

# 15

## Hlutverk fjármálastefnu hins opinbera í myntbandalagi

---

### 15.1 Inngangur

Í meginatriðum hafa stjórnvöld yfir tveimur eftirspurnarstjórnartækjum að ráða, þ.e. peningastefnu seðlabanka og fjármálastefnu hins opinbera. Með þessum tveimur stjórnartækjum á að vera hægt að ná tveimur hagstjórnarmarkmiðum, t.d. að lágmarka sveiflur í verðbólgu og framleiðslu. Án sjálfstæðs gjaldmiðils er sjálfstæð peningamálastjórn ekki lengur til staðar. Sameiginleg peningamálastefna á grundvelli sameiginlegs gjaldmiðils getur ekki tekið tillit til staðbundinna aðstæðna ef t.d. áfall ríður yfir sem nær einungis til viðkomandi lands. Því er mikilvægi fjármálastefnu hins opinbera enn meira í myntbandalagi þar sem hún er eina stjórnteki stjórnvalda til að mæta sérstökum innlendum efnahagssveiflum (sjá umfjöllun í köflum 5 og 7). Eftir sem áður gildir að með einu stjórnteki verður vart fleiri en einu markmiði náð. Í tilfelli fjármálastefnu er það oftast að draga úr hagsveiflum. Þótt slík sveiflujöfnun geti einnig dregið úr sveiflum í verðbólgu er það fyrst og fremst á ábyrgð hinnar sameiginlegu peningastefnu myntbandalagsins að tryggja verðstöðugleika.

Í þessum kafla er fjallað um hlutverk fjármálastefnu hins opinbera innan myntbandalags. Fyrst er fjallað almennt um fjármálastefnu hins opinbera og möguleika hennar til sveiflujöfnunar innan fast- og flotgengisfyrirkomulags. Því næst er fjallað um fjármálastefnu aðildarríkja evrusvæðisins og þær fjármálareglur sem á evrusvæðinu gilda. Greint er frá fyrirkomulagi og samstarfi evruríkja í tengslum við Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálann (e. Stability and Growth Pact) og samtryggingarkerfi opinberra fjármála. Helstu niðurstöður eru dregnar saman í síðasta hluta kaflans.

### 15.2 Almennt um fjármálastefnu hins opinbera

Fjármálastefna hins opinbera á hverjum tíma felst í því að hafa áhrif á efnahagsstarfsemina í gegnum umsvif og rekstur hins opinbera. Með því

að breyta ríkisútgjöldum, skattheimtu og lántöku hefur hið opinbera áhrif á heildareftirspurn og -framboð í þjóðarbúskapnum.

Mismunandi sjónarmið hafa verið uppi um hagræn áhrif fjármálastjórnar í gengum tíðina. Meðal klassískra hagfræðinga var almennt talið að fjármálastefna hins opinbera hefði engu hagstjórnarhlutverki að gegna og margir nýklassískir hagfræðingar hafa í gegnum tíðina komist að svipaðri niðurstöðu. Skilvirkir markaðir sjá þá ávallt til þess að framleiðsluþættir væru fullnýttir og því engin þörf á að hafa áhrif á heildareftirspurn. Aukin umsvif hins opinbera myndu eingöngu ryðja burt útgjöldum einkaaðila en ekki hafa nein áhrif á heildareftirspurnina. Því væri meginhlutverk opinberra fjármála fremur að tryggja jöfnuð í rekstri hins opinbera.

Þessi sjónarmið viku hins vegar fyrir sjónarmiðum John Maynards Keynes í kjölfar kreppunnar miklu á þriðja áratug síðustu aldar, en hann hélt því fram að framleiðsluþættir þjóðarbúskaparins gætu verið vannýttir yfir löng tímabil og að hægt væri að hafa áhrif á framleiðslustigið með því að beita fjármálum hins opinbera til þess að auka eftirspurn. Hið opinbera gæti t.d. aukið eftirspurn með því að auka útgjöld sín og/eða með því að lækka skatta. Ef hætta væri á verðbólgu vegna of mikillar eftirspurnar væri með sama hætti hægt að draga úr útgjöldum eða hækka skatta til að draga úr eftirspurn. Keynes taldi jafnframt að endanleg efnahagsleg áhrif breytinga á fjármálastefnu hins opinbera væru meiri en sem nemur breytingunni sjálfri því að sú breyting í atvinnu og tekjum einkaaðila sem breytingar í afkomu hins opinbera leiði beint af sér leiði til viðbótarbreytinga í útgjöldum þeirra og þar með eftirspurn í hagkerfinu. Hinir svokölluðu „margfaldarar“ (e. fiscal multipliers) opinberra fjármála væru því stærri en einn.

Óhætt er að segja að hugmyndir Keynes, eða kannski fremur lærisveina hans, um hagstjórnarhlutverk opinberra fjármála hafi orðið ofan á, enda hefur opinberum fjármálum óspart verið beitt um allan heim til að örva þjóðarbúskapinn þegar efnahagsáföll hafa riðið yfir eða til að letja hann þegar draga þarf úr efnahagsumsvifum.<sup>1</sup> Reynsla og rannsóknir síðari ára benda þó til þess að áhrif útgjalda- og skattabreytinga geti verið nokkru minni en lærisveinar Keynes töldu upphaflega og að margfaldarar opinberra fjármála séu líklega lægri en einn, sérstaklega í litlum opnum hagkerfum. Hluti aukinnar eftirspurnar mun t.d. beinast að innfluttri vöru og þjónustu og því „lekur“ hluti útgjaldaaukans út úr þjóðarbúskapnum og eykur eftirspurn í öðrum löndum. Þessu til viðbótar mun breyting á fjármálastefnu hins opinbera hafa áhrif á hlutfallslegt verð í þjóðarbúskapnum. Aukin umsvif þýða t.d.

---

<sup>1</sup> Ekki er þó sjálfgefið að ástæða sé til þess að beita hagstjórn, hvort heldur er peningamála- eða fjármálastjórn hins opinbera, þegar þjóðarbúskapurinn verður fyrir áfalli. Í kjölfar áfalls þarf aðlögun í hagkerfinu að eiga sér stað, sem leiðir af sér hagsveiflur. Sú aðlögun getur hins vegar falið í sér velferðartap fyrir þjóðfélagið sem réttlætir beitingu hagstjórnar til sveiflujöfnunar, séu ýmsir markaðsbrestir til staðar. Aðallega er talað um þrenns konar markaðsbresti í þessu sambandi (sjá t.d. Andersen, 2002): ófullkomna samkeppni sem gerir það að verkum að fyrirtæki verðleggja afurðir sínar yfir jaðarkostnaði og óhagkvæm nýting framleiðsluþátta fæst, ófullkominn sveigjanleika launa og verðlags sem leiðir til of mikilla sveiflna í raunstærðum og óhagkvæmrar nýtingar framleiðsluþátta og ófullkomna fjármagnsmarkaði sem gerir það að verkum að fullkomin áhættuvörn gagnvart öllum mögulegum efnahagsástæðum er ekki til.

að öðru óbreyttu að innlent verðlag hækkar, sem leiðir til þess að innlendir vextir hækka. Hve sterk þau áhrif eru ræðst þó af því hvort umtalsverður slaki sé í þjóðarbúskapnum. Við það að vextir hækka ryðja aukin opinber útgjöld útgjöldum einkaaðila í burtu, en það lækkar margfaldarana að öðru óbreyttu. Líklegt er að þessi áhrif séu tiltölulega sterk í litlum, opnum hagkerfum með sveigjanlegt gengi, því hækkun vaxta styrkir gengi gjaldmiðils viðkomandi lands, sem beinir innlendra eftirspurn enn frekar út úr þjóðarbúskapnum og veikir samkeppnisstöðu innlendra útflutnings- og samkeppnisgreina. Útflutningur dregst því saman en innflutningur eykst og útgjaldamargfaldararnir verða lægri sem því nemur. Það sama á við um skattamargfaldarana. Lækkun skatta eykur ráðstöfunartekjur einstaklinga og hagnað fyrirtækja eftir skatt en áhrifin á heildareftirspurn eru líklega minni en sem nemur upphaflegri skattalækkun, því einkaaðilar ráðstafa aðeins hluta aukinna tekna til útgjalda. Skattamargfaldararnir eru því einnig nokkru lægri en einn og benda flestar rannsóknir til þess að þeir séu einnig lægri en útgjaldamargfaldararnir (sjá t.d. Hemming, Kell og Mahfouz, 2002, og Fagan og Morgan, 2005).<sup>2</sup> Ágreiningur er þó meðal hagfræðinga um stærð margfaldarana og ólík líkön gefa mismunandi niðurstöður. Þannig fá t.d. Romer og Romer (2010) það út að skattamargfaldarar séu stærri en einn. Að einhverju leyti gæti það tengst því að hefðbundin keynesísk líkön taka ekki tillit áhrifa skattbreytinga á fjárfestingu. Blanchard og Perotti (2002) fá þá niðurstöðu að þessi áhrif geti skipt máli.

Áhrif fjármálastefnu hins opinbera á þjóðarbúið geta einnig verið mismikil eftir því hvort það er efnahagssamdráttur eða -slaki í þjóðarbúskapnum. Niðurstöður Auerbach o.fl. (2012a, b) benda t.d. til þess að áhrifin séu meiri þegar opinber fjármál eru notuð til að styðja við þjóðarbúið í efnahagsslaka en ef þau eru notuð til að vinna á móti þenslu í þjóðarbúskapnum. Corsetti, Meier og Mueller (2012) fá sömu niðurstöðu í rannsókn sinni á OECD-ríkjum. Þeirra niðurstöður benda jafnframt til þess að margfaldarar opinberra fjármála séu töluvert stærri við skilyrði fjármálakreppu en við stöðug efnahagsskilyrði. Fræðilegar niðurstöður Christiano, Eichenbaum og Rebelo (2011) og Woodford (2011) gefa jafnframt til kynna að margfaldararnir séu stærri þegar seðlabankavextir eru nærri núlli, en það gerist fyrst og fremst við skilyrði alvarlegrar efnahagskreppu.

Áhrif opinberra fjármála ráðast ekki einvörðungu af samþykktum breytingum á sköttum og útgjöldum hins opinbera. Boðaðar aðgerðir og væntingar um tiltekna aðgerðir geta einnig haft áhrif. Þannig geta t.d. væntingar um skattalækkun í framtíðinni aukið eftirspurn til skamms tíma vegna þess að einstaklingar telja að þar með hafi ævitekjur þeirra aukist. Miklar skuldir hins opinbera geta jafnframt dregið úr svigrúmi stjórnvalda til að nota fjármál hins opinbera til að styðja við þjóðarbúskapinn og haft áhrif á áhættuálag á vexti og þar með á peningamálastjórnina og efnahagsleg áhrif fjármálastefnunnar. Í þessu samhengi er trúverðugleiki fjármálastefnu hins opinbera mikilvægur. Ef á

---

<sup>2</sup> Svipaðar niðurstöður fást einnig hér á landi þar sem útgjaldamargfaldarar virðast heldur stærri en skattamargfaldarar (sjá Ásgeir Danielsson o.fl., 2009, og *Peningamál* 2008/1, Viðauka 4).

mörkuðum skortir traust á að stjórnvöld geti stöðvað mikla skuldasöfnun hins opinbera kunna þeir vextir sem hinu opinbera bjóðast að hækka vegna þess að kaupendur skuldabréfa hins opinbera krefjast hærri áhættuþóknunar. Alvarleg lausatök í opinberum fjármálum geta einnig grafið undan peningalegum stöðugleika og valdið því að peningastefnan nær ekki að tryggja verðstöðugleika (sjá t.d. Woodford, 1995). Í versta tilfalli myndi seðlabankinn neyðast til að fjármagna hallarekstur ríkisins með peningaprentun.<sup>3</sup>

Hækkun ávöxtunarkröfu á ríkisskuldabréfum getur komið til jafnvel þótt skuldir hins opinbera aukist ekki, eins og dæmi eru um þessa dagana frá ríkjum í Suður-Evrópu. Við skilyrði lítills trúverðugleika og hás áhættuálags geta margfaldarar opinberra fjármála jafnvel orðið neikvæðir, t.d. ef útgjaldaaukning hins opinbera verður til þess að vextir hækka mikið sakir lítills lánstrausts hins opinbera. Það getur jafnvel valdið meiri samdrætti útgjalda einkaaðila en sem nemur upphaflega útgjaldaaukanum. Með sama hætti gætu einkaaðilar brugðist jákvætt við trúverðugri skuldbindingu í formi aðhaldsaðgerða sem leiða til skuldalækkunar og lækkunar áhættuálags og væntinga um lægri skattheimtu í framtíðinni (sjá t.d. Giavazzi og Pagano, 1990, og Padoan, Sila og van den Noord, 2012). Aukið aðhald í fjármálum hins opinbera getur því að lokum leitt til aukinna efnahagssumsvifa, eins og t.d. virðist hafa átt sér stað í Danmörku árin 1983-86, Írlandi árin 1987-89 og nú síðast í Lettlandi árin 2009-11. Flestar rannsóknir benda þó til þess að aðhaldsaðgerðir leiði til samdráttar efnahagssumsvifa til skemmri tíma (sjá t.d. Guajardo, Leigh og Pescatori, 2011, og Perotti, 2011).

Hagræn áhrif opinberra fjármála geta því verið minni eftir því sem einkaaðilar eru framsýnni og eiga auðveldara með að flytja útgjaldaáform til í tíma. Sumir hagfræðingar hafa jafnvel gengið svo langt að segja að opinber fjármál séu algerlega áhrifalaus af þessum sökum. Auki hið opinbera t.d. útgjöld í dag með það að markmiði að auka heildareftirspurn, er einkaaðilum ljóst að þessi auknu útgjöld þarf á endanum að fjármagna með hærri sköttum eða samsvarandi samdrætti í útgjöldum síðar meir. Þeir leggja því til hliðar í dag í því skyni að mæta aukinni skattheimtu, þannig að samdráttur útgjalda einkaaðila verður nákvæmlega hinn sami og aukning útgjalda hins opinbera. Þessi niðurstaða hefur verið kölluð „jafngildisáhrif Ricardos“ (e. Ricardian equivalence) (sjá Barro, 1974). Flestar rannsóknir gefa til kynna að slík væntingaráhrif geti verið fyrir hendi en að þau séu ekki fullkomin eins og Barro hélt fram (sjá t.d. Masson, Bayoumi og Samiei, 1995). Ástæðan gæti verið sú að einstaklingar hafa takmarkaða möguleika á að flytja neysluútgjöld til í tíma vegna ófullkomins aðgengis að lánamörkuðum.

Að síðustu dregur það úr skilvirkni opinberra fjármála til hagstjórnar ef það tekur langan tíma að taka ákvarðanir og hrinda þeim í framkvæmd þar sem allar ákvarðanir þurfa að sæta þinglegri meðferð. Í versta tilfalli gæti jafnvel fjármálastjórnin aukið á sveiflur vegna þess að aðgerðirnar eru ekki rétt tímasettar. Almenn er því talið að

<sup>3</sup> Það eru ekki aðeins skuldbindingar seðlabanka sem ákvarða verðlag til langs tíma heldur einnig skuldbindingar hins opinbera. Ef skortur er á aðhaldi eða óvissa um sjálfbærni skuldbindinga hins opinbera, getur það grafið undan viðleitni peningastefnunnar til að tryggja stöðugt verðlag til langs tíma.

peningastefnan henti betur til sveiflujöfnunar og að stjórnvöld eigi fremur að taka ákvarðanir varðandi fjármálastjórn hins opinbera út frá mörkun langtíma stefnu t.d. í skatta- og almannatryggingamálum, en ekki út frá markmiðum um jöfnun á hagsveiflum (sjá Taylor, 1993, 2000). Ef stjórnvöld vilji nota fjármálastjórn til að draga úr hagsveiflum eigi fremur að gera það í gegnum sjálfvirka sveiflujafnara opinberra fjármála (e. automatic stabilisers) sem byggist á skýrum og vel þekktum reglum. Með sjálfvirkri sveiflujöfnun opinberra fjármála er átt við að afkoma hins opinbera batnar í uppsveiflu vegna aukinna skatttekna og minni millifærslna, en versnar síðan aftur á erfiðum tímum þegar skatttekjur dragast saman og útgjöld til velferðarkerfisins aukast. Almennt er talið að notkun sjálfvirkra sveiflujafnara sé til þess fallin að styðja við framkvæmd peningastefnunnar þegar markmið hagstjórnar er að draga úr sveiflum í verðbólgu og framleiðslu. Verði þjóðarbúskapurinn fyrir stóru efnahagsáfalli kann þó að þurfa aðgerðir umfram þær sem nást með sjálfvirkri sveiflujöfnun, t.d. ef áhyggjur af sjálfbærni opinberra fjármála vakna.

### 15.3 Opinber fjármál í fastgengisfyrirkomulagi

Stýritæki hagstjórnar þurfa að vera a.m.k. jafn mörg og markmið hagstjórnar (Tinbergen, 1956). Sem dæmi má nefna að ef ná á ákveðnum markmiðum um framleiðslu og verðbólgu verða tvö stýritæki að vera til staðar. Fastgengisstefna krefst þess að gengið verði meginmarkmið peningastefnunnar og seðlabankinn noti vaxtataeki sitt til að ná gengismarkmiðinu. Ef fjármagn flæðir frjálst inn og út úr landinu ráðast innlendir vextir í meginatriðum af erlendum vöxtum. Peningastefnunni verður því ekki beitt til að jafna innendar hagsveiflur heldur ákvarðast hún algerlega af seðlabanka kjölfesturíkis mynsvæðisins (sjá nánar umfjöllun í köflum 18 og 19). Af þessu leiðir að beita verður opinberum fjármálum til að ná öðrum markmiðum hagstjórnar. Eins og fjallað er um í Andersen og Holden (2002), geta ríkisútgjöld verið ákjósanlegur kostur til þess að ná markmiðinu um sveiflujöfnun við slíkar aðstæður.<sup>4</sup>

Að öðru óbreyttu verða skammtímaáhrif fjármálastefnu hins opinbera á þjóðarbúið meiri en þegar byggt er á eigin gjaldmiðli og sveigjanlegu gengi hans. Ástæðan er að mótvægisáhrif hærri innlendra vaxta og hækkunar nafngengis sem lýst er í kafla 15.2 eru síður til staðar. Það tekur nokkurn tíma uns þessi áhrif koma fram, lengri tíma en við skilyrði sjálfstæðrar peningastefnu og flotgengis sem gerir það verkum að margfaldarar opinberra fjármála verða stærri við fyrirkomulag fastgengis. Þetta er kjarninn í hinu hefðbundna Mundell-Fleming-líkani (sjá Mundell, 1963, og Fleming, 1962) og í samræmi við niðurstöður fjölda rannsókna sem benda til þess að margfaldarar opinberra fjármála séu jafnan stærri við fastgengisfyrirkomulag en flotgengisfyrirkomulag. Flestar þeirra benda þó til þess að munurinn sé minni en hið einfalda Mundell-Fleming-

<sup>4</sup> Þeir sýna fram á að nota megi ríkisútgjöld sem hagstjórnartæki í fastgengisstefnu en leggja ekki mat á hvort heppilegra sé að nota ríkisútgjöld eða önnur tæki hins opinbera eins og t.d. skatta við slíkar aðstæður.

líkan gefur til kynna (sjá t.d. Ilzetzki, Reinhart og Rogoff, 2011, Corsetti, Meier og Mueller, 2012, og Born, Juessen og Mueller, 2012).<sup>5</sup>

Fjármálastefnu hins opinbera innan fastgengisfyrirkomulags eru þó sett ákveðin takmörk eigi hún ekki að grafa undan trúverðugleika gengismarkmiðsins. Þannig gæti agaleysi í opinberum fjármálum smám saman grafið undan trúverðugleika gengistengingarinnar sem getur leitt til þess að á það reyni með spákaupmennskuárás (sjá t.d. Fratzscher, Mehl og Vansteenkiste, 2011, og umfjöllun í kafla 18). Traust fjármálastefna hins opinbera getur hins vegar bæði dregið úr hagsveiflum og stutt við gengistenginguna þar sem minni hagsveiflur þýða að síður mun reyna á trúverðugleika gengismarkmiðsins (sjá Andersen og Chiriaeva, 2007). Aðild að myntbandalagi eins og Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) nýtur meiri trúverðugleika en einhliða gengistenging og því er minni hættu á að agalítil opinber fjármál grafi undan trúverðugleika gengisfyrirkomulagsins. Kostnaður agaleysis birtist því fremur í því að vaxtaálag skuldbindinga ríkissjóðs verður hærra en ella (sjá einnig umfjöllun í köflum 16, 18 og 19) og innlent verðlag hækkar sem smám saman veikir samkeppnisstöðu útflutningsvinnugreina (sjá umfjöllun í kafla 2). Þróunin á evrusvæðinu undanfarin ár sýnir hins vegar að miklir veikleikar í opinberum fjármálum geta einnig grafið undan trúverðugleika aðildar að myntbandalagi (sjá umfjöllun í köflum 2 og 16).

## 15.4 Fjármálastefna hins opinbera á evrusvæðinu

### 15.4.1 Ramminn um opinber fjármál á evrusvæðinu

Í Maastricht-skilyrðunum svokölluðu sem sett voru árið 1992 er kveðið á um sameiginlegar fjármálaþingir fyrir aðildarríki evrusamstarfsins. Að uppfylla þessar reglur hefur verið skilyrði fyrir þátttöku í evrusamstarfinu. Annars vegar er regla um að halli á rekstri hins opinbera megi ekki vera meiri en 3% af landsframleiðslu á ári og hins vegar regla um að vergar skuldir hins opinbera megi ekki vera meiri en 60% af landsframleiðslu. Þessar reglur voru síðan teknar upp í Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálann árið 1998.<sup>6</sup>

Reglunum var ætlað að setja opinberri fjármálastjórn evruríkja skorður varðandi hallarekstur og skuldsetningu svo að tryggja mætti sjálfbærni opinberra fjármála. Þannig má draga úr hættu á að stefnan í opinberum fjármálum grafi undan markmiðum peningastefnu Seðlabanka Evrópu (ECB) um stöðugt verðlag og sjálfstæði banksins. Frumkvöðlar evrusamstarfsins óttuðust að án reglna af því tagi gæti óhóflegur hallarekstur og miklar skuldir hvatt til aðhaldsleysis í peningamálum í því skyni að rýra raunvirði skuldbindinga hins opinbera með því að kynda undir verðbólgu. Þannig gæti fjármálastefnan orðið ráðandi (e. fiscal dominance) eins og áður hefur verið lýst. Sjálfbærni opinberra fjármála var talin forsenda fyrir því að tryggja mætti

<sup>5</sup> Sambærilegar niðurstöður fást einnig í þjóðhagslíkani Seðlabanka Íslands (sjá Ásgeir Danielsson o.fl., 2009, og *Peningamál* 2008/1, Viðauka 4).

<sup>6</sup> Fjallað er um aðdraganda stofnunar myntbandalagsins í kafla 2 og nánar um Maastricht-skilyrðin í kafla 23.

efnahagslegan stöðugleika á evrusvæðinu. Fjallað er um ýmsar útfærslur á fjármálareglum í rammagrein 15.1.

### Rammagrein 15.1 Fjármálastjórn hins opinbera og fjármálareglur

Alþjóðlegar stofnanir eins og Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafa lengi lagt áherslu á að fjármálastjórn hins opinbera eigi við venjulegar aðstæður fyrst og fremst að vera í formi sjálfvirkrar sveiflujöfnunar og innan skorða formlegra fjármálareglna (sjá t.d. OECD, 1999). Í upphafi tíunda áratugarins voru aðeins fáein ríki með slíkar fjármálareglur en þeim hefur smám saman fjölgað og árið 2009, við upphaf núverandi kreppu, höfðu 80 ríki tekið upp fjármálareglur.

Til að formleg fjármálaregla hafi æskileg áhrif á hagþróunina, t.d. vaxtaþróun á skuldbréfamarkaði, þarf hún að hafa nægan trúverðugleika og vera hönnuð þannig að hún stuðli að agaðri fjármálastjórn hins opinbera. Hún þarf jafnframt að vera nægjanlega sveigjanleg til að geta brugðist við ófyrirséðum áföllum. Rannsóknir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (Cottarelli, 2009) sýna að hagsveifluleiðrétt afkomuregla er best til þess fallin að mæta áföllum en hún leyfir sjálfvirkri sveiflujöfnun að skila nauðsynlegri aðlögun. Það kann aftur á móti að vera vandkvæðum bundið að meta hagsveifluleiðréttu afkomu á líðandi stundu.

Formlegar fjármálareglur eru skilgreindar sem varanlegar hömlur á fjármálastjórn hins opinbera í formi einfaldra tölulegra takmarkana á efnahags- og rekstrarreikningi hins opinbera (Kopits og Symansky, 1998). Fjármálaregla setur tölulegt markmið til langs tíma sem ætlað er að leiðbeina fjármálastjórninni og tekur til ákveðins þáttar í rekstri sem einfalt er að bera kennsl á þannig að auðvelt sé fyrir almenning að fylgjast með hvort reglunni sé fylgt.

Útfærsla reglnanna getur verið margvísleg en hægt er að flokka þær gróflega í fjóra flokka:

- Afkomureglur sem ýmist taka til heildarjafnaðar á hverju ári, hagsveifluleiðréttis jafnaðar eða heildarjafnaðar yfir hagsveifluna. Slíkum afkomureglum er ætlað að sjá til þess að afkoma hins opinbera sé ekki neikvæð til lengri tíma litið og að skuldahlutfall hins opinbera sé stöðugt eða stefni á ákveðið hlutfall sem er sjálfbært. Frumjafnaðarreglur eru ekki jafn algengar þar sem þær kalla ekki á aðlögun þótt vaxtakostnaður hækki.
- Skuldareglur sem setja skorður við skuldahlutfalli hins opinbera. Slíkar reglur gefa fjármálastjórninni skýra leiðsögn um afkomu hins opinbera þegar skuldahlutfallið er yfir yfirlýstu markmiði.
- Útgjaldareglur sem setja venjulega töluleg takmörk á vöxt heildarútgjalda, frumútgjalda eða rekstrargjalda, ýmist sem hlutfall af landsframleiðslu eða sem hámarksvöxt milli ára. Sem slíkar eru þær ekki tengdar með beinum hætti við markmið um sjálfbærni opinberra fjármála þar sem þær setja ekki takmörk á tekjur. Þær hjálpa hins vegar við að setja fjármálastefnunni skorður og eru mjög hjálplegar þegar þær fara saman við afkomureglu eða skuldareglu.
- Tekjureglur sem tilgreina ýmist þak eða gólf á tekjur hins opinbera og þjóna þeim tilgangi að takmarka skattbyrði eða koma í veg fyrir samdrátt í tekjum. Einar og sér eru tekjureglur ekki heldur beintengdar við markmið um sjálfbærni opinberra fjármála þar sem þær setja ekki hömlur á útgjöld.

Fjármálareglur hins opinbera geta haft ólík áhrif á það hvernig fjármálastefnan bregst við áföllum. Ef framleiðsla minnkar gefa

heildarjafnaðar- og skuldareglur minnsta svigrúmið til sveiflujöfnunar. Afkomuregla sem lýtur að hagsveifluleiðréttum jöfnuði tekur tillit til þess hvaða áhrif sjálfvirk sveiflujöfnun hefur á afkomuna en gefur ákveðna tölulega forskrift um afkomu ársins. Afkomureglur sem horfa til afkomunnar yfir hagsveifluna gefa stjórnvöldum meira svigrúm til að ákvarða afkomu hins opinbera á einstökum árum. Útgjaldareglur takmarka möguleika stjórnvalda til þensluhvetjandi útgjaldaaukningar. Auk breytinga í framleiðslu geta vaxta- og gengisbreytingar haft veruleg áhrif á afkomu hins opinbera en í þeim tilvikum hefur frumjafnaðarregla ekki áhrif á fjármálastefnuna.

Hagsveiflujöfnun og sjálfbærni skulda eru ekki einu markmið sem fjármálareglum eru ætluð. Stundum er þeim einnig ætlað að setja stærð hins opinbera sem hlutfalli af landsframleiðslu ákveðin mörk og tryggja réttláta skiptingu útgjalda milli kynslóða.

Undanfarin ár hafa fjölmörg ríki fært sig frá því að hafa aðeins eina fjármálareglu yfir í að hafa tvær til þrjár með sjálfbærni opinberra fjármála að meginmarkmiði. Þrátt fyrir vandkvæði við hagsveifluleiðréttingu og minna gagnsæi þar sem um reiknaða stærð er að ræða hafa vinsældir hagsveifluleiðréttar afkomureglu verið að aukast.

Oft eru fjármálareglur teknar upp eftir að skuldasoðnun vegna hallarekstrar er orðin mjög mikil. Í mörgum tilfellum hafa fjármálareglur verið innleiddar samhliða endurbótum á allri umgjörð fjármálastefnunnar enda er trúverðugleiki reglnanna háður því hver umgjörð fjármálastefnunnar er. Hin endurbætta umgjörð felst þá í því að: (i) lögleiða þau meginmarkmið sem fjármálastjórnin á að fylgja, (ii) útlista nákvæmlega hvernig gerð fjármálaáætlana skuli háttáð frá skammtímaáætlunum til langtímaáætlana, (iii) endurbæta þá fjárlagaferla sem gætu innihaldið bjögun í átt að auknum fjárlagahalla og (iv) auka gagnsæi og samskipti við almenning. Sum ríki hafa jafnvel sett á stofn fjármálaráð (e. fiscal council) til að tryggja að svo sé.

Fjármálareglur hafa reynst hafa jákvæð áhrif á árangur í aðhaldsaðgerðum í opinberum fjármálum. Meðal OECD-ríkja voru aðhaldsaðgerðir merkjanlega umfangsmeiri þegar til staðar voru fjármálareglur (Guichard o.fl., 2007). Rannsókn á Evrópusambandsríkjunum (Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins, 2007) komst að sömu niðurstöðu.

Til að framfylgja þessum fjármálareglum var evruríkjunum gert að leggja fram fjárhagsáætlanir til nokkurra ára sem sýndu að farið væri að reglunum. Afkomureglunni bar að hlíta en varðandi skuldaregluna var látið nægja að sýnt væri að hlutfallið stefndi í rétta átt ef það var umfram tilgreint viðmið (sjá umfjöllun í kafla 23). Þannig var Belgíu, Ítalíu og Grikklandi veitt aðild að evrusvæðinu, þrátt fyrir að skuldir þeirra væru langt yfir 60% mörkunum, á þeirri forsendu að horfur væru á að skuldir landanna lækkuðu nægilega hratt að markmiðum samningsins. Viðurlög voru sett við því að ekki væri farið að afkomureglunni. Ef halli á rekstri væri umfram 3% hámarkið átti það að varða við févítí<sup>7</sup> sem ráðherraráð (e. Council of the European Union) Evrópusambandsins (ESB) legði á viðkomandi ríki. Undanþága frá afkomureglunni og févítinu var veitt ef hagnæði á umræddu ári var neikvæður um meira en 2%.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Févítí sem hlutfall af landsframleiðslu ( $F$ ) er ákveðið samkvæmt formúlunni  $F = 0,2 + 0,1 \times (H - 3)$ , þar sem  $H$  er halli hins opinbera sem hlutfall af landsframleiðslu. Ef hallinn er t.d. 4% af landsframleiðslu, er févítí 0,3% af landsframleiðslu (=  $0,2 + 0,1 \times (4 - 3)$ ). Févítí getur þó mest orðið 0,5% af landsframleiðslu.

<sup>8</sup> Undir ákveðnum kringumstæðum nægði að samdrátturinn væri 0,75% (sjá t.d. Lane, 2006).



Þótt reglurnar hafi ekki dregið úr svigrúmi stjórnvalda til að jafna hagsveiflur (sjá Galí og Perotti, 2003), hafa þær verið umdeildar og ýmsir haldið því fram að þær byggðust ekki á sterkum hagfræðilegum grunni (sjá t.d. Eichengreen og Wyplosz, 1998, og Wyplosz, 2008). Þótt almennt sé viðurkennt að nauðsynlegt sé að setja langtímaskuldaföfnun hins opinbera takmörk svo að tryggt sé að hún sé sjálfbær og grafi ekki undan getu peningastefnunnar til að stuðla að stöðugu verðlagi, telja ýmsir ekki þörf á að setja þak á hallarekstur og skuldastöðu hvers árs, eins og reglur evrusvæðisins eru útfærðar. Það kunni að takmarka um of möguleika ríkja til að jafna sérstaka skelli (sjá De Grauwe, 2009).<sup>9</sup>

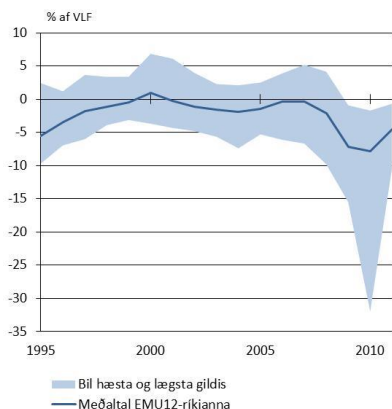
Á árunum 2002 til 2004, stuttu eftir upptöku evrunnar, var efnahagssamdráttur á evrusvæðinu og þá reyndi á ákvæðin í Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálanum um fjármálastefnu. Samhliða efnahagssamdrættinum jókst hallarekstur í löndum eins og Frakklandi og Þýskalandi. Svo fór að hallarekstur þeirra fór yfir 3% hámarksviðmiðið, án þess að hagvöxtur væri neikvæður um meira en sem nam 2% af landsframleiðslu. Því var undanþáguákvæðið ekki virkt. Skuldir landanna fóru jafnframt upp fyrir 60% viðmiðið. Ráðherraráðið lagði hart að þessum ríkjum að fara að reglunum og draga úr hallarekstri. Ríkin neituðu hins vegar að verða við því og því var refsíákvæðið virkjað gegn þeim. Frakkland og Þýskaland töldu ekki rétt að þau yrðu beitt févítum þar sem þau töldu að Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn legði of mikla áherslu á sjálfbærni opinberra fjármála og of litla áherslu á sveigjanleika þeirra til að mæta samdrætti í þjóðarbúskapnum. Stjórnvöld Frakklands og Þýskalands gagnrýndu að framfylgja ætti afkomureglunni án þess að tekið væri tillit til skuldastöðunnar á sama tíma (sjá t.d. De Grauwe, 2009). Stjórnvöldum landanna þótti á þeim tíma ekki eðlilegt að ríki þar sem skuldir væru innan viðráðanlegra marka hefðu ekki svigrúm til þess að reka hið opinbera tímabundið með meiri halla en 3% með því að láta áhrif sjálfvirkra sveiflujafnara koma fram. Þau töldu að leyfilegur hallarekstur hlyti að þurfa að taka mið af skuldastöðu viðkomandi ríkis. Niðurstaðan varð sú að Frakkland og Þýskaland voru ekki beitt févítum. Í ljósi þess að hér var um tvö áhrifamestu ríkin innan evrukerfisins að ræða, setti ákvörðunin fordæmi sem erfitt var að víkja frá. Refsíákvæðið var í framhaldi af þessari niðurstöðu í raun dauður lagabókstafur. Reynt hefur verið að endurvekja hann með endurskoðunum á Stöðugleikasáttmálanum árið 2005 og nú síðast árið 2011 eins og fjallað er um hér á eftir.

#### 15.4.2 Árangur í opinberum fjármálum á evrusvæðinu

Með framgangi Frakka og Þjóðverja á árunum 2002-2003 varð ljóst að erfitt yrði að framfylgja reglum Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálans um rekstur hins opinbera innan evrusvæðisins. Aðhaldsleysi í opinberum fjármálum hefur því verið reglan meðal flestra evruríkja fremur en undantekningin (sjá einnig umfjöllun um þróun efnahagsmála á evrusvæðinu í kafla 2).

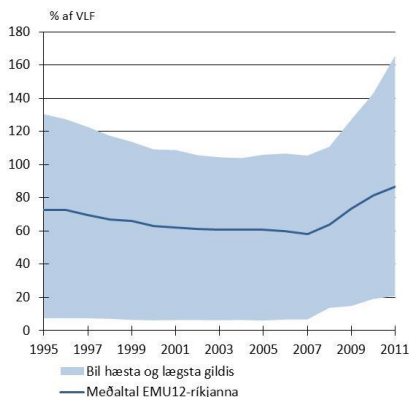
<sup>9</sup> Wyplosz (2006) bendir jafnframt á að Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn geti aldrei komið í stað innra eftirlits hvers evruríkis til að tryggja langtíma sjálfbærni opinberra fjármála.

Mynd 15.1  
Jöfnuður hins opinbera hjá EMU12-ríkjum



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd 15.2  
Vegar skuldir hins opinbera hjá EMU12-ríkjum



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Eins og sést á mynd 15.1 hefur verið halli á rekstri hins opinbera í EMU12-ríkjunum (upphaflegu ríkjunum 11 og Grikklandi, sjá nánar í köflum 2 og 24) nær öll árin frá árinu 1990. Framan af dró úr hallanum, eða þangað til að evrusamstarfið hófst árið 1999. Eftir því sem leið á fyrsta áratug þessarar aldar slaknaði hins vegar á aðhaldinu á ný og mistókst flestum ríkjanna að hafa nægilegan afgang þegar svigrúm var til staðar (Annett, 2006) eða að nýta sér að vaxtakostnaður hins opinbera lækkaði hratt á meðal flestra aðildarríkja eftir stofnun bandalagsins. Hallareksturinn ágerðist enn frekar í kjölfar efnahagskreppunnar sem hófst árið 2008, sérstaklega hjá þeim ríkjum sem verst fóru út úr banka- og skuldakreppunni. Í kjölfarið hafa skuldir hins opinbera aukist á ný eftir að hafa lækkað nokkuð fram á miðjan fyrsta áratug þessarar aldar (mynd 15.2). Fjallað er nánar um afleiðingar skuldakreppunnar fyrir opinber fjármál og skipulag evrukerfisins í rammagrein 15.2 (sjá einnig kafla 2 og 16).

### Rammagrein 15.2 Ríkisskuldakreppan á evrusvæðinu

Ríkisskuldakreppan í Evrópu hefur reynt mikil áskorun ekki aðeins fyrir einstök aðildarríki evrunnar heldur einnig fyrir myntbandalagið sjálft. Sameiginleg peningamálastefna krefst betri samhæfingar en áður á öðrum þáttum hagstjórnar til að koma í veg fyrir myndun efnahagslegs ójafnvægis milli ríkja. Þær endurbætur sem einstök aðildarríki evrusamstarfsins eru nú byrjuð að lögleiða munu hjálpa til við að minnka hugsanlegt ójafnvægi. Stofnun Evrópska stöðugleikakerfisins (e. European Stability Mechanism, ESM) og endurbætur á Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálanum sem fjallað er um í megintextanum eru vísbendingar um að það er ríkur pólitískur vilji til að myntbandalagið haldi velli.

Á meðan uppsveifla var í efnahagslífi Evrópu komu undirliggjandi veikleikar ekki fram. Verðlagning á ríkisskuldabréfum aðildarríkjanna fól í sér vanmat á veikleikum þeim sem voru í fjármálastjórninni. Þegar kreppan skall á árið 2008 stóðu evruríkin frammi fyrir því að fjármálastöðugleika var ógnað. Lönd eins og Írland og Spánn urðu fyrir talsverðum kostnaði við að bjarga innlendum bönkum auk þess sem samdrátturinn hefur veikt afkomu ríkissjóðs. Það leiddi til mikillar veikingar skuldastöðu þeirra þrátt fyrir tiltölulega góða stöðu fyrir kreppu. Í Grikklandi var skuldastaðan hins vegar afar slæm fyrir kreppuna. Skuldastaða fjölmargra evruríkja versnaði mikið árið 2008 og ávöxtunarkrafa fjárfesta hækkaði svo að úr varð skuldakreppa (Seðlabanki Svíþjóðar, 2012).

Ein ástæða þess að versnandi skuldastaða einstakra ríkja varð að vandamáli fyrir evrusvæðið í heild sinni er að óvissan um hvort ríkin gætu staðið við skuldbindingar sínar leiddi til neikvæðs samspils milli banka og ríkissjóða. Samþætting bankastarfsemi yfir landamæri þýddi síðan að vandamálin smituðust fljótlega frá einu landi til annars.

Snemma árs 2010 var ástandið orðið alvarlegt í Grikklandi en einnig á Írlandi og í Portúgal. Ávöxtunarkrafa á ríkisskuldabréf þessara landa hækkaði verulega. Það leiddi til björgunaraðgerða frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, evruríkjum og ESB. Ströng skilyrði voru sett af þeim um það hvernig fjármálastefnunni skyldi háttað.

Vandi evrusvæðisins er bæði skammtíma- og langtímaandi, en bregðast þarf við báðum til að leysa kreppuna. Lausnir við skammtíma vanda eins og t.d. stofnun ESM sem björgunarsjóðs eru nauðsynlegar til að leysa lausafjávanda og viðhalda trausti fjármálamarkaða og almennings. Hvert einstakt ríki verður hins vegar að leita lausna á langtíma vanda sínum. Sum ríki skulda mikið og er staða þeirra viðkvæm fyrir vaxtastigi og slökum

hagvaxtarhorfum. Aðhaldsaðgerðir í opinberum fjármálum, hagstæðari hagvaxtarhorfur og lægri vextir ættu að leiða til lækkandi skuldahlutfalls. Þegar við mikinn skuldavanda er að glíma geta harkalegar aðhaldsaðgerðir leitt til mikils samdráttar í þjóðarþúskapnum. Því getur fylgt stjórn málaegur og félagslegur óstöðugleiki, sem gerir kreppuna erfiðari viðureignar en ella. Því er mikilvægt að finna raunhæfar leiðir til aðhalds sem leiða til lækkunar skulda, en skapar jafnframt forsendur fyrir hagvöxt, án þess að leggja óbærilegar byrðar á almenning. Fjallað er nánar um kreppuna á evrusvæðinu í köflum 2 og 16.

Mörgum aðildarríkjum hefur því gengið illa að halda reglur Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálans. Eins og sjá má á mynd 15.3 virðist víða hafa verið gert átak í því að laga opinber fjármál að skilyrðum myntbandalagsins í aðdraganda stofnunar þess, en að fljótlega hafi fjarað undan þeirri viðleitni (sjá einnig kafla 2 og 21). Efnahagskreppan hefur síðan leitt til þess að færri ríki uppfylla reglurnar varðandi opinber fjármál í dag en nokkru sinni (sjá einnig mynd 15.4). Athyglisvert er að sum ríkin hafa nánast aldrei uppfyllt reglurnar. Þannig hefur halli á rekstri hins opinbera aldrei verið undir 3% af landsframleiðslu í Grikklandi og innan við þriðjung tímabilins á Ítalíu.<sup>10</sup> Einungis Finnlandi og Lúxemborg hefur tekist að uppfylla reglurnar allt tímabilið (og Belgíu og Írlandi ef frá er skilið tímabilið eftir fjármálakreppuna). Það sama á við um opinberar skuldir: einungis Finnlandi og Lúxemborg hefur tekist að halda skuldum undir 60% skuldþakinu (og Írlandi fram að fjármálakreppunni). Opinberar skuldir Austurríkis, Belgíu, Grikklands og Ítalíu hafa hins vegar alltaf verið yfir þakinu og öll árin utan eins í Þýskalandi. Því er ljóst að Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn hefur haldið illa og það aðhald sem hann átti að veita opinberum fjármálum reynst ófullnægjandi.

### 15.4.3 Endurskoðun Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálans

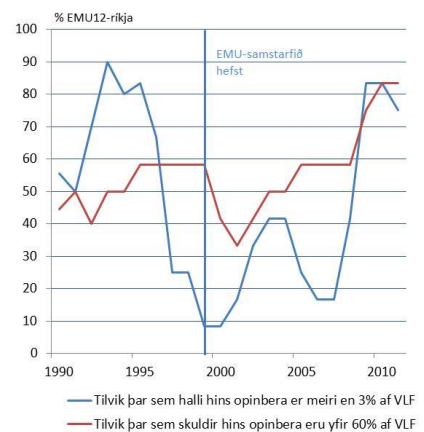
#### Endurskoðun sáttmálans árið 2005

Árið 2005 var Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálinn endurskoðaður (Evrópusambandið, 2005). Áfram giltu sömu reglur um að hallarekstur megi ekki fara yfir 3% af landsframleiðslu og skuldsetning ekki upp fyrir 60% en þeim til viðbótar kom regla um hagsveifluleiðrétta afkomu hins opinbera (sjá umfjöllun í rammagrein 15.1). Aðildarríkin þurftu að leggja fram fjögurra ára fjárhagsáætlanir til þess að sýna hagsveifluleiðréttan afgang á rekstri eða því sem næst. Uppgefið viðmið miðaði við að afgangurinn væri 0,5% af landsframleiðslu að jafnaði en gert var ráð fyrir að einstök aðildarríki settu sér sín eigin viðmið varðandi hagsveifluleiðrétta afkomu. Í því sambandi bar að taka tillit til þess ef fjármál viðkomandi ríkis voru nálægt því að teljast ósjálfbær. Var þá sérstaklega litið til áhrifa þróunar aldursdreifingar þjóðarinnar á fjármál hins opinbera.

Vandkvæði geta verið á því að leiðrétta afkomuna fyrir hagsveiflunni þar sem erfitt getur verið að bera kennsl á helstu

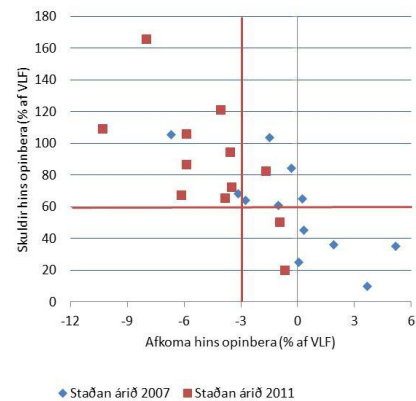
<sup>10</sup> Rétt er að taka fram að umfang kerfisbundinna brota Grikkja á skilyrðum sáttmálans urðu ekki fyllilega ljós fyrir en við endurskoðun talna löngu síðar (sjá t.d. OECD, 2010).

Mynd 15.3  
Hlutfall tilvika þar sem jöfnuður og skuldir eru í ósamræmi við Maastricht-skilyrðin



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

Mynd 15.4  
Opinber fjármál evruríkja og Maastricht-skilyrðin 2007 og 2011



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

áhrifavalda á afkomu hins opinbera og hvort þeir eru varanlegir eða einungis tímabundnir. Samræmdri aðferðafræði við hagsveifluleiðréttingu er beitt á öll aðildarríki að Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálanum. Með því að fylgja ákvæðum sáttmálans um hagsveifluleiðréttingu á afgangi á rekstri, sérstaklega á tímum uppsveiflu, var vonast til að hægt verði að stemma stigu við þensluhvetjandi fjármálastefnu. Sé ákvæðið uppfyllt var talið að það ætti að veita ríkjunum nægt svigrúm til að mæta hagsveiflum innan  $\pm 2\%$  hagvaxtar. Talið var að hagsveifluleiðrétting afkoma þyrfti helst að vera jákvæð og sem næst 0,5% viðmiðinu til að sjálfvirk sveiflujöfnun hefði svigrúm til að sveiflast yfir í neikvæða afkomu við skilyrði efnahagssamdráttar án þess að brjóta 3% afkomuregluna. Sjálfbærni opinberra fjármála var jafnframt betur tryggð þar sem jákvæð hagsveifluleiðrétting afkoma leiðir til lækkunar skulda. Þótt áherslan sé á sjálfvirka sveiflujöfnun er stjórnvöldum einnig heimilað að finnstilla sveiflujöfnun með opinberum fjármálum umfram það sem sjálfvirka sveiflujöfnunin gefur.

Fjöldmörg evruríki hafa að auki tekið upp fjármálareglur til viðbótar hinum sameiginlegu reglum til að veita fjármálastefnunni aðhald og auka trúverðugleika hennar. Oftast er um að ræða útgjaldareglu til viðbótar hinum þremur (sjá umfjöllun í rammagrein 15.2). Endurskoðun sáttmálans árið 2011 horfði meðal annars til þessa.

#### Endurskoðun sáttmálans árið 2011

Árið 2011 var ákveðið að gera enn frekari umbætur á því hvernig fjármálastjórn hins opinbera innan evrukerfisins væri háttað. Þær breytingar eru viðbrögð við þeirri staðreynd að fyrri umgjörð um stjórn opinberra fjármála hafði ekki náð að koma í veg fyrir ríkisskuldakreppu og mikið efnahagslegt ójafnvægi á evrusvæðinu. Að miklu leyti ná endurbæturnar til allra ESB-ríkja en refsíákvæði vegna frávíka frá reglum eiga aðeins við um evruríkin.

Endurbæturnar fela í sér hina svokölluðu „sex þætti“ (e. „six-pack“) sem ákvarðanir voru teknar um í desember 2011. Þeir fela í sér fimm reglugerðir og eina tilskipun sem ætlað er að styrkja umgjörð fjármálastefnunnar í einstökum ríkjum og í sambandinu sem heild. Endurbótunum er ætlað að koma í veg fyrir að efnahagslegt ójafnvægi myndist í einstökum aðildarríkjum. Ein af breytingunum er að fylgst verður náið með útgjöldum hins opinbera sem hlutfalli af landsframleiðslu. Markmiðið er að koma í veg fyrir að aðildarríki noti tímabundið háar skatttekjur til að réttlæta varanlega hækkun útgjalda. Ef aðildarríki ákveður að hækka hlutfall útgjalda verður að fylgja ákvörðun um varanlega hækkun tekna. Aukin áhersla var lögð á skuldastöðuna með því að skýra betur þær kröfur sem gerðar eru til landa sem hafa skuldahlutfall yfir 60%. Sé skuldahlutfallið hærra skal það lækka um sem svarar einum tuttugasta af því hlutfalli sem er umfram 60% á ári að jafnaði.

Einnig var reynt að auðvelda beitingu refsíákvæða gegn evruríkjum með því að beita þeim fyrir í ferlinu en áður þar sem refsíákvæði eru nú sjálfvirk. Til að fá refsíákvæðum breytt þarf ráðherraráðið að samþykkja tillögu um slíkt en áður þyrfti það að samþykkja tillögu um refsíákvæði við brotum gegn fjármálareglunum.

Þetta er talið gera aðildarríkjum erfiðara um vik að koma sér hjá því að greiða sektir vegna brota á reglum.

Auk ofangreindra endurbóta er mikil vinna í gangi innan evrukerfisins sem miðar að því að auka samræmingu fjármálastefnu evruríkjanna. Mikilvægasti þátturinn í því er viðamikil samkomulag um ramma fjármálastefnunnar og efnahagsmála almennt innan evrusvæðisins (e. Treaty on Stability, Coordination and Governance (TSCG) in the Economic and Monetary Union), sem þjóðarleiðtogarnir komu sér saman um í desember 2011 en efnisatriði þessa milliríkjasamnings voru samþykkt í ráðherraráðinu í janúar 2012.<sup>11</sup> Fjárlagahluti samningsins er nefndur Fjárlagasamningurinn (e. Fiscal compact). Eitt efnisatriðanna var að halli á hagsveifluleiðréttri afkomu hins opinbera megi ekki vera meiri en 0,5% af landsframleiðslu og er öllum aðildarríkjunum skylt að lögleiða þetta ákvæði. Til umræðu innan ESB er að auka enn á samþættinguna með tveimur reglugerðum til viðbótar sem auðvelda eiga eftirlit með fjárlagaferli aðildarríkjanna. Í þeim felst að aðildarríki skuli leggja fram fjárhagsáætlun sína fyrir leiðtogaáráð ESB, jafnvel áður en hún er lögð fyrir þjóðþing viðkomandi landa.

#### 15.4.4 Samtryggingarkerfi opinberra fjármála á evrusvæðinu

Ríkisskuldakreppan á evrusvæðinu hefur dregið fram í sviðsljósið undirliggjandi kerfisvanda í uppbyggingu evrukerfisins sem snýr að myntbandalagi án yfirþjóðlegrar og sameiginlegrar stefnu í opinberum fjármálum, þar sem t.d. sjálfvirkir sveiflujafnarar fá að virka þvert á landamæri. Eigi evrukerfið að virka með sambærilegum hætti og myntbandalag ríkja Bandaríkjanna, þyrftu skatttekjur ríkja evrusvæðisins þar sem er efnahagsleg uppsveifla að geta runnið til ríkja evrusvæðisins þar sem samdráttur er (sjá kafla 5). Á móti kemur ákveðinn freistnivandi sem mögulega slævir hvata einstakra aðildarríkja til að fara að reglum bandalagsins og getur því aukið á agaleysi þeirra í opinberum fjármálum. Skortur á slíki samtryggingu ásamt tiltölulega takmarkaðri hreyfingu vinnuafis milli evruríkja (sjá kafla 14) dregur úr skilvirkni evrusvæðisins sem sameiginlegs myntsvæðis.

Hin tvíþétt afstaða ESB til samtryggingar opinberra fjármála innan evrusamstarfsins kemur glögglega fram í meginsáttmálum þess. Fyrir utan ádrátt um hernaðarsamstarf í Sáttmálanum um ESB er í 122. grein starfsháttasáttmálans (SHS) gert ráð fyrir að bandalagið aðstoði ríki sem verða illa úti vegna vöruskorts og veiti fjárhagslega aðstoð ef ríki lendir í vandræðum af óviðráðanlegum ástæðum. Á hinn bóginn er tekið skýrt fram í gr. 125 – næst á undan greininni um ábyrgja fjármálastefnu, – að bandalagið taki ekki ábyrgð á neinum fjárhagslegum skuldbindingum opinberra aðila í aðildarríkjunum. Ákvæði um ECB í gr. 123 banna einnig hvers kyns yfirdráttarheimildir og bein kaup bankans og þjóðbankanna á skuldabréfum sömu aðila.

<sup>11</sup> Ramminn snertir því einnig umgjörð efnahagsmála almennt innan evrusvæðisins, s.s. aðgerðir til að draga úr ójafnvægi ýmissa evruríkja, t.d. í formi mikils viðskiptahalla og versnandi samkeppnisstöðu. Fjallað er um þróun þessara mála í kafla 2.

Leiðtogar aðildarríkjanna hafa, í ljósi reynslunnar af alþjóðlegu fjármálakreppunni sem reið yfir árið 2007, þróað samtryggingarkerfi sitt áfram umfram það sem upphaflega var lagt upp með. Breytingarnar eru tvíþættar: annars vegar er um aukna samræmingu fjármálastefnu ríkjanna að ræða (sjá kafla 15.4.3) sem er ætlað að fyrirbyggja að fjármál ríkjanna eigi það á hættu að verða ósjálfbær og hins vegar stofnun sameiginlegra björgunarsjóða sem eiga að taka að sér hlutverk lánveitanda til þrautavara fyrir ríkin (sjá einnig umfjöllun í kafla 25).

Ætlunin var að 1. júlí sl. tæki varanleg stofnun, Evrópska stöðugleikakerfið (European Stability Mechanism, ESM), við hlutverki og verkefnum Evrópska fjármálastöðugleikasjóðsins (European Financial Stability Facility, EFSF), sem stofnaður var í maí 2010. Vegna kæru fyrir Stjórnlagadómstóli Þýskalands um það hvort ákvörðun þýska þingsins um að ráðstafa 27% fjárframlagi Þjóðverja til ESM-sjóðsins standist stjórnarskrá Þýskalands, verður ekki ljóst fyrr en 12. september nk., þegar úrskurðar er að vænta, hvort sú ákvörðun stenst lög. Því hefur verið ákveðið að EFSF starfaði samhliða ESM fyrsta árið, eða til júní 2013.

ESM er ætlað að bregðast sérstaklega við vanda aðildarríkja evrusvæðisins, auk þess að taka við verkefnum Evrópska viðbragðssjóðsins fyrir fjármálastöðugleika (e. European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) sem er neyðarsjóður framkvæmdastjórnarinnar og getur veitt evruríkjum lán með styttri fyrirvara en EFSF. Helsta hlutverk ESM verður að veita lán ríkjum sem eiga í fjárhagslegum erfiðleikum. Auk þess á stofnunin að taka þátt í útgáfu skuldabréfa og í undantekningartilfellum eiga í markaðsviðskiptum með slík bréf til að draga úr kerfisáhættu og bregðast við aðstæðum með fyrirbyggjandi hætti. Einnig tekur ESM þátt í endurfjármögnun fjármálafyrirtækja með lánum til ríkissjóða eða jafnvel með því að lána beint til fjármálafyrirtækja. Samkvæmt ákvörðun ráðstefnu ESB-ríkjanna í lok júní sl. mun EFSF einnig gegna því hlutverki næsta árið eða þar til 90% fjármögnunar ESM liggur fyrir.

ESB og aðildarríki evrusvæðisins sérstaklega hafa því tekið ákveðin skref í átt að aukinni samtryggingu með því að samræma betur nokkra þætti opinberra fjármála. Þróun samtryggingarinnar er enn í mótun og enn er óljóst hve langt aðildarríkin vilja eða geta gengið í þessum efnun.

## 15.5 Lokaorð

Fjármálastefna hins opinbera er annar af tveimur meginþáttum innlendrar eftirspurnarstjórnar. Hinn er stjórn peningamála. Fjármálastefna hins opinbera gegnir mikilvægu hlutverki við að jafna hagsveiflur og styðja markmið peningastefnunnar um stöðugt verðlag. Upplýsingaskortur, tímatafir í framkvæmd og pólitískir eiginleikar fjármálastefnu hins opinbera setja skilvirkni hennar við sveiflujöfnun hins vegar ákveðin takmörk. Algengt er að stefnan verði of aðhaldslítill yfir hagsveifluna, þannig að skuldir safnast upp. Það dregur úr svigrúmi til þess að beita stefnunni þegar efnahagsáföll skella á þjóðarþúinu. Vaxi skuldirnar úr hófi fram getur fjármálastefnan jafnvel grafið undan viðleitni peningastefnunnar til að tryggja verðstöðugleika. Stjórnvöld

hafa því í æ ríkari mæli lagt áherslu á að treysta á virkni fjármálastefnunnar í gegnum sjálfvirka sveiflujöfnun opinberra fjármála. Jafnframt hafa æ fleiri ríki tekið upp formlegar fjármálareglur til að skapa opinberum fjármálum traustari kjölfestu og gera fjármálastefnuna sem kerfisbundnasta og fyrirsjáanlegasta.

Í fastgengisfyrirkomulagi eða innan myntbandalags verður hagstjórnarhlutverk fjármálastefnu hins opinbera enn veigameira, enda ekki lengur hægt að beita peningastefnunni til að bregðast við sértækum innlendum efnahagsskellum. Áhrifamáttur fjármálastefnu hins opinbera verður jafnframt meiri að jafnaði enda eru mótvægisáhrif innlendra vaxta og nafngengis ekki lengur til staðar. Við fastgengisfyrirkomulag eru þessu hagstjórnarhlutverki opinberra fjármála hins vegar takmörk sett þar sem fjármálastefnan getur ekki verið á skjön við markmiðið um fast gengi gjaldmiðilsins. Sé ekki að þessu gætt, grefur aðhaldsleysi opinberra fjármála smám saman undan trúverðugleika gengistengingarinnar. Skortur á trausti getur leitt til fjármagnsflóttu og áhlaups spákaupmanna á gjaldmiðilinn, sem oft hefur leitt til þess að gengisfelling verður óhjákvæmileg og hverfa verður frá gengismarkmiðinu, a.m.k. tímabundið.

Fast gengi innan myntbandalags nýtur eðli máls samkvæmt meiri trúverðugleika en einhliða gengistenging vegna þess að ekki þarf að nota takmarkaðan gjaldeyrisforða til þess að verja tiltekið gengi. Aðeins er hægt að hverfa frá aðild að myntbandalagi með pólitískri ákvörðun. Því ætti að vera minni hætta á að agalítill opinber fjármál grafi undan trúverðugleika aðildar að myntbandalagi. Kostnaður agaleysis getur eigi að síður birst í flóttu fjármagns frá skuldabréfamörkuðum viðkomandi ríkja, sem leiðir til þess að vaxtaálag á skuldbindingar ríkissjóðs verður hærra en ella, og fjármögnun banka á markaði verður torveld. Leiði aðhaldsleysi til þess að innlent verðlag hækki meira en í samkeppnislöndum og samkeppnisstaða útflutningsatvinnugreina versni getur orðið um vítahring að ræða, sem erfitt getur verið að brjótast úr. Þróunin á evrusvæðinu á undanförunum misserum sýnir að agaleysi í opinberum fjármálum getur jafnvel grafið svo undan stuðningi við aðild að myntbandalagi að úrsögn verði ekki lengur óhugsandi. Langvarandi agaleysi í opinberum fjármálum hefur smám saman leitt til þess að skuldsetning sumra evruríkja er orðin slík að efasemda gætir á mörkuðum um sjálfbærni þeirra og jafnvel framtíð evrusamstarfsins. Þótt gripið hafi verið til ýmissa endurbóta á reglum um fjármálastefnu hins opinbera á evrusvæðinu, m.a. með veigamiklum breytingum á Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmála bandalagsins, eru stór álita- og úrlausnarefni innan myntbandalagsins enn óútkljáð þegar þetta er skrifað.

Kjósi Íslendingar að gerast aðili að evrusamstarfinu munu þeir þurfa að undirgangast ákvæði Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálans og Maastricht-skilyrðin. Umgjörð fjármálastefnunnar hér á landi myndi því breytast frá því sem nú er en eins og sakir standa gilda aðeins formlegar fjármálareglur um fjármál íslenskra sveitarfélaga en engin um ríkisfjármál. Vinna er þó hafin við endurskoðun umgjörðar fjármálastefnu hins opinbera í samstarfi við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn sem miðar m.a. að því að setja fjármálastjórn hins opinbera heildstæðar og formlegar

fjármálareglur. Slíkt skref myndi gera aðlögun að fjármálareglum Stöðugleika- og hagvaxtarsáttmálans auðveldari ef til aðildar kæmi.

Fjármálastefnan hér á landi hefur einkennst öðru fremur af sértækum ákvörðunum um útgjalda- og skattbreytingar fremur en því að áhrifum sjálfvirkrar sveiflujöfnunar hafi verið leyft að ákvarða aðhald fjármálastefnunnar. Aðild að evrusvæðinu myndi því setja fjármálastjórninni auknar skorður og gera hana kerfisbundnari en nú er. Eins og staða opinberra fjármála er um þessar mundir er þó ljóst að ekki dugar að beita einungis sjálfvirkum sveiflujöfnurum til að uppfylla reglur sem opinberum fjármálum á evrusvæðinu eru settar. Til viðbótar þarf sérstakar aðhaldsaðgerðir svo að tryggja megi að hið opinbera uppfylli skilyrðin. Þessi skilyrði eru þó þess eðlis að í meginatriðum gildir að æskilegt er að stjórnvöld setji sér þessi markmið óháð því hvort tekin er ákvörðun um aðild að evrusamstarfinu eða ekki.



## Heimildaskrá

- Andersen, T. M., (2002). Stabilization policy. Í bókinni *Fiscal Policy in EMU – Report of the Swedish Committee on Stabilization Policy in EMU*. Stokkhólmur.
- Andersen, T. M., og S. Holden (2002). Stabilization policy in an open economy. *Journal of Macroeconomics*, 24, 293-312.
- Andersen, T. M., og J. Chiriaeva (2007). Exchange rate pegs, fiscal policy and credibility. *Open Economies Review*, 18, 53-76.
- Annett, A., (2006). Enforcement and the Stability and Growth Pact: How fiscal policy did and didn't change under Europe's fiscal framework. *IMF Working Paper*, nr. 06/116.
- Auerbach, A. J., og Y. Gorodnichenko (2012a). Measuring the output responses to fiscal policy. *American Economic Journal: Economic Policy*, 4, 1-27.
- Auerbach, A. J., og Y. Gorodnichenko (2012b). Fiscal multipliers in recession and expansion. Í bókinni *Fiscal Policy After the Crisis*. Ritstjórar A. Alesina og F. Giavazzi. Chicago: University of Chicago Press.
- Ásgeir Daníelsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Pétursdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa B. Sveinsdóttir (2009). QMM: A Quarterly Macroeconomic Model of the Icelandic Economy. Seðlabanki Íslands, *Working Paper*, nr. 41.
- Barro, R., (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, 82, 1095-1117.
- Blanchard, O., og R. Perotti (2002). An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. *The Quarterly Journal of Economics*, 117, 1329-1368.
- Born, B., F. Juessen og G. J. Muller (2012). Exchange rate regimes and fiscal multipliers. *CEPR Discussion Paper*, nr. 8986.
- Christiano, L., M. Eichenbaum og S. Rebelo (2011). When is the government spending multiplier large? *Journal of Political Economy*, 119, 78-121.
- Corsetti, G., A. Meier og G. J. Muller (2012). What determines government spending multipliers? *IMF Working Papers*, nr. 12/150.
- De Grauwe, P., (2009). *Economics of Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B., og C. Wyplosz (1998). The Stability Pact: More than a minor nuisance? *Economic Policy*, 13, 65-113.
- Evrópusambandið (2005). Reglugerð Evrópusambandsins. Nr. 1055/2005. *Official Journal*, L 174, 0001-0004.
- Fleming, J. M., (1962). Domestic financial policies under fixed and flexible exchange rates. *IMF Staff Paper*, nr. 9.
- Framkvæmdastjórn Evrópusambandsins (2007). Part IV: Lessons from successful fiscal consolidations. European Commission. *Public finance report in EMU – 2007*, European Economy, nr. 3.

- Fratzscher, M., A. Mehl og I. Vansteenkiste (2011). 130 years of fiscal vulnerabilities and currency crashes in advanced economies. *IMF Economic Review*, 59, 683-716.
- Galí, J., og R. Perotti (2003). Fiscal policy and monetary integration in Europe. *NBER Working Paper*, nr. 9773.
- Giavazzi, F., og M. Pagano (1990). Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries. *NBER Macroeconomics Annual*, 5.
- Guichard, S., M. Kennedy, E. Wurzel og C. André (2007). What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences. *OECD Economics Departments Working Paper*, nr. 553.
- Guajardo, J., D. Leigh og A. Pescatori (2011). Expansionary austerity: New international evidence. *IMF Working Paper*, nr. 11/158.
- Hemming, R., M. Kell og S. Mahfouz (2002). The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity: A review of the literature. *IMF Working Paper*, nr. 02/208.
- Ilzetzki, E. O., E. Mendoza og C. Vegh (2011). How big (small?) are fiscal multipliers? *NBER Working Paper*, nr. 16479.
- Kopits, G., og S. Symansky (1998). Fiscal policy rules. *IMF Occasional Paper*, nr. 162.
- Lane, P. R., (2006). The real effects of European monetary union. *Journal of Economic Perspectives*, 20, 47-66.
- Masson, P., T. Bayoumi og H. Samiei (1995). Saving behavior in industrial and developing countries. *IMF Staff Studies for the World Economic Outlook*. World Economic and Financial Surveys.
- Mundell, R. A., (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29, 475-485.
- OECD (1999). The size and role of automatic fiscal stabilisers. *OECD Economic Outlook* 66, 137-149.
- OECD (2010). Euro Area. *OECD Economic Surveys*. OECD Publishing.
- Padoan, P. C., U. Sila og P. van den Noord (2012). Avoiding debt traps. *OECD Economics Department Working Papers*, nr. 976.
- Perotti, R., (2011). The „austerity myth“: Gain without pain? *BIS Working Papers*, nr. 362.
- Romer, C., og D. H. Romer (2010). The macroeconomic effects of tax changes: Estimates based on a new measure of fiscal shocks. *American Economic Review*, 100, 763-801.
- Seðlabanki Svíþjóðar (2012). *Monetary Policy Report*. Sveriges Riksbank, febrúar, 43-48.
- Taylor, J. B., (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, J. B., (2000). Reassessing discretionary fiscal policy. *Journal of Economic Perspectives*, 14, 21-36.
- Tinbergen, J., (1956). *Economic Policy: Principles and Design*. Amsterdam: North-Holland.
- Woodford, M., (1995). Price level determinacy without control of monetary aggregate. *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 43, 1-46.

- Woodford, M., (2011). Simple analytics of the government expenditure multiplier. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3, 1-35.
- Wyplosz, C., (2006). European Monetary Union: The dark side of a major success. *Economic Policy*, 21, 207-261.
- Wyplosz, C., (2008). The first decade of EMU: What have academics and policymakers learned from each other? *Volkswirtschaftliche Tagung*, 2008.

