

Vi tog alle fejl

De samfundsøkonomiske konsekvenser af den fælles europæiske valuta forekom mig i 2000 vanskelige at analysere og derfor særdeles usikre. Dette var baggrunden for min anbefaling af, at det danske euro-forbehold burde opretholdes.



JESPER JESPERSEN
Professor, dr.scient.adm.
Roskilde Universitet

Baggrund

Som en del af det politiske kompromis, der fulgte efter den første afstemning om Maastricht Traktaten i 1992, blev der af Folketinget etableret et Råd for Europæisk Politik (REP) med rektor Svend Caspersen som formand. Dette råd havde til opgave at initiere og udbrede diskussionen omkring 'Europa' gennem høringer, udredninger og folkemøder.

Statsminister Poul Nyrup Rasmussen traf i slutningen af 1999 den beslutning, at der skulle afholdes folkeafstemning med sigte på at fjerne det danske euro-forbehold, så Danmark kunne blive fuldt medlem af den økonomisk monetære union (ØMU'en). Som en konsekvens heraf valgte formandskabet for REP at nedsætte en ekspertgruppe, det såkaldte ØMU-udvalg, der fik til opgave at give en uafhængig vurdering af de økonomiske konsekvenser for dansk økonomi af at skifte kronen ud med den fælles valuta. ØMU-udvalget havde fire medlemmer.¹ Vi arbejdede intensivt igennem 5 måneder og afgav en udvalgsrapport i juli – afstemningsdatoen var fastsat til 28. september 2000. I den endelige rapport delte udvalget sig, idet jeg – som den eneste – var nået til den konklusion, at det på det foreliggende analytiske og empiriske grundlag ikke kunne anbefales, at Danmark opgav sin valuta og dermed også sin selvstændige centralbank.

Der var ikke i udvalget uenighed om, at medlemskabet af ØMU'en ville reducere transaktionsomkostninger i udenrigshandlen. Hvor meget, denne reduktion ville betyde samfundsøkonomisk, kunne der af gode grunde kun gisnes om; men allerede her blev det åbenbart, at der var plads til fortolkning. Flertallet fremhævede de kilder, der nåede frem til, at størrelsen af de sparede transaktionsomkostninger kunne være så store som 1 pct. af BNP, ØMU-rapporten, kap. 9, s.105. Et tal der i en dansk kontekst ville indebære en reduceret beskæftigelse helt overvejende i den finansielle sektor på ca. 25.000 personer.

Makroøkonomiske konsekvenser af deltagelse i ØMU-samarbejdet

Det var i konklusionen på den makroøkonomiske analyse af dansk overgang til den fælles europæiske valuta, at vurderingerne i udvalget især delte sig. Uenigheden i udvalget knyttede sig primært til de styringsmæssige konsekvenser for dansk økonomi af at give afkald på de nationale penge- og valutapolitiske instrumenter i en situation, hvor euro-zonens stabilitet var uprøvet og derfor usikker.

Jeg vil i det følgende koncentrere fremstillingen om min egen vurdering dengang og sætte den i perspektiv af den aktuelle euro-krise.²

NOTE 1 Fhv. nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer, professor Claus Vastrup, professor Christen Sørensen og undertegnede.

NOTE 2 Det hører med til 'historien bag ØMU-rapporten', at i de 8 ud af rapportens 9 kapitler overvejende af deskriptiv og analytisk indhold kunne alle 4 medlemmer af udvalget skrive under på. Det var først, da konklusionen om dansk deltagelse i ØMUens 3. fase kunne anbefales, at vandenes skiltes. Jeg udarbejdede en *særdtalelse*, hvor jeg anbefalede 'wait and see'; for usikkerheden med hensyn til ØMUens konstruktion og euro'ens fremtid var så stor, at jeg ikke på det foreliggende grundlag som fagøkonom kunne drage anden konklusion.

Mit hovedsynspunkt var (og er), at ambitionen om at gøre alle EU-lande til medlemmer af ØMUen var helt urealistisk på grund af landenes betydelige forskelle i økonomisk struktur og i politiske ambitioner. Tyskland havde (og har) et ønske om at prioritere monetær stabilitet dvs. lav inflation som det primære mål i den økonomiske politik. En prioritering der skal stilles over for de sydeuropæiske lande, der primært havde et ønske om indkomstmæssigt at indhente de rige nordeuropæiske lande. Disse lande så den monetære union og forventningen om en lavere rente som en væsentlig løftestang for en hurtigere økonomisk vækst. I 2000 var der endnu ikke truffet en definitiv beslutning om, hvornår de tidligere kommunistisk styrede lande kunne blive medlemmer af EU endsige af ØMUen. Men EU-ambitionen var dengang, at disse lande også skulle omfattes af den monetære union, så snart de formelle konvergenzkriterier var opfyldt. Et forhold, der åbenbart ville gøre afstanden mellem det i teorien definerede 'optimale valutaområde', Mundell (1961) og den europæiske virkelighed endnu større.

1. Konvergenzkriterierne sikrede ikke konvergens

At EU-landene i deres udgangspunkt havde en forskellig makroøkonomisk struktur var der søgt taget hensyn til i udformningen af Maastricht-traktaten. EU-landenes optagelse i ØMUen var betinget af, at de enkeltvis opfyldte konvergenzkriterierne.

Disse kriterier fokuserer på forskelle i inflation og rente samt den offentlige sektors budget og gæld. Det sprang i øjnene at en række væsentlige realøkonomiske variable som f.eks. BNP/capita, arbejdsløshed og betalingsbalance ikke var omfattet af konvergenkravet. Kun monetær kon-/divergens blev tillagt betydning. Nok så problematisk var det, at disse udelukkende monetære kriterier blot skulle være opfyldt i ét enkelt år. Det havde den konsekvens, at alle lande, der ønskede medlemskab fra starten i 1999, havde blikket (og måske navnlig den officielle statistik) rettet mod udviklingen i 1997, der ville udgøre beslutningsgrundlaget for optagelse i euro-zonen. Udformningen af konvergenzkriterierne byggede på den monetaristiske antagelse, at den monetære og den reale del af samfundsøkonomien kan anskues adskilt. Kriterierne skulle sikre monetær konvergens, som konkurrencen på det indre marked i forening med Den europæiske Centralbank (ECB) efterfølgende skulle sikre opretholdt. En i min vurdering helt urealistisk forestilling om styrken af pris- og lønflexibilitet i de deltagende lande. Fraværet af denne flexibilitet ville skabe stigende omkostningsmæssige spændinger mellem euro-landene med tilsvarende stigende risiko for stigende overskud hhv. underskud på landenes betalingsbalancer. Et spændingsfelt, der stort set ikke blev diskuteret i udvalget; 'for euro-landene havde jo den samme valuta'. Forståelsen af, at underskudslandenes fastlåste situation delvist ville være bestemt af overskudslandenes lønpolitik var fraværende.

Betalingsbalance, beskæftigelse og arbejdsløshed blev udelukkende betragtet som et nationalt tilpasningsproblem. Ligesom det udelukkende blev anset for at være et nationalt politisk ansvar at skabe balance på den offentlige sektors budget – uden sammenhæng med udviklingen i og konsekvenser for udviklingen i de øvrige lande.

2. Euro-zonen bevægede sig i stigende grad væk fra et 'optimalt valutaområde'

Helhedsperspektivet og dermed spørgsmålet om euro-zonen overhovedet udgjorde et optimalt valutaområde var totalt fraværende ved udformningen af konvergenzkriterierne. Der var igen diskussion af, at konvergens ikke kun knytter sig til den økonomiske udvikling i dét betragtede land; men også er et spørgsmål om, hvorledes helheden, dvs. euro-zonen, påvirkes, når medlemskredsen sammensætning og størrelse skal besluttes. For hver gang, der blev optaget ét nyt land, øgedes forskellen mellem det i teorien definerede 'optimale valutaområde' og euro-virkeligheden; for intet land kan ifølge sagens natur være perfekt korreleret med euro-gennemsnittet (og slet ikke for alle relevante variable). Jo flere lande, der optages desto mere ustabil bliver euro-zonen.

Det siger sig selv, at den bløde udformning af konvergenzkriterierne åbnede for noget, der næsten lignede en fribillet til euro-zonen, hvor de EU-lande, der ønskede at blive medlem, også blev medlem fra starten.³ En så bred medlemskreds burde have initieret en diskussion, om euro-zonen overhovedet udgjorde et 'optimalt valutaområde' – og hvis ikke, hvad så? Hvordan skulle de nødvendige tilpasningsomkostninger fordeles? Der vil være vinder-nationer og taber-nationer i kombination med, at nettoresultatet ydermere kan blive negativt! Den diskussion var fuldstændig fraværende i Delors-rapporten og efterfølgende ved udformningen af Maastricht-traktaten. Det viste sig at være en fatal udeladelse, da regningen for den forskellige økonomiske udvikling meldte sig i 2009. Der var mange årsager til, at det var gået så galt; men en af dem var afstanden i euro-zonen til noget der blot mindede om et optimalt valutaområde. I den situation skulle det på forhånd have været aftalt efter hvilke kriterier og hvilke lande, der skulle bidrage til betalingen af den regning, der ville blive en konsekvens af, at euro-zonen ikke fungerede som et optimalt valutaområde.

Analysen af en sådan fordelingsnøgle af de euro-omkostninger, der nødvendigvis må opstå i en monetær union, der ikke udgør et optimalt valutaområde var fraværende ved udformningen af Maastricht-traktaten. Den fælles europæiske valuta blev fremstillet som en for alle de deltagende lande og for EU under ét win-win case.

NOTE 3 Bortset fra Grækenland, der først tre år efter havde fået sit budgetunderskud – opgjort efter græske statistiske principper – bragt ned under tre pct. af BNP.

Når denne diskussion var fraværende skyldtes det blandt andet, at der blev benyttet en euromonetaristisk analysemodel.⁴ Den var blevet benyttet ved udformningen af konvergenzkriterierne; men den blev også benyttet ved vurderingen af fordelene for EU under ét af at have en fælles valuta. Den eneste negative spill-over effekt mellem landene er risikoen for at inflation fra et land kan sprede sig til hele euro-zonen. Det er ECB sat til at vogte; men uden at have lande-specifikke instrumenter. Derimod er den realøkonomiske tilpasning – navnlig arbejdsløshed – et nationalt anliggende i den euro-monetaristiske model. Høj strukturel arbejdsløshed kunne tages som et tegn på for lille fleksibilitet på arbejdsmarkedet, og dermed et berettiget krav til det pågældende land om at gennemføre de – i modellens optik – nødvendige strukturreformer på arbejdsmarkedet.

Euro-modellen kunne ikke analysere det forhold, at forskelle i omkostningsudviklingen kunne være permanente, og derfor uundgåeligt forstærke de indre spændinger – gøre euro-zonen endnu mindre 'optimal'.

Et forhold der ville blive yderligere forstærket af, at jo mere medlemslandene afviger fra ØMU-gennemsnittet med hensyn til økonomisk struktur (hvilket er langt mere omfattende end blot arbejdsmarkeds-fleksibilitet) og prioritering i den økonomiske politik, desto mere ville den fælles rente- og valutakurspolitik trække over- og underskudslande fra hinanden – altså øge afstanden til det i modellen beskrevne 'optimale valutaområde'.

Mit analytiske grundlag var keynesiansk, bl.a. Davidson (1982) og Aristis & Sawyer (1999), hvori realøkonomisk ubalance ikke automatisk udjævnes, blot pris- og lønmekanismen gøres tilstrækkeligt fleksible. I dette teoretiske perspektiv var det åbenbart, at euro-zonen havde nogle indbyggede svagheder, der kunne føre til øget ustabilitet imellem de deltagende lande. Det var for mig i en så usikker situation helt naturligt at pege på de omkostninger, der knyttede sig til den 'ukendte' regning, der på et senere tidspunkt kunne blive udskrevet, hvis medlemskredsen af euro-zone lande fortsat skulle være så omfattende, som det var fastsat i EU-traktaten.

Benyttes forskellige analytiske modeller, er der ikke noget overraskende i, at konklusionerne bliver forskellige. Så må eftertiden afgøre, hvilken af de to modeller, der var mest realistisk. Og eftertiden må så på denne baggrund revidere den analytiske forståelse. Her er jeg videnskabsteoretisk på linje med både Friedman og Popper: modellerne skal testes, og falder testet negativt ud, er der et åbenbart grundlag for at revidere det teoretiske grundlag.

3. Stabilitetspagten ville ikke skabe stabilitet

Min tredje betænkelighed knyttede sig til udformningen af stabilitetspagten med dens krav om permanent begrænsning på

den offentlige sektors budgetsaldo, idet stort set alle ØMU-landene i 1990'erne havde haft budgetunderskud, der oversteg 3 pct. af BNP. Den danske kick-start i begyndelsen af 1990'erne ville have været i konflikt med Stabilitetspagten – og regeringen ville tværtimod have modtaget en henstilling om at stramme finanspolitikken i en situation med 12 pct. arbejdsløshed.

Stabilitetspagten var ikke oprindeligt en del af Maastricht-traktaten (1991); men blev på tysk foranledning indarbejdet i Amsterdam-traktaten (1997). Tyskerne var bl.a. på baggrund af erfaringerne fra 1990'erne blevet bekymrede for, i hvilken grad de øvrige ØMU-lande ville benytte finanspolitikken til at stimulere efterspørgslen, når den næste lavkonjunktur skyllede ind over euro-zonen. Tyskland var her meget fokuseret på stabilitet – ikke i samfundsøkonomien, men på de offentlige budgetter. Stabilitetspagtens indbyggede krav om ligevægt omfattede således ikke kun den offentlige sektors driftsbudget; men inddrog også offentlige investeringer i kravet til størrelsen af det maksimale budgetunderskud.

Det (for) lave renteniveau i de sydeuropæiske lande ville også invitere til offentlig gældsstiftelse. Den tyske regering nærrede derfor en betydelig skepsis med hensyn til, om politikerne efter medlemskabet af ØMU-klubben ville kunne dy sig for at underbudgettere. I den euro-monetaristiske model er der ingen forståelse for, at budgetunderskud kan have sit udspring fra en ubalance i den private sektor mellem opsparing og investering.

I et keynesiansk perspektiv gælder det derimod, at et øget privat opsparingsoverskud sædvanligvis vil mindske beskæftigelsen og øge arbejdsløsheden, hvilket uundgåeligt svækker det offentlige budget, jfr. ligning (1 og 2).

$$(1) S_p - I_p \equiv [G + I_o - \text{Tax}] + [Ex - Im],$$

Privat opsparingsoverskud \equiv offentligt budgetunderskud + betalingsbalance overskud

$$(2) G + I_o - \text{Tax} \equiv [S_p - I_p] - [Ex - Im]$$

Offentligt budgetunderskud \equiv Privat opsparingsoverskud - betalingsbalance overskud

Variabelliste:

Ex – eksport af varer og tjenester til udlandet

Im – import af varer og tjenester fra udlandet

[Ex – Im] – saldoen på betalingsbalancens løbende poster

G – offentligt forbrug (offentligt ansatte og offentlige varekøb)

I_o – offentlige (reale) investeringer

Tax – [skatter – sociale ydelser] = nettoskatteindtægt

S_p – privat sektor opsparing

I_p – private reale investeringer

NOTE 4 Glimrende beskrevet i Ising, O. m.fl. (2001)

Med hensyn til fortolkning af ligning (1) og (2) gælder der for det første, at vi ex post har at gøre med en regnskabsmæssig identitetsligning. Den fortæller, at det ikke er meningsfyldt kun at fokusere på tilpasningen af én sektorbalance – in casu den offentlige sektor; for reduktion af en ubalance må pr. definition have konsekvenser for mindst en af de to øvrige sektorer. Det gælder uanset om økonomien befinder sig i eller uden for generel ligevægt.

Effekten af et reduceret budgetunderskud er dog langt mere entydig i den generelle ligevægtsmodel. Ofte antages det, at den private sektor er i ligevægt, at privat opsparing og investering matcher hinanden. Om så er, så vil – i modellen – et budgetunderskud spejle sig i forholdet 1:1 i et identisk betalingsbalanceunderskud. Herfra udspringer hypotesen om ‘the twin deficit’: at budgetunderskud og betalingsbalanceunderskud går hånd i hånd. Mindskes budgetunderskuddet, så mindskes betalingsbalanceunderskuddet tilsvarende.

Men gennemføres et dynamisk ræsonnement uden antagelse af permanent ligevægt mellem privat opsparing og investering, det vil sige, når samfundsøkonomien befinder sig uden for generel ligevægt, så er det vigtigt også at få beskrevet den kausale sammenhæng fra årsag til afledt effekt. Historisk set kan ca. 2/3 af ændringerne på budgetsaldoen henføres til effekten af de automatiske stabilisatorer. Her er det således en ændring i arbejdsløsheden, der i første række har forårsaget ændringen på den offentlige sektors saldo. Det vil sige, at den initiale makroøkonomiske stød må stamme fra enten en ændret investerings-/opsparingsbalance i den private sektor eller en i denne sammenhæng eksogen ændring af saldoen på betalingsbalancens løbende poster. Når dette er tilfældet, vil en efterfølgende finanspolitisk stramning blot forstærke stigningen i arbejdsløsheden.⁵ Et Keynes-citat er her mere sigende end nok så mange teoretiske argumenter: *Look after unemployment, and the Budget will after itself*. Vel at mærke, hvis der i øvrigt føres en makroøkonomisk stabilitetspolitik.

På grund af denne i Stabilitetspagten indbyggede deflationsbias, var det min forventning, at ØMU-landene set under et ville få en svagere konjunkturudvikling end de lande, der bevarede den fulde handlefrihed i den økonomiske politik og ikke var underlagt Stabilitetspagtens straffebestemmelser. Ved at stå uden for euro-zonen ville der ikke være en straffebestemmelse knyttet til finanspolitisk ekspansion ud over 3 pct.s grænsen – blot en henstilling. Desuden muliggjorde bevarelse af kronen, at der i givet fald kunne tages skridt til at føre en mere selvstændig penge- og valutakurspolitik uden at ‘spørge Bruxelles om lov’.

Prisen for at bevare en sådan policy-option vurderede alle – også jeg – ville være forbundet med en omkostning i form af et i forhold til Tyskland højere renteniveau. Få (om nogen) havde dengang fantasi til at forestille sig den aktuelle situation på de internationale finansmarkeder, hvor Danmarks Nationalbank har sat renten lavere end ECB-renten, og renten på danske statsobligationer ligger under den tyske. Denne udvikling er sigende med hensyn til, hvor vanskeligt det er overhovedet at ‘spå om fremtiden’, *because we simply do not know*, som Keynes formulerede den analytiske problemstilling tilbage i 1937.

Betydningen af betalingsbalanceuligevægt blev undervurderet

Tilbage i 2000 blev det ofte fremført som et selvstændigt argument for deltagelse i den monetære union, at betalingsbalancen ikke længere ville udgøre en restriktion på den økonomiske politik. For som beskrevet ovenfor havde den euro-monetaristiske model kun to mulige svar på årsagen til et betalingsbalanceunderskud. Det kunne enten opstå som en konsekvens af et underskud i den offentlige sektor, eller det ville være en rationel omfordeling over tid af private investeringer og privat opsparing. Det første tilfælde kunne klares nationalt ved reduktion af et offentligt budgetunderskud og krævede ingen specifikke indgreb. I tilfældet af privat intertemporal ubalance vil svaret blot være, at der ikke burde gribes ind. Med andre ord ville betalingsbalanceunderskud ikke længere udgøre en selvstændig binding på den nationale finanspolitik.

Det blev derfor konkluderet af flertallet i ØMU-rapporten, kap. 9, s. 111 [at overgang til euro ville implicere, at] ... *det politiske råderum bliver generelt større, fordi finanspolitikken ikke længere skal medvirke til at sikre kronens kurs over for euro*. Udover at være en umiddelbar trivialitet, at kronkursen ikke skal forsvares, da den ikke længere eksisterer, så indeholder ovenstående også den vurdering, at betalingsbalancen ikke vil udgøre en binding, når der benyttes en fælles valuta.

Denne konklusion er baseret på et analytisk fejlræsonnement, at forskelle i finansieringsomkostninger, er uafhængige af, om lånet optages i en indenlandsk eller udenlandsk finansiel institution – at landerisikoen ingen rolle spiller, når der benyttes en fælles valuta. Der var tilbage i 1990'erne en overdreven opfattelse af, at det kun var valutakursrisikoen, der betingede renteforskelle landene i mellem. Det var et så udbredt synspunkt, at selv de amerikanske kredit-ratingsbureauer uden tøven gav alle ØMU-landes statsgæld stort set samme høje rating, som afspejlede sig i helt marginale forskelle i renteniveauet, selv for obligationer med ti års løbetid.

I den hjemlige debat blev det argument fremført: om der var

NOTE 5 Inden for rammen af en dynamisk ligevægtsteori kan en stramning af finanspolitikken udløse en modsatrettet pengepolitisk lempelse, så nettoeffekten bliver et fald i arbejdsløsheden. IMF (2010) har foretaget en systematisk undersøgelse af op mod 100 historiske eksempler helt overvejende i OECD-lande, her nås den konklusion, at de få eksempler, der findes på en samtidig stramning af finanspolitikken og fald i arbejdsløsheden (hvor dansk økonomi fra 1983-86 ofte nævnes) skal ses i lyset af en stærk konjunktur understøttende penge- og valutapolitik. Forhold der per definition ikke er en mulighed for et land, der er medlem af en monetær union.

nogen, der kunne erindre, at betalingsbalancen mellem f.eks. Fyn og Sjælland havde været gjort til genstand for nogen afvigende kreditrating; for den samme valuta bliver jo benyttet på begge sider af Storebælt! Men det er en på mange måder mangelfuld analogi, det er ikke kun valutaen, der gør kreditvurderingen ens på Fyn og Sjælland.⁶ De to landsdele deler for det første et fælles arbejdsmarked (og sprog), som forholdsvis let sikrer, at en skæv udvikling i arbejdsløsheden og erhvervsudvikling rent faktisk kan udlignes. Hertil kommer, at en hul på den fynske betalingsbalance delvist bliver fyldt op af den mellemkommunale udligningsordning og af betydelige tilskud fra statsligt finansierede kasser til de ekstra sociale ydelser, som en stigning i arbejdsløsheden måtte indebære. Endelig vil der kunne tages specifikke initiativer på Christiansborg som det f.eks. skete med 'bornholmerpakke,' når en region bliver særlig hårdt ramt.

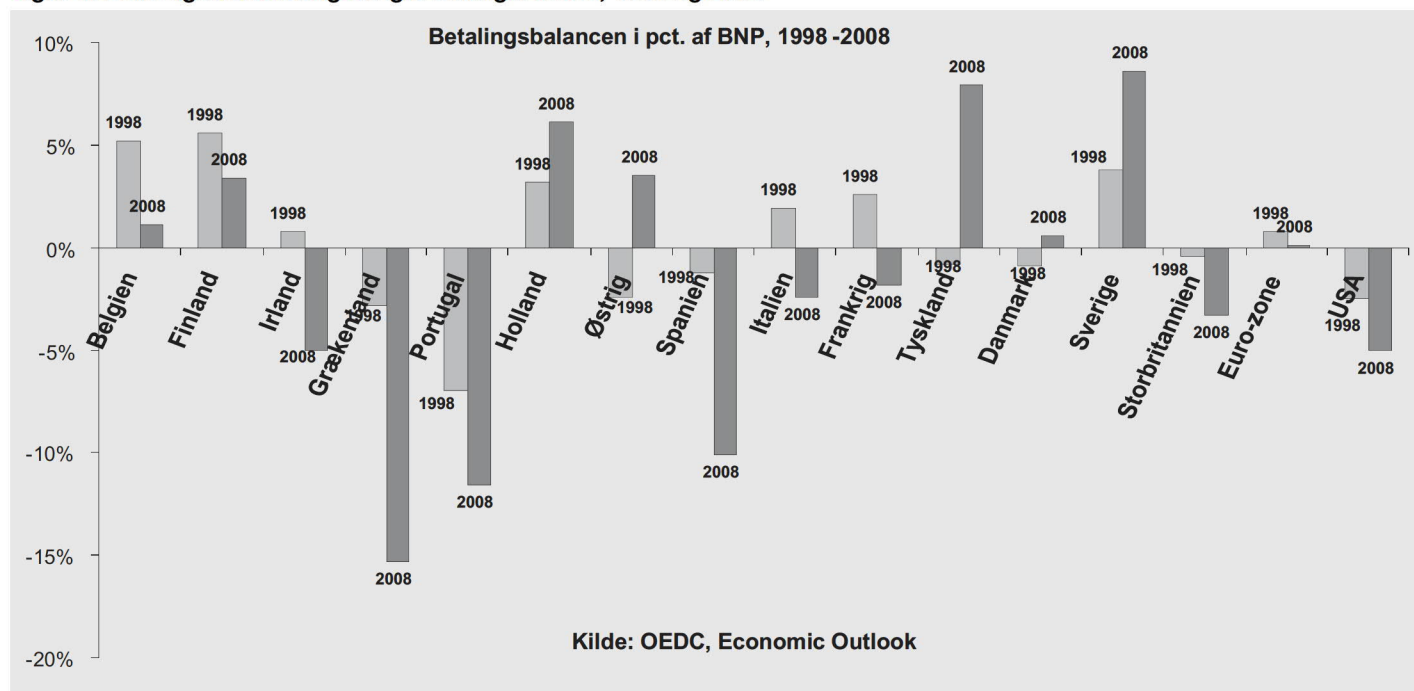
Sådanne udligningsmekanismer til at imødegå betalingsbalanceunderskud eksisterer ikke i ØMUen. Som et første skridt i den retning tales der om euro-bonds med fælles hæftelse; men det har om nogen Tyskland modsat sig.

At den var gal med betalingsbalancen inden for euro-zonen blev åbenbart i løbet af de første år, idet de sydeuropæiske lande havde underskud år efter år – ligesom de (overvejende) nordeuropæiske lande havde overskud år efter år, hvilket kommer tydeligt frem i nedenstående Figur 1.

Det er Grækenland, Portugal, Irland og Spanien, der primært er kommet i finansiell nød med høje renter og kreditrationering i en grad, så tre af de fire lande har måttet søge hjælp fra Trojkaen (bestående af EU-kommissionen, ECB og IMF). Bortset fra Grækenland har disse fire lande ikke en alarmende høj statsgæld (her ligger Italien og Belgien væsentligt højere og Tyskland er på niveau); men derimod en alarmerende høj udlandsgæld bygget op gennem de første år af ØMUens eksistens, hvor der ikke sondredes mellem privat indlands- og udlandsgæld. Det blev der så på et senere tidspunkt, da udlandsgælden var vokset til 3-4 gange de årlige eksportindtægter og kreditformidlingen blev rationeret.

Her blev også vanskeligheden ved at nedbringe betalingsbalanceunderskud anskueliggjort. Som det fremgår af figuren er der stort set balance på euro-zonens handel med omverdenen. Det betyder, at under- og overskud euro-landene imellem summerer til nul. Et land kan ikke forbedre sin betalingsbalance uden mindst et af de øvrige lande accepterer at nedbringe overskuddet. Dette skæbnefællesskab har vundet meget lidt forståelse, idet den tyske reaktion på de sydeuropæiske underskud har været en opfordring til at 'gøre ligesom os'. Men alle euro-landene kan ikke på samme tid have en eksportledet vækst. Nogle af overskudslandene må give sig; før det kommer der ikke en bedre makroøkonomisk balance i euro-zonen. Den finansielle ustabilitet vil fortsætte, så længe det accepteres, at udlandsgælden øges i de gældsplagede sydeuropæiske lande.

Figur 1. Betalingsbalanceuligevægt i udvalgte lande, 1998 og 2008



NOTE 6 Som et lille a propos til dette argument, kan det undersøges, om beboerne i det såkaldte 'udkants-Danmark' oplever samme kredit-rating, som f.eks. i større provinsbyer eller i hovedstadsområdet.

Den private sektors finansielle skrøbelighed blev undervurderet

På tilsvarende måde var den private sektors tiltagende finansielle skrøbelighed heller ikke en del af ØMU-debatten tilbage i 2000. Den finansielle deregulering var endnu så relativt ny, at forståelsen af betalingsbalanceunderskud, låntagning i udlandet og globaliseringen af de finansielle markeder var blevet etableret. Den sydasiatiske krise i slutningen af 1990'erne blev anset for at være et isoleret fænomen overvejende forårsaget af en underudviklet finansiell sektor og et valutarisk fastkursystem. Bankkriser blev analyseret som et resultat af valutakriser. Det blev benyttet som et argument for at opgive kronen til fordel for euro, så der ikke kunne spekuleres imod en lille svag valuta.

Det blev derimod sjældent fremført, at det finansielle system efter dereguleringen var blevet ustabil, således som bl.a. Hyman Minsky allerede i 1980'erne havde advaret om. Den finansielle deregulering kunne åbne for både finansiering af et byggeboom og af hidtil usete betalingsbalanceunderskud. Den europæiske banksektor havde indtil 2007 en ubegrænset adgang til international likviditet via interbankmarkedet. Herved blev nogle af de bremseklodser, som tidligere satte ind ved finansiering af privat gældsstiftelse svækket betragteligt, og mod forventning var ECB villig til at se igennem fingrene med den voldsomme stigning i pengemængden. ECB forklarede sig med, at stigningen i forbrugerpriserne lå så nogenlunde inden for den acceptable grænse i et mellemfristet perspektiv. Havde centralbanken kikket på boligpriserne eller betalingsbalanceunderskuddene måtte den på et tidligere tidspunkt have trukket i nødbremsen; men det gjorde den ikke.

Konklusion

Vi tog alle fejl.⁷ Heri er der for så vidt ikke noget overraskende. Økonomi er i sin natur ikke en prædikativ videnskab. Der kan i stedet fremlægges kvalificerede scenerier for mulige udviklingsforløb. Det blev der gjort bl.a. i ØMU-udvalget.

Her vil jeg blot konkludere på egne vegne, at jeg er blevet overrasket over, hvor ustabil ØMU-konstruktionen har vist sig at være. Det var for mig åbenbart, at den ikke kunne stå alene, således som den var udformet tilbage i Maastricht-traktaten med tilføjelse af Stabilitetspagten. Men den manglende politiske vilje til at forbedre ØMU-konstruktionen har overrasket mig. For det skortede ikke på advarsler i form af betalingsbalanceunderskud, der fik lov til at vokse udover alle bredder. Enhver, der ville se, kunne se den udvikling var uholdbar både nationalt; men nok så vigtigt for ØMU-konstruktionen. Alligevel vedblev EU-kommissionen at rette sit fokus på budgetunderskuddene, der – bort set fra Grækenland – ikke på noget tidspunkt frem til 2007 truede den fælles valuta. Ligesom ECB lod bankernes udlån stige uhæmmet. Ubalancerne fik blot lov til at vokse, indtil det så brat vendte, da banker med indlånsunderskud og et svækket kapitalgrundlag kom i store vanskeligheder, navnlig i de lande der havde store betalingsbalanceunderskud. Det blev herigennem åbenbart, at euro-zonen så langt fra er et optimalt valutaområde, og samtidig at der ingen politisk vilje er til at betale den regning, der følger i kølvandet herpå. Da uvejret først brød løs, bestod den væsentligste politiske indsats fra regeringslederne i de dominerende lande i at redde deres egne banker og finansielle institutioner fra at sidde tilbage med sorteper i form af stærkt nedskrevne værdipapirer.

Set i dette perspektiv af en europæisk monetær union, der har svage institutionelle rammer i form af konvergenskriterier og en stabilitets/finanspagt, der begge øger den realøkonomiske ustabilitet, en Europæisk Centralbank, der ikke kan skabe finansiell stabilitet og en svag politisk styring i krisesituationer, kan der være grund til at gentage min advarsel fra 2000 mod et dansk medlemskab. Denne gang blot i forstærket form, idet ØMUens ustabilitet er blevet demonstreret og ikke længere med rimelighed kan diskuteres med mindre det traktatlige grundlag ændres grundlæggende.

NOTE 7 At ikke alle er nået til ny erkendelse kan ses bl.a. af Manners (2009), Vastrup (2009) og Nedergaard (2008), hvorimod Christen Sørensen (2011) og på det seneste og Erik Hoffmeyer (2012) har ændret vurdering af ØMU'ens stabilitet.

LITTERATUR:

- Arestis, Philip & Kevin McCauley & Malcolm Sawyer, (1999), *From Common Market to EMU: A Historical Perspective of European Economic and Monetary Integration*, Economics Working Paper Archive wp_263, Levy Economics Institute.
- Callesen, P, S. Lohmann Poulsen, R. Degn (2008) *Har fastkurspolitikens option en positive eller negative værdi?*, København: Finansministeriet (arbejdsrapport).
- Christensen, Anders Møller (2008) *Fastkurspolitik og alternativer*, paper præsenteret på Kolding Fjord ved Nationaløkonomisk Forenings årsmøde.
- Committee on the Study of Economic and Monetary Union (1989) *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, (Delors-rapporten).
- Davidson, Paul (1982) *International Money and the Real World*, London: Macmillan.
- De Grauwe, Paul (2009), *Economics of Monetary Union*, 8th ed. Oxford: Oxford University Press.
- De Grauwe, P. & F.P. Mongelli (2004), *Endogeneities of Optimum Currency Areas*, chapter 5 in Peter Birch Sørensen.
- DIIS, (2008), *De danske forbehold over for Den europæiske Union – udviklingen siden 2000*, København: eget forlag.
- DUPI, (2000), *Udviklingen i EU siden 1992 på de områder, der er omfattet af de danske forhold*, København: Dansk Udenrigspolitisk Institut.
- Duval, Romain & Jørgen Elmeskov (2006), *The Effects of EMU on Structural Reforms in Labour and Product Markets*, Working Paper series, no. 596/ March 2006.
- EU-Kommissionen (1990), *One Market, one money*, Bruxelles.
- Hoffmeyer, Erik (2005) *Den politiske historie om den økonomiske og monetære union*, Odense: Syddansk Universitets Forlag.
- Hoffmeyer, Erik (2012) *Euroen er en bristet vision*, debatindlæg, dagbladet Politiken, 15. juni.
- Issing, Otmar m. fl. (2001) *Monetary Policy in the Euro Area, Strategy and Decision Making at the European Central Bank*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Jespersen, Jesper (2000) *Særudtalelse i tilknytning til rapport fra Rådet for europæisk politik*, Århus: systime.
- Jespersen, Jesper (2002) *Why so much macro-economic disagreement on the EMU?* i festskrift til Victoria Chick, redigeret af Phillip Arestis, Sheila Dow og Megnad Dessai, London Routledge, 2001.
- Jespersen, Jesper (2004) *The Stability Pact: a Monetary Straitjacket* i 'The Price of the Euro' redigeret af Jonas Ljungberg, Basingstoke: Palgrave.
- Jespersen, Jesper (2005) *Exchange Rate Arrangements and EU Enlargement*, in Louis-Philippe Rochon & Sergio Rossi (eds.), *Monetary and Exchange Rate Systems – a Global View of Financial Crises*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Jespersen, Jesper (2012) *Euroen – hvorfor gik det galt, og hvordan kommer vi videre?*, Forlaget DEO.
- Manners, Ian (2009) *Small, open Euro economies*, DIIS Brief.
- Minsky, Hyman (1986) *Could it happen again?*, New York.
- Mundell, Robert (1961) *A Theory of Optimal Currency Areas*, American Economic Review, 51.
- Nedergaard, Peter (2008) *ØMU'en – en solid succes*, Udsyn (udgivet af dansk udenrigspolitisk selskab).
- Rådet for Europæisk Politik (2000), *Danmark og ØMU'en*, 'ØMU-rapporten', Århus: Forlaget Systime.
- Sørensen, Christen (1992) *Danmark – delstat i Europa?*, København: Fremad.
- Sørensen, Christen (2011), *Europagten er ikke svaret på EU's krise*, kronik i dagbladet Politiken, 22. december.
- Sørensen, Peter Birch (ed.), (2004) *Monetary Union in Europe – Historical Perspectives and Prospects for the Future*, Essays in honour of Niels Thygesen, København: DJØF Publishing.
- Vastrup, Claus (2009), *Økonomiske konsekvenser af ØMU'en*, DIIS Working Paper 2009:01.