

# Krisen i eurozonen: historien om en forudsigelig krise<sup>1</sup> – der kunne have været undgået

**Henrik Plaschke**

Lektor, Institut for Statskundskab, Aalborg Universitet

Krisen i eurozonen er et resultat af strukturelle svagheder og ophobede spændinger. Statsgældskrisen er et resultat af disse snarere end deres årsag. EU-systemets håndtering af disse svagheder og spændinger har bidraget til at udbyde og forværre krisen fremfor at løse den.

## Indledning

Den stadigt accelererende udvikling af krisen i eurozonen forekommer at følge en næsten forudsigelig form for tragisk forløb. Krisens rødder har været velkendte for uafhængige og oplyste iagttagere, men advarsler og påpegnings af fremvoksende spændinger er blevet ignoreret – såvel af politiske beslutningstagere som af mainstream forskere og formidlere.<sup>2</sup> Krisen har dybe strukturelle rødder – i den globale politiske økonomi og dennes modsætninger samt ikke mindst i opbygningen af eurozonens funktionsmåde, der rummer en række grundlæggende svagheder og mangler.

Var og er eksperimentet – en fælles mønt for eurozonen – dømt til at mislykkes? Mens eurozonens politikformuleringer<sup>3</sup> i enkelte tilfælde har forholdt sig til reelle problemer og i et vist omfang afbødet virkningerne af den finansielle instabilitet, må det generelt set konstateres, at eurozonens politikker har bidraget til at sprede krisen til stadig flere dele af den øvrige eurozone, samt til at udbyde og forværre Grækenlands i forvejen alt andet end ubetydelige egne problemer. Men de strukturelle ubalancer og finansielle spændinger, der har manifesteret sig i eurozonen inden for de sidste par år, kunne have været håndteret anderledes. Og formodentlig også med andre resultater.

Med andre ord: en annonceret og ganske forudsigelig krise, der måske kunne have været undgået – og som i hvert fald kunne håndteres anderledes. Men ideologi, interesser og selvvalgt blindhed har stillet sig i vejen og gør det i betydeligt omfang tilsyneladende fortsat.

## Den finansielle krise som systemkrise

Da den finansielle slog krise begyndte at slå igennem i slutningen af 2007 (de første åbenlyse tegn) og op gennem 2008, hvor en likviditetskrise udviklede sig i efter sommeren i forbindelse med krakket i den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers, var forståelsen for krisens grundlæggende strukturelle karakter ikke videre udbredt. Ofte blev krisen set som forårsaget af politikfejl i USA (en for slap kreditpolitik) eller – i en lidt mindre primitiv udgave – som forårsaget af grådighed fra den finansielle sektors side. Men de sidste 4-5 års udvikling har vist, at krisen er mere alvorlig end først antaget, ligesom vi i dag står over for det tilsyneladende paradoks, at en krise, der synes at have sit udspring i den amerikanske økonomi (finanssektoren og boligsektoren), nu rammer Europa langt kraftigere end USA. Hvorfor?

Lad os kort se på de vigtigste strukturelle rødder til finanskrisen. Den aktuelle krise er ikke „kun“ en finansiell krise eller en gældskrise. Disse er blot faser i en strukturel krise, der berører dybereliggende strukturer og processer i den aktuelle kapitalistiske økonomi – globalt, regionalt og nationalt – og som ikke mindst hænger sammen med en række grundtræk i de senere års samfundsøkonomiske forandringsprocesser. Der kan især peges på betydningen af følgende forhold:<sup>4</sup>

*For det første* den finansielle sektors voksende økonomiske, politiske og kulturelle betydning – *finansialisering*

kan vi kalde det med et hverken smukt eller mundret udtryk. Finansialiseringen favoriserer kortsigtede rentabilitetshensyn frem for langsigtede vækstperspektiver, og den implicerer en skævvridning af samfundsøkonomiske ressourcer til fordel for den finansielle sektor. Finansielle logikker fortrænger produktive logikker, og tilsvarende er „markedernes“ – de finansielle operatører – krav til høje og hurtige afkast på kapitalanbringelser steget. USA og Storbritannien, verdensøkonomiens klassiske finansielle centre, har ført an i finansialiseringen, EU har ukritisk efterfulgt de britisk-amerikanske forbilleder, mens Kina og andre asiatiske lande snarere har fokuseret på vækst, produktiv virksomhed og industrialisering.

*For det andet* har vi i de senere år set betydelige forskydninger i retning af en mere *ulige indkomstfordeling* ikke mindst i USA, hvor den rigeste procent af husholdningerne modtager 20-25% af de samlede indkomster, og hvor uligheden i indkomstfordelingen i dag har nået det samme niveau som i 1929 – umiddelbart inden sammenbruddet på Wall Street! Ikke mindst i amerikansk sammenhæng har den finansielle sektors voksende betydning spillet en vigtig rolle for udviklingen af den samlede ulighed i indkomstfordelingen. Men også andre faktorer har spillet en rolle: skattelettelser til de mest velstående dele af befolkningen og andre ændringer i skattepolitikker, arbejdsmarkedsreformer mhp. at skabe mere „fleksible“ arbejdsmarkeder m.v. Også i Europa er fordelingen blevet skævere, men den er dog fortsat betydelig mere ligelig end i USA. Som jeg senere skal fremhæve det, har specielt Tyskland i en europæisk sammenhæng været præget af en stigning i ulighed, der først og fremmest er knyttet til udviklingen på arbejdsmarkedet, hvor produktiviteten er vokset stærkere end reallønnen.<sup>5</sup>

*For det tredje* de igangværende forandringsprocesser i den globale økonomi – ikke mindst knyttet til Asiens stigende økonomiske betydning og til udviklingen af et sæt af vækstmodeller, der adskiller sig fra den dominerende vestlige vækstmodel knyttet til en Washington-Bruxelles-Frankfurt-Berlin konsensus. Det sidste 12-15 års globaliseringsmodel – fra og med den asiatiske krise i slutningen af 1990'erne – har været baseret på en arbejdsdeling, hvor USA efterspørger, forbruger og spekulerer, mens Kina og andre asiatiske lande slæber, investerer og sparer op. Ikke mindst grundet dollarens position som international reservevaluta har USA hermed kunnet finansiere en ødsel, ressourcekrævende og ulighedsskabende vækstmodel uden nogen videre intern opsparing, mens Kina m.fl. har kunnet udbygge både vækst, levestandard og valutareserver.<sup>6</sup> EU har på en hverken hensigtsmæssig eller særlig effektiv måde koncentreret sig om sig selv – uden klare bud på en alternativ form for globalisering – samtidig med at EU's indre ubalancer op gennem det foregående årti –

00'erne – i ly af de amerikanske underskuds ekspansive effekter i resten af verden har fået lov til at vokse uhæmmet. Dette sidste punkt kommer jeg tilbage til nedenfor.

*For det fjerde* kommer den voksende indirekte betydning af de internationale økologisk-ressourcemæssige ubalancer. Dette forhold spiller sammen med de tidligere nævnte forklaringsfaktorer – ikke mindst gennem påvirkningen af råvarepriserne – herunder oliepriserne, men også priserne på andre råvarer samt på fødevarer. Og der er næppe nogen tvivl om, at denne betydning vil vokse – og blive langt mere direkte. Økologisk-ressourcemæssige bindinger vil sætte afgørende rammer for en mulig ny økonomisk vækst- og udviklingsmodel. I denne forstand er krisen en udfordring og en mulighed, der bør gribes, og som rummer potentiale for formuleringen af alternative strategier for økonomisk forandring.

Men lad os nu bevæge os fra det overordnede globale plan – en finansiell krise med rødder i USA – til eurozonens krise. Hvorfor er eurozonen så hårdt ramt?

### **Eurozonens krise: ophobede spændinger og økonomisk politik**

Eurozonens aktuelle krise minder på mange måder om krisen i det Europæiske Monetære System (EMS) i 1992-93. Ikke mange nutidige analytikere synes at være opmærksomme på parallelterne mellem nutid og datid, men disse forekommer ikke desto mindre slående. EMS udvikledes i slutningen af 1970'erne og kan ses som et tidligere forsøg på at etablere en europæisk monetær union. Op gennem 80'erne udgjorde EMS en forholdsvis stabil ramme for de deltagende landes valutakurser, og selvom EMS havde til formål at stabilisere de europæiske valutakurser, gennemførtes flere mindre kursjusteringer. Men fra og med sidste halvdel af 80'erne fastlåstes centralkurserne i EMS'en, hvorved systemets relative fleksibilitet forsvandt. Lande med underskud på betalingsbalancen havde tidligere haft mulighed for at rette op på sådanne uligevægte gennem devalueringer, men denne mulighed forsvandt nu. Herefter fulgte en periode med kombinationen af frie kapitalbevægelser, fastlåste valutakurser og voksende divergenser i konkurrenceevne (betalingsbalanceuligevægte).

Efter et par år med stadig stærkere spændinger mundedede denne cocktail ikke overraskende ud i en krise i det europæiske monetære samarbejde i 1992-93. Liberaliseringen af kapitalbevægelserne førte – ganske forudsigeligt – til spekulation mod underskudslandenes valuta. Kombinationen af frie kapitalbevægelser, fastlåste kurser og fortsat divergens var skrøbelig, men formodentlig dikteret af politiske grunde – et skridt på vejen mod den fælles mønt, troede man formodentlig. Havde man i stedet valgt tidligere at bakke konstruktionen op med passende

politisk-økonomiske instrumenter (f.eks. en opskrivning af den tyske mark), kunne man måske have undgået dette problem, men det skete ikke. I stedet introduceres et mere fleksibelt system med muligheder for større udsving i valutakurserne som et resultat af krisen. I praksis førte det til en de facto nedskrivning af en række valutaer, der hermed genfandt et nødvendigt pusterum frem til en gang i anden halvdel af 90'erne.<sup>7</sup>

I eurozonens aktuelle situation genfinder vi en række elementer fra ovennævnte EMS-krise – ikke mindst kombinationen af frie kapitalbevægelser og betydelige divergenser i konkurrenceevne. Valutakurserne er nu „fastlåste“ i den forstand, at de nationale valutaer er erstattet af den fælles mønt. Og specielt fra og med midten af det forgående årti – 00'erne – har uligevægtene indenfor eurozonen fået lov til at udvikle sig eksplosivt. Da den amerikanske finanskrisen spredte sig til eurozonen i sidste del af 2008, var eurozonen allerede præget af betragtelige ophobede uligevægte. Men til forskel fra situationen i 1992-93 er det ikke længere muligt at devaluere, ligesom det ikke længere muligt at spekulere mod „de svage valutaer“ i ØMU'en. Men det er derimod muligt at spekulere i gældsbeviser (statsobligationer) udstedt af stater, der af de internationale markedsoperatører og de internationale kreditvurderingsbureauer ikke vurderes som værende troværdige debitorer. Og i lighed med situationen i 1992-93 kunne man også have valgt at bakke ØMU-konstruktionen op med passende politisk-økonomiske instrumenter. Men det har man ikke gjort. I stedet har eurozonens krise fået lov til at udvikle fra en lille og i princippet forholdsvis nemt håndtérbar krise – Grækenlands krise fra 2009/10 – til en langt dybere krise for eurozonen som helhed.

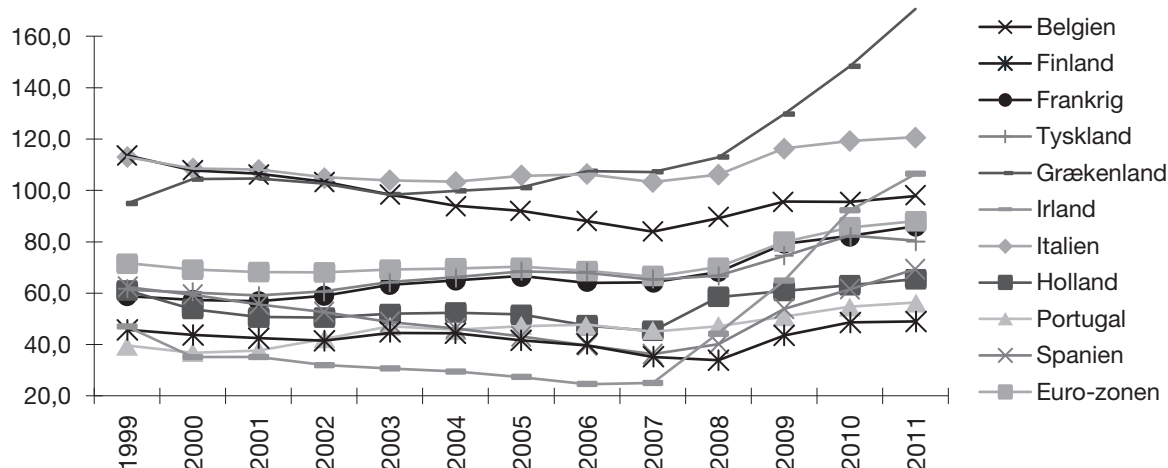
Lad os nu se nærmere på eurozonens strukturelle uligevægte.

Det er en udbredt misforståelse – der nyder udbredt official blåstempling ikke mindst gennem reglerne i EU's Finanspagt – at krisen i eurozonen skulle være forårsaget af for store offentlige underskud og deraf følgende offentlig gæld ikke mindst i EU's kriseramte lande. Hvis blot de sydeuropæiske kriselande havde overholdt reglerne i EU's såkaldte Stabilitets- og Vækstpagt (SGP – offentlige budgetunderskud på højst 3% af BNP og en samlet offentlig gæld på højst 60% af BNP), ville eurozonen aldrig være kommet i krise.

Der er utvivlsomt flere årsager til, at denne tese er så forholdsvis udbredt. For det første passer den til den liberalistiske<sup>8</sup> idé om, at instabilitet i en markedsøkonomi principielt først og fremmest skyldes fejl og problemer i den offentlige sektor, for det andet passer den til forskellige former for nationale stereotypiseringer (de dovne grækere, spanierne med deres siesta, de flittige tyskere osv.), for det tredje legitimerer den ideen om, at det kun er de sydeuropæiske lande, der skal tilpasse sig ved hjælp af besparelser, mens Tyskland m.fl. frit kan fortsætte med deres overskud uden hensyntagen til, at den enes overskud er dens andens underskud (se nedenfor), og endelig er det klart, at ét EU-land – Grækenland – har haft og har store problemer med offentlige underskud og gæld. Men Grækenland er ikke repræsentativ – heller ikke for den gruppe af stater, der har været specielt ramt af eurokrisen, dvs. (foruden Grækenland) Italien, Irland, Portugal, Spanien og Cypern.<sup>9</sup> Desuden overses det ofte, at op gennem 00'erne har væksten i *privat* gæld været betydelige stærkere end væksten i *offentlig* gæld i Grækenland.<sup>10</sup>

Det empiriske grundlag for påstanden om, at krisen i eurozonen eller i PIIGS-landene skulle være forårsaget af udviklingen i offentlige underskud eller offentlig gæld er ikke påfaldende stærkt. Ser man eksempelvis på ud-

Figur 1 – offentlig gæld i % af BNP



Kilde: AMECO

viklingen af den offentlige gælds andel af BNP for eurozonen (figur 1), kan vi for zonen som helhed konstatere, at den offentlige gældssætning i perioden fra 1999<sup>11</sup> til 2007 er faldet med ca. 5-6%. Ser vi på udviklingen for enkeltlande, varierer billedet en smule. For nogle landes vedkommende er gældssætningen vokset i et vist omfang (eksempelvis Grækenland Frankrig, Tyskland og Portugal), mens den for andres vedkommende er faldet (eksempelvis Belgien, Irland, Italien og Spanien). Enten pga. overskud på offentlige budgetter (Irland og Spanien) eller pga. forholdsvis høj vækst – eller en kombination af disse to faktorer. Intetsteds synes der imidlertid at være tale om en drastisk forværring af de offentlige budgetters tilstand.

Fra og med 2008 ændres billedet totalt. Den offentlige gæld begynder at vokse eksplosivt. Dette gælder for eurozonen som helhed, men forandringen er ikke mindst markant i Grækenland, Irland og Spanien. De to sidstnævnte lande havde ikke nævneværdige problemer med offentlig gæld før 2007/08. De var tværtimod mønstereksempler på lande, der overholdt EU's regler mht. offentlig gældssætning og underskud. Når man erindrer sig, at såvel Irland som Spanien har været og fortsat er blandt de lande, hvor krisen har ramt hårdest, forekommer det vanskeligt at etablere nogen form for klar sammenhæng mellem landes evne til at håndtere offentlig gæld og budgetunderskud og deres position i den nuværende krise.<sup>12</sup>

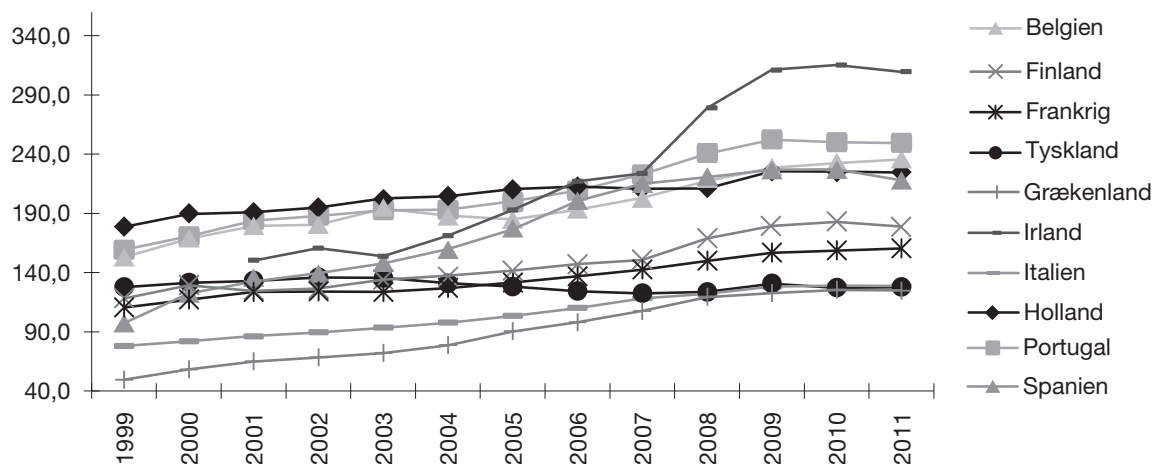
Den kraftige stigning i offentlig gældssætning efter 2008 er ikke vanskelig at forklare. Den følger klassiske makroøkonomiske principper: når væksten aftager, falder de offentlige indtægter, samtidig med at udgifterne stiger. Faldet i privat efterspørgsel (forbrug, investeringer og eksport) modvirkes af stigende offentlig efterspørgsmål, hvorved den offentlige gæld vokser. Hertil kommer betydningen af diverse offentlige redningsaktioner rettet

mod bankerne og den finansielle sektor. For at undgå ødelæggende sammenbrud i de finansielle systemer har stater i betydeligt omfang overtaget privat gæld, hvilket også har bidraget til en vækst i den offentlige gældssætning. Irland er utvivlsomt det mest markante eksempel på dette.

Ser vi på eurozonens aktuelle situation mht. offentlig gæld og underskud, kan i hvert fald de følgende forhold fremhæves. For det første kommer stigningen i den offentlige gældssætning *efter* udviklingen af finanskrisen i 2007/08. Medmindre man tror på bagudrettet kausalitet i tid, forekommer tesen om, at den aktuelle krisesituation skulle være forårsaget af for store offentligt underskud og gæld således ikke videre overbevisende. For det andet er der grund til at påpege, at eurozonens samlede offentlige gældsproblem i kvantitative termer er mindre end eksempelvis gældsproblemet i USA og Japan, der imidlertid politisk-institutionelt set er bedre i stand til at håndtere deres gældsproblemer, end eurozonen er det. Det kommer jeg tilbage til nedenfor.

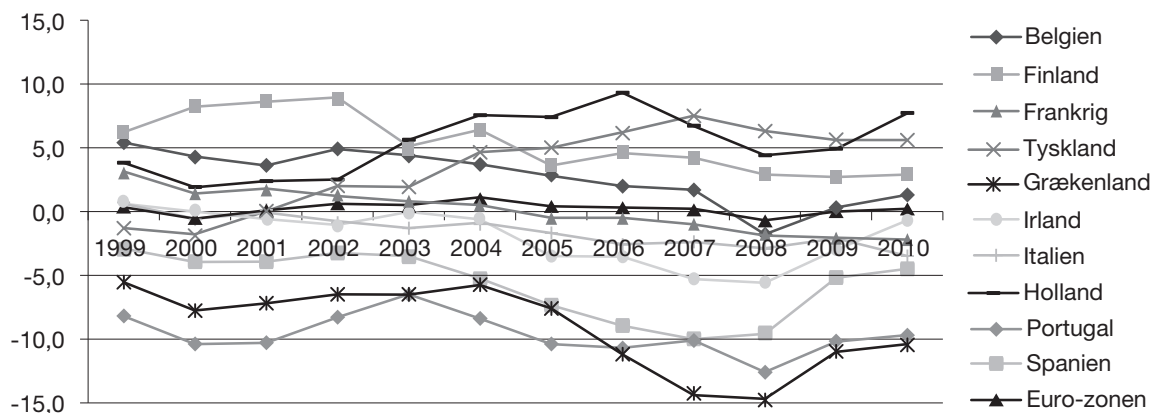
Men lad os nu se på udviklingen i privat gældssætning indenfor eurozonen – denne faktor er langt mere central for en forståelse af euro-krisen end udviklingen i offentlig gældssætning. Udviklingen i privat gældssætning er ikke statistisk systematisk velbelyst på samme måde som udviklingen i offentlig gældssætning. Den private gældssætning indbefatter gældssætningen i flere forskellige sektorer, eksempelvis husholdninger, ikke-finansielle virksomheder og finansielle virksomheder (samt evt. landbrug), men det er svært at finde systematisk statistisk materiale, der belyser udviklingen i privat gældssætning over tid. Dog kan et mere generelt billede af den private gældssætning stykkes sammen ved hjælp af en række forskellige kilder.<sup>13</sup> I figur 2 kan vi således se udviklingen i en del – husholdninger

Figur 2 – privat gæld (husholdninger og ikke-finansielle virksomheder) i % af BNP



Kilde: Eurostat

Figur 3 – betalingsbalancens løbende poster i % af BNP



Kilde: OECD

og ikke-finansielle virksomheder – af den private gældsætning i en række lande i eurozonen. Figur 2 inkluderer imidlertid ikke tal for den finansielle sektors gældsætning – og hermed bankgæld. Mens selv hvis vi ser bort fra sidstnævnte meget centrale faktor, fremgår det, at den private gældsætning i eurozonen har været jævnt voksende i hele den dækkede periode, og specielt kan det fremhæves, at de kriselande – Irland og Spanien og i mindre omfang Portugal – der ikke har haft nævneværdig offentlig gæld førend efter 2007/08, netop har haft en meget betydelig gældssætning inden for den private sektor.<sup>14</sup> Ser vi på udviklingen inden for den finansielle sektors gældssætning, finder vi et tilsvarende billede.<sup>15</sup>

Sammenfattende kan vi således sige, at eurozonen frem til ca. 2007 har været kendetegnet af stigende gæld i forhold til BNP. Men det har først og fremmest været en privat gældssætning.<sup>16</sup> Den voldsomme vækst i offentlig gæld kommer først efter udbruddet af den finansielle krise – efter 2008. I en leder sammenfatter det britiske dagblad *Financial Times* ganske præcist udviklingen på følgende vis: “The eurozone debt crisis was caused more by private credit excesses – particularly in the banking sector – than by public sector profligacy” (FT editorial, 26. august 2012).

Udviklingen i gældssætningen i eurozonen (såvel offentlig som privat gæld) hænger ikke mindst sammen med udviklingen i betalingsbalancerne inden for eurozonen. Det skal vi se nærmere på nu.

Tendensen til strukturelle betalingsbalanceuligevægte mellem en række europæiske stater kan genfindes i det meste af efterkrigsperioden. Først og fremmest Tyskland<sup>17</sup> har således generelt haft betydelige overskud i forhold til en række andre lande – såvel de sydeuropæiske lande som Frankrig. Disse ubalancer er imidlertid i forskellige perioder blevet opvejet af andre faktorer, eksempelvis gode afsætningsmuligheder for europæisk eksport

til USA (lettet af amerikanske betalingsbalanceunderskud), effekterne af den tyske genforening eller lejlighedsvis devalueringer, jf. også bemærkningerne ovenfor om EMS-krisen i starten af 1990'erne. Vi skal her først og fremmest fokusere på udviklingen siden 1999.

Som fremhævet af to nylige rapporter fra Kommissionen (European Commission 2009, 2010) er forskellen mellem de forskellige eurozone medlemmers konkurrencemæssige positioner vokset siden skabelsen af euroen. Efter en årrække med mindre tyske underskud i perioden efter den tyske genforening får Tyskland igen overskud i 2002. Fra og med 2004/5 vokser det tyske overskud eksplosivt, og eurozonen oplever en markant polarisering af betalingsbalanceover- og -underskud. I 2007 når den tyske betalingsbalance et overskud på 7,5% af det tyske BNP. Eurozonens samlede betalingsbalance er i balance over for omverdenen, og de tyske overskud svarer derfor til underskud andetsteds i eurozonen – ikke mindst i Grækenland, Spanien og Portugal. Detaljerne fremgår af figur 3.

Polariseringen af betalingsbalancerne inden for eurozonen afspejler de forskellige makroøkonomiske mekanismer i henholdsvis over- og underskudslande og samspillet mellem disse. Lad os starte med den tyske side. Kommissionens ovennævnte rapporter sammenfatter ganske præcist de fundamentale sammenhænge:

„The largest part of the increase [in the period 2003-2007 compared to the second half of the 1990s] in the current account in Germany, the Netherlands and Austria can be traced back to the corporate sector... Around the turn of the century, the corporate sector increased gross savings and reduced investment in Germany the Netherlands and Austria ... it can thus be called a balance-

sheet adjustment process...To achieve the balance-sheet adjustment, NLB [net lending/borrowing] can be directly increased by cutting investment. But the greatest lever to increase savings in the corporate sector is via moderate wage compensation...As in other parts of the global economy, the share of wages in GDP has been falling significantly in the euro area as a whole. However, the fall has been significantly more marked in Germany and Austria than in the euro area as a whole... Wage share developments are broadly in line with disposable income developments which, in turn, have led to weak consumption and domestic demand thereby resulting into current account surpluses." (European Commission 2010, 19)<sup>18</sup>.

Det kan tilføjes, at den relativt svage udvikling i den private efterspørgsel (investeringer og forbrug) ikke opvejes af nogen form for statslig efterspørgselgenererende politik. End ikke i perioden 2004-07 hvor voksende betalingsbalanceoverskud – en eksportdrevet vækst – kunne have muliggjort stigende offentlige udgifter og hermed en højere vækst såvel i overskudslandene som i disses samhandeltpartnere.

"When global trade boomed during 2004-07, Germany, the Netherlands and Austria were able to benefit strongly from world demand and significantly expanded their exports. The current account surplus continued to increase in that period. In terms of saving-investment balances, this trade-driven current account cycle finds its counterpart in the net lending of the government... In this period the current account surplus increased while private sector net lending stayed fairly constant and fiscal deficits decreased substantially." (European Commission 2010, 20).

Lad os i øvrigt notere os, at overskudslande som Tyskland (eller Danmark!) har større valgmuligheder end et underskudsland i den forstand, at det er nemmere for et overskudsland end for et underskudsland at ekspandere. Et underskudsland vil gældsætte sig, hvis det ekspanderer, hvilket ikke er tilfældet for et overskudsland. Der er med andre ord ikke tale om symmetri mellem overskuds- og underskudslande.<sup>19</sup>

Hvad er konsekvenserne af store tyske overskud, eksportdrevet vækst og lav intern vækst? Internt i Tyskland er denne udvikling koblet til stigende social og økonomisk

ulighed (faldende lønandel, udstrakt anvendelse af lavtlønnet deltidsarbejde m.v.; ILO 2013, 46), og eksternt implicerer koblingen af tyske overskud og en eurozone, der generelt set er i balance i forhold til omverdenen, en betalingsbalancebinding på Tysklands partnere i eurozonen. Principielt kan et sådan binding håndteres på i hvert fald to forskellige måder: enten via mindsket vækst og/eller produktion, der mindsker importefterspørgslen eller via gældssætning – offentlig og/eller privat.<sup>20</sup> Kombinationen af mobil kapital fra Tyskland på jagt efter hurtige og høje afkast (finansialisering, jf. ovenfor) frem for i langsigtede investeringer i produktiv virksomhed i Tyskland (hvorfed tyske lønninger og beskæftigelse kunne styrkes) og behovet for finansiering af underskud i eurozonens underskudslande skabte et incitament til kapitaleksport fra Tyskland til underskudslandene. Herved finansieredes disses betalingsbalanceunderskud. Da sidstnævntes eksportsektorer samtidig var handicappet af en svag konkurrenceevne, givet koblingen af en fast valutakurs (euroen), et stigende internt omkostningsniveau og faldende tyske enhedslønoms-kostninger, var det naturligvis lettere at kanalisere kapitaltilstrømningen nordfra ind i diverse former for ikke-konkurrenceudsatte produktioner – ofte knyttet til boligsektoren. Eller som Kommissionen på diplomatisk vis har udtrykt det: „foreign capital has not always been channeled to the most productive uses“ (European Commission 2009, 18). Statistisk set kan dette udtrykkes i den klare sammenhæng mellem udviklingen i de reale ejendomspriser og udviklingen i betalingsbalancen for lande inden for eurozonen (stigninger i boligpriser er koblet positivt til forværringer af betalingsbalancens løbende poster). For lande uden for eurozonen er denne sammenhæng svagere og mindre signifikant (European Commission 2009, 31-2), hvilket kan tyde på en sammenhæng, der er specifik for landene i eurozonen.

Finansiering af betalingsbalanceunderskud gennem kapitalimport, der kanaliseres ind i boligsektoren, er velkendt fra andre sammenhænge – først og fremmest uden for Europa. Ikke mindst IMF har i de sidste årtier promoveret fri kapitalmobilitet som et effektivt instrument til finansiering af eksterne uligevægte – som oftest med meget tvivlsomme resultater. Indstrømning af kortsigtet kapital på jagt efter et højt og hurtigt afkast af spekulativ karakter har vist sig at være en kilde til instabilitet og finansielle kriser snarere end en kilde til vækst og investeringer (f.eks. Pardee Center Task Force Report 2012), og fornylig har til og med IMF taget forbehold over sin egen tidligere uforbeholdent positive holdning til frie kapitalbevægelser.<sup>21</sup> Til rækken af negative erfaringer med frie kapitalbevægelser i bl.a. Sydøstasien og Latinamerika kan vi nu tilføje en europæisk dimension. Kombinationen af store betalingsbalanceuligevægte og fri kapitalmobilitet

førte til en voldsom udvikling af gæld – først og fremmest i den private sektor – uden en tilsvarende udvikling af debitorlandenes produktive kapacitet. Endnu en gang har vi således set, hvorledes et dereguleret og liberaliseret finansielt system har virket destabiliserende og forstærket underliggende uligevægte – ganske som man kunne forvente det.<sup>22</sup>

Da den amerikanske genererede finansielle krise slog igennem, havde eurozonen således allerede ophobet betydelige strukturelle uligevægte. Disse ville utvivlsomt i alle tilfælde have ført til en krise – som det også var tilfælde i forbindelse med EMS i begyndelsen af 1990'erne. Men her blev det den amerikanske finansielle krise, der kom til at fungere som den udløsende faktor for den europæiske krise.

### **Fra den amerikanske finansielle krise til krisen i eurozonen**

Den amerikanske finansielle krise forplantedes hurtigt til Europa. I 2009 oplevede eurozonen et reelt fald i BNP på mere end 4%. EU's manglende politiske, økonomiske og institutionelle beredskab lattede eksporten af den finansielle ustabilitet fra USA til Europa. Hvor lande som Kina og Brasilien på langt mere kreativ vis har formået at beskytte sig selv mod udefra kommende finansiell ustabilitet (begge opretholder således restriktioner på kapitalbevægelser), stod EU-systemet i vidt omfang uforberedt på den kritesituation, der udviklede sig fra og med slutningen af 2008. Og det var ikke, fordi advarslerne manglede. Lad os tage nogle tidlige eksempler. Allerede i 1993 forudså Kregel (1993), at manglen på en fælles finansiell overvågning ville blive et alvorligt problem for eurozonen. Vaciago (1993) påpegede på samme tidspunkt, at for stor privat gæld kunne være lige så destabiliserende som for stor offentlig gæld. Andre forfattere pegede på problemer med at forene konkurrencemæssigt og strukturelt forskellige økonomier i en fælles monetær zone (f.eks. Ferri (ed.) 1990, Rollet 1993), og Aglietta (1999) pegede på manglen på en „lender of last resort“ i eurozonen – en rolle, som ECB kunne have været pålagt, ligesom nationale centralbanker fungerer som nationale „lenders of last resort“.<sup>23</sup> Talrige andre eksempler kunne nævnes – men der var tilsyneladende ingen, der lyttede. Troen på, at prisstabilitet og centralbankuafhængighed var tilstrækkelig til at stabilisere eurozonen og skabe konvergens mellem zonen medlemsstater, var tilsyneladende for stærk.<sup>24</sup>

Såvel i USA som i EU modvirkedes krisen umiddelbart af finanspolitikken: først og fremmest medførte faldet i privat efterspørgsel en afledt stigning i de offentlige underskud via de automatiske stabilisatorer, og hertil kommer specifikke forholdsregler for at dæmpe krisens negative effekter, der dog i de større vestlige lande kvan-

titativt set var af mindre betydning (IMF 2009, 36). Men hvor de statslige økonomiske indgreb i USA i et vist omfang kobledes til en reduktion i den private gældssætning og en rekapitalisering af bankerne, var dette ikke tilfældet i EU-landene, der generelt set havde meget svært ved at håndtere den situation, EU-systemet i den grad ikke var forberedt på.<sup>25</sup>

Men det er ikke udviklingen i den offentlige gældssætning, der i sig selv forklarer den krise, der har udviklet sig inden for eurozonen. Det er snarere samspillet mellem EU-systemets håndtering af den finansielle ustabilitet og de private finansielle markeders funktionsmåde, der har skabt problemer.

EU-institutionerne og de nationale regeringer fejlvurderede næsten systematisk krisens karakter: hverken betalingsbalancepolariseringen eller betydningen af akkumuleringen af privat gæld – ikke mindst bankgæld – blevet taget alvorligt, hvorimod al opmærksomhed er blevet rettet mod offentlig gældssætning og underskud. Det politiske ansvar for at bremse spredningen af krisen er blevet lagt på underskudslandenes regeringer, der har skullet spare sig ud af krisen.

Underskudslandenes sparestrategi er samtidig blevet undermineret af generaliseringen af sparestrategien til hele eurozonen – såvel underskuds- som overskudslande. En sparestrategi har således en vis udsigt til at virke, hvis den gennemføres af få og gerne mindre lande, samtidig med at andre og gerne større lande tilbyder ekspanderende markeder til eksporten fra underskudslandene. Men hvis alle søger at dæmpe deres interne efterspørgsel på samme tid, falder den samlede efterspørgsel, og landene eksporterer i realiteten deres vanskeligheder til hinanden. Hvor et af de erklærede formål med etableringen af euroen således var at forhindre forekomsten af konkurrerende devalueringer inden for et område præget af tætte handelsrelationer, har man nu introduceret et system, der faktisk er værre. Det er således ikke enkeltlande fra eurozonen, der skaber problemer for hinanden gennem devalueringer, men eurozonen, der i fællesskab trækker sig selv nedad. En række uafhængige økonomer har i flere år påpeget denne fare, og for nylig satte det britiske National Institute of Economic and Social Research tal på (Holland & Portes 2012): instituttets beregninger tyder således på, at nettoeffekten af den aktuelle finansielle konsolideringsstrategi i eurozonen er negativ både mht. vækst og mht. offentlig gæld. Væksten i BNP påvirkes negativt i alle eurozone landene, og faldet i vækst (nævneren) er større end de mulige fald i gæld (tælleren), hvorved brøken (tæller/nævner – offentlig gæld/BNP) som helhed stiger. Instituttets beregninger peger således på, at den offentlige gælds andel af BNP for eurozonen som helhed må forventes at stige med ca. 5% over perio-

den 2011-13 som et resultat af sparepolitikken! Indirekte bekræftedes dette resultat, da IMF's cheføkonom i januar 2013 måtte erkende, at IMF havde undervurderet de negative virkninger af den finanspolitiske konsolidering på udviklingen af BNP (Blanchard & Leigh 2013).<sup>26</sup>

Lad os nu se nærmere på håndteringen af bankgælden. Hvor redningen af den amerikanske banksektor har været en opgave for den amerikanske forbundsregering, har opgaven i europæisk kontekst været overladt til de nationale regeringer. For at forstå betydningen af dette kan det være nyttigt med et par afklarende bemærkninger vedrørende pengebeholdningen:

Ser man på den samlede mængde af likviditet i en moderne økonomi, består denne på et givet tidspunkt kun i ubetydeligt omfang af mønter og sedler udstedt af centralbanken. Størsteparten af likviditeten skabes af de private banker gennem disses kreditgivning, og denne kreditgivning er kun i ringe omfang påvirket af indlån i bankerne. Derimod kan bankernes udlån – og hermed skabelse af likviditet – naturligvis påvirkes af centralbankens fastsættelse af sin udlånsrente, men skabelsen af likviditet påvirkes også af andre faktorer – ikke mindst efterspørgslen efter likviditet.<sup>27</sup> Disse forhold gælder også i en europæisk sammenhæng, hvor de europæiske banker skaber likviditet i euro i et sammenhængende europæisk pengemarked, hvor bankerne opererer på kryds og tværs af de nationale grænser. Samtidig har bankerne i eurozonen fortsat en tilknytning til deres respektive nationalstatslige bagland, da banker i en krisituation har brug for en finansiel bagstopper i form af en „lender of last resort“. I en likviditetskrisis kan det handle om at skabe den likviditet, som et markedsbaseret udlånssystem ikke genererer i en krisituation, og i en solvenskrise kan det handle om at bidrage til at omstrukturere en banks passiver og/eller at rekapitalisere denne.

Hvem varetager denne opgave i en europæisk sammenhæng, hvor skabelsen af likviditet ikke er nationalt afgrænset? ECB er ikke blevet pålagt opgaven at fungere som en europæisk „lender of last resort“ og har kun i begrænset omfang påtaget sig denne opgave. I visse situationer kan problemer af denne art naturligvis løses gennem bedre konsoliderede bankers opkøb af andre banker, men det er ikke tilstrækkeligt til at forhindre den form for finansielle kriser, der kan udvikle sig som ringe i vandet – ikke blot inden for et enkelt land, men også inden for det integrerede europæiske pengemarked. Under den finansielle krise i eurozonen er banksystemet således blevet reddet af bankernes respektive nationale regeringer. Men hvor den amerikanske regering i sådanne sammenhænge kan trække på den amerikanske centralbank, er dette ikke tilfældet i eurozonen, hvor ECB's mandat er stærkt begrænset. I stedet har eurozonens medlemssta-

ter socialiseret den private gæld, hvilket naturligt nok har forårsaget vækst i medlemsstaternes offentlige gæld. Hvad siger de private finansielle operatører til det? I første omgang måske: tak. Og efterfølgende vurderede de ikke overraskende, at denne situation snart ville vise sig ikke at være holdbar, hvilket førte til privat spekulation mod stater, der havde pådraget sig en ekstra gældsbyrde – bl.a. for at redde netop disse private operatører. Det er det, vi ser afspejlet i perioder med meget betydelige forskellige i obligationsrenter for forskellige medlemmer af eurozonen (de såkaldte spreads), fortsat mere kostbar refinansiering af allerede eksisterende gæld for PIIGS-landene og kapitalflugt fra det sydlige til det nordlige Europa.<sup>28</sup> Herved er udviklingen af henholdsvis bankgæld og offentlig gæld kommet til at forstærke hinanden gensidigt i en ond cirkel, samtidig med at eurozonens finansielle systemer i stigende grad renationaliseres.

Heller ikke på dette punkt har der manglet advarsler. Men de er blevet ignoreret. Og da Christine Lagarde – efter skiftet fra fransk finansminister til IMF's leder – endelig brød isen med offentligt fremsatte advarsler<sup>29</sup> om behovet for en rekapitalisering af bankerne og en advarsel mod at stramme sparepolitikken for meget i eurozonen, blev budskabet ikke vel modtaget i Europa, hvor offentlige besparelser ansås – og fortsat anses – for det afgørende økonomisk-politiske instrument, og hvor en tidligere EU-initieret stresstest af de europæiske banker omhyggeligt havde undladt at fremkomme med en blot nogenlunde nøgtern vurdering af de faktiske tilstande i de europæiske banker.

Ikke overraskende er resultatet blevet, at EU-staterne hverken har fået styr på den offentlige eller den private gældssætning – samtidig med at de fortsatte forsøg på finanspolitisk konsolidering har ført til krise og stigende arbejdsløshed først og fremmest i PIIGS-landene, men i stigende grad også i Nordeuropa.

Den bankunion, som EU-systemet har arbejdet på at strikke sammen siden sommeren 2012, udgør formodentlig den første officielle anerkendelse af samspillet mellem bankgæld og offentlig gældssætning, og et af formålene med bankunionen har da også været at bremse koblingen mellem disse to gældsformer ved at muliggøre en kobling mellem den Europæiske Stabilitetsmekanisme (ESM) og de involverede banker uden om de nationale regeringer. Men allerede kort tid efter indgåelsen af aftalen om bankunionen begyndte en række regeringer, herunder den tyske, at trække i land på lige præcis dette punkt, og i det i skrivende stund sidste udkast til Kommissionens forslag om bankunionen er mulighederne for at bryde den onde cirkel nedtonet, således at den økonomiske byrde ved redningen af banker fortsat først og fremmest vil falde på de nationale regeringer (*Financial Times*, 13. januar, 2013).



Hvor man i forbindelse med den principielle vedtagelse af bankunionen i sommeren 2012 kunne se denne som et skridt, der i det mindste udgjorde en på længere sigt form for relevant brandforsikring for et hus, der godt nok allerede er i brand, ligner den bankunion, der nu synes at være under udvikling, en mere ufuldstændig form for forsikring.<sup>30</sup> Og tilsvarende er det nok ikke tilfældigt, at Tyskland og Frankrig i øjeblikket er i færd med at gennemføre nye nationale reguleringer af deres finansielle sektorer, samtidig med at der forhandles om fælles europæiske reguleringer af den finansielle sektor (*Financial Times*, 3 & 4. februar, 2013).

Ser man de politiske logikker, der har præget eurozonens krisehåndtering, er det umiddelbart manglen på handling, der springer i øjnene. At foretage sig mindst muligt i længst mulig tid for så endelig – når handling ikke længere kan udsættes – at foretage sig noget, der i bedste fald ville have virket, hvis det var sket på et andet tidspunkt, og som i værste fald har forværret tingenes faktiske tilstand, og som i alle tilfælde præsenteres som værende mere, end det rent faktisk er, forekommer at være de dominerende handlingsmønstre. Der er formodentlig flere mulige måder at forklare disse handlingsmønstre på, hvilket jeg dog ikke kan komme nærmere ind på her. Bl.a. kan tyske indenrigspolitiske hensyn, betydningen af nationale politisk-økonomiske interesser, den tyske ordo-liberale tænkningens dominans, EU-systemets grundlæggende kobling af ordo-liberalisme, uafklaret ansvarsfordeling og selektiv nationalisme meget vel tænkes at udgøre relevante forklaringsfaktorer for den form for systemisk abekastning og udspreddning af røgslør, eurozonen har excelleret i.<sup>31</sup>

Man lad os nu se mere systematisk på udviklingen i krisen i eurozonen. Denne udvikling kan opdeles i fire faser:

1) Fra efteråret 2008 til foråret 2010: den finansielle krise slår igennem i Europa, men dennes dybde og systemiske karakter undervurderes. Den græske krise opdages langsomt i efteråret/vinteren 2009/10, men denne krise ses som et isoleret græsk problem, som Grækenland selv må løse. Den europæiske dimension af det græske problem – opdelingen af eurozonen i et overskuds- og et underskudsområde og koblingen mellem betalingsbalancepolariseringen og den private gældssætning – ignoreres.

2) Fra og med forsommeren 2010 erkendes alvoren i den græske krise i et vist omfang, den græske regering anmoder for første gang eurozonens andre medlemsstater om finansiel støtte i form af nye lån eller refinansiering af allerede eksisterende lån, og eurozonen begynder for første gang at støtte Grækenland, hvilket i realiteten vil sige egne kreditorer med udeståender i Grækenland –

betinget af gennemførelsen af programmer for finansiel konsolidering og såkaldte strukturelle reformer. Grundlæggende anses krisen fortsat for at være rent græsk og forårsaget af for store offentlige underskud og gæld, krisen præsenteres først og fremmest som en likviditetskrise og ikke en solvenskrise, og finanspolitisk disciplin er den altoverskyggende prioritering, som det også fremgår af den Finanspagt, der dog først endeligt vedtages i starten af 2012.<sup>32</sup> I forbindelse med den finansielle støtte til Grækenland etableres i første omgang den midlertidige Europæiske Finansielle Stabilitetsfacilitet (EFSF), der i 2012 suppleres af den permanente Europæiske Stabilitetsmekanisme (ESM). Da EFSF finansieres af bidrag fra de øvrige eurozone medlemmer – inklusive lande med betydelige betalingsbalanceunderskud – bidrager opbygningen af EFSF i realiteten til at sprede den finansielle instabilitet fra Grækenland til de øvrige PIIGS-lande.

3) Fra og med årsskiftet 2011/12 synes ECB i stigende omfang at erkende, at den hidtidige politik ikke virker. Allerede i 2008/09 forsynede ECB i et vist omfang kriserammede europæiske banker med likviditet, men denne udvikling accelereres nu med en styrkelse af bankens Long Term Refinancing Operation (LTRO), hvor ECB tilvejebringer billige lån til bankerne. ECB kommer herved i begrænset omfang til at fungere som finansiel bagstopper – først og fremmest for den private finansielle sektor. I begrænset omfang har ECB også købt obligationer fra eurozonens svagere stater, især Italien og Spanien, men har generelt set ikke ønsket at spille rollen som „lender of last resort“ for eurozonens medlemsstater. Dog er det alt i alt markant, at ECB set har været den mest fleksible og aktive politikformulerende instans i formuleringen af eurozonens økonomiske politikker. Tilsvarende ved vi også, at der har været konflikter inden for ECB's ledelse om politikudformningen – først og fremmest Bundesbankens repræsentanter har søgt at bremse udviklingen af en mere aktivistisk linje fra ECB's side<sup>33</sup>.

4) Fra og med eftersommeren 2012 skiftes der på ny kurs. Problemerne omkring bankgæld erkendes langt om længe, og en Bankunion, hvis præcise rolle som ovenfor nævnt er alt andet end klar, vedtages. Endvidere meddeler ECB – uden accept fra Bundesbank – at man for fremtiden vil være parat til at gøre, hvad der er nødvendigt for at sikre euroens overlevelse, hvilket principielt set indebærer muligheden for køb af offentlig gæld (statsobligationer) fra PIIGS-landene gennem Outright Monetary Transactions (OMT). Vi ved imidlertid ikke p.t., i hvilket omfang denne mulighed vil blive realiseret. Endvidere ved vi, at dens mulige realisering er gjort betinget af fortsat sparepolitik og såkaldte strukturelle reformer. ECB's

nye linje synes indtil videre at have haft en beroligende virkning på de finansielle markeder, men det er et åbent spørgsmål, om denne virkning vil vise sig at være holdbar på lidt længere sigt – f.eks. i forbindelse med den uddybning af den økonomisk-socialt krise, der følger af sparepolitikken, og som vi i øjeblikket kan iagttage ikke kun i PIIGS-landene, men i stigende grad også i Nordeuropa.

Befinder vi os fortsat i fase 4? Det vil vi måske kunne sige om nogle år. Men hvad der står rineligt klart i dag, er at det sæt af politikker, eurozonen har fulgt i de sidste par år, har bidraget til at sprede og uddybe eurozonens krise. Tilsvarende er det i dag muligt at iagttage en stigende kritik af denne politik – fra uafhængige iagttagere, men i stigende omfang også fra dele af de europæiske og internationale politiske systemer (f.eks. Amato & Verhofstadt 2011, Verhofstadt, Delors & Prodi 2011). Der er fortsat ikke mange tegn på en kursændring – om end den nylige beslutning om at gennemføre en finansiel transaktionsskat i 11 af eurozonen medlemsstater udgør et enkelt lille opmuntrende skridt – men samtidig forekommer de politiske konsekvenser af en uddybning af den aktuelle krisesituation helt uoverskuelige med alvorlige politisk-socialt kriser i Grækenland og Spanien og en uddybning af de økonomiske kriser i Nordeuropa.

Vi skal i konklusionen kort diskutere de mulige fremtidsperspektiver for de europæiske kriser.

### Konklusion

Eurozonens fremtid vil afhænge af et kompliceret samspil med mange ubekendte variable.

Hvor man måske for et års tid siden kunne have en vis tvivl om den politiske vilje til at se eurozonen fortsætte, forekommer viljen til at opretholde eurozonen i dag klart at dominere. ECB taler om at gøre, hvad der er nødvendigt, og den tyske regering fremhæver eksempelvis, at Grækenland skal forblive i eurozonen. Og eurozonen falder i alle tilfælde ikke sammen af sig selv. Eurozonen er en politisk konstruktion, hvis eksistens afhænger af politiske beslutninger.

Men hvis der er politisk vilje til at opretholde eurozonen, er der tilsyneladende mindre vilje til at udruste denne med økonomisk-politiske instrumenter, der kan muliggøre en stabilisering af eurozonens økonomisk-politiske situation mht. vækst og beskæftigelse. I øjeblikket kan vi således se, hvorledes recessionen på det realøkonomiske plan (vækst og beskæftigelse) spreder sig fra det sydlige Europa til Europas nordlige kernelande – inklusive Tyskland. På det finansielle område er udsigterne p.t. en smule bedre, da ECB's løfter om at gøre, „hvad der er nødvendigt“ (OMT), tilsyneladende har bidraget til at stabilisere de finansielle markeder og tilladt en opbremsning i kapitalflugten fra det sydlige til det nordlige EU.

Spørgsmålet er, om denne stabilisering er holdbar. Når aktørerne på de finansielle markeder begynder at gøre sig klart, at realiseringen af – og ikke blot muligheden for – OMT afhænger af fortsat undergravende sparepolitik i debitorlandene, kan vi meget vel forvente os, at spekulationen mod de sydeuropæiske landes gæld tager til på ny. Hertil kommer, at bankunionen tilsyneladende ikke kommer til bremse koblingen mellem offentlig gæld og bankgæld, hvilket betyder, at de forgældede sydeuropæiske lande tilsyneladende fortsat skal finansiere deres gæld på de private kapitalmarkeder. Konsekvenserne risikerer at blive en yderligere fragmentering af kapitalmarkederne – eller en de facto opsplittning af dele af den monetære union.

Denne situation presser underskudslandene til kraftige besparelser – af hensyn til de offentlige finanser og af hensyn til de eksterne underskud og disses finansiering. Konsekvenserne af denne udvikling ser vi ikke mindst i udviklingen af arbejdsløshed, social opløsning og nationalistiske politiske strømninger i flere europæiske lande.

Mens IMF som ovenfor nævnt har udtrykt visse forbehold over for resultaterne af den politik, IMF i samarbejde med Kommissionen og ECB selv har bidraget til udviklingen af, er det sværere at finde tilsvarende tegn på selvkritisk erkendelse fra Kommissionens side. ECB har generelt set forholdt sig mere pragmatisk end Kommissionen, og med beslutningen i september 2012 om at muliggøre opkøb af offentlig gæld fra PIIGS-lande tog ECB et symbolsk skridt væk fra den ortodoksi, der fortsat præger den tyske Bundesbank. Indtil videre er det dog blevet ved hensigterne, og det store, helt åbne og vanskelige politiske spørgsmål bliver utvivlsomt, hvorledes og i hvilket omfang mulige opkøb af offentlig gæld skal kobles til fortsatte strukturreformer og besparelser i underskudslandene. På samme måde som forværringen af Sydeuropas økonomiske situation formodentlig påvirkede magtbalancen inden for ECB's ledelse op gennem 2011-12, således at den tyske hard-core-fløj svækkedes, kan vi også forestille os muligheden af, at uddybningen af Europas økonomiske og sociale krise påvirker de politisk-ideologiske magtbalancer inden for forskellige institutioner og i forskellige lande.

Men det er først og fremmest spekulationer. P.t. er situationen den, at Europas økonomisk-socialt situation forværres kontinuert. Måske skal eurozonen håbe på hjælp fra USA og/eller Kina! Den del af bankunionen, der på længere sigt kunne få en reel positiv betydning for eurozonens underskudslande, bliver som nævnt undermineret i Kommissionens seneste udkast. Sparepolitikken undergraver såvel det sociale som det økonomiske grundlag for de europæiske velfærdsstater – og det ikke blot i Sydeuropa – en udvikling, der næppe trækker i

retning af en styrket europæisk solidaritet. Hertil kommer endelig, at hele debatten omkring EU's fremtid og de igangværende politisk-økonomiske forandringer rummer en teknisk og økonomisk kompleksitet, der gør diskussionen stort set uigennemskuelig for alle andre end ganske små grupper af snævert afgrænsede specialister, der ydermere ofte er koblet til den finansielle sektor og dens interesser. Almindelige borgeres indflydelsesmuligheder og de normale demokratiske beslutningsprocedurer svækkes tilsvarende.<sup>34</sup> Teknokratiske styrelogikker og „økonomiske nødvendigheder“ frem for *politiske* valg kommer hermed til at sætte rammerne for de økonomiske politikkers udformning.

Det er velkendt, at krisetilstanden på ingen måde er ny for EU-systemet. Derfor er der heller ingen grund til at udelukke muligheden for, at EU kommer styrket ud af krisen på længere sigt. Og der er heller ingen grund til at bestride, at EU rummer muligheder for skabelsen af en kvalitativt anderledes form for social-økonomisk udviklingsmodel. Men der er ikke meget, der i øjeblikket peger i retning af en realisering af disse muligheder. Fundamentale størrelser som solidaritet på tværs af grænser og legitimitet for EU's institutioner styrkes næppe af den aktuelle udvikling, og EU mangler visioner for en alternativ økonomisk udviklingsmodel, der kan bringe de europæiske velfærdsmodeller tilbage som fundamentet for økonomisk og social fremgang i Europa. Frem for en opløsning af eurozonen vil de næste par år derfor nok snarere blive præget af fortsat *muddling through* på lavt blus med stigende ulighed, politisk og social afmagt, økonomisk stagnation og styrkelse af „de nødvendige politikker“.

## Noter

1. Med hilsner til Gabriel García Márquez.
2. En række tidlige bidrag til forståelsen af krisens grundlæggende strukturelle karakter gennemgås af Bezemer (2011), der udgør en klar demonstration af, at den finansielle krise blev forudset af en række økonomer, der ikke var forblændet af ny-klassisk økonomisk ideologi. Også Aglietta & Berrebi (2007) samt Artus & Virard (2005, 2008) kan fremhæves som tidlige bidrag, der ikke mindst i bagklogskabens ulidelige lys fortsat fremstår som yderst læseværdige. IEO (2011) – udgivet af IMF's uafhængige evalueringskontor – udgør en bemærkelsesværdig åben og kritisk gennemgang af IMF's manglende evne til tidligt at identificere de fremvoksende spændinger i den globale økonomi. Jeg er ikke bekendt med tilsvarende kritiske selv-evalueringer fra andre internationale institutioners side, selv om disses arbejder op mod krisen næppe var bedre end IMF's.
3. Jeg bruger i det følgende udtrykket eurozonens politikker som en generel betegnelse for politikker i eurozonen. Denne generelle betegnelse vil blive anvendt, når det ikke er nødvendigt at sondre mellem EU's forskellige institutioner eller mellem europæiske og forskellige nationale politikker indenfor eurozonen.
4. Jeg har diskuteret sammenhængen mellem finanskrisen og de nævnte strukturelle forandringer i Plaschke (2010).
5. Vedr. den amerikanske udvikling, der er ganske veldokumenteret, se f.eks. Alvaredo & Piketty (2009). Udviklingen i de enkelte europæiske lande og i EU er ikke tilsvarende velbelyst; se Bonesmo Fredriksen (2012) for en nyere oversigt. Om sammenhængen mellem finansialisering og fordeling se også Haldane (2012).
6. Det er problematisk at tale i termer af lande („USA efterspørger osv.“) – ikke mindst i betragtning af ovennævnte uddybning af klasseforskelle og forskelle i indkomst- og levevilkår internt i mange lande. Dette lader vi imidlertid i første omgang ligge, men vi vender tilbage til dette i forbindelse med udviklingen i Europa. Og det kan tilføjes, at udviklingen i ulighed i Kina er mindst lige så alarmende som udviklingen i USA. Men til forskel fra situationen i USA er den kinesiske vækstmodel baseret på en kobling mellem stigende ulighed og en høj investeringstakt, en kobling, der næppe er uden forbindelse med den statslige kontrol med det finansielle system og kreditgivning (se Lo & Zhang 2011).
7. En kort fremstilling af EMS-krisen findes i Madsen & Plaschke (1998, især pp. 31-3)
8. Jeg bruger her udtrykket liberalistisk som en fællesbetegnelse for forskellige former for liberalistisk tænkning, inkl. neo-liberalisme og ordo-liberalisme. Med sin understregning af behovet for en klar juridisk og institutionel ramme for en velfungerende markedsøkonomi er den tyske ordo-liberalisme mere central for en forståelse af eurozonens aktuelle udvikling end den engelsk-amerikanske form for neo-liberalisme knyttet til dereguleringer og svækkelse af institutioner, jf. Berghahn & Young (2012). Karl Polanyi påpegede tidligt sammenhængen mellem liberalisme, „frie“ markeder og statslig regulering: „The road to the free market was opened and kept open by an enormous increase in continuous, centrally organized and controlled interventionism ... even those who wished most ardently to free the state from all unnecessary duties, and whose whole philosophy demanded the restriction of state activities, could not but entrust the self-same state with the new powers, organs, and instruments required for the establishment of *laissez-faire* ... *laissez-faire* economy was the product of deliberate state action“ (Polanyi 1957 [1944], 141).
9. Nogle gange betegnes Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien som PIGS-landene.
10. Cecchetti m.fl. (2011, 30-2). Om den græske krise i øvrigt se også Featherstone (2011).
11. Jeg tager udgangspunkt i dette år, hvor euroen introduceres. Jeg benytter tal fra hhv. OECD, AMECO (EU-Kommissionens database) og EuroStat. Disse tre kilder giver ikke altid de samme tal for forskellige landes offentlige gæld, men det er de samme udviklingstendenser over tid, der kan genfindes i alle tre kilder.
12. Det er således misvisende, når en sådan sammenhæng antydes af Kelstrup m.fl. (2012, 308), hvilket da også indirekte fremgår af forfatternes efterfølgende figur (p. 309), hvilket de imidlertid ikke synes at have bemærket.
13. EU-Kommissionens database AMECO og Euro-Stat rummer begge materiale. Se også i McKinsey Global Institute (2010, 2012) samt Research on Money and Finance (2010), der indeholder en udførlig diskussion om privat gældssætning (inkl. spørgsmålet om kilder til dette). Flere publikationer fra BIS ([www.bis.org](http://www.bis.org)) rummer materiale vedr. forholdet mellem offentlig og privat gældssætning, f.eks. Cecchetti m.fl. (2011).
14. Et tilsvarende argument fremføres i IMF (2012a, f.eks. p. 12). Derimod synes Det Økonomiske Råd (2012) i deres analyse af den europæiske statsgældskrise ikke i videre omfang at være opmærksom

- på denne centrale sammenhæng, om end den antydes (eksempelvis p. 207).
15. Et øjebliksbillede af sammensætningen af en række landes gæld i 2012 findes i IMF (2012b, p. 22). Den finansielle sektors gælds-sætning indgår i dette billede, der bekræfter den finansielle sektors vigtige rolle i gældssætningen. For eurozonen som helhed, kan det nævnes, at gæld/BNP for hhv. den offentlige sektor, husholdninger, ikke-finansielle virksomheder og finansielle virksomheder i 2012 lå på 94%, 71%, 138% og 145%.
  16. Dette forhold gælder i øvrigt ikke kun for eurozonen, men også for en række andre vestlige lande, inkl. USA. Colin Crouch (2009) har i denne forbindelse introduceret begrebet *privatised Keynesianism*.
  17. Jeg fokuserer her specielt på Tyskland, da dette land pga. sin størrelse er langt vigtigere end andre overskudslande som eksempelvis Holland og Østrig.
  18. Se også Laski (2000), der rummer en spændende analyse af samspillet mellem investeringsudvikling, fordeling, økonomisk politik og betalingsbalanceposition i Tyskland i 1990'erne.
  19. For at mindske en sådan asymmetri argumenterede John Maynard Keynes ved Bretton Woods konferencen i 1944 for et internationalt økonomisk system, hvor overskudslande (i praksis USA) skulle gennemføre en ekspansiv politik i tilfælde af internationale ubalancer mhp. at stimulere eksporten i underskudslande. USA sagde nej. Ca. 65 år senere argumenterede den amerikanske finansminister Timothy Geithner i oktober 2010 for at pålægge overskudslande i dagens globale økonomi en tilsvarende forpligtelse. Geithner tænkte måske først og fremmest på Kina, men argumentet kunne være lige så relevant for Tyskland.
  20. Eller gennem stigende ekstern eksport, altså eksport til lande udenfor eurozonen.
  21. Se Blanchard & D. Ostroy (2012). Se også *Financial Times*, December 3, 2012: „IMF officials say that ... the eurozone experience shows the dangers of allowing free flows of capital with an insufficiently well-regulated financial system ...“.
  22. I 2001 startede Kommissionen den såkaldte Lamfalussyprocess – opkaldt efter Baron Lamfalussy, tidligere leder af Bank for International Settlements og den første formand for Det Europæiske Monetære Institut (forløberen for ECB) – der havde til formål at fremme udviklingen af et integreret finansielt marked inden EU. I en senere tekst (2003, 115) fortæller Lamfalussy, hvorledes hans komité af „vismænd“ forsøgte at advare om faren for forøget „asset price volatility“ som et muligt problem i forbindelse med skabelsen af et integreret finansielt marked. Men Kommissionen foreslog „høfligt men bestemt“ Lamfalussy og hans komité af „vise mænd“ at udelade dette punkt i deres rapport.
  23. En mere generel diskussion af dette begreb findes hos Kindleberger (1978, spec. kapitel 10).
  24. Det er først under indtryk af den finansielle krise, at ECB har fået øjnene op for det forhold, at finansiell stabilitet ikke automatisk følger af prisstabilitet, og at „man“ – f.eks. ECB – må forholde sig til begge. Ved en høring i Europaparlamentet den 11. september, 2007 erkendte ECB's præsident Jean-Claude Trichet dette forhold og anførte, at sikring af prisstabilitet og tilførsel af likviditet er to klart adskilte opgaver, der ikke skal blandes sammen. Indtil da havde ECB i sin selvforståelse én og kun én opgave: sikring af prisstabilitet (Trichet 2007). Trichet antydede hermed, at ECB måske skulle fungere som en klassisk centralbank og tilsikre likviditet, men i dag mangler eurozonen fortsat en fungerende „lender of last resort“.
  25. Som en konsekvens af dette manglende kriseberejdskab valgte flere europæiske regeringer – bl.a. regeringerne i Irland, Belgien og Holland – at gå deres egne veje i forbindelse med redningen af deres nationale banker.
  26. En næsten tilsvarende kritik er tidligere fremført af Jean-Claude Juncker – den netop afdøde formand for Eurogruppen – i forbindelse med politikken overfor Grækenland: „I think that we didn't adequately highlight the growth dimension of the whole Greek problem, we were very much insisting on fiscal consolidation. Without any doubt, with no alternative and no other option, Greece underwent the test to consolidate its public finances. If year after year you are adding deficit to deficit and public debt to public debt, you are worsening the overall situation of your country. But it would have been wise and reasonable to focus immediately on the growth dimension. If you want to bring the country back on track you have to invent an intelligent mix of fiscal consolidation and growth impulses. We were very strong when it came to fiscal consolidation and very weak when it came to the other, equally essential dimension, the one of growth. I am unhappy with the deterioration of the living conditions of the Greeks. They don't have a positive perspective. Nothing is happening apart from cuts and the lowering of social benefits. In order to revive Greek society we have to have something more than repeating the same message day after day.“ (Papachelaras 2012).
  27. Det er således en misforståelse, når det af og til hævdes, at centralbankerne – inklusive ECB – kan styre pengemængden – det kan de ikke.
  28. Ifølge IMF (2012b) beløber kapitalflugten fra de sydlige eurozone lande sig til mere end 10% af deres BNP.
  29. Bl.a. ved Centralbankkonferencen i Jackson Hole i eftersommeren 2011. Se f.eks. *Financial Times'* leder den 30. august, 2011. Lagarde's indlæg kan findes på: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/082711.htm>.
  30. Eurozonen har brug for en eller anden form for bankunion for at fungere, men hvis en bankunion ikke kommer til at bremse for den nuværende kobling mellem offentlig gæld og bankgæld, mister den et af sine væsentligste formål.
  31. Den tidligere chef (Ortiz 2012) for den mexicanske centralbank har fornylig sammenlignet IMF's politikker over for Latinamerika i sidstnævntes „lost decade“ og trojkaens (Kommissionen, ECB og IMF) aktuelle politik over for Grækenland. Analysen er ikke opmuntrende: „Last week [November/December 2012], once again, a new plan was devised by the troika ... to keep Greece funded and avoid default in the short term, while its economy continues to plummet with no end in sight. After two rescue programmes, along with the largest debt restructuring in history, Greece remains insolvent and eurozone leaders refuse to recognise the need for a new approach. To achieve solvency, a serious debt-relief plan, conditional on structural reform, should be implemented to shift the emphasis from fiscal austerity to recovering economic growth and restoring market confidence... During the Latin American „lost decade“, the region experienced a series of economic crises that brought several countries to the brink of default. Rescue funds were provided through commercial banks, which were governments' main financing source, the IMF and other multilateral agencies – the 1980s equivalent of today's troika – to avoid this scenario. Throughout the decade, the region's debt profile deteriorated continually as the fund failed to address the issue of insolvency and treated the problem as one of illiquidity. Every year the IMF would project gross domestic product to rise and debt-to-GDP ratios to fall, sustaining the illusion that these countries were not fundamentally insolvent. Every year the opposite occurred.“
  32. En mere detaljeret gennemgang af de første års EU-håndtering af den græske krise kan findes i Featherstone (2011); Walker (2012) rummer en fascinerende gennemgang af forhandlingerne om de græske redningspakker. Det er også i denne periode, at diskussionen

- om de såkaldte eurobonds – euroobligationer – udvikler sig. Et vigtigt og kreativt forslag om dette fremlægges af Juncker (dåværende formand for eurogruppen og premierminister fra Luxemburg) og Tremonti (dåværende italiensk finansminister) i et indlæg i *Financial Times* (Juncker & Tremonti 2010). I et senere interview nævner Juncker, at „the Germans, the Dutch and others rejected this idea [issuing a Eurobond] from the very beginning, without having assessed the merits of that idea. It will come some day“ (Papachelas 2012).
33. Vi ved således, at to tyske medlemmer af ECB's ledelse valgte at forlade denne i 2011 – tilsyneladende som en konsekvens af uenighed indenfor bankens ledelse.
34. Se også Streeck (2011). Et interessant og forfriskende perspektiv på nogle af de politisk-økonomiske implikationer af de finansielle systemers kompleksitet er udviklet af Andrew Haldane i Bank of England. Se Haldane & Madouros (2012) og Haldane (2012).

## Referencer

- Aglietta, M 1999, *A Lender of Last Resort for Europa*, CEPPI, Paris.
- Aglietta, M & L Berrebi 2007, *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, Paris.
- Alvaredo, F & T Piketty 2009, The Dynamics of Income Concentration over the Twentieth Century. The Case of Advanced Economies, Lopez-Calva & Lustig (eds), *Markets, the State and the Dynamics of Inequality*, Brookings Institution Press (<http://www.jourdan.ens.fr/piketty/fichiers/public/PIK2008DYAlvaredo.pdf>).
- Amato, G & G Verhofstadt 2011, A plan to save the euro and curb speculators, *Financial Times*, July 3.
- Artus, P & MP Virard 2005, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, La Découverte, Paris.
- Artus, P & MP Virard 2008, *Globalisation. Le pire est à venir*, La Découverte, Paris.
- Berghahn, V & B Young 2013, Reflections on Werner Bonefeld's „Freedom and the Strong State: On German Ordoliberalism“ and the Continuing Importance of the Ideas of Ordoliberalism to Understand Germany's (Contested) Role in Resolving the Euro Zone Crisis, vil fremkomme i *New Political Economy*.
- Bezemer, DJ 2011, The Credit Crisis and Recession as a Paradigm Test, *Journal of Economic Issues*, vol. XLV, no. 1, March, pp. 1-18.
- Blanchard, O & JD Ostry 2012, The multilateral approach to capital controls, [www.voxeu.com](http://www.voxeu.com), 12. december.
- Blanchard, O & D Leigh 2013, *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF, Working Paper, 13/1.
- Bonesmo Fredriksen, K 2012, *Income Inequality in the European Union*, OECD Economics Dept. Working Papers, no. 952, OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/5k9bdt47q5zt-en>.
- Cecchetti, S, MS Mohanty & F Zampolli 2011, *The real effects of debt*, BIS Working Papers No. 352, September, [www.bis.org](http://www.bis.org).
- Crouch, C 2009, Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime, *The British Journal of Politics & International Relations*, vol. 11, no. 3, pp. 382-399.
- Det Økonomiske Råd 2012, Den europæiske statsgældskrise, *Dansk Økonomi*, Foråret, DØR, Kbh.
- European Commission 2009, Special report: Competitiveness developments within the euro area, *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 8, no. 1, pp. 18-49.
- European Commission 2010, Special issue: the impact of the global crisis on competitiveness and current account divergences in the euro area, *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 9, no. 1, pp. 7-38.
- Featherstone, K 2011, The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime, *Journal of Common Market Studies*, vol. 49, no. 2, pp. 193-217.
- Ferri, P (ed.) 1990, *Prospects for the European Monetary System*, MacMillan, London.
- Haldane, AG 2012, *A leaf being turned*, speech given at Occupy Economics, „Socially Useful Banking“, 29 October, Bank of England.
- Haldane, AG & V. Madouros 2012, *The dog and the Frisbee*, Federal Reserve Bank of Kansas City 36<sup>th</sup> economic policy symposium, 31 August, Bank of England.
- Holland, D & J Portes 2012, Self-Defeating Austerity?, *National Institute Economic Review*, no. 222, October, pp. F4-F10.
- IEO 2011, *IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis: IMF Surveillance in 2004-07*, International Evaluation Office of the International Monetary Fund, Washington, <http://www.ieo-imf.org/ieo/pages/CompletedEvaluation107.aspx>.
- ILO 2013, *Global Wage Report 2012/2013: Wages and equitable growth*, ILO, Geneva.
- IMF 2009, *The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor: November 2009*, IMF Staff Position Note SPN/09/25 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0925.pdf>).
- IMF 2012a, *Global Financial Stability Report. The Quest for Lasting Stability*, IMF, April 2012.
- IMF 2012b, *Global Financial Stability Report. Restoring Confidence and Progressing on Reforms*, IMF, October 2012.
- Juncker, JC & G Tremonti 2010, E-bonds would end the crisis, *Financial Times*, December 10.
- Kelstrup, M, DS Madsen & M Wind 2013, *Europa i forandring*, 2. udgave, Hans Reitzels Forlag, Kbh.
- Kindleberger, CP 1978, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Basic Books, NY.
- Kregel, JA 1993, Bank supervision: the real hurdle to European monetary union, *Journal of Economic Issues*, vol. 27, June, pp. 667-676.
- Lamfalassy, A 2003, Creating an integrated market for financial services, Booth m.fl. (eds), *The Regulation of Financial Markets*, The Institute of Economic Affairs, London 2003 (<http://www.iea.org.uk/sites/default/files/publications/files/upldbook214pdf.pdf>).
- Laski, K 2000, Thrift and Unemployment in Germany, *Konjunkturpolitik*, vol. 46, no. 1-2, pp. 1-32.
- Lo, D & Y Zhang 2011, Making Sense of China's Economic Transformation, *Review of Radical Political Economics*, vol. 43, no. 1, pp. 33-55.
- Madsen, PT & H Plaschke 1998, *Den forbudte debat om ØMU'en*, Systime & Rådet for Europæisk Politik.
- McKinsey Global Institute 2010, *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, McKinsey Global Institute, January.
- McKinsey Global Institute 2012, *Debt and deleveraging: Uneven Progress on the path to growth*, McKinsey Global Institute, January.
- Ortiz, G 2012, Lessons from Latin America for Greece, *Financial Times*, 5 December.
- Papachelas, A 2012, Jean-Claude Juncker on the Greek Rescue, in *Ekathimerini*, 12 marts.
- Pardee Center Task Force Report 2012, *Regulating Global Capital Flows for Long-Rin Development*, Co-Chairs: KP Gallagher, S Griffith-Jones & JA Ocampo, Boston University (<http://policydialogue.org/files/events/RegulatingCapitalTF-March2012.pdf>)
- Plaschke, H 2010, Den finansielle krise som systemkrise, *I orkanens øje – Erfaringer fra og løsninger på den globale finanskris*, CEVEA, [http://www.cevea.dk/files/010210rapport\\_i\\_orkanens\\_oeje\\_erfaringer\\_fra\\_og\\_loesninger\\_paa\\_den\\_globale\\_finanskris.pdf](http://www.cevea.dk/files/010210rapport_i_orkanens_oeje_erfaringer_fra_og_loesninger_paa_den_globale_finanskris.pdf).

- Polanyi, K 1957[1944], *The Great Transformation. The political and economic origins of our time*, Beacon Press, Boston.
- Research on Money and Finance 2010, *The eurozone between austerity and default*, [www.researchonmoneyandfinance.org](http://www.researchonmoneyandfinance.org).
- Rollet, P 1993, Convergence réelle, convergence structurelle et union économique et monétaire, Maïlet, P (ed.) *Trois défis de Maastricht. Convergence, cohésion, subsidiarité*, L'Harmattan, Paris.
- Trichet, JC 2007, Hearing at the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, 11. September ([http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070911\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070911_1.en.html)).
- Vaciago, G 1993, Public versus Private Debt, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, no. 186, September, pp. 339-353.
- Verhofstadt, G, J Delors & R Prodi 2011, Europe must plan a reform, not a pact, *Financial Times*, March 2.
- Walker, M 2012, How a Radical Greek Rescue Plan Fell Short, *Wall Street Journal*, 10 May.