

Jesper Jespersen

Professor, dr.scient.adm.

Roskilde Universitet

8. februar 2012

Folketingshøring om 'Finanspagten'

Christiansborg, den 9. februar 2012

Finanspagtens Indhold:

Begrænser landenes budgetunderskud (3 pct. af BNP) og strukturelle underskud (½ pct. BNP)

Konsekvensen heraf er, at det økonomisk politiske råderum reduceres i kriser á la 1993/1994 og 2009/2010: 'Automatiske stabilisatorer' (konjunkturregulering) og 'vækstpakker' (aktiv finanspolitik)

Hvad siger den økonomiske historie mere generelt?

- 1. Valutakurssystemer baseret på faste kurser eller monetære unioner – uden føderal politisk superstruktur er brudt sammen**
- 2. Er 'Finanspagten' er sådan føderal struktur?**
- 3. Nej, tværtimod er der ingen fiskal føderalisme (á la Marshall-hjælpen) tilknyttet. De enkelte lande må 'skabe orden i eget hus' – de kan evt. overgangsvist få et lån; men med konditioner' og til en risikobestemt overrente.**

Hvad siger økonomisk teori?

ØMUen repræsenterer ikke et 'optimalt valutaområde', herom er stort set alle 'uafhængige' økonomer enige!

I. Det betyder, at krisestyring vil blive vanskeligere i fremtiden (2013-):

- a. Den aktuelle krise vil trække i langdrag; for Finanspagten gør intet for at mindske intra-ØMU ubalancer målt ved betalingsbalanceunder- og overskud, endsige de meget ulige konkurrenceforhold mellem Nord og Syd – samtidig med, at den implicerer en**
- b. prisen vil derfor trække i langdrag med risiko for, at de deltagende lande driver (endnu) mere fra hinanden.**
- c. Muligheden for at modstå fremtidige kriser forringes; for der lægges bremse på både de automatiske stabilisatorer og på muligheden for at føre en aktiv finanspolitik.**

II. Kriser er uundgåelige – også i fremtiden. Hvorfor opstår de?

- a. Svækket konkurrenceevne – Sydeuropa**
- b. Opsparingsoverskud i privat sektor: 'investeringsfrygt'- Nordeuropa**
- c. Finansiell sektor er dysfunktionel i hele Europa**

III. Hvordan afhjælpes den aktuelle krise? Keynes Solution (1944) – á la Bretton Woods aftalen + Marshall-hjælpen

- a. Få den finansielle sektor reguleret og rekapitaliseret – sporene fra Japan skræmmer: 20 års stagnation. Se på den**

- svenske model i 1990erne kombineret med Glass-Steagall, Banking Act, 1933. ECB kan ikke løfte denne opgave alene.
- b. Mindske betalingsbalanceoverskuddet i Nord: Øget privat forbrug plus øgede private og offentlige investeringer
 - c. Forbedre Sydeuropas konkurrenceevne, så erhvervslivet kan bringes på fode – det er svært inden for rammerne af en fælles valuta.

IV. Har Finanspagten nogen af disse elementer? – kan balanceret vækst opnås gennem yderligere offentlige besparelser? Økonomisk teori tilsiger, at det er svært at spare sig til balance på de offentlige budgetter – det vil indebære øget arbejdsløshed og realøkonomisk stagnation

V. Vil Finanspagten skabe øget tillid? Kun hvis den overholdes. Men her skræmmer sporene, hvilket kan være kontraproduktivt.

Hermed ikke sagt, at offentlige besparelser ikke kan være nødvendige – når opsvinget er i gang. Men rækkefølgen og timingen helt afgørende.

VI. For der er alternativer bl.a. Keynes-planen (1944) – og den havde overskudslandene bestemt også fordel af.

Konklusion

For Europas skyld ville jeg derfor ønske, at finanspagten blev genforhandlet og fik elementer fra Keynes-planen indarbejdet. Her kunne det danske formandskab gøre en forskel.

I modsat fald, frygter jeg, at der er en betydelig risiko for, at ØMU-en falder (delvist) fra hinanden, hvilket let kunne udvikle sig til en europæisk tragedie. Der kunne være undgået.

Litteratur:

Jespersen, J. 'ØMUen og den økonomiske krise i EU', working paper, ISG, Roskilde Universitet, januar 2012

Jesper Jespersen
Professor
Roskilde Universitet
Jesperj@ruc.dk

ØMUen og den økonomiske krise i EU

Sammenfatning

Den europæiske økonomiske krise trækker i langdrag. Arbejdsløsheden er på et i efterkrigstiden historisk toppunkt – med udsigt til fortsat stigning. Det europæisk monetære samarbejde ØMUen omfattende 17 af EU's 27 medlemslande er i dyb krise. Det skyldes en forskellig økonomisk udvikling i de deltagende lande. De sydeuropæiske lande har prioriteret vækst højere end inflation – i modsætning til de nordeuropæiske lande. Det har ført til en svækket konkurrenceevne og store underskud i en række ØMU-lande med efterfølgende opbygning af stor *udlandsgæld*. Denne gæld er det i stigende grad blevet vanskeligt at finansiere på de internationale kapitalmarkeder. Grækenland og senere Portugal og Irland blev derfor nødsaget til at søge om lån fra ØMU-fonden den såkaldte Europæiske Finansielle Stabilitets Fund (EFSF).

En forudsætning for at opnå disse lån var en accept af vilkår, der også omfattede betydelige budgetforbedringer i form af offentlige besparelser og skatteforhøjelser, samt arbejdsmarkeds- og pensionsreformer. Det er dog et åbent spørgsmål, om disse EU-lån er tilstrækkelige til at bringe disse lande ud af gældsklemmen. Den øgede usikkerhed vedrørende kvaliteten af de statslige obligationer har efterfølgende bragt en række store europæiske banker i vanskeligheder. De skal forstærke deres egenkapital ganske betydeligt for at bevare deres indlånsgarantier.

Endelig og nok så betydningsfuldt har EU-kommissionen på forslag af den tyske kansler og den franske præsident stillet forslag om en hurtig vedtagelse af en 'finanspagt', der skal gælde for ØMU-landene, men hvor ikke-ØMU lande 'få lov til' at deltage. Den skal sikre, at ØMU-landene indskrives i deres nationale lovgivning, at de i fremtiden vil overholde Stabilitetspagtens budgetbegrænsning på max. 3 pct. af BNP og samtidig have et strukturelt underskud på budgettet (dvs. som et gennemsnit af 5-7 år), der ikke overstiger ½ pct. af BNP.

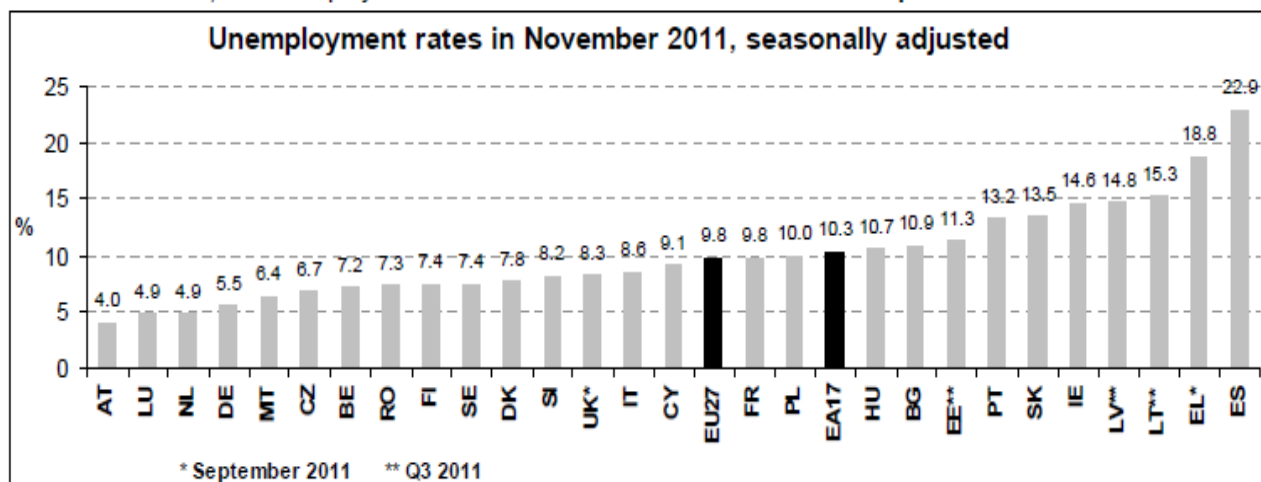
Vedtages finanspagten vil det betyde en ganske betydelig begrænsning af den finanspolitik, som det er muligt at føre i de kommende år, hvilket indebærer en betydelig risiko for, at den økonomiske stagnation trækker i langdrag.

Indledning

Ved indgangen til 2012 er arbejdsløsheden fortsat stigende i EU. Den ligger ved årsskiftet i gennemsnit på ca. 10 pct. af arbejdsstyrken for hele EU. Det svarer til mere end 23 mill. personer uden job. Arbejdsløsheden har aldrig været så høj i efterkrigstiden. Europæisk økonomi står således midt i en beskæftigelsesmæssig og social krise, der synes at forværres måned for måned. Det hører dog også med til billedet, at arbejdsløsheden er meget ulige fordelt i mellem landene i EU, se figur 1

Figur 1 Arbejdsløshed i EU-landene, november 2011

In November 2011, the unemployment rate was 8.6% in the USA and 4.5% in Japan⁸.



Kilde: EUROSTAT.

Note: bemærk, at arbejdsløsheden opgjørt for Danmark er højere end den opgørelse af registrerede ledige, som Danmarks Statistik angiver. Dette skyldes bl.a. forskellige definitioner..

Af figuren ses det, at EU-landene med hensyn til arbejdsløshed fordeler sig i tre grupper:

1. de sydeuropæiske ØMU-lande har i gennemsnit ca. 15 pct. arbejdsløshed
2. de nordeuropæiske ØMU-lande har i gennemsnit ca. 6 pct. arbejdsløshed
3. de (nye) østeuropæiske EU-lande har i gennemsnit ca. 10 pct. arbejdsløshed

Forskellen mellem landene inden for ØMUen er så markant, at den påkalder sig speciel opmærksomhed. Denne pjece sætter fokus på, hvorledes den økonomisk monetære union i EU har påvirket den økonomiske udvikling i EU set under ét og i de enkelte medlemslande.

Kort om Den økonomisk monetære union i EU.¹

ØMUen blev en realitet fra 1. januar 1999, hvor 11 medlemslande i EU (Grækenland kom med i 2002) definitivt opgav deres nationale valuta til fordel for én fælles valuta, euro. De første tre år var euro'en kun en regningsenhed, idet ØMU-landene først fra 1. januar 2002 rent fysisk gik over til at benytte de samme pengesedler og mønter udstedt i euro i samtlige 12 lande. Efterfølgende er antallet af ØMU-lande blevet udvidet til 17 – idet 5 af de (mindre) nye EU-lande optaget i 2004 er gået over til euro i takt med, at de opfyldte *konvergenskriterierne*.

Tre af de 'gamle' EU-lande har valgt at stå uden for ØMUen. Storbritannien og Danmark har en traktatlig undtagelse, mens Sveriges flydende valutakurs ikke er forenelig med det konvergenskrav, der kræver, at et EU-land i mindst to år skal have haft en fast valutakurs over for euroen. Dette valg afspejler i første række en folkelig modvilje, som i Danmark og Sverige er blevet bekræftet gennem en folkeafstemning. Hertil kommer en – uden for det økonomisk politiske establishment – skepsis med hensyn til de økonomiske fordele et sådan medlemskab ville indebære.

¹ En mere omfattende og udtømmende gennemgang af udviklingen i ØMU frem til 2008 og den teoretiske litteratur findes i Jespersen (2008)

Tværtimod synes de økonomiske omkostninger og risici at være betydelige i betragtning af ØMU-landenes forskellige struktur og politiske præferencer.

Fordelene ved at deltage i ØMUen er dels, at virksomheder og turister sparer omkostninger ved at omveksle deres nationale valuta til euro. Det er en umiddelbar og håndgribelig fordel. Desuden forsvinder usikkerheden med hensyn til udviklingen i valutakurserne delvist; men denne usikkerhed er vendt tilbage i kølvandet på diskussionen om et eller flere lande vil forlade ØMUen i fremtiden. Endelig fremhæves det ofte som en overvejende politisk fordel, at sidde med ved 'ØMU-bordet', når beslutninger om ØMU-samarbejdets fremtid skal træffes. En tilsyneladende fordel, der dog i forbindelse med den nuværende gældskrise har vist sig at indebære betydelige omkostninger. For de regninger, der udskrives i et forsøg på at begrænse gældskrisens omfang i de sydeuropæiske ØMU-lande, udskrives kun til ØMU-landene – hvilket har skabt betydelig politisk modstand i nogle af de rige ØMU-lande.

Omkostningerne ved at give afkald på et lands egen valuta er vanskelige at opgøre. De består i første række i, at de deltagende lande giver afkald på væsentlige instrumenter i den økonomiske politik. Ifølge sagens natur afskærer de sig fra i fremtiden at ændre deres valutakurs. Det er heller ikke muligt at føre en selvstændig pengepolitik, da *Den europæiske Centralbank* (ECB) har ansvaret for udstedelsen af de fælles betalingsmidler og for fastsættelsen af lånerenten for de private banker. Det er kun finanspolitikken, som de deltagende lande bevarer den politiske beslutningsret over. En ret, der dog er begrænset af *Stabilitets- og Vækstpagten* krav om, at den offentlige sektors budgetunderskud ikke må overstige 3 pct. af BNP.

Vurderingen af størrelsen af disse omkostninger må variere meget fra land til land afhængig af, hvor forskellige landene er indbyrdes og størrelsen af de fremtidige økonomiske kriser. Jo tættere den økonomiske udvikling ligger på ØMU-gennemsnittet, navnlig for udvikling i produktionsomkostninger, desto lettere vil det være at tilpasse sig den fælles valutakurs- og pengepolitik gennem mindre justeringer af finanspolitikken. Derimod vil de ØMU-lande, hvor erhvervslivets konkurrenceevne er blevet svækket af stigende omkostninger, være særligt sårbare, når en økonomisk krise rammer euro-zonen. Et ØMU-lands position kan også være svækket, hvis det i 'gode tider' har ført en for ekspansiv finanspolitik, der allerede inden krisen bryder ud har bragt de offentlige finanser i konflikt med Stabilitetspagtens krav – som det f.eks. var tilfældet i Grækenland.

Omfanget af disse omkostninger blev først anskueliggjort, da den økonomiske krise ramte EU i efteråret 2008. Her viste det sig, at de lande der havde en svækket konkurrencemæssig position og underskud på det offentlige budget blev særligt hårdt ramt, og – skulle det vise sig – de kan ikke ved egen kraft vride sig fri af krisens jerngreb, da landene mangler de hidtidige politiske instrumenter, navnlig i form af en fleksibel valutakurs, der tidligere har kunnet bryde en sådan nedadgående spiral – og som bl.a. har bragt Sverige så nogenlunde helskindet igennem krisen.

ØMU-landene er meget forskellige

Inden for økonomisk teori er der et særligt forskningsområde omhandlende monetære unioner. Det er teorien om det *optimale valutaområde* grundlagt af *monetaristen* (og nobelpristager) Robert Mundell (1961 og 1973). Hans konklusion var, at forudsætningen for, at den monetære union vil lykkes, er, at de deltagende lande ligner hinanden både med hensyn til økonomisk struktur (dvs. levestandard) og politiske præferencer (dvs. afvejning mellem vækst, beskæftigelse og inflation).

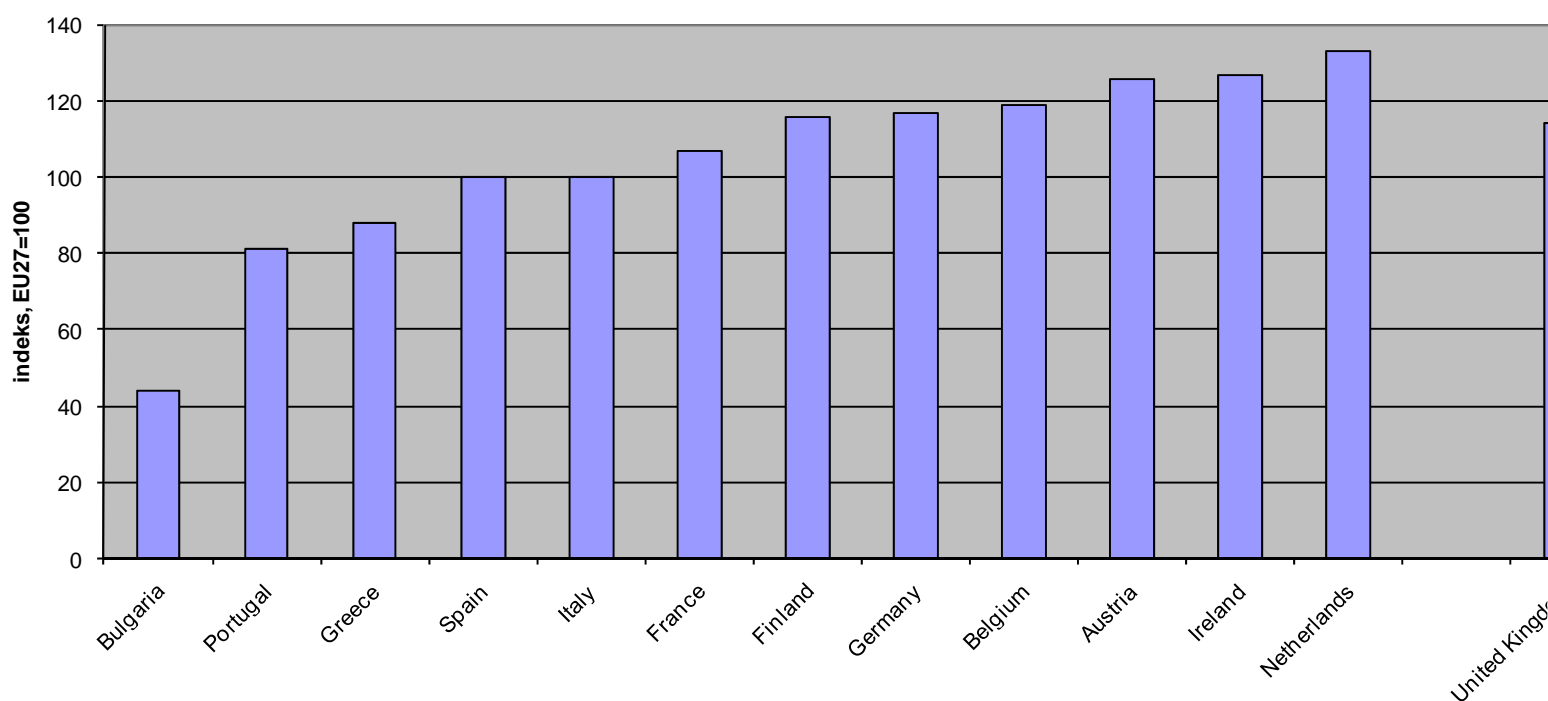
Det er åbenbart, at de 27 EU-lande har meget store forskelle i levestandard. Hvis vi sætter gennemsnittet i levestandard for de 27 lande til 100, så ligger Bulgarien kun på 40, mens

gennemsnittet i Luxemburg er på 250 og i Holland, der ligger som nr. 2 på 135. Det vil sige, at levestandarden i Holland er tre gange så høj som i Bulgarien (og adskillige af de østeuropæiske lande). Tilsvarende er der en betydelig forskel mellem de Syd- og Nordeuropæiske ØMU-lande, se figur 2. Portugal ligger på indeks 80 – dvs. det dobbelte af Bulgarien, men mindre end 2/3 af Holland.

Set i dette perspektiv af forskelle i levestandard er det ikke overraskende at de syd- og østeuropæiske lande prioriterer økonomisk vækst højere end prisstabilitet. Det kan også aflæses af den økonomiske udvikling fra 1999 og frem, her har de relativt fattigste af ØMU-landene haft en økonomisk vækst **og inflation**, der lå noget over ØMU-gennemsnittet – og som var markant forskelligt fra de nordeuropæiske lande med Tyskland i spidsen, som har prioriteret lav inflation højere end vækst.

BNP pr. indbygger, 2010

Figur 1



Kilde: EUROSTAT

Note: Figuren viser, at nationalindkomsten pr. indbygger i Bulgarien kun ligger på lige godt 40 pct. af gennemsnittet for hele EU. I Holland er indkomsten pr. indbygger derimod godt 30 pct. over EU-gennemsnittet. Det betyder at hollænderne er mere end 3 gange ($130/40 = 3,025$) så rige.

Denne afgørende forskel i makroøkonomisk prioritering mellem vækst og inflation måtte nødvendigvis føre til at ØMU-landenes indbyrdes konkurrenceevne udviklede sig meget forskelligt: Nordeuropa blev mere og mere konkurrencedygtig på bekostning af de sydeuropæiske ØMU-lande, hvilket primært afspejlede sig i udviklingen på betalingsbalancens løbende poster. I 1999 havde samtlige deltagende lande stort set ligevægt på betalingsbalancens løbende poster (dvs. låntagningen i udlandet). Dette ændrede sig dramatisk op gennem 2000'erne, hvor de ØMU-lande, der havde den hurtigste inflation (og hurtigste vækst) kom i store vanskeligheder med betalingsbalancen. Underskuddene voksede år for år, og i 2008, hvor krisen brød ud, havde

Spanien, Grækenland og Portugal et underskud på betalingsbalancen på over 10 pct. af BNP.² Hvilket skal ses i sammenhæng med og delvis som en konsekvens af, at de nordeuropæiske lande havde et tilsvarende stort betalingsbalance **overskud**. Det vil sige, at den gældsætning til udlandet som Sydeuropa var nødt til at foretage for at finansiere underskuddet på betalingsbalancen – kunne opnås i de ØMU-lande, der havde et overskud på betalingsbalancen, hvilket helt overvejende ville sige Nordeuropa. Frem til 2007 herskede der en form for 'jubil-optimisme' på de europæiske kapitalmarkeder. Der var f.eks. ingen forskel på renten på hhv. tyske og græske statsobligationer – uanset, at Grækenland allerede på det tidspunkt havde oparbejdet en betydelig udlandsgæld (og statsgæld).

Da den finansielle krise så ramte samtlige EU-lande, blev de afgørende forskelle i den makroøkonomiske udvikling mellem ØMU-landene i hhv. nord og syd åbenbart. Den allerede akkumulerede udlandsgæld, gjorde det svært, for ikke at sige umuligt, for de sydeuropæiske lande fortsat at låne i udlandet. Det udviklede sig hurtigt til et særdeles akut finansieringsproblem for disse gældsplagede landes regeringer. De manglende lånemuligheder skabte en overhængende fare for, at f.eks. den græske stat ikke kunne betale sine normale udgifter til lønninger og pensioner, for slet ikke at nævne renter og afdrag på den allerede eksisterende gæld. Når et land opgiver at have en selvstændig nationale valuta – afgiver den samtidig retten til – i en akut situation - at dække sine nødvendige udgifter ved lån i landets centralbank. En væsentlig konsekvens af at deltage i ØMUen og acceptere euroen som det nationale betalingsmiddel er, at de deltagende landes stater kan løbe tør for likviditet – blive tvunget til at gå i betalingsstandsning, ligesom en privat virksomhed, når lånemulighederne på de finansielle markeder er udtømt. Risikoen for en sådan statslig betalingsstandsning havde ØMUens fædre ikke taget højde for. Den kom som vi skal se neden for helt bag på Bruxelles, Det europæiske Råd af regeringsledere, ECB, kredit-ratings bureauerne og de finansielle markeder.

Forløbet igennem 2000erne har demonstreret, hvor uforberedt hele ØMU-konstruktionen og det politiske samarbejde var på at håndtere et egentligt kriseforløb. ØMUen var designet til magsvejr, hvor ubalancerne er beskedne og udlignes i løbet af få år. Betydningen af de akkumulerende gældsproblemer (både udlands- og statsgæld) blev negligeret – indtil det var for sent. ØMUens institutioner var ikke gearet til at hindre at den fundamentale diskussion af, om 'ØMUen vil overleve' blev en del af den europæiske hverdag. I et forsøg på at klare de helt akutte finansieringsproblemer måtte bl.a. *Den internationale Valutafond (IMF)* inddrages. IMF har en betydelig erfaring med hensyn til at give kriselån, hvortil der knyttes en række – til tider ganske barske – lånebetingelser.

Ved indgangen til 2012 har disse kriselån antaget et sådant omfang, at selv IMF er ved at løbe tør for penge, samtidig med at de tre lande, der foreløbig har modtaget krisehjælp (Grækenland, Portugal og Irland) har svært ved at indfri de krav, som IMF har stillet som betingelse for udbetaling af hele lånet.

Krisen afslørede ØMUens fundamentale svagheder

1. Den finansielle krise (2008-)

Grundlaget for den økonomiske krise var blevet skabt igennem 2000erne. Den næsten eksplosive udlånsudvikling, som dereguleringen af den finansielle sektor havde muliggjort regionalt og globalt

² Her bør det erindres, at da Danmarks underskud på Betalingsbalancen i 1985 nåede 5 pct. af BNP begyndte alle alarmklokker at ringe, og den daværende Schlüter-regering satte ind med en meget skrap økonomisk politik – populært kaldet 'kartoffelkuren', der tvang arbejdsløsheden op på 13 pct. i 1993

havde skabt en hidtil uset gældsopbygning. Lånene havde muliggjort at en boligboble udviklede sig i den private sektor, at betalingsbalanceunderskuddene kunne fortsætte år efter år og at de offentlige budgetunderskud, selvom de oversteg grænsen på 3 pct. af BNP kunne finansieres. Der blev billedligt talt opbygget et bjerg af finansiel gæld, der i stigende grad havde tvivlsomme aktiver som sikkerhed: overvurderede boliger, uigennemskuelige finansielle konstruktioner (*derivater*) og statsobligationer. Hele dette finanscirkus var blevet skruet sammen af den mere og mere kreative banksektor, som konstruerede og formidlede lånearrangementer og samtidig garanterede overfor långiverne, at de underliggende finansielle aktiver var af god kvalitet (godt hjulpet af *kreditratingsbureauernes* optimistiske AAA-vurderinger). Der blev i disse år opbygget en finansieringspyramide, der fik en mere og mere overdimensioneret størrelse i forhold til det realøkonomiske fundament samtidig med at ubalancerne voksede.

Pyramiden havde som forudsætning, at der ikke blev formuleret tvivl om konstruktionens bæredygtighed. Opstod der blot nogen usikkerhed om bankerne nu også kunne indfri de udstedte garantier ville det kunne sætte en finansiel lavine i gang. Det enhver bank frygter mest er, at kunderne begynder at trække pengene ud af banken. Det var det der skete i USA i september 2008. Der opstod tvivl, om, hvorvidt en af de største (og mest dristige) investeringsbanker Lehman Brothers kunne klare sine løbende forpligtelser. Det førte til et såkaldt 'run on the bank', hvor alle indskydere forsøger at trække deres penge ud – både småsparerne og (naturligvis) de andre banker, der havde givet kortfristede lån. Lehman Brothers havde ikke tilstrækkeligt med likviditet. Efter at have kikket i Lehman Brothers udlånsbøger, var der ingen af de øvrige store banker, der ville overtage den. Den amerikanske regering ville heller ikke, og så blev nøglen drejet om. Det havde den helt kontante betydning, at alle lån, der var givet til Lehman Brothers i princippet var låst fast, indtil fallitboet en gang af åre var gjort op – bankens kreditorer kunne få en beskedent del af deres tilgodehavende udbetalt.

Det medførte, at der opstod en akut mangel på likviditet på navnlig det amerikanske pengemarked, og nok så vigtigt, så betød kollapse af Lehman Brothers, at bankerne mistede tillid til hinanden. De turde slet ikke i samme omfang som tidligere låne til hinanden. Det betød at kreditpyramiden begyndte at skrumpes. Når de sædvanlige kreditkanaler tørrer ud, så må bankerne i stedet begynde at kalde nogle af deres egne lån tilbage. Det er en vanskelig proces, for de fleste virksomheder og husholdninger regner jo med, at selvom banklån kan opsiges, så bliver de automatisk forlænget. Det gjorde de ikke længere, så der udviklede sig en situation med kreditrationering og samtidig stigende renter, for de bankkunder der bevarede deres lån. Den finansielle krise i USA smittede hurtigt til EU da mange europæiske banker havde gjort sig afhængige af det amerikanske lånemarked. Finanskrisen blev også i Europa forstærket da en boligboble, der var blevet opbygget i en række lande, bristede.

2. Den økonomiske og beskæftigelsesmæssige krise (2009-

Den finansielle krise slog hurtigt over i en egentlig økonomisk krise, idet kombinationen af kreditrationering, højere lånerenter og boligkrise førte til et dramatisk fald i både det private forbrug og i de private erhvervs- og boliginvesteringer. Den økonomiske krise smittede næsten ligeså hurtigt fra USA til EU og videre til Asien via udenrigshandlen – både import og eksport styrtdykkede. De fleste industrialiserede lande oplevede et fald i BNP på 4-5 pct. med deraf følgende stigning i arbejdsløsheden. Hårdest ramt var USA. I EU var faldet i beskæftigelsen i første omgang noget mindre, fordi de offentlige budgetter er mere konjunkturunderstøttende. Falder beskæftigelsen, så øges de sociale udgifter automatisk, samtidig med at skatteindtægterne mindskes. Det er de såkaldte *automatiske stabilisatorer*, der er stærkest i de lande, hvor velfærdsstaten er mest udbygget. Men omvendt betyder denne automatiske stabilisering af efterspørgslen, at de offentlige

budgetter bliver ekstra belastet. I alle EU-landene oversteg budgetunderskuddet de 3 pct. af BNP, som under normale forhold er overgrænset for underskuddets størrelse.

Den økonomiske krise havde et i efterkrigstiden uset omfang. Regeringslederne i EU-landene enedes derfor om midlertidigt at suspendere Stabilitetspagten. Herved fik de enkelte lande mulighed for yderligere at bremse faldet i BNP og stigningen i arbejdsløsheden. Der blev med virkning for 2010 (og i mindre grad 2011) i en række lande vedtaget *vækstpakker*, der havde til formål at øge efterspørgslen navnlig gennem offentlige investeringer (og i mindre grad ved skattnedsættelse). EU-lande med egen valuta kunne også yderligere understøtte økonomien ved at lade valutakursen falde overfor euro. Den strategi benyttede bl.a. Sverige, Polen og Tjekkiet med en betydelig succes.

3. Den offentlige gældskrise (2010-

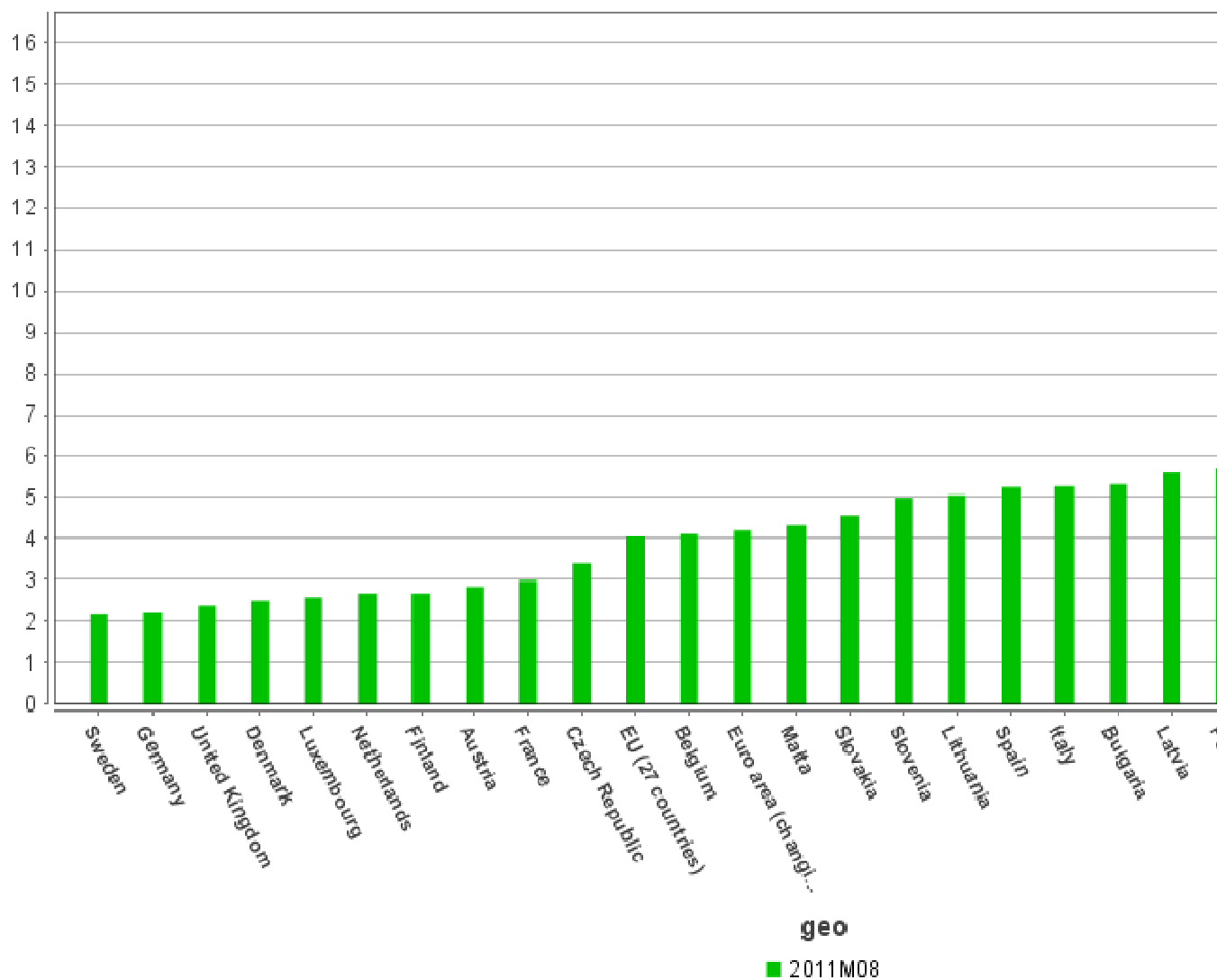
Konsekvenserne af den finansielle og økonomiske krise rammer ØMU-landene meget forskelligt. De har alle betydelige underskud på de offentlige budgetter og en gældsprocent, der overstiger 60 pct. af BNP, der er angivet i Stabilitetspagten (og gentaget i 'finanspagten'). Det helt afgørende forhold for udviklingen på de offentlige budgetter i de enkelte ØMU-lande er låneomkostningerne. Da disse lande ikke har deres egen centralbank, skal et offentligt underskud finansieres gennem salg af statsobligationer. De voldsomt stigende budgetunderskud betyder, at udbudet af statsobligationer øges, samtidig med at der opstår usikkerhed med hensyn til, om de lande med en i forvejen (for) høj stats- og udlandsgæld magter at forrente endsige tilbagebetale disse lån i fremtiden. Denne stigende usikkerhed smitter langsomt af på de enkelte landes obligationsrenter. Indtil 2007 havde der som nævnt næsten ingen forskel været. Det ændrer sig igennem 2008 og videre ind i 2009. Usikkerheden med hensyn til forrentning og tilbagebetaling forstærkes yderligere af den fortsatte udeblevne økonomiske vækst – navnlig i de lande, der har en svækket konkurrenceevne og store betalingsbalanceunderskud. Som det ses i figur 3 stiger renten voldsomt i Grækenland, Portugal og Irland og i noget mindre grad i Spanien og Italien; mens den falder i lande som Tyskland, Holland og Finland.

Fra den økonomiske teori vides det, at en finansieringsrente, der overstiger væksten i nationalproduktet (eller mere præcist i beskatningsgrundlaget) ikke er holdbar i længden. Overstiger renten den (langsigtede) økonomiske vækst, skal der løbende offentlige besparelser og/eller skatteforhøjelser til, for blot at undgå en stigning i budgetunderskuddet (og gældsprocenten i forhold til BNP). Set i lyset af de historiske erfaringer vil en rente, der overstiger 4-5 pct. p.a., være uholdbar. EU har som målsætning at holde inflation på ca. 2 pct. p.a. og håber på en realøkonomisk vækst på 2-3 pct. – hvilket i sig selv er meget optimistisk. Hertil kommer, at den mulighed, der foreligger for et land med egen valuta at gældskrisen gennem en forøgelse af det indenlandske pris- og lønniveau, ikke er en mulighed for et ØMU-land, hvor den overordnede inflation styres af ECB. Når gældproblemerne efter 2. verdenskrig hurtigt blev reduceret skyldtes det en kombination af hurtig realøkonomisk vækst i kombination med en prisstigningstakt på 4-6 pct. om året. En vækst i priser og lønninger, der ligger over ØMU-gennemsnittet har tværtimod den effekt, at konkurrenceevnen forringes, hvilket har en negativ effekt på eksport og realvækst.

Det betyder, at det i dag er urealistisk at forvente en samlet vækst i BNP (realvækst plus pristigning) på 4 pct. om året. Så overstiger renten på statsobligationer dette niveau er der en overhængende fare for at havde i 'gældsfælden'. Det var den direkte årsag til at panikken begyndte at brede sig, at renten på statsobligationer i de sydeuropæiske lande nærmede sig 5 pct. Grækenland, Portugal og Irland søgte bistand, da renten nåede 7 pct. p.a., som var åbenbart uholdbart.

Figur 2. Renten på 10 årige statsobligationer, efteråret 2011

Long term government bond yields
Monthly average (NSA)



Note: De høje renter for Grækenland, Portugal og Irland er de renter, der gælder for handel med allerede udstedte obligationer. ØMU-lånet til disse tre lande har gjort, at de ikke frem til 2013 behøver at låne på markedsmæssige vilkår, men til en af EU fastsat rente på ca. 5½ pct.

Den akutte gældskrise i Grækenland blev søgt afhjulpet gennem et ØMU-lån fra European Financial Stability Fund (EFSF) på €110 mia., hvilket løste den græske regerings likviditetsproblemer i første omgang. I efteråret 2011 måtte Grækenland dog have forhøjet sit lån med yderligere €90 mia. Lånebetingelserne blev udarbejdet i fællesskab med IMF og omfattede dels krav til reduktion af det offentlige budgetunderskud dels krav om omfattende reformer af arbejdsmarked og pensionssystemer samt frasalg af offentlig ejendom. Det andet lån havde som forudsætning bl.a. at begge de to største partier trådte ind i en samlingsregering under ledelse af en af IMF udpeget teknokrat. Portugal og Irland måtte tilsvarende acceptere vilkår for lån, der fastlagde omfattende og detaljerede krav til reduktion af offentlige udgifter og øgede indtægter.

4. Den europæiske bankkrise (2011-

Det er de europæiske banker, der har købt den helt overvejende del af de statsobligationer, der har været udbudt i 2000'erne. Her har specielt banker i de lande, der har et betalingsbalanceoverskud været særligt aktive; for de havde et opsparingsoverskud, der skulle placeres bedst muligt. Indtil 2007 blev alle statsobligationer anset for at være 'gode' papirer. Da renten på navnlig de sydeuropæiske obligationer begyndte at stige, kunne mange banker ikke dy sig og fortsatte med at købe disse statspapirer nu til en – troede de – fordelagtig kurs (og rente op mod 10 pct.). Det var en meget lukrativ forretning for bankerne, for disse statsobligationer kan benyttes som sikkerhed, når bankerne låner i ECB til en i dag meget lav rente – blot 1 pct. Det minder lidt om 'Eggerød Bank' – da disse statsobligationer, navnlig de græske, er fortsat med at falde i kurs. Det betyder, at værdien af de private bankers finansielle aktiver er faldet igennem 2011, hvilket har udhulet deres egenkapital.

I de større europæiske banker er egenkapitalen i gennemsnit kun på 5 pct. af de samlede aktiver – hvilket betyder at flere af disse banker nu også vakler på fallittens rand. Et yderligere kursfald på statsobligationer og egenkapitalen vil være væk – en situation svarende til den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers situation i efteråret 2008. EU-kommissionen har stillet krav om, at alle banker inden juli 2012 skal have bragt deres egenkapital op på 9 pct. af aktivmassen. Det er en næsten umulig opgave at løse, så længe statsobligationerne falder i værdi. Bankerne har i øjeblikket meget svært ved at rejse ny egenkapital, da der er stor usikkerhed med hensyn til deres fremtidige solvens – og adskillige bankers kreditværdighed er således også blevet nedgraderet af ratings-bureauerne. Hvis bankerne skal opfylde kravet om en styrket egenkapital må de mindske omfanget af deres almindelige udlån (eller sælge ud af deres beholdning af statsobligationer med et betydeligt tab), hvilket fører til kreditrationering, som vil bremse væksten i den private sektors økonomi.

ØMUen og veje ud af krisen

Det europæiske establishment repræsenteret ved EU-kommissionen, statsledere i ØMU-landene og EU-forskere, er stort set alle af den opfattelse, at et helt eller delvist sammenbrud af ØMUen vil have katastrofale konsekvenser – økonomiske og (måske navnlig) politiske³.

1. Finanspagten ('Merkozy-planen')

Alle de fremlagte officielle redningsplaner for ØMU-samarbejdet har derfor haft den præmis, at euroen bør reddes (næsten for enhver pris). Disse planer er blevet understøttet af en stribe analyser, der alle er mundet ud i den konklusion, at det ikke er selve ØMU-konstruktionen, der er noget galt med; men det er derimod medlemslandenes manglende overholdelse af de fælles regler, bl.a. indeholdt i stabilitetspagten, der er hovedårsagen til krisen. Her er navnlig Grækenland blevet fremhævet som eksemplet på et land, der i årevis har haft et for stort budgetunderskud, som ydermere delvist er blevet holdt uden for de officielle statistikker. En sådan politisk adfærd kan intet

³ Der er meget politisk kapital og prestige forbundet med udviklingen i et lands valuta. Værdien af valuta holdes ofte op som et spejl for den økonomiske politiks succes. Begreber som en 'stærk' og en 'svag' valuta benyttes i flæng. Hvor der følger politisk prestige med i kølvandet på et valuta, der stiger i værdi – uanset at det svækker erhvervslivets konkurrenceevne. Omvendt omtales en valuta, der falder i værdi, hånligt som en 'svag' valuta – uanset at det styrker erhvervslivets eksportmuligheder. Forståelsen af disse sammenhænge er dog så småt ved at ændre sig bl.a. på grund af den vellykkede krisepolitik i Sverige, delvis båret igennem ved hjælp af en 'svag' svensk krone. Tysklands succes i sin krisehåndtering er ligeledes blevet lettet af, at euro'ens internationale værdi er lav set i forhold til det tyske omkostningsniveau. Den fælles valuta har således bidraget til at styrke det tyske erhvervslivs konkurrenceevne på de internationale markeder.

økonomisk system gardere sig imod. Det er vel snarere afdelingen for økonomisk kriminalitet og kreativ bogføring, der bør sættes ind – da en ændring af EU-traktaten næppe kan løse sådanne problemer. Ligesom det snarere er en græsk rigsret, der skal dømmes i denne sag end det er en sag for EF-domstolen.⁴

Det af Angela Merkel og Nicolas Sarkozy fremlagte forslag til traktatændring er primært begrundet i antagelsen om, at det er nogle få ØMU-landes for store underskud, som er problemet. Derfor skal en overtrædelse af Stabilitetspagten straffes hårdere end hidtil. For hvis bare de offentlige underskud kommer under kontrol, så vil ØMU-konstruktionen være fejlfri. Kravet i den fremlagte finanspagt er, at alle deltagende lande skal indskrive i den nationale grundlov, at det er forfatningsstridigt at have en underskud på de offentlige finanser, der på noget tidspunkt overskrider 3 pct. af BNP og i gennemsnit over en konjunktur-cyklus skal de offentlige finanser stort set være i balance (der er fastsat en grænse for underskuddet på ½ af BNP).

Dette forslag er i direkte modstrid med de historiske erfaringer. Glemte synes det at være, at både Tyskland og Frankrig havde et budgetunderskud i 2003-05, der oversteg tre procent. Var det et udtryk for uansvarlig omgang med offentlige midler? Det var snarere et spejlbillede af den meget store opsparring i den private sektor. Historien gentog sig – som beskrevet ovenfor i 2009-10, hvor både privat forbrug og private investeringer faldt og efterlod tysk (og fransk) økonomi med et betragteligt opsparringsoverskud i den private sektor. Denne ubalance i den private sektor kan ikke afhjælpes af offentlige besparelser endelige skatteforhøjelser – tværtimod vil det blot uddybe den realøkonomiske krise og øge arbejdsløsheden yderligere.

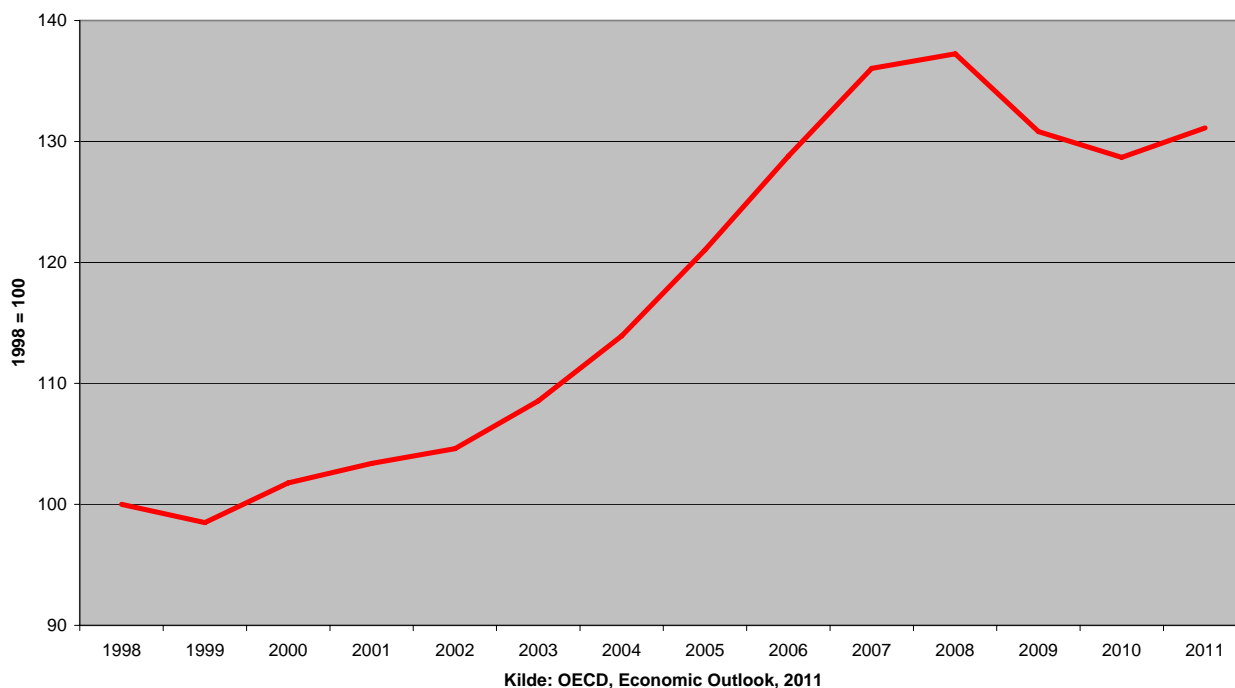
2. Lande med betalingsbalanceoverskud bør ekspandere efterspørgslen

Det er langt mere relevant at undersøge, hvorfor Spanien er kommet i så dyb krise? Indtil 2007 overholdt Spanien Stabilitetspagten til punkt og prikke. Alligevel er renten på spanske obligationer faretruende tæt på et niveau, der kan få gældsfølden til at klappe i. Spaniens problem er den store gældsætning til udlandet og den stærkt svækkede konkurrenceevne. Det spanske omkostningsniveau ligger, som det ses i figur 3 i dag ca. 30 pct. over det tyske – og der er på trods af den tårnhøje spanske arbejdsløshed på 23 pct. ikke udsigt til at lønomkostningerne vil nærme sig det tyske niveau – hertil er der for store forskelle i produktivitet, produkt-mix og strukturen af arbejdsmarkedet.

Den høje arbejdsløshed har medført ekstra røde tal for de offentlige budgetter. De besparelser, som skiftende regeringer har gennemført, har kun givet beskedne budgetforbedringer; underskuddet er stadig stort – ikke mindst på grund af de store og stigende renteudgifter, samtidig med at arbejdsløsheden er steget. Det er svært at se, hvorledes Spanien ved egen kraft skulle kunne genstarte den økonomiske vækst. ØMU-samarbejdet burde indeholde nogle fælles regler, der sikrede, at lande med et betalingsbalanceoverskud var forpligtede til at nedbringe deres overskud. En måde hvorpå Tyskland kunne nedbringe sit overskud ville være ved at øge den indenlandske efterspørgsel – forbrug og/eller investeringer, hvilket IKKE ville være en omkostning for den tyske samfundsøkonomi. Alternativt har det været nævnt, at de tyske arbejdsgivere kunne være lidt mere rundhåndede ved overenskomstforhandlingerne; men her skal det ikke overses, at de tyske virksomheder også er i international konkurrence, hvilket kunne skade den tyske eksport på verdensmarkedet uden det automatisk kom den spanske (eller andre ØMU-lande) til gode.

⁴ Det ville svare til, at en evt. dansk gældskrise blev søgt forklaret med overforbruget i Farum Kommune.

Omkostningsudviklingen i Spanien i forhold til Tyskland



Figur 3 viser konkurrenceevnen i det spanske erhvervsliv i forhold til det tyske målt ved produktivitetskorrigerede lønomkostninger.

Men kan det anbefales, at den tyske regering øger sine udgifter i en situation, hvor der er et budgetunderskud og den offentlige gæld er på ca. 80 pct. af BNP? Her bør der lyttes til f.eks. Paul Krugman (2012), der netop påpeger, at så længe et land har overskud på betalingsbalancen må et offentligt underskud pr. definition modsvares af et **overskud** i den private sektor af mindst samme størrelse. Tysk økonomi har således de penge, der skal til for at øge efterspørgslen. De skal blot aktiveres – hvilket kan ske på forskellig vis uden at bringe den samfundsøkonomiske balance i fare, så længe der stadig er en betydelig arbejdsløshed i Tyskland.⁵

3. Etablering af en egentlig føderal struktur

Hvorfor tales der aldrig om, at der er ubalance i betalingerne mellem f.eks. region Sjælland og Fyn? Og kun uhyre sjældent om, at det er urimeligt, at der skal være balance på de kommunale budgetter? Det skyldes primært, at både regioner og kommuner indgår i en føderal politisk struktur med en central regering, der har magt til at omfordele indkomster mellem regioner og mellem kommuner på en sådan måde, at der overføres ressourcer fra velhavende og fremgangsrigge dele af kongeriget til mindre velstillede, f.eks. Bornholm, Lolland og ikke at forglemme Færøerne og Grønland. Herigennem sikres det, at ingen del af det politiske fællesskab lades i stikken, hvis krisen rammer forskelligt.

Den mulighed foreligger ikke i dag inden for ØMUen endsige inden for EU under ét. I forbindelse med ØMU-krisen har der været røster fremme, der har argumenteret til fordel for

⁵ En fuldstændig parallel argumentation kunne fremføres til fordel for et højere dansk aktivitetsniveau. Der er et betydeligt overskud på betalingsbalancen – den private sektor, navnlig pensionskasserne, har et opsparings**overskud**, som med fordel kunne aktiveres i og med der også i Danmark er en betydeligt arbejdsløshed.

etablering af en form for føderal struktur, der ville kunne sikre et større tilskud til lande (eller måske også regioner), der rammes særligt hårdt af en økonomisk krise. Men føderalisterne har svært ved at vinde gehør for deres forslag af flere årsager.

For det første er der i dag ikke en tilstrækkelig demokratisk legitimitet knyttet til EU's institutioner, til at de med et sikkert politisk mandat vil kunne gives direkte beslutningsret over et endnu større budget. I dag er EU's budget på ca. 1 pct. af af medlemmernes samlede BNP svarende til ca. €200 mia., hvilket slet ikke er tilstrækkeligt til at dække de tab, der måske opstår, hvis en egentlig statsbankerot måtte indtræffe i et af ØMU-landene. For det andet vil det være vanskeligt for gruppen af meget mindre velstillede østeuropæiske lande at skulle lægge ryg til store overførsler til f.eks. Grækenland der er væsentligt rigere, jfr. figur 1.

En noget mindre ambitiøs plan, men stadig med et føderalt indhold, er forslaget om udstedelse af *euro-bonds*. Idéen er, at samtlige ØMU-landes regeringer skal stå som udstedere af (og dermed garanter for) disse euro-obligationer. Hvis et af landene må træde i betalingsstandsning, så bliver de øvrige lande forpligtede til at træde til og dække underskuddet. Fordelen ved disse euro-bonds er, at et ØMU-lands regering kan låne med sikkerhed i de øvrige landes samlede betalingsevne. Det vil indebære, at kreditværdigheden bag disse euro-obligationer vil være meget høj sammenlignet med situationen for de sydeuropæiske statsobligationer. Men en så fordelagtig finansieringsmodel for de mindre kreditværdige lande må følges op med skærpede regler for, hvilket underskud der kan accepteres. I dette tilfælde giver en form for overgrænse på gældens størrelse mening. Hvis finanspagten havde indeholdt et sådant forslag om euro-bonds, ville den have været langt mere acceptabel for de gældsplagede lande; men ville omvendt have stødt på en betydelig modstand fra ikke mindst Tyskland, der ved denne konstruktion vil se sine egne lånebetingelser blive forringet.

4. 'Keynes-planen'

Den økonomiske situation i EU er meget alvorlig. Der er udsigt til et 2012 med nul-vækst eller ligefrem faldende produktion i adskillige lande – specielt de der er hårdest ramt af ØMU-krisen. Det bringer minder om situationen i 1930'erne, lige efter afslutningen på 2. verdenskrig og krisen i 1970'erne. Alle førte dramatiske forandringer med sig på den økonomisk politiske arena. Pladsen tillader ikke en mere detaljeret gennemgang af disse kriseforløb – men det hører med til historien, at navnet på den britiske økonom John Maynard Keynes er uløselig forbundet med diskussioner af, hvorledes makroøkonomisk ubalance mindskes. Hans hovedkonklusion er, at en tilpas reguleret markedsøkonomi er opskriften på fortsat økonomisk velstand (og velfærd). Hans argumentation er, at de økonomiske systemer løbende skal tilpasses ændrede strukturer, intet system har evig gyldighed. Den historiske kontekst ændrer sig og det økonomiske system må tilpasses de ændrede vilkår. Han var i mellemligstiden dybt skeptisk over for genindførelsen af guldstandard med faste valutakurser og fri kapital im- og eksport. Denne erfaring benyttede han ved udformningen af efterkrigstidens internationale valuta- og betalingssystem.

Keynes advarede mod helt faste valutakurser, erfaringen fra guldstandard havde afskrækket ham. De enkelte lande vil over en længere årrække uvægerligt udvikle sig forskelligt. De har derfor behov for at kunne tilpasse deres omkostningsstruktur til ændrede vilkår, navnlig i krisetider. Så derfor skal valutakurser være i princippet faste, som vi også kender det fra dansk fastkurs-politik; men valutakursen skulle ikke være mere fast, end at den bør kunne ændres efter gensidig overenskomst, når landenes indbyrdes konkurrenceevne er kommet helt ud af takt, jfr. figur 3. I en sådan situation har begge lande en interesse i, at valutakursen fastsættes på et nyt niveau, hvor der er en bedre paritet i landenes økonomiske formåen. Samtidig sikrer en sådan aftale om gensidighed, at der ikke udvikler sig en situation med konkurrerende

valutakursnedskrivninger/devalueringer, der i sidste ende vil være til skade for alle deltagende lande. Det er efter 12 år blevet åbenbart, at ØMU-konstruktionen mangler en sådan tilpasningsmekanisme. Landene er omkostningsmæssigt låst fald, hvilket i længden har vist sig uholdbart.

Dernæst advarede Keynes mod ubegrænset spekulation. Hans forslag efter 2. verdenskrig var at begrænse omfanget af international spekulation gennem kapitalkontrol. Hans argument er ganske simpelt: at ureguleret international spekulation begrænser de enkelte landes mulighed for at forfølge den økonomiske politik, der vil kunne sikre fuld beskæftigelse og prisstabilitet i de enkelte, men ofte meget forskellige lande. Der er ikke 'én økonomisk politik, der er den rigtige for alle lande'.⁶

I dag frygter selv de store landes regeringschefer 'markedets reaktion' på politiske forslag. De europæiske politikere er i en vis forstand til eksamen, hver gang der stilles et forslag til løsning af ØMU-krisen. Hvis 'markederne' ikke kan acceptere eller ikke finder det stillede forslag troværdigt, så er der kontant afregning i form af kursfald og rentestigning. Den situation kunne ændres, hvis der blev genindført elementer af kapitalkontrol, hvilket ville have en helt umiddelbar stabiliserende effekt på de europæiske kapitalmarkeder. Desuden kunne man give den europæiske centralbank større magt til gennem opkøb af obligationer at sikre en rente, der så nogenlunde afspejlede den mulige fremtidige vækst, og derved bidrage til, at gældsfølder ikke klapper i omkring de svageste ØMU-lande. I dag spekulerer finansmarkederne direkte i en græsk statsbankerot, der vil udløse gigantiske erstatningsbeløb til de kapitalfonde, der aktivt har spekuleret i en sådan statsbankerot.

Er det rimeligt, spurgte Keynes allerede i 1936, at 'serious business has become a victim of speculative purposes? Et af de forslag Keynes stillede i den sammenhæng udover international kapital kontrol, var indførelse af en afgift på spekulative transaktioner, for herigennem at begrænse spekulationens omfang. Et forslag der på mange måder minder om det der netop nu forhandles i EU-regi under betegnelsen en 'Tobin-skat' på finansielle transaktioner. En gennemførelse af Keynes-planen ville kræve en delvis tilbagerulning af ØMU-projektet. Det vil kræve en erkendelse af, at idéen med én fælles europæisk valuta er blevet søgt realiseret for tidligt i Europas historie. De europæiske økonomier er (endnu?) ikke tilstrækkeligt ens til at de kan undvære muligheden for at gennemføre diskretionære tilpasninger i omkostningsniveau. Det ville kræve en tilbagevenden til Det europæiske monetære system (EMS'en) som var i funktion i 20 år fra 1979-1999 og stadig eksisterer i rudimentær form for nogle få EU-lande med egen valuta, men med en fast euro-kurs.

EMSen var bestemt heller ikke et perfekt, der var adskillige EMS-kriser, der dog alle blev overvundet. Blandt svaghederne ved EMS'en kan nævnes fraværet af regler for, hvornår et land har ret/pligt til at justere sin valutakurs og med hvor meget. Det var konstant til diskussion og var med til at give spekulanterne friere spil. EMSen kom op gennem 1980erne under stigende pres, idet den internationale kapitalkontrol blev afviklet. Det gav de finansielle 'markeder' en ny og næsten ubegrænset magt, som satte EMSen under pres i 1992/93 – et pres som dog aftog da udsvingsmargenerne omkring centralkursen blev udvidet fra hidtil +/- 2¼ pct. til +/- 15 pct. Herved blev de tilladte udsving gjort så store, at de internationale kapitalfonde ikke kunne gennemtvinge en ændring af centralkursen. Om de ville kunne det i dag er svært at spå om, så en form for kontrol med spekulativ kapital må fortsat anbefales.

⁶ 'one size fits all countries' er en illusion. Derfor bør de enkelte lande ikke afgive deres økonomisk politiske instrumenter og heller ikke overlade rente- og valutakursdannelse til de internationale spekulanter. Så længe landene er forskellige i økonomisk strukturer og politisk prioritering kan de med fordel bevare deres suverænitet gennem en international regulering af finansielle kapitalstrømme.

Hvor omfattende tilbagerulningen af ØMUen i givet fald bør være, vil kræve nøje studier. Det er åbenbart af de fleste af de sydlige periferi-lande vil være kandidater til at få deres egen valuta igen: euro-drakme, euro-lire, euro-peseta etc. Omvendt ville det være en mulighed, at de nordeuropæiske lande med overskud på betalingsbalancen kunne bevare en fælles valuta: Tyskland, Holland, Østrig og måske Finland. Hvor Frankrig vil placere sig i en sådan tilbagerulningsproces, er overvejende et politisk spørgsmål. En diskussion, som jeg ikke skal foregribe her.

I dag forekommer Keynes-planen ikke realistisk i en europæisk kontekst. Den politiske opinion er endnu ikke moden til at gennemføre en så radikal ændring i valutasamarbejdet, idet den dominerende diskurs fortsat (et stykke tid) vil være 'save the euro'. Men i og med Grækenland efter sigende i november 2011 blev truet med at blive 'smidt ud af ØMUen', hvis den annoncerede folkeafstemning ikke blev aflyst, så er katten sluppet ud af sækken. At deltagerkredsen i ØMUen kan reduceres er ikke længere en diskussion på det spekulative overdrev; men derimod et forløb, der kan blive en realitet. Og så er det man spørger, hvordan skal en sådan exit gennemføres i praksis? Her burde EU-kommissionen ikke som nu stikke hovedet i busken og sige 'ikke, se; ikke høre; ikke tale'. For en eventuel ØMU-exit burde ske under ordnede forhold, så det/de i forvejen gældsplagede land(e) ikke lades i stikken. Spørgsmålet er, hvor langt den europæiske solidaritet rækker i sådanne ekstraordinære situationer. Et spørgsmål, som få politiske beslutninger tør stille offentligt, da det kan sætte en ukontrollabel spekulationsbølge i gang; men forhåbentlig er spørgsmålet allerede blevet stillet bag lukkede EU-døre – i erkendelse af, at den foreslåede 'finanspagt' næppe vil blive det sidste forsøg på at løse ØMU-krisen.

Afslutning

'Det er svært at spå, navnlig om fremtiden'. Det gælder også inden for samfundsvidenskab. Men når det er sagt, så var ØMUens indbyggede svagheder allerede fra etableringen, så åbenbare, at det førte til mange advarsler fra uafhængige økonomer.

ØMU-krisen måtte komme, når omkostningsforholdene i de deltagende lande var blevet for store. Ubalancen i ØMU-samarbejdet viste sig i form af stigende betalingsbalanceunderskud i de sydeuropæiske lande, som førte til en deraf afledt opbygning af udlandsgæld. Gælden svækkede underskudslandenes modstandskraft, hvilket forstærkedes, da den økonomiske krise skyllede ind over Europa fra efteråret 2008.

Krisen manifesterede sig i en meget forskellig udvikling i arbejdsløsheden mellem landene. Underskudslandene oplevede en voldsom stigning i arbejdsløsheden, der forøgede presset på de offentlige budgetter og gældsætningen.

Finansieringen af den offentlige gæld viste sig at blive mere og mere omkostningsfyldt. Der blev aktivt spekuleret i en statsbankerot i flere af de sydeuropæiske lande. En spekulation, som etableringen af den europæiske finansielle stabiliseringsfond i 2010 midlertidigt dæmmede op for.

Men gælden vokser stadig i de sydeuropæiske lande. Det har vist sig vanskeligere end først antaget at spare sig til balance på de offentlige budgetter. Den negative påvirkning af den økonomiske vækst, gør det særlig vanskeligt at reducere budgetunderskuddet, arbejdsløsheden og den offentlige gæld.

De udeblevne resultater har fået EU-kommissionen til efter aftale med Angela Merkel og Nicolas Sarkozy at stille forslag om en 'finanspagt'. Her stilles der krav om, at ØMU-landene skal indskrive i deres nationale forfatning, at der skal være balance på de offentlige budgetter, og at manglende balance kan udløse betaling af bøder til EU.

Det åbne spørgsmål er, hvad fremtiden vil bringe; for selv med vedtagelsen af finanspagten vil de iboende svagheder i ØMU-konstruktionen bestå. En meget rigid tolkning af

stabilitetspagten, som der er lagt op til i finanspagten vil blot forstærke disse svagheder, idet der ikke i tilstrækkeligt omfang tages hensyn til de nationale forskelligheder. Det betyder at de allerede i dag eksisterende spændinger – primært mellem nord og syd efter al sandsynlighed vil forstærkes, hvilket vil kræve langt mere dybgående reformer i fremtiden. Om karakteren og omfanget heraf kan der kun gisnes, men spørgsmålet burde allerede nu underkastes en grundig analyse.

Litteratur.

Davidson, Paul (1982) *International Money and the Real World*, London: Macmillan

Davidson, P. (2009) *The Keynes Solution*, Cheltenham: Edward Elgar

De Grauwe, Paul (2007), *Economics of Monetary Union*, 7th ed. Oxford: Oxford University Press

DIIS, (2008), *De danske forbehold over for Den europæiske Union – udviklingen siden 2000*, København: eget forlag

DUPI, (2000), *Udviklingen i EU siden 1992 på de områder, der er omfattet af de danske forhold*, København: Dansk Udenrigspolitisk Institut

Hoffmeyer, Erik (2005) *Den politiske historie om den økonomiske og monetære union*, Odense: Syddansk Universitets Forlag

Issing, Otmar m. fl. (2001) *Monetary Policy in the Euro Area, Strategy and Decision Making at the European Central Bank*, Cambridge: Cambridge University Press.

Jespersen, Jesper (2000) *Særudtalelse i tilknytning til rapport fra Rådet for europæisk politik*, Århus: Forlaget System

Jespersen, Jesper (2002) *Why so much macroeconomic disagreement on the EMU?* i festskrift til Victoria Chick, redigeret af Phillip Arestis, Sheila Dow og Megnad Dessai, London Routledge, 2001

Jespersen, Jesper (2004) *The Stability Pact: a Monetary Straitjacket* i 'The Price of the Euro' redigeret af Jonas Ljungberg, Basingstoke: Palgrave

Jespersen, Jesper (2005) *Exchange Rate Arrangements and EU Enlargement*, in Louis-Philippe Rochon & Sergio Rossi (eds.), *Monetary and Exchange Rate Systems – a Global View of Financial Crises*, Cheltenham: Edward Elgar

Jespersen, J. (2008) *Dansk Valutakurspolitik i et ØMU-perspektiv*, København: NyAgenda

Krugman, P. (2012) *Nobody Understands Debt*, New York Times, 1st January

Mundell, Robert (1961) *A Theory of Optimal Currency Areas*, American Economic Review, 51

Mundell, Robert (1973) *Uncommon Arguments for Common Currencies*, in Harry Johnson & A. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, London: Allan & Unwin

Nedergaard, Peter (2008) *ØMU'en – en solid succes*, Udsyn (udgivet af dansk udenrigspolitisk selskab)

Ordliste:

ØMU-relaterede begreber

Konvergenskriterierne: 4 økonomiske krav, der skal opfyldes af de lande, der bliver optaget i euroområdet:

1. *Prisstabilitet:* Inflationstaksten i det pågældende land må ikke overstige inflationstaksten i de tre medlemsstater, der har opnået de bedste resultater mht. prisstabilitet, med mere end 1,5 pp.
2. *Holdbare offentlige finanser:* Det årlige offentlige underskud må ikke overstige 3 pct. af BNP i det pågældende land. Ligeledes må den offentlige gælden ikke udgøre mere end 60 pct. af BNP.
3. *Valutaudviklingen:* Den omhandlede valuta må ikke være blevet devalueret i forhold til euro igennem to år.
4. *Udviklingen i den lange rente:* Det pågældende land må ikke inden for et år have haft en gennemsnitlig langfristet nominel rentesats, der overstiger den tilsvarende rentesats i de tre medlemsstater, der har opnået de bedste resultater mht. prisstabilitet, med mere end 2 procentpoint.

Stabilitets- og vækstpagten: et regelsæt, der fastlægger en række spilleregler for eurolandene. Herunder; deres maksimale budgetunderskud (3 pct. - underskudskvotienten) og statsgæld (60 pct. – gældskvotienten) i forhold til landets BNP. Disse regler er ligeledes gældende i konvergenskriterierne. Stabilitets- og vækstpagten blev implementeret i 1997.

Finanspagten er en opstrammet udgave af Stabilitets- og vækstpagten, idet enhver overtrædelse vil medføre en ubetinget bødebetalning til EU

European Financial Stability Facility (EFSF) en 'lånekasse', som ØMU-landenes regeringer har garanteret og som administreres i samarbejde med IMF. Her kan gældsplagede ØMU-lande søge at opnå lån, hvis de er villige til at underkaste sig en form for økonomisk administration bestemt af IMF omfattende offentlige besparelser og skatteforhøjelser.

Eurobonds er obligationer, som udstedes af EU og som regeringerne i ØMU-landene kan benytte til at finansiere et budgetunderskud eller refinansiere allerede eksisterende gæld. Alle ØMU-landene skal stå som debitorer og dermed garantere at lånene bliver betalt tilbage. Disse obligationer vil have en rente, som afspejler den gennemsnitlige rente, hvilket betyder, at bl.a. Tyskland skal betale en (lidt) højere rente, hvorfor idéen har mødt betydelig modstand her.'

Penge/valuta/finanspolitiske begreber:

Fast valutakurs: vil sige, at den nationale valutakurs er bundet i et fast forhold til en (eller flere) valutaer. For Danmarks vedkommende vil det sige, at Nationalbanken er forpligtet til at sikre, at den danske krone ikke divergerer med mere end +/- 2,25 pct. i forhold til euroen. Dette gøres enten ved at købe/sælge af valutareserven eller ved at hæve/sænke diskontoen. I dag er den danske rente lavere end den tyske, som udtryk for, at valutareserven er steget ganske betydeligt på grund af kapitalindstrømning.

Flydende valutakurs: vil sige, at den nationale valutakurs overvejende er bestemt af markedskræfterne.

Prisstabilitet: vil sige, at pengene bevarer deres værdi. ECB's primære formål er at sikre en prisstabilitet i eurolandene, hvor priserne – samlet set - ikke stiger med mere end knap 2 procent.

Devaluering/depreciering: valutaens værdi falder i forhold til euro. Den svenske kronens værdi faldt i kølvandet på finansieringskrisen i efteråret 2008, hvorved det bliver billigere at producere i Sverige sammenlignet med euro-landene, hvilket førte til øget eksport og mindsket import. Dette gav en positiv beskæftigelseseffekt og en forbedring af betalingsbalancen.

Intern devaluering: en langsommere omkostningsudvikling i et af landene i en monetær union. Det giver en konkurrencemæssig fordel, hvilket bl.a. Tyskland har draget fordel af.

Revaluering/appreciering: valutaens værdi stiger i forhold til euro. Det gjaldt for f.eks. Schweizer francen, hvilket svækker konkurrenceevnen og derfor har negative konsekvenser for betalingsbalancen og beskæftigelsen.

Intern revaluering: en hurtigere omkostningsudvikling end hos samhandelslandene, hvilket har en række negative konsekvenser, som det er blevet oplevet i Sydeuropa igennem de seneste ti år.

Finanspolitik: ændringer i offentlige indtægter og udgifter med det formål at påvirke udviklingen i produktion og beskæftigelse.

Automatisk budget-stabilisator beskriver det forhold, at der i en lavkonjunktur med stigende arbejdsløshed automatisk vil ske en forøgelse af de offentlige sociale udgifter og en reduktion af det beløb, der bliver indbetalt som kildeskat.

Pengepolitik: Ændringer i centralbankens udlånsrente, køb (og salg) af statsobligationer med henblik på at påvirke den lange obligationsrente, ændrede likviditets- og solvenskrav til de private banker

Kapitalkontrol knytter sig primært til finansielle transaktioner henover lande-/valutagrænser. De blev alle stort set afskaffet i 1980'erne; men er bl.a. blevet genindført i Island som led i landets krisestyring og beskyttelse mod udenlandsk spekulation

Tobin-skat er en afgift på finansielle transaktioner, der skal gøre det mere omkostningsfyldt at foretage spekulation i kursudviklingen for finansielle aktiver af forskellig karakter (Aktier, obligationer, valuta og såkaldte 'derivater').

Makroøkonomiske skoler:

Neoklassisk teori: udviklet i slutningen af det 19. århundrede baseret på metodisk individualisme, market-clearing og generel ligevægt.

Euro-monetarisme: en særlig variant af neoklassisk teori, der antager at en fælles valuta i flere lande er forenelig med makroøkonomisk ligevægt, hvis blot de offentlige budgetter er i balance. En teori, der endnu ikke har kunnet eftervises at have gyldighed i praksis

(Post-) Keynesiansk teori: udviklet i midten af 1930erne af John Maynard Keynes. Efter Keynes' død i 1946 blev den keynesianske skole benævnt den post-keynesianske skole. Teoriretningen er baseret på antagelsen om at fundamental usikkerhed og effektiv efterspørgsel spiller en afgørende rolle for den makroøkonomiske udvikling i de enkelte lande, hvorfor det vil være umuligt at kunne forene fuld beskæftigelse, ligevægt på betalingsbalance for alle lande, der deltager i en monetær union.