturbevægelser er forbundet med store fluktuationer i det aggregerede effieciensstab (større end fluktuationerne i outputgabet), og at finanspolitikken kan afbøde disse tab. Figur 2 antyder, hvad det går ud på. Udsvingene i output sker omkring det "naturlige" outputniveau, altså det niveau der er foreneligt med en konstant inflationsrate. Pga. markedsmagt og dermed forbundet monopolistisk adfærd på varemarkedet såvel som arbejdsmarkedet og pga. forvriddende skatter er det naturlige outputniveau lavere end det effieciens outputniveau (hvor det marginale substitutionsforhold mellem forbrug og fritid er lig med arbejdskraftens grænseproduktivitet). Til måling af effieciensstabet benyttes mål for markups på vare- og arbejdsmarkedet. Det viser sig, at effieciensstabet udviser høj korrelation med det traditionelle outputgab (differensen mellem det faktiske og det naturlige outputniveau). Effieciensstabet er således stort i en lavkonjunktur. Ved efterspørgselsstimulerende finanspolitik kan det mindskes. Disse studier munder også ud i, at det konjunkturressede niveau for offentlige udgifter til varer og tjenester bør overstige, hvad traditionel "offentlig økonomi" tilsiger (Gali, 2005). Det skyldes, at der selv ved det naturlige outputniveau er et betydeligt effieciensstab.

Figur 2. Konjunkturbevægelser sker omkring det naturlige outputniveau, ikke det effieciens



Konklusion

Sigtet med ØMU'ens budgetunderskuds- og gældsregler er at undgå, at et medlemsland kommer i statsgældskrise og dermed skaber problemer for hele unionen. Reglernes udformning er blevet stærkt kritiseret fra både politisk og fagøkonomisk hold. Et væsentligt kritikpunkt har været, at der ikke er sikret nok plads til finanspolitisk konjunkturstabilisering. Hertil kommer, at som 3 % reglen er udformet, indebærer den en kasse-restriktion på offentlige investeringer, hvilket er irrationelt. Og reglen om, at i gennemsnit over konjunkturcyklen bør budgettet være "tæt på balance eller i overskud" giver for lidt plads for offentlige investeringer. Den langsigtede virkning af at følge denne regel er, at gældskvoten vil gå mod nul eller eventuelt blive til en offentlig nettofordring på den private sektor. Der er intet økonomisk belæg for, at dette skulle være optimalt. Endelig er regelsættets overvågnings- og sanktionsprocedurer bureaukratiske og mangler politisk legitimitet. Den beskedne reform af SVP i marts 2005 gik et lille skridt i retning af at imødekomme kritikken, men ændrede ikke afgørende på problemerne. Kritikken af SVP er blevet understøttet af en generel udviklingstendens i makroøkonomisk tænkning. Finanspolitikens rolle som stabiliseringsinstrument er blevet revurderet.

Forskellige konkrete forslag til ændret udformning af ØMU'en er fremkommet, af hvilke nogle kan gennemføres inden for rammerne af de eksisterende traktater. Fra SVP's forsvarende har en gennemgående modindvending været, at den ekstra fleksibilitet, ændringsforslagene tilsigter, vil være på bekostning af enkelhed, målbarhed og gennemsigthed og kan true ØMU'ens troværdighed. I forhold hertil er det nærværende forfatters opfattelse, at der er et uudnyttet råderum for at kombinere højere fleksibilitet med enkelhed, målbarhed og gennemsigthed.

Appendiks: Uledning af (10)

Indsætning af (9) i (2) giver $B_{t+1} = B_t + I_t - \delta K_t = B_t + K_{t+1} - K_t$, hvorved den konjunktur-korrigerede gældskvote kan skrives

$$b_{t+1}^* = \frac{B_{t+1}}{Y_{t+1}^*} = \frac{b_t^*}{1+g} + \frac{K_{t+1} - K_t}{Y_t^*(1+g)} \quad (11)$$

Når den offentlige kapital holder et fast forhold til trend-BNP, dvs.

$K_t / Y_t^* = k$, må K_t vokse med samme rate som Y_t^* , nemlig raten g .

Så giver (11)

$$b_{t+1}^* = \frac{b_t^*}{1+g} + \frac{gk}{1+g} \quad (12)$$

Antages realistisk, at $g > 0$, har denne differensligning løsningen (10).

■■■

Litteratur

- Blanchard, O., & F. Giavazzi (2004), Improving the SGP through a proper accounting of public investment. CEPR Discussion Paper No. 4220.
- Buiter, W.H. (2003), Ten commandments for a fiscal rule in the E(M)U. Oxford Review of Economic Policy 19, No. 1.
- Buiter, W.H., & C. Grafe (2004), Patching up the Pact. Economics of Transition 12, No. 1.
- Buti, M., S.C.W. Eijffinger & D. Franco (2003), Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand design or internal adjustment? CEPR Discussion paper No. 3692.
- Calmfors, L. (2003), Fiscal policy to stabilise the domestic economy in the EMU: What can we learn from monetary policy? CESifo Economic Studies 49, No. 3.
- Calmfors, L., m.fl. (2003), Report on the European Economy 2003. EEAG Report, CESifo, München.
- Canzoneri, M.B., & B.T. Diba (2001), The SGP: Delicate balance or albatross? I: The Stability and Growth Pact, red. af A. Brunila & D. Franco, Chippenham.
- De Grauwe, P. (2003), The Stability and Growth Pact in need of reform, mimeo, Leuven.
- Eichengreen, B., & C. Wyplosz (1998), The Stability Pact: more than a minor nuisance? Economic Policy 26.
- Gali, J. (2005), Modern perspectives on fiscal stabilization policies. CESifo Economic Studies 51, No. 4.
- Gali, J., M. Gertler & J.D. López-Salido (2005), Markups, gaps, and the welfare costs of business cycle fluctuations. Mimeo, Barcelona.
- Gros, D., T. Mayer & A. Ubide (2004), The nine lives of the Stability Pact. Special Report, Centre for European Policy Studies, Bruxelles.
- Pisani-Ferry, J. (2002), Fiscal discipline and policy coordination in the Eurozone: Assessment and proposals. I: Budgetary Policy in E(M)U: Design and challenges, red. af Ministerie van Financien, Haag.
- Schuknecht, L. (2005), Stability and Growth Pact: Issues and lessons from political economy. International Economics and Economic Policy 2, No. 1.
- Wyplosz, C. (2005), Fiscal policy: Institutions versus rules. National Institute Economic Review, No. 191.
-