

Nogle aktuelle udfordringer i eurosamarbejdet

Gældskrisens hovedårsag er en fejlslagen makroøkonomisk politik, som var et internationalt fænomen og hvis konsekvenser har ramt lande både i og uden for eurosamarbejdet. Der er ingen enkle løsninger. De trufne skridt til bedre institutioner gør eurosamarbejdet mere solidt. Yderligere er det er velbegrundet med en bankunion, men vanskeligere at se begrundelsen for fælles finanspolitik. De velkendte ulemper for Danmark ved at stå uden for gælder fortsat, men de seneste år har demonstreret lidt ekstra både fordele og ulemper.



PER CALLESEN
Nationalbankdirektør

1. Krisehåndteringen

Bevidst eller uagtsom nedprioritering af hensynet til sunde økonomiske balancer medfører før eller siden dybe økonomiske problemer for også produktion, beskæftigelse og levestandard. Det gælder, uanset om lande deltager i eurosamarbejdet eller ej. Blandt europæiske lande uden for euroen har ni lande fået låneprogrammer fra IMF og EU siden 2007. Inden for eurosamarbejdet, i den samme periode, har indtil nu tre lande (Grækenland, Irland og Portugal) haft fulde programmer, og aktuelt (september 2012) er Cypren meget tæt på. Spanien er tæt på at få et halvt program for den finansielle sektor og søger måske om et helt.

Hvis nogle havde forestillet sig, at eurosamarbejdet indebar en ubegrænset eller ubetinget beskyttelse mod konsekvenserne af særligt store ubalancer og fejlslagen økonomisk politik, har de måttet revidere forestillingen. Markeder og medier sukker efter det snuptag, der én gang for alle kan løse krisen. Det findes ikke. Næsten alle krisetiltag rummer elementer, som de færreste finder sunde på længere sigt, og det rejser uløselige dilemmaer.

Skåret ind til benet handler krisehåndteringen om at give netop så meget finansieringshjælp til de gældsplagede lande, at deres renter ikke løber løbsk. Så de får tid til at vende deres balanceproblemer, og så vendingen fremstår overbevisende. Men samtidigt om ikke at give så meget hjælp, at det bliver en sovepude for de gældsplagede lande, eller at det fremstår som alt for uretfærdigt for sponsorernes vælgere at hæfte for konsekvensen af

historiske beslutninger i andre lande, de ikke har været med til at træffe. Og jo flere penge man har lånt ud, jo mere gør man sig som bekendt afhængig af lånerens evne og vilje til at betale tilbage.

Verdenssamfundets historiske og stadig anvendte svar på dette dilemma har været IMF-programmer med en passende blanding af lavt forrentede lån, teknisk bistand og stærke konditionaliteter. Der sigtes på, at hjælpen bringer landet på fode igen, og at långiverne får deres penge tilbage. Recepten virker i langt de fleste tilfælde. Beklageligvis har de kriseramte lande været for langsomme til at bruge den.

Den største barriere herfor er prestigetabet. Det er stærk kost for et land at måtte afgive suveræniteten i en sådan grad, også selv om indholdet af programmerne bliver designet med stor empati og ikke er meget anderledes – kun lempeligere – end de tiltag, som landet alligevel måtte gennemføre, hvis det skulle klare sig selv.

Derfor skal debatten om kriseløsning i Europa bl.a. forstås som kriselandenes eftersøgning af en mere usynlig finansieringshjælp, der kunne komme uden spændetrøjen eller den oplevede ydmygelse ved et regulært program, det være sig med finansiering fra EFSF, ESM eller ECB. Modstanden fra sponsorlandene herimod er tilsvarende let forståelig. Uden et regulært program er der færre konditionaliteter, og selv i tilfælde, hvor man stoler på en regering, kunne der jo komme en ny om nogen tid.

Der er naturligvis også andre barrierer for at etablere og videreføre IMF-programmer, selv om de europæiske institutioner løfter hovedparten af finansieringen. Én er programmernes nødvendige størrelse, når det vedrører store lande som Spanien eller Italien. En anden er tilfælde, hvor de økonomiske ubalancer er så store og den administrative kapacitet så lille, at verdenssamfundet får berettiget tvivl om nytten. En tredje er – eller var – at der langt ind i eurosamarbejdet (for) længe var et synspunkt om, at unionen selv måtte tage sig af sine svage lande. Mod dette taler den derved forbundne reduktion i lånekapacitet og teknisk kapacitet, og især konfliktpotentialet ved, at konditionaliteterne skal overvåges gensidigt af de europæiske partnere eller risikerer at blive genstand for sammenkædning (studehandler) med andre områder. En fjerde barriere er en bekymring for, hvordan private investorer reagerer på IMF's kreditorpræference – hvis et program fejler, da vil investorernes genindvindingsprocent være mindre, når IMF først skal have dækket sit tilgodehavende fuldt ud.

Krisestemningen ophører først den dag, hvor de private investorer mere vedvarende opfatter et afkast på omkring 5 pct. på sydeuropæiske statspapirer som attraktivt sammenlignet med det meget lave afkast på de nordeuropæiske (inkl. danske) statspapirer. I mellemtiden kan redningsfonde eller ECB vinde tid og sænke renteomkostningerne for landene, men alle tiltag og programmer vil uundgåeligt være kontroversielle.

Det mulige videre forløb inviterer ikke til nærmere spådomme – der er mange bump på vejen. Men det er relevant at spørge, om en sådan vending på markedet kan ske inden for de nærmeste år. Ét svar er, at der måske er urealistiske forestillinger om, hvor langt renten i de gældsplagede lande kan forventes at falde inden for en overskuelig tidshorison. De oplevede renteniveauer er meget belastende for den pengepolitiske transmissionsmekanisme og dermed for konjunktursituationen, men sammenholdt med den underliggende fremadrettede nominelle vækst er renterne i Italien og Spanien lavere end de var før forberedelsen til euroen for alvor satte ind (før 1995). De meget lave rentespænd i perioden 1995–2010 vil for eftertiden sandsynligvis stå som en undtagelse og en fejl, som investorerne næppe vil gentage.

Et andet svar er, at det særlige pres og krisestemningen godt kan aftage inden for de nærmeste år, hvis landene troværdigt bevæger sig ind i et forløb, der leverer på især tre områder. For det første skal både den offentlige saldo og betalingsbalancen være så solide, at det er muligt at se begyndelsen på et klart forløb med nedbringelse af både offentlig gæld og udlandsgæld. For det andet skal der ske en genopretning af konkurrenceevnen over for Nordeuropa efter de forringelser det foregående årti, som blev drevet af for høj indenlandsk efterspørgsel ift. potentialet for vækst og produktion. Teknisk set kræver det et langvarigt negativt outputgap, som kan sikres af enten lav indenlandsk efterspørgsel, strukturreformer (der udvider produktionspotentialet) eller en kombination heraf. Kravet til ECB er i den sammenhæng sådan set kun, at inflationsmålsætningen holdes i tråd med mandatet, dvs. for gennemsnittet i området. Men gennemsnittet skal dække over lavere inflation i syd og højere i nord.

For det tredje skal landene undgå, at rentebyrden i kraft af høje markedsrenter kommer til at overskygge de diskretionære budgetstramninger – det er her IMF/EFSF/ESM og, mener nogle, ECB kan bidrage positivt, uden at landene må svække deres tilpasning. For de fleste af landene, sværest for Grækenland, burde disse tre forudsætninger kunne opnås, forudsat at den politiske handlekraft (og befolkningernes rationalitet og tålmodighed) rækker.

Et tredje svar er, at de hårde tider naturligvis ikke er forbi, selv om rentespændene kommer under kontrol. Det tager et eller flere årtier at afvikle gæld og reformere strukturer for at forvandle svage til sunde økonomier. Det tog det også for mange nordeuropæiske lande, herunder Danmark, der havde meget alvorlige problemer i 1970'erne, 1980'erne og starten af 1990'erne.

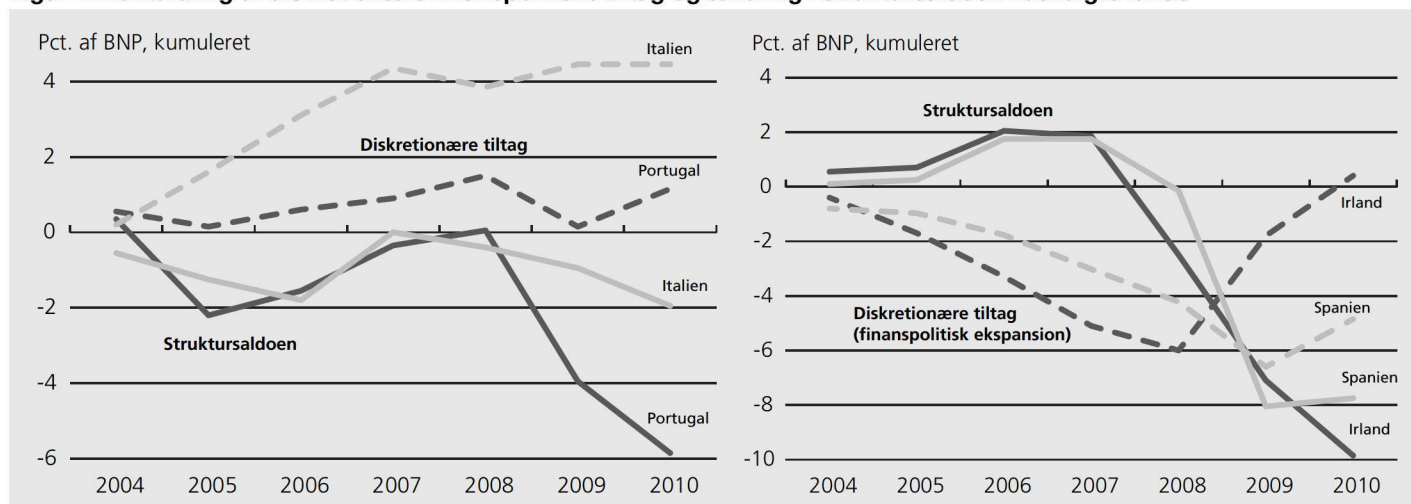
Det gør ikke opgaven lettere, at recessionen 2008–12 falder sammen med et kraftigt og abrupt (om end fuldt forudsigeligt) omsving i demografien, som for euroområdet som helhed sænker det årlige vækstpotentiale med 0,5–1 pct. fra før til efter denne periode. Lavere vækst er kommet for at blive.

2. Lærdommen af fejlene før krisen

Den primære årsag til krisen var den svage makroøkonomiske politik i de enkelte lande. Det kompliceres af, at denne var en del af en international tendens og blev ledsaget af store svagheder i den finansielle regulering og i de finansielle institutioner (disse svagheder ligger uden for rammerne af denne artikel).

Ved overgangen fra 1990'erne til 00'erne blev den sunde makroøkonomiske politik mere eller mindre bevidst nedprioriteret til fordel for andre, herunder mere kortsigtede, hensyn. Det er meget svært at føre god makroøkonomisk politik i praksis. Der er usikkerhed, forskellige vurderinger, uenighed og pres fra mange sider for at gøre det modsatte. Det kræver en vedvarende vilje og pædagogisk indsats at tolke nye og uforudsigelige bevægelser og begivenheder rigtigt i den makroøkonomiske kontekst. Stram finanspolitik og reformer møder før eller siden en folkelig og politisk træthed, og de kriser, der forebygges, får af gode grunde ikke så megen omtale efterfølgende.

I Europa blev finanspolitikken strammet i anden halvdel af 1990'erne i bestræbelserne på at kvalificere sig til eurodeltagelse. Det var makroøkonomisk en stor succes – renterne faldt, væksten var pæn, balancerne blev bedre, og dem, der ønskede det, kom med i eurosamarbejdet. Blandt symptomerne på den efterfølgende træthed var udviklingen af den såkaldte Lissabonstrategi fra 2000, som de gode intentioner til trods trak styringen væk fra finansministrene og flyttede vægten til budgetekspansive delmålsætninger for sektorområderne. Et andet symptom var den fransk-tyske nedstemning i 2003 af et ekstra skridt i underskudsproceduren i Stabilitets- og Vækstpagten (SGP) over for deres budgetunderskud (modsat det daværende rygte handlede sagen ikke om at give bøder, men om at give en skærpet advarsel – et såkaldt pålæg).

Figur 1. Kumulering af diskretionære finanspolitiske tiltag og ændring i struktursaldoen i udvalgte lande

Anm.: De diskretionære finanspolitiske tiltag er beregnet ved at summere budgeteffekten af de konkrete finanspolitiske ændringer/tiltag. Tal for struktursaldoen påvirkes også af skøn for produktionspotentialet mv. og er opgjort i såkaldt realtid, dvs. ud fra den daværende viden.

Kilde: Europa-Kommissionen.

I USA blev der i 1990'erne gennemført betydelige finanspolitiske stramminger, som var en væsentlig forudsætning for det succesfulde økonomiske forløb i årtiet. Strammingerne blev til efter bl.a. et pres fra FED. Modsat blev finanspolitikken lempet kraftigt efter præsidentskiftet i starten af 2001, og reaktionen fra FED blev fortolket som en endossering. Lempelserne bidrog i sig selv til ophedningen og til, at USA havde store budgetunderskud selv på toppen af overophedningen i 2006-07 og derfor mindre at stå imod med bagefter.

For pengepolitikken var der i årene 2003-07 en international debat om, hvorvidt pengepolitikken skulle modvirke bobler for aktier eller boliger, når inflationsmålet faktisk var overholdt (på trods af høj efterspørgsel, var der lav inflation i kraft af bl.a. lave importerede priser fra Kina, bedre fungerende markeder i kraft af reformer samt voksende tillid til centralbankernes sikring mod inflation). Det amerikanske svar blev, desværre, at det var bedre at helbrede end at forebygge – bobler i vækst skulle ikke afdæmpes, men den efterfølgende nedtur kompenseres med rentenedsættelser (det såkaldte Greenspan put). Dermed blev pengepolitikken asymmetrisk. Med bedre ret blev tilføjet, at pengepolitikens muligheder var begrænsede. De lave markedsrenter var også en følge af det såkaldte globale »savings glut«, altså det forhold, at ikke mindst Kina sparede unaturligt meget op.

De nuværende gældsramte lande i euroområdet gjorde forskellige fejl.¹ Tekstbogseksemplet på manglende overholdelse af reglerne i SGP er Grækenland. Italien og Portugal havde også store budgetunderskud, men de stammede ikke direkte fra en løssluppen finanspolitik, men derimod fra lav økonomisk vækst og beskæftigelse. Faktisk strammede Italien og Portugal løbende finanspolitikken, jf. Figur 1. Finanspolitikken strammedesgrad

skal altid rette op på budgettab fra en strukturelt lav økonomisk vækst, men den uventet lave vækst nuancerer billedet af, hvor let det i lyset af utilstrækkelig viden havde været at gøre det meget bedre. I Irland og Spanien var problemet en overophedning af boligmarkedet med tilhørende overvurdering af det underliggende potentiale for vækst og den underliggende styrke af de offentlige finanser. De to lande havde budgetoverskud, men lempede finanspolitikken, dvs. førte procyklisk finanspolitik. Situationen blev ikke bedre af, at flere af de nu kriseramte lande fulgte den for unuancerede opfordring fra EU og andre internationale organisationer til en koordineret finanspolitisk ekspansion efter finanskrisen i efteråret 2008 (opfordringen burde have været klart differentieret efter landenes råderum).

Årsagerne til krisen skal dermed ikke primært søges i de europæiske institutioner, men det er relevant at spørge, hvor disse kunne have ydet bedre bidrag, og hvordan de på den baggrund bør forbedres.

En af svaghederne i EU's institutioner var den manglende overholdelse af reglerne i SGP. Det har været hævdet, at reglerne var gode nok, men at de blev svækket i 2005, og at der manglede politisk vilje til overholdelse og til at lægge tilstrækkeligt indbyrdes pres på hinanden i eurogruppen. Det sidste er korrekt, men dels var reglerne faktisk ikke gode nok, dels bekræfter billedet af den førte politik ikke, at reformen af SGP i 2005 skulle være en svækkelse: i 2006 og 2007, efter reformen, blev finanspolitikken gennemgående strammet ganske pænt i de fleste lande, mens der omvendt blev lempet i alle årene 2002-05, jf. Tabel 1.

Den største svaghed i institutionerne og SGP var fraværet af det makroøkonomiske helhedsbillede og sammenhængen mel-

NOTE 1 Jf. Finanspolitik i EU – hvad har vi lært af krisen? Kvartalsoversigt, Danmarks Nationalbank 2012, 2. kvartal, del 1.

Tabel 1. Finanspolitiske lempelser og stramninger

Pct. af BNP	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Simpelt gennemsnit, Euro12	-0,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,6	0,7	-0,3	-3,9

Anm.: Fra 2002-06 angiver tabellen ændringen i den cyklisk justerede saldo og fra 2007-09 ændringen i struktursaldoen. Euro12 er de oprindelige 12 eurolande. Skøn for størrelsernes niveau foretaget i de pågældende år.

Kilde: Europa-Kommissionen.

lem dette og finanspolitikken. Boblelandene kunne henholde sig til lav gæld og budgetoverskud, at det var svært at skønne den strukturelle budgetsaldo, og at SGP ikke nævnte noget om hverken boligbobler, kreditvækst, betalingsbalanceunderskud eller konkurrenceevne. Sådanne ubalancer er ikke kun generelle forvarsler om kommende kriser – tages der ikke hensyn til dem, overvurderes den strukturelle/underliggende budgetsaldo. Skatteindtægterne var i høj grad kun midlertidigt høje og udgifterne, fx til dagpenge, kun midlertidigt lave.

Problemerne med overholdelse af reglerne i SGP førte i 2010/11 til en opstramning af regelsættet og senere, i starten af 2012, til vedtagelse af den såkaldte finanspagt, Fiscal Compact. Finanspagten ændrer ikke markant på selve kravene til finanspolitiske mål og korrektioner, men strammer procedurerne op og sikrer et klarere nationalt ejerskab til forpligtelserne.

Svaghederne ift. de makroøkonomiske ubalancer er adresseret ved bl.a. at indføre den såkaldte »macroeconomic (eller excessive) imbalance procedure«. Proceduren indebærer overvågning og advarsler for lande, der slår ud på indikatorer for ubalancer, heraf de vigtigste netop betalingsbalance, konkurrenceevne, kreditvækst og boligpriser. Dermed lukkes et decideret hul i institutionerne. Hvor godt det vil virke i praksis, er svært at afgøre, før der igen er bedre konjunkturer. Et bud er, at det vil hjælpe, men at effektiviteten vil blive reduceret af de vedvarende økonomiske fortolkningsspørgsmål og politiske modsætninger. Sund økonomisk politik kan ikke én gang for alle lægges fast i en juridisk formel.

Et andet svar ift. de makroøkonomiske ubalancer er oprettelsen af »European Systemic Risk Board«, ESRB, som under ECB's vinger og med deltagelse af centralbankchefer og tilsynsdirektører har til formål at overvåge og give advarsler om risici for det finansielle system i lyset af bl.a. sådanne makroubalancer. Det er også et godt skridt. Tiden vil vise, om sådanne makroprudentielle råd, på dette niveau og nationalt, kan bidrage til at forebygge ubalancer eller, mindre ambitiøst, men også vigtigt, kan bidrage til at beskytte den finansielle stabilitet imod de makroøkonomiske ubalancer.

Endelig er der strammet op på procedurerne omkring den tidligere Lissabonstrategi for strukturtiltag med indførelse af det såkaldte europæiske semester, hvor politikbefalingerne på alle

områder samles i én proces om foråret. Håbet kan være, at der sker en større samordning, så der bliver konsistens mellem anbefalingerne til struktur- og sektorpolitik, finanspolitikken, og de makroøkonomiske ubalancer. Komplexiteten af de mange EU/euro procedurer er betydelig. Men indholdet er blevet ganske godt.

3. Konstruktionen

Der er således sket omfattende forbedringer og fornyelser af samarbejdet om den økonomiske politik i EU og euroområdet. Vil det gavne euro-konstruktionen at foretage mere vidtgående skridt i form af såkaldt »ex ante fiscal risk sharing« med fiskale transfereringer? Formålet skulle være mere fundamentalt at forhindre, at der opstår spændinger med tvivl om, hvorvidt svage eller stærke lande kunne være fristet til at træffe beslutning om at træde ud af samarbejdet, eller at der indtræffer en statsbankerot i lande, der uden låneadgang derefter udsteder gældsbeviser/alternativ valuta (hvis værdi ville falde omgående) for at honorere fx løn og pension og således de facto forlader samarbejdet.²

Sådanne fiskale transfereringer kunne indebære, at fællesskabet (og dermed andre lande) overtager regningen, hvis de offentlige finanser i et land kommer ud af kontrol. Derved opnås der sikkerhed imod en statsbankerot i landet. Transfereringerne indebærer til gengæld, at de enkelte lande mister incitamentet til selv at sikre den nødvendige balance på de offentlige finanser. Inden for et land er der en række modsat rettede interesser, fx mellem skatteydere og udgiftsmodtagere og mellem generationer, som i det mindste modvirker store ubalancer. Kan regningen i stedet flyttes til andre lande, vil interesser i et enkelt land med ubalance generelt kunne samle sig om at se fordelene herved. En sådan fiskal backstop må derfor forventes at gøre mere skade end gavn og alene af økonomiske årsager direkte frarådes. Politisk gælder endvidere, eksempelvis, at man ikke kan forestille sig et system, hvor et land beslutter en lav pensionsalder for egne borgere og sender regningen til skatteydere fra andre lande (»no taxation without representation«).

Skulle man så tage konsekvensen af et evt. ønske om et gensidigt fiskalt sikkerhedsnet og foretage en vidtgående omlægning fra national til fælles beslutningskompetence på fx finanspolitikens centrale delkomponenter, det være skatteregler, pensionsalder, overførselssatser, sundhedsudgifter osv.? Det ville sikre, at der sker transfereringer uden, at de enkelte lande har mulighed

NOTE 2 Ikke at devaluering og inflation vil reducere størrelsen af den nødvendige tilpasning af efterspørgsel og levestandard, snarere tværtimod, men hvis ikke de nødvendige politiske beslutninger (konsolidering) træffes, så overgår tilpasningen til »markedet«.

for at beslutte fordyrende særregler på andres bekostning. Ud over de formentlig uoverkommelige overgangsproblemer ved at foretage en sådan harmonisering er det svært at finde nogen i noget europæisk land, som går ind for det og er klar til at overgive sådanne kompetencer.

Det er også svært at se, at det skulle være økonomisk nødvendigt eller velbegrundet. Der er en bred vej at køre på, selv for forskelle i de makroøkonomiske ubalancer, før der opstår store spændinger. Hvorfor skulle det være nødvendigt at beslutte delelementer eller detaljer i Bruxelles, hvis der er rimeligt styr på offentlige finanser, udlandsgæld, boligbobler og konkurrenceevne i deltagerlandene, hvilket er de forhold, som i modsat fald skaber spændinger?

Indvendingen herimod vil være, at det har koordineringsprocedurerne hidtil ikke kunne forhindre. Nej, men dels er det derfor, at de er blevet styrket så kraftigt, dels er effektiviteten af koordineringen i sidste ende afhængig af den politiske beslutningskraft. Hvis man hverken stoler på procedurerne eller på hinanden, er det næppe heller en fremkommelig løsning på det problem at centralisere beslutningerne for hele samfundsstrukturen.

Igen gælder, at de finansielle markeder næppe gentager fejlen fra de første 10 år med euroen, hvor rentespænd mellem landene blev handlet ned til næsten nul, stort set uden differentiering. Den forsinkede markedsreaktion betød i princippet, at der var bedre tid til at reagere på de voksende ubalancer, men desværre blev den vundne tid ikke brugt godt nok. Opmærksomheden på kreditrisiko er formentlig vendt tilbage for at blive. Konsekvensen heraf bliver et stærkere incitament for lande med svag økonomi til at få skabt solide offentlige finanser. Dette incitament kan virke nok så stærkt som samarbejdsprocedurerne i EU.

Til gengæld er det velbegrundet med et fælles system med redningsaktioner, der yder lån, helst med inddragelse af IMF, fra europæisk hold håndteret ved hjælp af EFSF/ESM. Modstykket er nødt til at være omfattende konditionaliteter. Et supplerende forslag, i nogen grad en mellemform, er formuleret som »federation by exception«.³ Hermed menes, at de finanspolitiske beslutninger generelt træffes af medlemslandene selv, men at beslutningskompetencen på et mere eller mindre detaljeret niveau overføres til fællesskabet for lande, der ikke selv vil eller kan håndtere deres finansiering. Igen er der en balance. Jo strengere konditionaliteter, jo mindre er sandsynligheden for, at lande søger hjælp i rette tid. Omvendt går det heller ikke, at det bliver særligt attraktivt at modtage hjælp.

Eksistentielle diskussioner og de forskellige hjørneløsninger kan bringe nyttige perspektiver. Der er grænser for, hvor langt

man kan og skal skubbe hensynet til den fælles valuta foran sig i argumentationen for nye integrationstiltag.⁴ Men samarbejdet udvikler sig hele tiden, verden forandrer sig, og fordele og ulemper ved forskellige nye skridt kan ikke stilles op sort og hvidt én gang for alle. Der er mange tænkelige skridt i videreudviklingen af samarbejdet, som er eller kan blive velbegrundede, med eller uden valutaaspektet.

Allerede i dag findes der fiskale transfereringer med EU-budgetets strukturfonde. Det er endvidere næppe dyrere og nok mere velbegrundet at udvikle et europæisk niveau for tilsyn, indskydergarantier og resolution for de europæiske banker, end det er for landbrugspolitikken. Behovet for en mere fælles tilgang til banksystemet kommer i nogen grad fra eurospecifikke hensyn, herunder deltagerens fælles hæftelse for likviditet ydet af ECB og fra evt. direkte kapitalisering af enkeltbanker via ESM. Men for både eurolande og ikke-eurolande er sektorens aktiviteter stærkt grænseoverskridende. Alle vil have fordele, herunder fra et bedre fungerende indre marked, ved en tryghed, der ikke er knyttet til enkeltlandes statsfinanser. En stor kapacitet – baseret på bidrag fra sektoren – vil være en fordel for lande med en stor og højt koncentreret banksektor. Omvendt er der naturligvis mange udfordringer ift. bl.a. ansvaret for allerede eksisterende svage banker, sikring af effektivt tilsyn og hvordan fællesskabet bedst beskytter sig mod eksempelvis boligbobler, som jo kan skabes af nationale forhold som ejendomsbeskatningen, der ligger uden for tilsynsmyndighedens kompetence.

Endelig må noteres, at en af de største oprindelige bekymringer over for store ubalancer på de offentlige finanser i enkeltlande var den mulige afsmitning herfra på andre lande i form af højere renter. Mens der måske kan argumenteres for en sådan afsmitning til andre lande med svag økonomi, har det modsatte gjort sig gældende i Nordeuropa, der i kraft af kapitalflugten fra Syd-europa har høstet store gevinster (i hvert fald på statsfinanserne) i form af meget lave eller negative renter.

4. Danmarks forhold til euroen

Før den sydeuropæiske statsgældskrise kunne forskellen mellem Danmarks fastkurspolitik og deltagelse i eurosamarbejdet sammenfattes i tre hovedpunkter. For det første de årlige samfundsøkonomiske omkostninger til vekselsgebyrer, mindre indtægter på møntningsgevinst,⁵ et i gennemsnit anelse højere rentespænd mv. De udgør årligt næppe mere end et antal promiller af BNP, men summer dog nok til en Storebæltsbro el.lign. over de første 10 år af samarbejdet. For det andet den procykliske (konjunkturforstærkende) virkning på rentespændet, der kommer under valutapres, hvor økonomien er svækket (kunne stærkest ses i 2008 og i 1993 under ERM-krisen). Det indebærer en negativ værdi af den formelle option (for at forlade fastkurspolitikken),

NOTE 3 Tanken er fremsat af tidligere formand for ECB, Jean-Claude Trichet, bl.a. under en forelæsning afholdt på Peterson Institute for International Economics 17. maj 2012.

NOTE 4 Som argumenteret af Otmar Issing, tidligere cheføkonom i Bundesbank og ECB, Financial Times, 29. juli 2012.

NOTE 5 Fordi omløbet af kontanter er relativt større i euroområdet og euromønter også anvendes internationalt, ville den danske andel af provenuet ved møntningsgevinsten (kan opfattes som et rentefrit lån fra bankerne til nationalbankerne) være større end møntningsgevinsten ved kroner.

som vi ikke vil bruge. For det tredje den manglende deltagelse i koordinering og beslutninger i ECB og eurogruppen, med tilhørende grupper af embedsmænd, herunder manglende indflydelse på den rente, som Danmark alligevel skygger.

Nogle vil føje til, at fastkurspolitikken også indebærer en større finanspolitisk disciplin, fordi de mulige konsekvenser af markedspress ved ekspansiv finanspolitik er betydeligt større end omkostningen ved den teoretiske mulighed (som selv ved meget store budgetafvigelse aldrig har været brugt) for som euroland at skulle deponere eller betale bøder ved vedvarende underskud over 3 pct. af BNP i eurosamarbejdet. En sådan ekstra disciplin kan, afhængigt af fokus, betragtes som en ulempe (mindre handlefrihed) eller en fordel (finanserne bliver underliggende stærkere, bl.a. med færre renteudgifter til følge).

Den sydeuropæiske statsgældskrise rejser tre yderligere dimensioner (der trækker i lidt forskellig retning).

Den ekstraordinært lave rente, i perioder endnu lavere end markedsrenterne i Tyskland og den pengepolitiske rente i ECB, medfører en lavere forrentning af statsgælden og har bidraget til lavere rente på realkreditlån. Konjunkturerne har ganske vist været forholdsvis flade i Danmark, men bedre end euroområdets gennemsnit, og den særligt lave danske rente i den forløbne del af 2012 følger dermed mønsteret, hvor en relativt svag konjunktur øger rentespændet og vice versa.

Danmark deltager ikke i medansvaret for udformning af løsningsmodeller samt hæftelse i EFSF/ESM over for kreditrisikoen på de europæiske lån der, sammen med lån fra IMF,⁶ er ydet som led i hjælpeprogrammerne. Det er fortsat uklart, om og i hvilket omfang disse lån fører til omkostninger i form af kredittab.

På den politiske side er Danmark ikke med, eller deltager kun på sidelinjen, i den igangværende udvikling af eurosamarbejdet, herunder i det omfang det indebærer konsekvenser for det vi-

dere EU-samarbejde. Etableringen af fælles tilsyn, indskydergaranti mv. for banksektoren kan blive et eksempel.

Nogle har hævdet, at lande uden for eurosamarbejdet har den fordel af egen valuta, at de kan foretage monetær finansiering (det populære udtryk er at lade seddelpressen rulle) af deres budgetunderskud og dermed holde renten nede. Det er en lidt overbevisende argumentation. Det ville kræve, at centralbankerne fundamentalt skulle tilsidesætte deres mandat til fastkurspolitik (i Danmark) og inflationsstyring (i fx Sverige og UK) til fordel for kortsigtet budgetfinansiering. Ud over den velbegrundede traktatmæssige forhindring af en sådan tilgang begrundes hverken de kortere eller længerevarende effekter på troværdighed og inflation, at en sådan tilgang skulle holde renten nede.⁷ En sådan tilgang må kraftigt frarådes.

Fastkurspolitikken har med sin lange varighed og den forholdsvis stærke danske økonomi en meget høj troværdighed, hvilket har bidraget positivt igennem krisen. Danmarks Nationalbank har instrumenterne til at fastholde kursen over for euro, herunder over sommeren 2012 med en negativ pengepolitisk rente.

Den faste kurs stabiliserer også inflationen, idet ankeret for fastkurspolitikken er et stort valutaområde med lav og stabil inflation. Fastkurspolitikken har, i forhold til lande med direkte inflationsmål og flydende valutakurs, demonstreret samme eller større evne til at sikre de forhold, der reelt kan påvirkes af valutapolitikken, nemlig stabiliteten i priser og vækst.

Danmark er i kraft af ikke mindst gode balancer for statsfinanserne, betalingsbalance og udlandsgæld kommet forholdsvis rimeligt igennem kriseforløbet siden 2008 og i hvert fald bedre end de fleste. Nogle landes vækst har været bedre i denne periode, fx i Tyskland, der er en del af euroområdet, og i Sverige, der ikke er. Sådanne forskelle kan ikke tilskrives valutapolitik eller valutaens udvikling, men at disse lande ikke også skulle gennemgå eftervirkningerne efter en overophedning, konkurrenceevneforringelse og bristet boligboble.

NOTE 6 Danmark yder sin andel af finansieringen via IMF. Som følge af den særlige status for IMF-finansiering er tabsrisikoen herved helt minimal, og bl.a. derfor er udlånet en omflytning inden for valutaresserven. Danmark har også ydet bilaterale statslån til Island, Letland og Irland, hvor sidstnævnte deltager i eurosamarbejdet.

NOTE 7 Dette skal ikke forveksles med de såkaldte kvantitative lempelser (QE), som foretages i bl.a. UK og USA, eller hvis ECB som led i pengepolitiske operationer køber statspapirer. Disse foretages ikke på trods af centralbankernes mandat, men i forlængelse af mandatet med henblik på at undgå lavkonjunkturer så dybe, at de fører til deflation eller inflation som er lavere end målet. Sådanne lempelser skal naturligvis ruller tilbage, hvis inflationen risikerer at blive for høj.