

# Redaktionelt forord

ØMU'en er i sin dybeste krise nogensinde. Mange tror, at unionen er så fejlkonstrueret, at den ikke kan overleve. Og skeptikere overvejer, hvor meget af EU-konstruktionen der bliver trukket med i faldet. Samtidigt har EU fået Nobels fredspris 2012. Det hedder i begrundelsen herfor:

The union and its forerunners have for over six decades contributed to the advancement of peace and reconciliation, democracy and human rights in Europe - - - Today war between Germany and France is unthinkable. This shows how, through well-aimed efforts and by building up mutual confidence, historical enemies can become close partners. - - - The division between East and West has to a large extent been brought to an end; democracy has been strengthened; many ethnically-based national conflicts have been settled. - - - The stabilizing part played by the EU has helped to transform most of Europe from a continent of war to a continent of peace.

Dette kunne lyde som noget af et paradoks, men er det måske ikke. Måske har begge forhold samme udgangspunkt. Man har af politiske grunde taget en række Syd- og Østeuropæiske lande med i EU og ØMU'en, inden de økonomisk set var helt klar til det. Den nuværende ØMU kan jo vanskeligt beskrives som det, økonomerne kalder et optimalt valutaområde. Dertil er arbejdsmarkederne for forskellige og for lidt fleksible; og kultur- og sprogforskellene er for store til, at arbejdskraften kan vandre uproblematisk fra land til land. Men optagelserne kan godt være med til at integrere de svage lande mere i et fredeligt og demokratisk Vesteuropa. Så den store villighed til at udvide både EU og ØMU'en er måske både en god begrundelse for at give Nobels fredspris til EU og en hovedårsag til, at ØMU'en er i vanskeligheder.

Er det så fornuftigt og rosværdigt, det man har gjort? Det afhænger helt af den politiske vilje til at følge beslutningerne op. Hvis politikerne og befolkningerne i de svageste lande føler en forpligtelse til at gøre deres yderste for at prøve at leve op til de store krav, det stiller at være i en monetær union med

stærke økonomier som Tysklands, og hvis de stærke økonomier, og især Tyskland, er villige til at ofre en hel del på at hjælpe de svagere økonomier, så kan det blive en både økonomisk og politisk succes. Men det kræver politikere af format på niveau med de store europæiske pionerer – Robert Schuman, Jean Monnet og Walter Hallstein.

Udviklingen siden ØMU'ens start kan give anledning til betænkkeligheder. En del af de svageste lande har langt fra gjort alt, hvad der kunne forventes af dem. De gjorde lige nok til at klare overliggeren og komme ind i EU og ØMU'en, men har siden levet højt på højkonjunkturen uden at lave de nødvendige reformer. Det græske og italienske politiske systems manglende handlekraft, før det blev tvingende nødvendigt, er f.eks. ret urovarslende både for Europa og for landenes befolkninger. Nu står de så midt i vanskelighederne og det i en dyb lavkonjunktur. Her er det vanskeligt og smertefuldt at gøre noget, for de fleste af de påkrævede reformer vil virke kontraktivt og nok være gavnlige på langt sigt, men på kort sigt bare gøre krisen dybere og den tårnhøje arbejdsløshed endnu højere.

De stærke økonomier er her nød til at vise fleksibilitet og solidaritet. Det kan ikke nytte, at man bare stiller krav til de økonomier, der nu står i sumpen. Hvis man bare stiller krav, er de svage økonomier chanceløse, og det er usikkert, hvor meget af EU der synker med dem ned i sumpen. Da bl.a. USA efter 1. Verdenskrig bare stod fast på, at de fattige europæiske lande skyldte dem pengene, endte det med Weimar-tilstande og fascisme. Da George Marshall efter 2. verdenskrig hjalp de svage, førte det til vækst og velstand for alle. Men det er en meget vanskelig, hårfin balance; for man kan heller ikke bare lade de svage økonomier leve videre på første klasse, mens de sender regningen videre. Det er klart, der er det, økonomerne kalder et moral-hazard-problem.

Dette temanummer koncentrerer sig om ØMU'ens økonomi, men de politiske problemer ligger lige under overfladen i alle artiklerne. I den første artikel analyserer en af ØMU'ens fædre, professor Niels Thygesen, om ØMU'en var en fejlkonstruktion,

eller om konstruktionen blot er blevet misligholdt. Derefter ser professor og tidligere overvismand Torben M. Andersen mere specifikt på finanspolitikken i den monetære union, og i den tredje artikel diskuterer nationalbankdirektør Per Callesen de aktuelle udfordringer for eurosamarbejdet. Underdirektør Jesper Berg, Nykredit, ser på Unionen set fra de finansielle markeders synsvinkel, og endelig belyser ØMU-skeptikeren professor Jesper Jespersen ØMU'ens aktuelle krise i lyset af, hvad der blev sagt i forbindelse med den danske ØMU-debat i 2000.

Offentlig forsknings virkning på økonomisk vækst og produktivitet behandles til sidst i en artikel uden for temaet af Rikke Nørding Christensen og Svend E. Hougaard Jensen. De videnskabelige hovedområders bidrag til dette afkast synes meget forskellige med natur- og sundhedsvidenskab samt teknisk videnskab som de største bidragydere.

Peder Andersen og Niels Kærgård,  
professorer og gæstereaktører,  
Institut for Fødevarer- og Ressourceøkonomi,  
Københavns Universitet

# ØMU – Fejlkonstruktion eller misligholdelse?

Artiklen argumenterer, at deltagerlandenes misligholdelse af Maastricht Traktatens lempelige regelsæt er hovedårsagen til de aktuelle problemer. Der er gjort gode fremskridt med at gøre en gentagelse usandsynlig; anstrengelserne kan nu samles om det mest nødvendige for at bringe ØMU-landene ud af krisen.



**NIELS THYGESSEN**  
Professor (emeritus),  
Økonomisk Institut,  
Københavns Universitet

## Indledning

De politiske rammer for Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) er under stærk udvikling. Et dominerende synspunkt i debatten herom er, at Maastricht Traktaten fra 1992 på væsentlige punkter »fejlkonstruerede« ØMU, fordi beslutningen om at bevæge sig i retning af en fælles valuta var politisk snarere end økonomisk funderet. Selv om det er vanskeligt at være uenig i, at den politiske ramme har vist sig utilstrækkelig, er hverken det nævnte synspunkt eller præmissen indlysende.

Man kan spørge, om det ikke kan være ligegyldigt om ØMU havde medfødte skavanker eller »blot« blev misrøgtet i de første ti år af sin levetid, så længe der er nogenlunde enighed om at den politiske styring skal revideres. Debatten kan så koncentrerer om fremtiden. Men det rejste spørgsmål er væsentligt, for reformernes nærmere indretning og intensitet afhænger af svaret. Nærværende artikel vil forsvare det synspunkt, at de mere permanente reformer af ØMU, som har vist sig påkrævede, allerede i det væsentlige er gennemført, mens der endnu mangler en stillingtagen til nogle af de midler, der skal bringe ØMU ud af den aktuelle krise. Sagt med andre ord: Maastricht Traktatens betoning af det nationale ansvar for den økonomiske politik uden for det pengepolitiske område er værdifuld og bør ikke afløses af en vidtgående og permanent samling af økonomisk-politiske beslutninger, som går videre end det er åbenbart økonomisk påkrævet – og hvor gennemførligheden er så usikker, at det i sig selv kan virke destabiliserende i det komplicerede samspil mellem langstrakte politiske beslutningsprocesser og utålmodige finansielle markeder.

Artiklen ser i det følgende afsnit på den ramme, som blev lagt om ØMU i Maastricht og forberedt igennem de foregående 3-4 år, især i Delors-komiteen. Denne ramme havde konkrete begrundelser i de erfaringer, der var gjort under det hidtidige, noget løsere, samarbejde inden for Det Europæiske Monetære System (EMS) og i synet på arbejdsdelingen mellem de nationale politiske beslutningstagere og centralbankerne for to årtier siden. Traktaten gjorde to optimistiske antagelser; og den var ikke tilstrækkeligt opmærksom på den finansielle integration, som ville blive en følge af en fælles valuta. Herefter diskuterer artiklen afvigelserne fra de gjorde antagelser i perioderne før og efter indførelsen af Euro den 1. januar 1999 frem til krisen, der begyndte i 2007, men for alvor tog fart fra efteråret 2008. Forsøgene på at løse to hovedopgaver: permanente revisioner af reglerne for samarbejdet og krisebekæmpelse, der har været i gang siden begyndelsen af 2010, vurderes. Afslutningsvis gennemgås kort to store nye initiativer: gennemførelsen af en bankunion og de første skridt i retning af en fiskal union. Det er her, at man især må holde øje med, om behovet for at søge reformerne gennemført på samme tid er økonomisk påtrængende og realistiske, således at de bidrager til kriseløsningen snarere end at gøre den mere langtrukken og usikker.

## Maastrichttraktaten: Model og antagelser

Planerne for ØMU havde udgangspunkt i det stadigt tættere samarbejde omkring de indbyrdes valutakurser, som havde udviklet sig igennem næsten to årtier. Det begyndte med det såkaldte slangesamarbejde i 1972, hvori de oprindelige seks medlemslande samt Storbritannien og Danmark deltog; det var begrundet i, at det globale valutasystem ikke længere kunne

opfylde de europæiske landes gennemgående præference for stabile valutakurser. Men stærkt divergerende økonomisk politik i de enkelte europæiske lande efter de voldsomme energiprisstigninger i 1973-74 og svækkelsen af dollaren gjorde det ikke muligt at fastholde andre end Tyskland og nogle mindre europæiske lande i det nye samarbejde. Betingelserne for at få i al fald Frankrig og Italien med i et fastere valutasamarbejde var blevet mere lovende i 1978, og det førte til oprettelsen af Det Europæiske Monetære System (EMS).

Dette nye fransk-tyske initiativ fik en vanskelig start. Dels var det ikke klart, om hovedformålet var at bevæge sig i retning af et regionalt IMF, der kunne bidrage til mere langfristet finansiering inden for Europa af fortsat uligevægt på de enkelte landes betalingsbalancer – Italien og Storbritannien havde i 1976 måttet søge lån hos IMF – eller at tage de første skridt i retning af en fælles pengepolitik og centralbank, dels blev forskellene mellem tysk og fransk økonomisk politik igen større med Præsident Mitterand's eksperimenter fra 1981. Men fra 1983-4 begyndte en vis konvergens i de økonomiske nøgletal og i den førte politik med tysk pengepolitik som anker. Det aktualiserede overvejelser af et fremtidigt system, hvor en mere holdbar konvergens kunne fastholdes gennem en deling af det pengepolitiske ansvar mellem Tyskland og andre lande. Disse overvejelser blev fremmet af to andre forhold: planerne for gennemførelsen af Det Indre Marked med sandsynlige synergieffekter med en fælles valuta, og Tysklands interesse i ikke at forblive den eneste europæiske deltager i den globale debat om økonomisk tilpasning og dermed adressat for USA's stadige kritik i G7 og i andre fora.

Tyskland stillede som betingelse for at gå ind i mere konkrete forhandlinger, at de øvrige lande frigav de resterende restriktioner på kapitalbevægelser over landegrænserne, som Tyskland selv for længst havde gjort det; derved ville alle være udsat for en bedømmelse på de finansielle markeder af deres politik. Men det var samtidig klart, at denne øgede eksponering ville gøre samarbejdet i EMS, som ellers tilsyneladende var blevet ganske robust, mere sårbart. Risikoen for hyppige destabiliserende valutakriser kunne bedst afværges gennem at skabe rammerne for en fælles europæisk pengepolitik, især ved at oprette et europæisk centralbanksystem af federal indretning som i USA – en forestilling, som gik tilbage til dengang urealistiske planer for ØMU fra 1970 («Werner-rapporten»). Regeringerne bad derfor i 1988 et udvalg, overvejende bestående af cheferne for de tolv medlemslandes centralbanker og med Kommissionens daværende formand Jacques Delors som formand, om at vurdere hvorledes ØMU kunne gennemføres.

Rapporten fra dette udvalg – den såkaldte Delors-rapport fra 1989 – blev i det væsentlige fulgt i Maastricht Traktaten tre år senere. Det var en skitse med et snævrere fokus på det monetære end forgængeren, men til gengæld med klarere principper for et kommende centralbanksystems virke: systemet skulle være uafhængigt af nationale og europæiske politiske myndigheder, og den fælles pengepolitik skulle have mellemfristet prisstabilitet som primær målsætning. Begge principper afspej-

lede en markant udvikling i »mainstream economics« – i den dominerende fortolkning af erfaringerne over de foregående to årtier. Centralbankerne i Europa var inden for de nationale grænser stærkt på vej til at opnå øget autonomi i tilrettelæggelsen af pengepolitikken, som i stigende grad lagde vægt på gennemsigtighed og regler.

Det indvendes ofte i dag, at dette fokus på M snarere end Ø i Maastricht Traktaten er kernen i den påståede fejlkonstruktion af ØMU. Der var faktisk forsøg på at præcisere indholdet af en økonomisk union, selv om det er et mindre klart begreb end monetær union. I Delors-rapporten nævnes (ud over et velfungerende fælles marked, hvor ikke blot varer og tjenesteydelser, men også arbejdstagere og kapital kan bevæge sig frit, samt en fælles valuta) effektiv konkurrence, en regional- og strukturpolitik til at fremme ligelige produktionsvilkår i hele unionen, samt makroøkonomisk koordination med bindende regler for national finanspolitik. På de fleste af disse punkter er der gjort gode fremskridt siden 1992, men på det sidstnævnte først i de seneste år under indtryk af krisen.

Da regeringerne i de dengang 12 EU-medlemslande underskrev Traktaten gjorde de implicit to antagelser om hvordan ØMU ville komme til at virke. Den første var, at centralisering af pengepolitikken, som overgangen til en fælles valuta indebar, kunne fungere, selv om andre økonomisk-politiske beslutninger fortsat overvejende skulle være et nationalt ansvar, kun underlagt relativt milde regler for at begrænse stærkt afvigende finanspolitisk adfærd i de enkelte deltagerlande. Den anden var, at Det Indre Marked, gennem den effektivisering der var vedtaget og stort set gennemført i 1992, sammen med EU's konkurrencepolitik og den skærpede konkurrence, som ville følge af overgangen til en fælles valuta, kunne holde udviklingen i nationale omkostninger og priser nogenlunde i samme tempo. Større forskydninger i konkurrenceevne og opbygning af store ubalancer i de indre betalingsbalancer inden for ØMU skulle herved kunne undgås.

Disse to antagelser forekom ikke på forhånd urimelige, som det ofte hævdes i dag af ØMU's kritikere. De var heller ikke alene dikteret af, at en monetær union var alt, hvad de politiske holdninger i medlemslandene ville tillade. Der var solide argumenter, både økonomiske og politiske for den valgte model. National pengepolitik har klart stærkere virkninger på udviklingen i andre lande end andre former for økonomisk politik som finans- eller strukturpolitik, hvis virkninger i det væsentlige ligger inden for landets grænser. Det blev derfor set som ønskeligt at efterlade god plads til national finanspolitik, så meget mere som denne måtte forventes at blive mere effektiv til stabilisering, jo fastere bindingen af landets valuta til partnernes. Men dette spillerum måtte respektere hensynet til langsigtet holdbarhed af et deltagerlands offentlige finanser; det ville være underminerende for ØMU, hvis den skulle udvikle sig til en koalition af debitorer med en fælles interesse i at drive den fælles pengepolitik i en stadigt mere ekspansiv retning. Der var allerede tendenser i denne retning i slutningen af 1980'erne, den offentlige gæld var i gennemsnit steget

til over 60% af det samlede BNP i EU omkring 1990, hvilket gjorde en opprioritering af hensynet til langsigtet holdbarhed naturlig. Men det vigtigste politiske argument for at afstå fra forsøg på at centralisere finanspolitiske beslutninger var, at nationalt ansvar på dette område i det lange løb ville give et bedre grundlag for konvergens inden for ØMU og forhindre en detailindblanding fra kreditorerne i debitorernes finanspolitik, som ingen af parterne ønskede.

Det er en udbredt opfattelse, at hovedresultatet i Maastricht skal ses som et storpolitisk kompromis mellem Tyskland og Frankrig. Tyskland havde brug for sine EU-partners støtte i den tyske genforeningsproces, og det gjorde navnlig forbundskansler Kohl særligt modtagelig over for franske ønsker om at dele ansvaret for den stadigt mere fælles pengepolitik, og uden at de tyske ønsker om en forudgående dybere politisk integration var tilgodeset. Det er en synsvinkel, som navnlig franske kilder har vist en interesse i at fremhæve. Men det forekommer usandsynligt, at tysk genforening var på nogen måde afhængig af fransk eller anden EU-støtte. Genforeningen havde simpelthen for meget momentum til at kunne standses, hvilket Mitterand og Thatcher og måske andre europæiske ledere utvivlsomt gerne ville have gjort.

Ved et tilbageblik på årene omkring og efter genforeningen bliver det i dag klart, at der i EU uden for Tyskland var en stærkt overdrevent frygt for den økonomiske styrke i det kommende samlede Tyskland. Genforeningen førte tværtimod til en svækkelse af tysk økonomi i de følgende mindst 15 år som følge af de (uventet) store byrder, statsfinansielt og konkurrencemæssigt, som reformerne af det tidligere Østtysklands meget svage økonomi medførte.

Derimod var der snarere tale om et andet kompromis mellem Tyskland og Frankrig. Tidsplanen for ØMU, som allerede i princippet var vedtaget inden Berlinmuren faldt, blev fremskyndet af denne dramatiske og uventede begivenhed, hvilket var en indrømmelse til Frankrig (og Italien). Til gengæld blev det eneste finanspolitiske indhold i Traktaten loftet over offentlige underskud og gæld – det regelbundne og disciplinerende element, som var Tysklands ønske – mens det franske ønske om også fra tid til anden at kunne træffe diskretionære beslutninger i Rådet af finansministre med udgangspunkt i den økonomiske situation i hele ØMU – den normale betydning af begrebet »økonomisk-politisk koordination« – forsvandt fra dagsordenen.

I bagklogskabens lys fremstår ved siden af de to nævnte – optimistiske – antagelser også en i dag alvorlig undladelsessynd i Maastricht-beslutningerne: det blev undervurderet, hvor meget den finansielle integration efter indførelsen af en fælles valuta ville øge den indbyrdes afhængighed, og især i en krisesituation. Denne »synd« er måske forståelig, når man husker hvor begrænset den grænseoverskridende finansielle aktivitet inden for Europa var for godt to årtier siden. Det var først med gennemførelsen af Kommissionens Financial Services Action Plan, forelagt i 1998, indførelsen af Euro i 1999, og opfølgningen

med en mere strømlinet proces for finansiell regulering fra 2001, først for markederne for værdipapirer, senere for banker og forsikringsselskaber, at denne udvikling blev klart synlig. Med datidens viden er det derfor ikke overraskende, at man ikke så noget klart behov for at placere et ansvar på europæisk niveau for finansiell stabilitet, det være sig hos den kommende centralbank eller hos nyoprettede tilsynsorganer. Det bør tilføjes, at centralbankerne under ØMU forhandlingerne aldrig vist nogen interesse for at få tillagt tilsynsbeføjelser i det omfang, som det nu er på vej til at ske. De følte, at det kunne skabe interessekonflikter i relation til deres pengepolitiske fokus, og de politiske myndigheder støttede dem heri, også ud fra det synspunkt, at det nye centralbanksystem ikke skulle have et så omfattende politisk ansvar som overvågning af finansielle markeder og institutioner.

### **Lovende optakt – men et første tiår med mange kontraktbrud**

Da Traktaten blev underskrevet, var det en udbredt opfattelse, at den gav en god og robust struktur for ØMU i slutfasen, men at det ville blive meget vanskeligt for en række medlemsstater at opfylde adgangskravene og dermed indtræde i slutfasen med indførelsen af den fælles valuta. Det var ikke mindst derfor, at der – i sidste øjeblik i december 1991 – blev indføjet en fast tidsgrænse for, hvornår overgangen til den fælles valuta skulle finde sted. Det blev den 1. januar 1999, syv år ude i horisonten, uanset hvor mange lande, der havde opfyldt adgangskravene. Skøn over hvor mange af de 12, fra 1995 15, medlemslande, der kunne bringe sig dertil, lå typisk på 6-7. Men det kom til at gå væsentligt anderledes, idet 11 lande opfyldte kravene i 1997 og dermed måtte betegnes som kvalificerede fra 1. januar 1999; Grækenland var klar to år senere.

Der var to årsager til denne overraskende, men i sig selv lovende, udvikling: (1) byrden ved den påkrævede finanspolitiske konsolidering i navnlig de sydeuropæiske lande blev lettet voldsomt ved tilpasningen til det langt lavere renteniveau i Tyskland, der ville blive en konsekvens af indtræden i ØMU, og (2) det politiske pres for at være med i den første gruppe af deltagere voksede i Sydeuropa; Finland og Irland, hvis deltagelse heller ikke var forudsat i Maastricht, kom ind i en kraftig vækst og blev derved naturlige kandidater. Mest tydelig var denne tendens til flokadfærd i Italien, som først besluttede at søge at komme med i 1996, da det blev klart, at Spanien (og Portugal) havde truffet en lignende beslutning.

Årene 1994-98 blev dermed en lovende optakt til ØMU, hvor det så ud til, at konvergens i de nationale inflationstakter blev genoptaget, samtidig med at der foregik en markant budgetopretning og gennemført enkelte strukturreformer. Men udsigten til et langt større deltagerantal i ØMU skabte også betænkeligheder, navnlig i Tyskland og Holland. I 1997 vedtog man på tysk forslag Stabilitets- og Vækstpagten, som var en klar præcisering af tidsfølgen og sanktioner ved Maastricht Traktatens »uforholdsmæssigt store budgetunderskud«; tilføjes af vækst som mål må betegnes som en kosmetisk indrømmelse til franske synspunkter. Man var blevet betænkelig ved

at vurdere et lands egnethed som ØMU-deltager alene på baggrund af et enkelt års resultater, men der var ingen mulighed for at indbygge en længere horisont i reglerne på dette sene tidspunkt.

På denne baggrund kan det undre, at det finanspolitiske regelsæt så hurtigt gled i baggrunden i den gensidige overvågning efter 1. januar 1999. Der blev i 2001 rettet henstillinger til Irland og Portugal om en mere forsigtig og mindre procyklisk finanspolitik, men Kommissionens forslag om at gøre noget lignende over for Frankrig og Tyskland i 2003 blev nedstemt af finansministrene i Eurogruppen, og i halvandet år var pagten reelt suspenderet. De to største medlemslande støttede hinanden i afvisningen, og de blev bakket op af de to deltagerlande med det højeste gælds niveau Italien, der endnu holdt sig under underskudsloftet på 3%, og Belgien. Det mest bekymrende var, at de to store lande knapt nok argumenterede for deres ønske om en længere tilpasningsperiode; Tyskland kunne have gjort det i kraft af de strukturreformer, som regeringen Schröder igangsatte i sin anden valgperiode fra 2002 med en styrkelse af såvel langsigtet holdbarhed i de offentlige finanser som bedre konkurrenceevne til følge.

I foråret 2005 forhandlede man sig til enighed om en revideret pagt, som i endnu højere grad blev en ramme om årlige forhandlinger om den nationale finanspolitik, snarere end en fast norm, som det enkelte land måtte forventes at holde sig på forsigtig afstand af. Det var en klar svækkelse, men ikke nødvendigvis et dårligt resultat – hvis deltagerne havde været indstillet på at være mindre høflige over for hinanden. Det var de fortsat ikke, men de følgende år så ikke egentlige kriser, da et økonomisk opsving fik mere fart og gjorde det lettere at begrænse de faktiske offentlige underskud. Men metoderne til at vurdere de underliggende (strukturelle) underskud var i tilbageblik utilstrækkelige, og såvel de ekstraordinært høje skatteindtægter som en række muligheder for at undlade at indregne udgifter i budgetterne tilslørede den reelle situation. Det grelleste eksempel viste sig at være Grækenland, som mere systematisk underrapporterede sine underskud under skiftende regeringer – både før og efter regeringsskiftet i 2004.

I lys af den krise i ØMU, som for alvor brød ud da omfanget af Grækenlands problemer blev klart sidst i 2009, er det blevet indvendt, at det kun var krisen i dette land, der var af klart finanspolitisk indhold. Det er ikke korrekt; der blev langt mere generelt ført en så ekspansiv finanspolitik i de fleste lande, at det både var i strid med indgåede aftaler, når disse fortolkes stringent, og klart procyklisk. Spanien og Irland har hævdet, at de ikke rammes af denne kritik, da deres problemer skyldtes en stærk kreditfinansieret opgang i byggeaktiviteten, altså privat og ikke offentlig letsindighed; de to lande fik ros frem til krisen for deres solide offentlige finanser og høje vækst i BNP og beskæftigelse. Det var uberettiget, da de to landes overefterspørgsel, der førte til inflation og tab af konkurrenceevne, udmærket kunne være afdæmpet enten gennem strammere finanspolitik eller bedre national overvågning af den voldsomme kreditgivning. De irske og spanske erfaringer har givet nyttig inspira-

tion til den opstramning af overvågningen, som blev vedtaget i 2011, således at denne fremover kommer til vurdere ikke blot de offentlige finanser, men også den samlede økonomiske balance.

For at opfylde disse hensigter har Kommissionen og Eurogruppen nu genoptaget en praksis fra EMS ved løbende at overvåge en række indikatorer for ekstern ubalance og forskydninger i konkurrenceevnen. I EMS var disse indikatorer nødvendige for at vurdere størrelsen af de aftalte valutakursændringer. Hvor store disse skulle være måtte afhænge dels af størrelsen af den eksterne uligevægt, dels af de ændringer i den indenlandske økonomiske politik, som det enkelte land var rede til at gennemføre for at sikre, at tilpasningen ikke blot udskød problemerne. Med overgangen til ØMU blev overvågning af uligevægt på de nationale betalingsbalancer anset for overflødig, når de ikke længere kunne føre til valutakriser, men ville blive automatisk finansierede. På længere sigt er det imidlertid afgørende for holdbarheden i et underskud på et deltagerlands løbende betalingsbalance om den kapitalimport, som modsvarer den, finansierer en styrkelse af landets fremtidige konkurrenceevne inden for produktionen af internationalt handlede varer og tjenesteydelser, eller den anvendes til at dække offentlige underskud eller produktionen af ikke handlede varer som fast ejendom. På dette punkt svigtede de ØMU-lande, som i det første tiår opbyggede store betalingsbalanceunderskud, såvel forpligtelserne fra Maastricht som deres egne langsigtede interesser. At udviklingen fik lov at løbe så langt uden korrektion fra de europæiske politiske organer, at det er blevet meget vanskeligt at genoprette statsfinansiell og/eller generel makroøkonomisk balance, er forbløffende og afdækker en fundamental svaghed i gennemførelsen af ØMU.

Det var ikke blot de nationale og europæiske politikere, der svigtede. De finansielle markeder udviste en overraskende tolerance over for de voksende spændinger inden for ØMU. Helt frem til efteråret 2009 var rentespændene mellem de enkelte ØMU-landes statsobligationer meget beskedne. Både erfaringerne i større eksisterende federale stater med forskelle i økonomisk styrke på regionalt niveau men kun beskedne rentespænd og den ligestilling den finansielle regulering giver forskellige udstedere af offentlige obligationer som sikre med en risikovægtning på nul bidrager til at forklare denne tolerance. Politikerne og ECB tog de minimale rentespænd som en kompliment til ØMUens – og deres egen – troværdighed i stedet for som en anomali, der på et tidspunkt kunne give et voldsomt bagslag.

### To hovedopgaver: Det længere og det korte sigt

Fra begyndelsen af 2010 har europæiske og nationale politikere, bistået af ECB og Kommissionen været beskæftiget med to hovedopgaver: (1) at gøre ØMU mere robust ved at minimere risikoen for en gentagelse af de aktuelle problemer, og (2) at bringe deltagerne ud af krisen. Der er gjort gode fremskridt på begge punkter, men især på det første.

Under ledelse af den nye præsident for Det Europæiske Råd,

Herman von Rompuy, vedtog de europæiske institutioner – med markante bidrag også fra Europaparlamentet – i efteråret 2011 reviderede rammer for det økonomisk-politiske samarbejde, den såkaldte »six pack«. De nye rammer indebærer i alt fald fire væsentlige forbedringer: For det første en gennemgang af de nationale offentlige budgetter på et så tidligt tidspunkt, at en europæisk stillingtagen til deres forenelighed med de mål, som de enkelte lande har sat, giver praktisk mening, dvs. inden budgetterne er forelagt i nationale parlamenter. For det andet en udvidelse af den økonomiske overvågning til at omfatte udvalgte makroøkonomiske indikatorer med særligt henblik på ekstern uligevægt og konkurrenceevne. For det tredje en mere præcis formulering af forpligtelsen til at nedbringe den offentlige gæld i retning af den langsigtede norm på 60% af BNP end det hidtidige vage krav om, at det skulle ske »med tilfredsstillende hastighed«. For det fjerde en ændring af afstemningsreglerne, når Eurogruppen skal tage stilling til Kommissionens forslag om henstillinger til deltagerne, herunder sanktioner; det vil fremover kræve kvalificeret flertal mod et forslag at afvise det, hvor et sådant flertal tidligere var påkrævet for vedtagelse.

Efter gennemførelsen af six pack har Det Europæiske Råd i begyndelsen af 2012 endvidere vedtaget en såkaldt finanspagt ved en aftale mellem ØMU deltagerne, som også 8 af de 10 ikke ØMU-lande, heriblandt Danmark, har tilsluttet sig; pagten er ved at blive ratificeret i nationale parlamenter, og Danmark var blandt de første til at vedtage den i foråret 2012. Den indeholder den nye forpligtelse, at underskriverne forpligter sig til at indføre princippet om langfristet strukturel budgetbalance – forstået som højst et minimalt underskud på 0,5-1 % – i overordnet national lovgivning. Om dette er sket på betryggende vis skal vurderes af Den Europæiske Domstol.

Med six pack og finanspagten er der skabt rammer om den fremtidige efterlevelse af fælles beslutninger, der giver forventninger om, at risikoen for en gentagelse af krisen i samarbejdet i de senere år er blevet kraftigt reduceret. Dette underbygges af erfaringerne med det mangelfulde samarbejde op til krisen; alternativerne til at følge aftalte spilleregler tager sig helt anderledes ud end for et tiår siden, da Stabilitets- og Vækstpagten ikke blev håndhævet. Hvad enten alternativet er at ende med at måtte bede om lån på vanskelige betingelser fra de europæiske institutioner eller at skulle leve med finansmarkedernes vågne skepsis, fremstår det nu som mere fornuftigt slet ikke at komme i nærheden af disse risici. De reviderede rammer for ØMU har en så meget bedre chance for at blive efterlevet, end det erfaringerne frem til krisen tilsiger, at der ikke synes at være noget klart behov for permanent yderligere overførsel af myndighed til det europæiske niveau. Reglerne forekommer at være tilstrækkeligt klare, men samtidig med en indbygget smidighed, der muliggør en vis hensyntagen til det enkelte lands situation, især ved, at der fremover lægges større vægt på det strukturelle end på det faktiske underskud. Herved bliver det muligt at tage hensyn til de offentlige finansers automatisk stabiliserende rolle under et konjunkturtilbageslag. Det vil ikke være nok til at ophæve konflikten mellem hensynet til langsigtet finanspolitisk holdbarhed og finanspolitikens stabilise-

ringspolitiske rolle på kortere sigt; hele sigtet med six pack og finanspagten er at opprioritere den første opgave i forhold til den anden.

En så relativt optimistisk vurdering af tilstrækkeligheden i arbejdet på at gøre ØMU robust i fremtidige kriser kan derimod ikke anlægges på de foreløbige bestræbelser på at bringe ØMU ud af en udpræget krisesituation som den aktuelle, om end der også her er gjort fremskridt, der for nogle år siden ville have forekommet helt usandsynlige.

Siden 2010 er der truffet en række beslutninger, der markant styrker ØMU deltageres krisestyring, især gennem udviklingen af et finansielt sikkerhedsnet. Mens det første låneprogram til Grækenland var improviseret, er der siden truffet beslutning om et oprette først en tidsbegrænset, siden en permanent, institution – henholdsvis EFSF og ESM – til at kanalisere krisestøtte til lande, der optager lån med betingelser (konditionalitet). Der er etableret et tæt samarbejde mellem Kommissionen, ECB og Den Internationale Valutafond (IMF) i vurderingen af låntagernes behov for tilpasning. Det har været værdifuldt, ved at øge de beløb, der står til rådighed, men især fordi IMF's stab i mindre grad end de europæiske partnere er nødt til at anlægge politiske, snarere end mere rent økonomiske synsvinkler på formuleringen af de nødvendige lånebetingelser. Om IMF fortsat vil kunne bidrage finansielt til programmerne bliver stadig mere usikkert; der er blandt de ikke-europæiske medlemmer af IMF's bestyrelse et indtryk af, at der efterhånden er placeret en lovligt stor andel af de globale udlån til europæiske lande til trods for, at disse roser sig af at være i samlet ligevægt over for omverdenen og dermed i princippet skulle kunne klare problemerne med egne midler, selvom kun en lille del ligger i ESM/EFSSF.

Den 6. september 2012 vedtog ECB's råd at iværksætte et program, Outright Monetary Transactions (OMT), hvorefter banken fremover uden beløbsgrænse kan opkøbe obligationer med kort restløbetid (1-3 år) udstedt af ØMU-deltagerlande, der har optaget kreditter med konditionalitet hos ESM. ECB har tidligere periodevis opkøbt statspapirer udstedt af nogle af ØMU'ens gældsplagede lande, men disse opkøb havde været indstillet i nogen tid, da de hverken førte til mere varige forbedringer i markedsforholdene eller sikrede en fortsættelse af budgetkonsolidering og strukturreformer i de pågældende lande. Mange kritikere har set ECB's hidtidige sporadiske rolle som sikkerhedsnet for tilstrækkelig likviditet i markederne for statspapirer som et yderligere element i fejlkonstruktionen af ØMU; i USA, UK og Japan har aggressive opkøb af statspapirer været anvendt som middel til at komme ud af krisen i en situation, hvor de pengepolitiske styringsrenter allerede var drevet ned i nærheden af nul.

Det var med velberåd hu, at Maastricht Traktaten beskyttede ECB mod at udvikle sig til en jævnlig långiver til regeringerne. Dels havde de nationale centralbanker i gennem de foregående år afviklet deres tidligere aktive rolle ved udstedelse og køb af »egne« statspapirer, dels var det et hovedsigte i Maastricht at

beskytte den kommende centralbank mod skulle påtage sig andre mål end prisstabilitet. Men det var og er ikke alene frygten for hurtigere inflation, som har motiveret ECB's modvilje mod at gå ind på markedet i større omfang. Det er en fundamentalt politisk opgave at vurdere, om spændet mellem italienske (eller spanske) renter og de tilsvarende tyske skal ligge på det ene eller det andet niveau; ved at give sig ind i omfattende støt-teopkøb ville ECB påtage sig denne opgave og blive udsat for beskyldninger om politisering og om forskelsbehandling.

Man må derfor sige, at der nu er fundet en model for at give ECB en vigtigere rolle i at dæmpe fragmenteringen på de europæiske markeder for statsobligationer, som lægger en væsentlig del af denne rolle hos de politiske myndigheder. Centralbanker kan påtage sig kortfristet indbyrdes likviditetsstøtte, men ikke kreditgivning på lidt længere sigt. Det var princippet i EMS og overførtes til ØMU; det var også en årsag til, at Den Europæiske Monetære Fond ikke lod sig realisere omkring 1980: de institutionelle betingelser var ikke til stede. Men den nye model forudsætter, at et land i likviditetsvanskeligheder er villigt til at henvende sig til ESM og påtage sig forpligtelserne ved de betingede lån, og der er her fortsat tvivl om både Spaniens og Italiens villighed hertil; begge lande har håbet, at selve bekendtgørelsen af det nye samarbejde mellem ECB og ESM ville hjælpe dem til at bevare adgang til de finansielle markeder og på lidt lempeligere vilkår end igennem store dele af 2011-12.

Selv om der er gjort store fremskridt i krisehåndteringen fremstår denne dog stadig som en torso, indtil der er et klarere bud med de negative spiraler, som har præget det senere udvikling. Man kan håbe, at det nye samarbejde mellem de politiske myndigheder og ECB kan bryde den negative spiral mellem nogle af de gældsplagede landes svækkede markedsadgang og deres solvens og derved svække frygten for, at et af de større lande skulle forlade ØMU. Der er imidlertid også en tredje negativ spiral i form af sammenhængen mellem rentestigningerne på statsgælden og banksystemets soliditet. Denne sammenhæng går begge veje: fald i markedsværdien af bankernes beholdninger af statspapirer bringer dem under egenkapitalkravene, samtidig med at statsfinanserne belastes yderligere af at måtte deltage i rekapitaliseringer af banker. Disse sammenhænge har fristet nogle lande til at overvurdere sundheden af egne banker og til som en panikreaktion at beskytte bankernes private kreditorer mod tab. Spanien har frembudt eksempler på dette; Irland gjorde det i begyndelsen af krisen, men også kreditorlande som Tyskland har vist sig at have et overdrevet positivt syn på egne finansielle institutioner. Derfor er tankerne om en bankunion kommet stærkt frem i løbet af 2012.

### De store reformer – bankunion og finanspolitisk union

Da Det Europæiske Råd i sommeren 2012 åbnede for muligheden for, at ESM kunne anvendes til at rekapitalisere spanske banker, kom der for alvor gang i diskussionen om at arbejde i retning af en bankunion; det er blevet stillet som direkte betingelse for gennemførelsen af en sådan rekapitalisering, at tilsynsbeføjelserne i forhold til de berørte institutioner skulle overgå

til europæisk niveau. Det ville straks medføre behov for traktatændringer, hvis det europæiske tilsynsorgan, der blev igangsat ved begyndelsen af 2011, European Banking Authority (EBA) skulle have sådanne beføjelser, men der blev fundet en anden og smidigere vej, idet Maastricht Traktaten åbnede muligheder for at tillægge ECB særlige tilsynsbeføjelser. Det undersøges nu, på basis af Kommissionens forslag af September 2012, om en sådan overførsel kan ske allerede ved indgangen til 2013 for kandidater til ESM rekapitalisering, for større institutioner senere det år og for alle 6.000 banker i ØMU i 2014. Det kan det nok ikke, men en kraftig europæisering af tilsynet er på vej – selvfølgelig under den forudsætning, at ECB kommer til at arbejde i høj grad gennem de nationale myndigheder.

En bankunion omfatter imidlertid mere end samling inden for ØMU af tilsynsbeføjelserne. Der er to andre elementer: fælles regler og praksis for rekapitalisering (eller afvikling) af banker og fælles indskyderforsikring. Disse to sidste elementer er langt mere omfattende end det førstnævnte og mere tidkrævende; de indebærer begge omfattende og til dels uoverskuelige gensidige forpligtelser og dermed potentielt store risici for ØMU landenes statsfinanser. Over en årrække har ØMU landene – og de øvrige EU-lande – udviklet et tættere samarbejde omkring opfølgning af den nationale gennemførelse af fælles regler og generelt udveksling af informationer. Men som bl.a. gennemførelsen af bankpakke III i Danmark med tab for nogle af danske bankers kreditorer og store indskydere illustrerede, kan forskelle i praksis give store dønninger i konkurrencevilkårene på det europæiske bankmarked. Fælles praksis er meget ønskelig, men om den forudsætter mere end tættere samarbejde mellem nationale myndigheder forekommer ikke klart dokumenteret; noget lignende gælder for indskyderforsikring. Hertil kommer den komplikation, at det indre marked for finansielle tjenesteydelser og dets regulering er et anliggende for alle EU-lande; da i al fald UK ikke kan forventes at tilslutte sig traktatændringer på dette område, vil man være henvist til at gennemføre bankunionen som finanspagten, dvs. som en aftale mellem de deltagende regeringer, obligatorisk for ØMU deltagerne, frivillig for de øvrige EU-lande.

En bankunion – og allerede oprettelsen af de finansielle sikkerhedsnet, senest ESM – er skridt på vejen mod en finanspolitisk union, da disse skridt indebærer mulige udgifter for det enkelte ØMU land. Men diskussionen om en mere omfattende finanspolitisk union er begyndt, ikke mindst i sammenhæng med tankerne om at foretage udstedelse af obligationer med fælles hæftelse for ØMU landene. Sådanne udstedelser ville, i deres mere ambitiøse former, kræve traktatændringer for at sikre en stærkere indflydelse på den nationale finanspolitik end den, der sikres gennem six pack og finanspagten. Diskussionen om, hvorledes dette kunne gøres, er så småt begyndt i Tyskland, men synes endnu ikke at være på dagsordenen i andre ØMU lande, hvilket ikke kan undre, da der her for alvor ville blive tale om en afvigelse fra princippet om nationalt ansvar for finanspolitikken. Det bliver derfor en langstrakt og vanskelig proces at få denne dimension vedtaget i alle lande.



Hvis man er bekymret over den usikkerhed som projektet medfører, kunne man spørge, om der ikke findes forslag til indførelse af en delvis fælles obligationsudstedelse og -hæftelse kunne vise sig mere gennemførlig. Der er faktisk forslag, som begrænser de nævnte udstedelser i tid eller omfang på måder, som kan gøre dem mere politisk acceptable, fordi de kunne ses som bidrag til løsning af den nuværende krise frem for som en permanent ændring af samarbejdet. Det tyske økonomiske Råd har således skitseret en version, hvor et land med en gældskvote på over 60% påtager sig at øremærke en del af sine offentlige indtægter til gældsnedbringelse i en markant takt mod at ombytte sin overskydende gæld med nye fællesudstedte og lavere forrentede papirer. Andre forslag tager sigte på alene at udstede kortløbende papirer i fællesskab og dermed med selvlikviderende karakteristika. Disse typer af forslag omhandler alle den udestående gæld uden af gøre ansvaret for ny gældsoptagelse fælles – den vigtigste traktatmæssige blokering for fælles udstedelser – og uden af øge tilskyndelserne til uansvarlig politik.

### Konklusion

En krisesituation i det europæiske samarbejde – og man har ikke set nogen så alvorlig siden 1958 – kalder altid på to modstridende tendenser. Nogle vil gerne benytte lejligheden til at lave radikale forbedringer af samarbejdet og bevæge det i klart federal retning; de vil ikke »lade krisen gå til spilde.« Andre fordyber sig i tekniske løsninger på den aktuelle krise og tillægger det højst prioritet at komme så hurtigt ud af krisen som muligt, med kun de strengt nødvendige nydannelser.

EU – og den nydannede ØMU – havde chancen for at gennemføre ændringer i sin politiske ledelsesform i forbindelse med det

store Konvent, som arbejdede for godt ti år siden. Resultatet under disse rolige omstændigheder var på papiret omfattende – den såkaldte Forfatningstraktat, som faldt ved folkeafstemningerne i Holland og Frankrig i 2005 – men hvad angik det økonomisk-politiske samarbejde meget beskedent. Der var ikke enighed om nogen opstramning af rammerne herfor, selv om det i dag tager sig overraskende ud. Det illustrerer vanskelighederne ved at erkende noget behov for reformer uden for kriser og styrker derved dem, der i dag vil »udnytte krisen.«

Der er imidlertid i lyset af de senere erfaringer et argument for ikke at sætte målene for højt. En lektion fra de seneste tre-fire år har været farerne ved, at de politiske beslutninger kræver så meget mere tid end de finansielle markeder – og de politiske systemer i de svagere lande – giver dem. En vedtagelse af omfattende ændringer i traktatgrundlaget vil, selv under gunstige omstændigheder, tage en årrække og medføre meget tvivl undervejs om gennemførligheden. Selv en gunstig proces kan komme til at virke mere destabiliserende end konstruktiv, uanset om endemålet er særdeles velbegrundet og, hvis gennemført, ville give et klart bedre grundlag for samarbejdet. Det taler for, at man, ikke mindst på baggrund af at der siden 2010 allerede er besluttet både en række nyttige og velmotiverede opstramninger af ØMU samarbejdet og en del nye instrumenter til at bringe deltagerne tættere på en afslutning af den aktuelle krise, i den kommende tid koncentrerer sig om at få afsluttet resten af de presserende elementer i det andet sæt af opgaver, herunder en styrkelse af ESM, dennes samarbejde med ECB samt de dele af en bankunion, som ikke skønnes at kunne udsættes.

### YDERLIGERE LÆSNING OM ØMU:

De Grauwe, Paul (2009), *The Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.  
Gros, Daniel og Niels Thygesen (1998), *European Monetary Integration – From the European Monetary System to European Monetary Union*, Longman, London.  
Hoffmeyer, Erik m.fl. (2000), *Danmark og ØMU*

– *Økonomiske Aspekter*, Rådet for Europæisk Politik, Systime.

James, Harold (2012), *Making the European Monetary Union*, Harvard University Press, Cambridge, Ma.

Kelstrup, Morten m. fl. (2012), *Europa i forandring*, Hans Reitzels Forlag, København (især kapitel 9 om Europas politiske økonomi).

Marsh, David (2011), *The Euro*, Yale University Press, New Haven and London.

Moravcsik, Andrew (2012), »Europe After the Crisis«. *Foreign Affairs*, Vol. 91,3, pp. 54-68.

Det Økonomiske Råd, *Rapport, forår 2012*, (især kap. 2 om den europæiske statsgældskrise).

# Finanspolitik og den Økonomiske og Monetære Union

De finanspolitiske regler i ØMU-samarbejdet har ikke fungeret, og dette er en af hovedårsagerne til statsgældskrisen. Med Finanspagten lægges der op til en endnu tættere styring af finanspolitikken, men pagten løser ikke nødvendigvis de finanspolitiske styringsproblemer.



**TORBEN M. ANDERSEN**

professor  
Institut for Økonomi,  
Aarhus Universitet

## 1. Indledning

Den finansielle krise har udviklet sig til en gældskrise, som har bragt den Økonomiske og Monetære Union ud i store problemer. En række medlemslande står over for betydelige finanspolitiske problemer, og samtidig har de finansielle markeder reageret med markante rentestigninger for de pågældende landes statspapirer. Renten har for flere lande nået niveauer, hvor gældsdynamikken antager en selvstændig og ustabiliserende faktor. Hjælpepakker og kriseforanstaltninger har været en del af dagsordenen siden finanskrisen, men dog indtil nu uden tilstrækkelig effekt til at fjerne krisen.

Det er en simpel konstatering, at såfremt ØMU-landene havde overholdt de finanspolitiske spilleregler (underskudsgrænse på 3 % af BNP, og gældsloft på 60 % af BNP), så ville finanskrisen ikke have udviklet sig til en statsgældskrise af en tilstrækkelig stor dimension til at destabilisere hele valutaunionen.<sup>1</sup> Det er også en enkel konstatering, at de pågældende finanspolitiske spilleregler havde mistet deres troværdighed allerede inden finanskrisen satte ind. Udviklingen igennem de senere år viser, at dette system aldrig har været effektivt, og finanskrisen har klart udstillet problemerne. Der har været en tydelig »deficit bias«, jf. Figur 1, hvor de offentlige finanser for valutaområdet som helhed systematisk har udvist underskud, også i år med høj vækst inden finanskrisen. Kun 6 af 27 medlemslande er

aktuelt ikke omfattet af proceduren for »excessive deficits«. Endelig er det en historisk konstatering, at »optagelsesbetingelserne« af politiske grunde blev gradbøjet for at få et stort antal lande med i ØMU-samarbejdet.

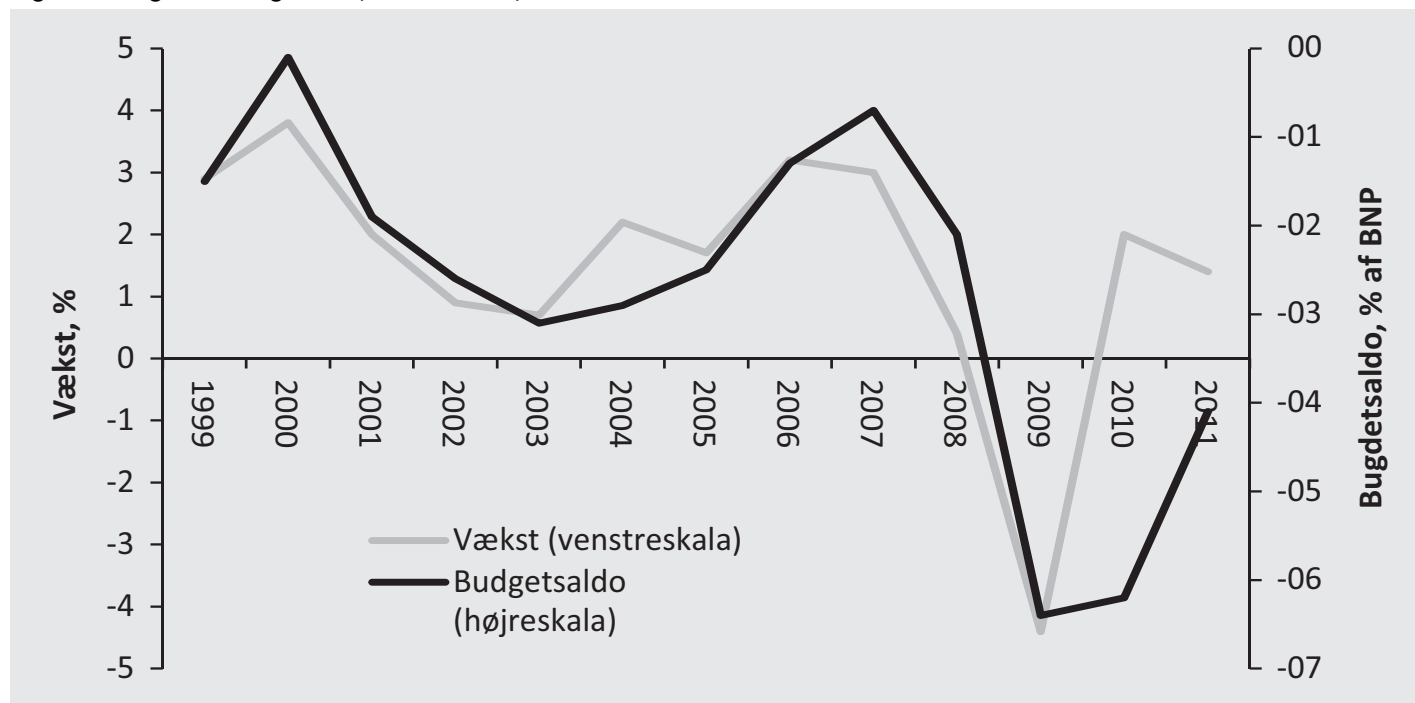
Denne artikel ser nærmere på de finanspolitiske regler i ØMUen. Hovedtemaet er erfaringerne med og mulighederne for at opstille og håndhæve finanspolitiske spilleregler i en monetær union. Der indledes i afsnit 2 med en kort oversigt og udviklingen i de finanspolitiske styringsregler i ØMUen. Dernæst diskuteres det i afsnit 3, om erfaringerne de seneste år viser nogle fejl eller aspekter, der ikke i tilstrækkeligt omfang var indtænkt i ØMU-konstruktionen fra starten. Den netop vedtagne finanspagt diskuteres i afsnit 4. I afsnit 5 er nogle få sammenfattende kommentarer. Spørgsmål knyttet til de helt aktuelle problemer i relation til intervention, krisepakker mm. samt udviklingen af en bankunion behandles i andre artikler i dette nummer af Samfundsøkonomen.

## 2. Finanspolitiske regler i ØMUen

Traktaten for den monetære union er opbygget omkring den præmis, at finanspolitikken er det enkelte lands ansvar. Samtidig erkendes det, at en fælles valuta og dermed pengepolitikken er afhængig af »sunde« offentlige finanser. Derfor har der været knyttet finanspolitiske regler til samarbejdet, og disse var

NOTE 1 For de fleste lande var gælden høj allerede inden finanskrisen. Der er to væsentlige undtagelser hertil, nemlig Irland (ØMU-gæld 2007: 25 % af BNP; 2011: 104 % af BNP) og til dels Spanien (2007: 36 % af BNP; 2011: 68 % af BNP). For eurolandene er den gennemsnitlige gæld steget fra 66 % af BNP i 2007 til 87 % i 2011.

Figur 1: Budgetsaldo og vækst, EURO-lande, 1999-2011



Kilde: www.eurostat.eu

også oprindeligt en del af optagelsesbestemmelserne (konvergenskriterierne). De finanspolitiske regler har været opbygget omkring to søjler. Den ene lægger fast, at finanspolitikken er det enkelte lands ansvar formuleret både via »no-bail out« betingelsen og udelukkelsen af, at ECB finansierer budgetunderskud. Den anden søjle udgøres af de specifikke krav og grænser knyttet til finanspolitikken<sup>2</sup> i form af de finanspolitiske måltal (underskudsgrænse på 3 % af BNP og gældsgrænse på 60 % af BNP<sup>3</sup>), og den hertil hørende »excessive deficit procedure« med monitorering, henstillinger og ultimativ pålæggelse af bøder.

Hovedtanken har været en »fiscal union by statistics«, dvs. at numeriske måltal og monitorering heraf er tilstrækkeligt til sikring af den nødvendige finanspolitiske disciplin. Monitoreringen er overladt til en ekstern aktør (kommissionen), og tankegangen er, at »dårlig opførsel kan udstilles og ultimativt straffes«. Dette skulle sikre, at de politiske omkostninger ved utilstrækkelig opfyldelse af målsætningerne skulle blive tilstrækkelig høje til at undgå afvigelse fra reglerne.

Stabilitets- og vækstpagten blev vedtaget i 1998 og lagde op til en tættere monitorering og formulerede et mere restriktivt krav til finanspolitikken i form af en budgetsaldo »close to balance

or above«. Der blev også lagt op til mere automatik i proceduren for »excessive deficits«.

Pagten blev relativt hurtigt testet, da flere lande fik problemer med underskudsmålet. I en situation hvor der ifølge reglerne skulle træffes foranstaltninger i forhold til uforholdsmæssige underskud, blokerede blandt andre Tyskland og Frankrig i efteråret 2003 denne proces. Med andre ord klarede pagten ikke sin første reelle test.

Som en følge heraf blev Stabilitets- og Vækstpagten reformeret i 2005, og der blev lagt op til mere fleksibilitet ved at sondre mellem forskellige budgetmål og hensyn, herunder betydningen af at sikre finanspolitisk holdbarhed på mellemlang sigt i forhold til det mere rigide kortsigtede krav. På den ene side kan man sige, at dette skabte mere spillerum for (nødvendige) reformer til sikring af bedre offentlige finanser på lang sigt, selvom de kunne belaste de offentlige finanser på kort sigt. På den anden side gav det også større frihedsgrader for de enkelte lande i finanspolitikken, og dermed var reglerne reelt mere fleksible.

De finanspolitiske regler er blevet styrket med den såkaldte finanspagt (Treaty on Stability, Coordination and Governance

NOTE 2 Kravene gælder alle lande og derfor også Danmark, men muligheden for pålæggelse af sanktioner gælder alene for EURO-landene.

NOTE 3 Det er alment accepteret, at de specifikke grænseværdier er teoretisk arbitrære og blev fastsat ud fra de historiske værdier omkring udfærdigelsen af traktaten. Bemærk dog, at der er en konsistens mellem de to måltal, idet et gælds niveau på 60 % af BNP kan fastholdes med et underskud på 3 % af BNP, såfremt nominel BNP vokser med 5 % om året.

in the Economic and Monetary Union) vedtaget i 2012. Dette er ikke alene en opstramning i forhold til 2005 reformen, men også i forhold til Stabilitets- og Vækstpagten. Det følger tankegangen om »fiscal union by statistics« i form af mere præcise og begrænsende regler for finanspolitikken.

Finanspagten er udformet efter samme tankegang som de tyske finanspolitiske styringspunkter,<sup>4</sup> som ligger til grund for den såkaldte European Compact (European Council (2011)). Den styrker Stabilitets- og Vækstpagten ved blandt andet at kræve i) at de samlede offentlige finanser skal være i balance eller udvise overskud. Dette er opfyldt, såfremt det årlige strukturelle underskud ikke overstiger 0,5 % af BNP, dog kan et strukturelt underskud op til 1 % af BNP accepteres for lande med et gældsniveau under 60 % af BNP, ii) en sådan finanspolitisk regel skal introduceres i medlemslandenes konstitution eller tilsvarende. Reglen skal indeholde en automatisk tilpasningsregel, der skal udløses i tilfælde af afvigelser fra måltallet. Dette skal defineres for hvert enkelt medlemsland på basis af principper foreslået af kommissionen. Pagten indeholder endvidere initiativer til at styrke »the monitoring and corrective arm«.

### 3. Finanspolitik og ØMU-konstruktionen

Grundet udviklingen de senere år kan der være grund til at spørge, om der var aspekter, som ikke i tilstrækkelig omfang blev taget i betragtning eller blev fejlvurderet i forbindelse med etableringen af ØMUen, og som især har haft betydning for den makroøkonomiske udvikling og de mere specifikke finanspolitiske problemstillinger.

Det særlige ved ØMUen er, at en penge- og valutapolitisk union blev etableret uden samtidig at have en finanspolitisk union eller overbygning. Denne struktur var genstand for megen debat inden etableringen af ØMUen, og særligt behovet for at sikre en finanspolitisk udvikling, der ikke ville virke destabiliserende i forhold til pengepolitikken, var i fokus. Der var en aktiv diskussion om, hvorvidt de finanspolitiske spilleregler var nødvendige eller for rigide. Som nævnt indledningsvis kan det konstateres, at en rigid overholdelse af disse regler ville have forhindret en generel gældskrise for valutaområdet.

ØMUen er i sin konstruktion interessant, idet den muliggør intervention og sanktioner i forhold til lande, der ikke opfylder de finanspolitiske spilleregler. Udviklingen stiller imidlertid store spørgsmålstegn ved mulighederne for at håndhæve sådanne sanktioner og dermed ultimativt deres troværdighed. Dette er ikke mindst knyttet til spørgsmålet om troværdighe-

den af »no-bail-out-klausulen«. Ex ante er der et klart incitament til at betone en sådan klausul. Ex post til etableringen af den monetære union er spørgsmålet, om det er tidsskonsistent – præcist som vi ser nu – at afstå fra en indirekte eller direkte bail-out. En konsekvent politik vil ikke alene ramme »afvigerlandet«, men også de øvrige ØMU-lande.

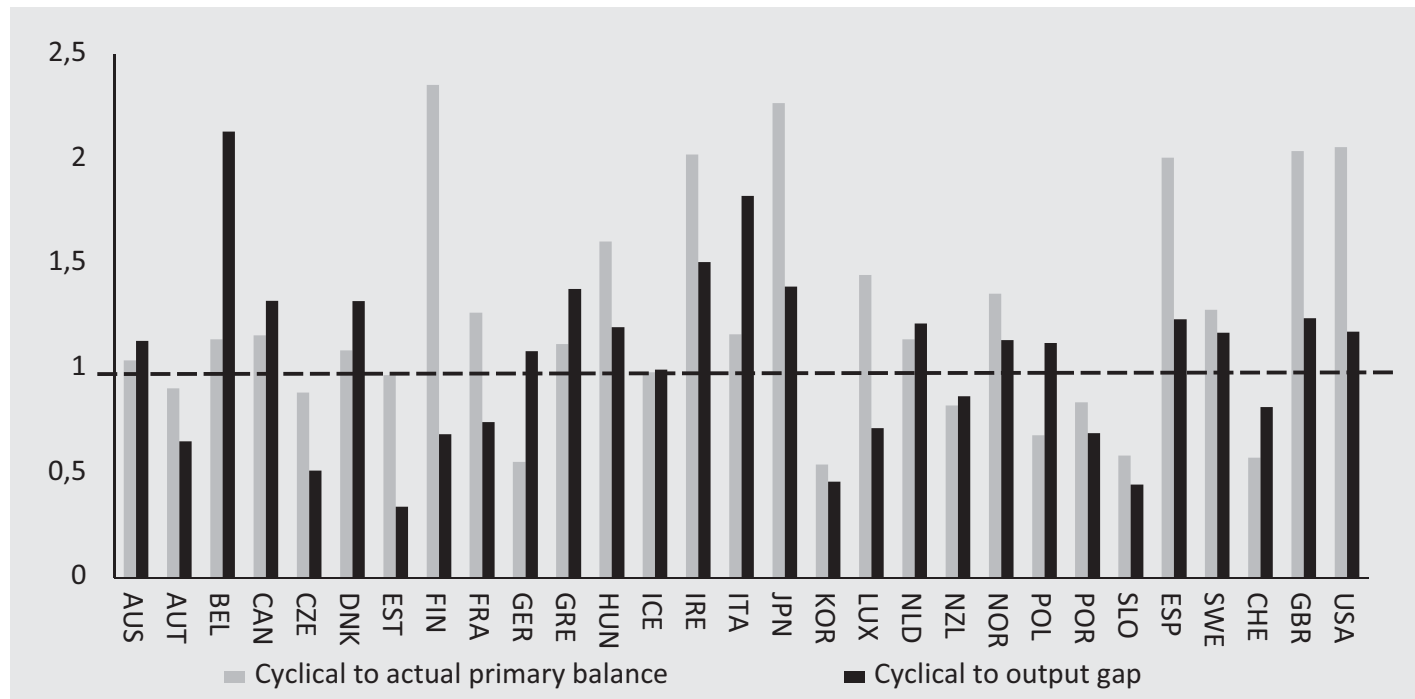
Dette problem er relateret til, at krydsejerskab af statspapirer og konsekvenserne heraf ikke blev tillagt nogen betydning, hvis det da overhovedet blev diskuteret. Erfaringerne har understreget, at statsgældsproblemer ikke alene er et internt anliggende, når udenlandske investorer har store beholdninger af det pågældende lands statspapirer. Manglende evne til at honorere gældsforpligtigheden kan således få afledte konsekvenser i andre lande og ultimativt udløse eller forstærke ustabilitet i konstruktionen.

Krydsejerskabet af statspapirer er relateret til betydningen af betalingsbalanceunderskud. I den oprindelige ØMU-diskussion var der en meget beskeden fokus på dette aspekt. Det typiske argument var, at betalingsbalance-uligevægt får en helt anden – og mindre væsentlig – betydning inden for en monetær union. Dette var tæt knyttet til et andet og meget centralt argument i debatten. Selvom det var klart, at medlemskredsen var så heterogen, at den ikke umiddelbart opfyldte standardkriterierne til at udgøre et såkaldt optimalt valutaområde,<sup>5</sup> så var argumentet, at opfyldelsen af disse kriterier er endogen. Når først man var medlem, ville man være nødt til at foretage de nødvendige strukturelle reformer for at sikre, at man opfyldte betingelserne. Dette var sammenfattet i det såkaldte »TINA«-argument (There Is No Alternative, lånt fra Margaret Thatcher) ifølge hvilket, medlemskab af ØMUen ville fremtvinge de nødvendige reformer til sikring af, at området kom til at udgøre et optimalt valutaområde (se f.eks. Calmfors (1998)). Særligt reformer af arbejdsmarkedet blev forventet på denne konto. Erfaringerne har vist, at TINA-argumentet ikke holdt, og der var inden for ØMUen oparbejdet betydelige økonomiske ubalancer inden finanskrisen. Det ses tydeligt i den meget uensartede udvikling i konkurrenceevnen blandt ØMU-landene.

Endelig var det ultimative argument, at såfremt landene af den ene eller anden grund ikke havde finanspolitikken under kontrol eller fik gennemført de nødvendige strukturelle reformer, så ville de finansielle markeder reagere (se f.eks. McKinnon (1997)). Lande på en uholdbar kurs vil i tide opleve rentestigninger (risikopræmier) og dermed få klare signaler om behovet for en ændret økonomisk politik og reformer. Som bekendt var rentespændene på statspapirer inden for EURO-området for

NOTE 4 Tyskland har for nyligt introduceret et finanspolitisk styringssystem med følgende elementer: i) Budgetmål: Det strukturelle budgetunderskud må ikke overstige 0,35 % af BNP (det samlede budgetmål er 0,5 % af BNP, men da omkring 70 % af den samlede offentlige gæld er federal gæld, er grænsen på federalt niveau sat til 0,35 %), ii) Undtagelsesklausul: Denne grænse kan overskrides i tilfælde af store naturkatastrofer, iii) Gældsbræmme: Afvigelser fra målet akkumuleres (kontrollkonto), og en tilpasning skal ske såfremt den akkumulerede overskridelse overstiger 1,5 % af BNP, iv) Decentral styring: alle »Ländern« er pålagt et balanceret budgetkrav, jf. Baumann m.fl. (2008).

NOTE 5 Disse anses normalt for at være i) ensartet økonomisk struktur udsat for samme typer af stød, eller ii) faktormobilitet eller lønflexibilitet. Fravær af disse forudsætninger kan, såfremt den monetære union har en fælles finanspolitik, kompenseres via overførsler.

**Figur 2: Variabiliteten i den strukturelle budgetsaldo relativt til variabiliteten i den faktiske saldo og output gap, OECD-lande.**

Note: Den strukturelle budgetsaldo (the cyclically adjusted budget balance) er målt i % af BNP, og output gap er den procentvise afvigelse i faktisk BNP fra kapacitetsoutput.

Kilde: Beregnet på basis af data fra OECD Economic Outlook Database 90, for de fleste lande for perioden 1980-2010, [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org).

alle praktiske formål nul i perioden mellem EUROens lancering og finanskrisens start (se f.eks. Andersen (2012a)). Dette til trods for systematiske problemer med de finanspolitiske indikatorer i Stabilitets og Vækstpagten og trods forskellige analyser der påpegede problemer med finanspolitisk holdbarhed og manglende strukturelle reformer.<sup>6</sup>

#### 4. Finanspagten og de finanspolitiske udfordringer

Finanspagten lægger op til en præcisering af finanspolitiske mål og styring, herunder mere synlighed og automatik i finanspolitikken. Dette er i tråd med betoningen af finanspolitiske mål og institutioner (finanspolitiske rammebetingelser) i både den teoretiske litteratur og den internationale trend i finanspolitikken (se Calmfors og Wren-Lewis (2011)).

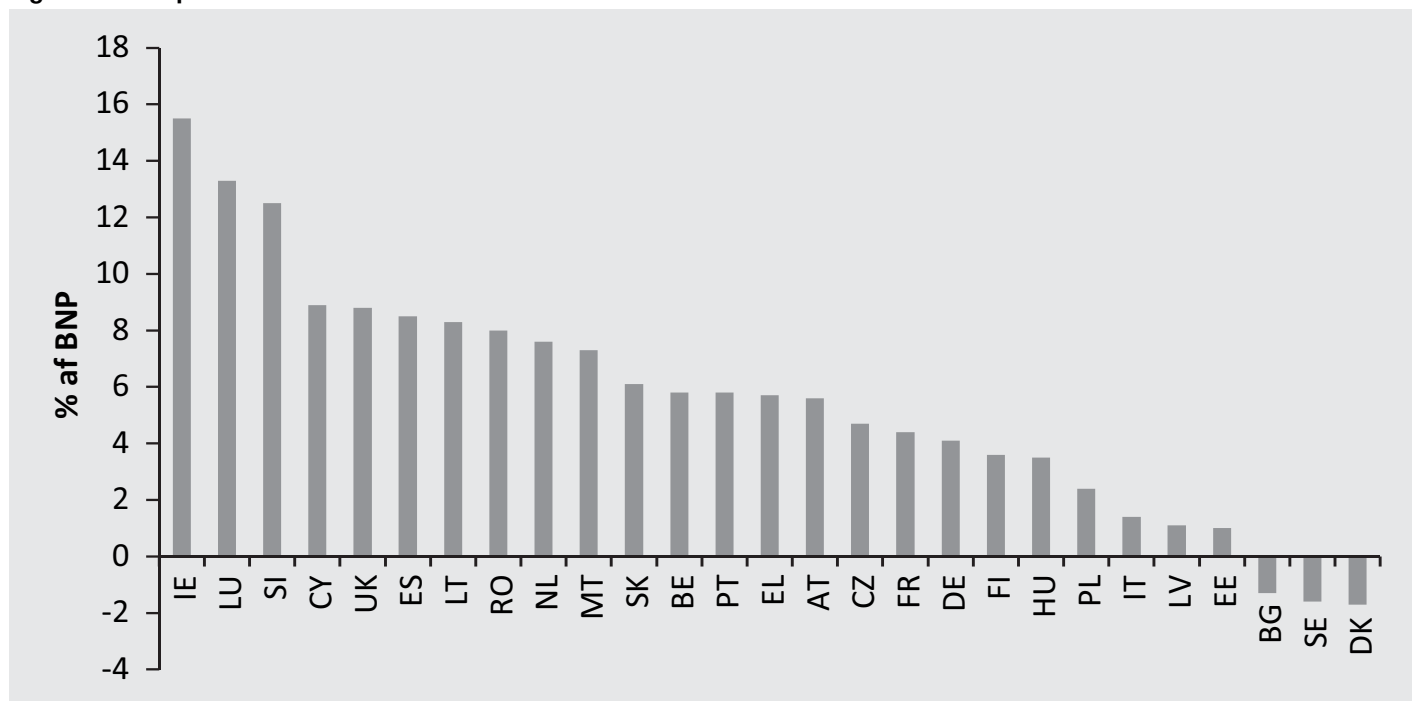
Sådanne mål og institutioner er af meget stor betydning, men de er fundamentalt afhængige af den politiske vilje og evne til at forfølge målene. Et finanspolitisk regelværk er ikke en automatisk sikring af en konsistent finanspolitik men er et middel til at sikre en sådan. Den politiske kapital er afgørende og kan ikke skabes alene ved finanspolitiske rammebetingelser. Stabilitets- og Vækstpagten er et meget klart eksempel på dette. Det

er således et spørgsmål, om udformningen af finanspolitiske rammebetingelser kan medvirke til at skabe den nødvendige politiske kapital, eller om sådanne betingelser kun er interessante og af betydning, når den politiske kapital er til stede.

En potentiel svaghed ved finanspagten er, at den er bygget op omkring den strukturelle budgetsaldo. Fastlæggelsen af den strukturelle budgetsaldo er forbundet med adskillige problemer, og metoderne varierer på tværs af lande.<sup>7</sup> Det er særdeles vanskeligt at fastlægge den strukturelle saldo, og der indgår mange skøn, der gør fastlæggelsen uigennemskuelig og svær at reproducere for tredjemand. Dette mindsker mulighederne for kontrol og fastlæggelse af politisk ansvar, og dermed troværdigheden knyttet til målvariablen. Den gængse metode til opgørelse af den strukturelle budgetsaldo er en residual metode, hvor den strukturelle saldo fremkommer ved at korrigere den faktiske budgetsaldo for konjunkturkomponenten (f.eks. beregnet ud fra et output gap og budgettets konjunkturfølsomhed) og engangsforhold. Dette betyder, at alle fejl og usikkerhed i vurderingen af konjunktursituationen, budgetfølsomheden og engangsforhold tilskrives den strukturelle budgetsaldo. Skøn over den strukturelle budgetsaldo er således født med betyde-

NOTE 6 Problemer knyttet til finanspolitisk holdbarhed grundet aldrig har været kendt og diskuteret længe. EU-kommissionen udgav i 2006 den første samlede analyse af holdbarhedsproblemet, hvoraf det meget tydeligt fremgik, at adskillige lande havde meget store holdbarhedsproblemer. Dette udløste ingen markedsreaktioner.

NOTE 7 F.eks. bruger OECD et temmelig aggregeret approach, mens ECB bruger et mere disaggregeret approach. Se f.eks. Finanspolitiske Rådet (2011) for en diskussion.

**Figur 3: Finanspolitisk holdbarhedsindikator for EU-lande**

Note: Holdbarhedsindikatoren (S2) angiver kravet til den permanente ændring i budgetsaldo i % af BNP for den offentlige sektors intertemporale budgetrestriktion.

Kilde: European Commission (2011).

lig usikkerhed og støj. Figur 2 viser variationer i OECDs skøn over den strukturelle budgetsaldo sat i forhold til henholdsvis variationen for den faktiske budgetsaldo og output gap. Det fremgår, at variabiliteten i den strukturelle budgetsaldo er på niveau med eller over variabiliteten i den faktiske saldo og i output gapet. Variabiliteten matcher således ikke opfattelsen af strukturelle variable som en lavfrekvent variabel.

Fine-tuning af den strukturelle budgetsaldo er problematisk af flere grunde. En tæt styring af den strukturelle saldo kræver løbende diskretionære finanspolitiske indgreb for at nå måltallet. Fejl og usikkerheder i vurderingen af den strukturelle budgetsituation transformeres derfor til variationer i finanspolitikken. En striks forfølgelse af en målsætning for den strukturelle saldo kan således lede til overreaktioner i den diskretionære finanspolitik (Andersen (2012b)). Dette er en paradoksalt konsekvens, da et væsentligt mål med finanspolitiske rammebetingelser er at skabe mere stabilitet og kontinuitet i den finanspolitiske styring.

Denne store usikkerhed og betydningen heraf for finanspolitikken er klart eksemplificeret i vurderinger af strukturelle budgetsaldi før finanskrisen. Temporære stigninger i skatteindtægterne blev i flere lande tolket som permanente, og dette medvirkede til en fejlvurdering af den finanspolitiske situation

(Larch og Turrini (2009)). Som en konsekvens var der for en række lande store revisioner i vurderingen af de strukturelle budgetsaldi for et givet år i lyset af finanskrisen. En politik til tæt opfølgning af strukturel balance risikerer derfor at skabe store og midlertidige udsving i den diskretionære finanspolitik.

Det kan i den sammenhæng være interessant at sammenligne med de finanspolitiske styringsrammer, der har været anvendt med stor succes i en årrække i Sverige (se Finansdepartementet (2011) for en nærmere redegørelse af systemet). Kernen i styringsrammerne er i) et nominelt udgiftsloft annonceret løbende for overlappende firårsperioder (kommende år, og efterfølgende tre år), ii) et overskudsmål i følge hvilket de offentlige finanser skal udvise et overskud på mindst 1 % af BNP over konjunkturcyklen, og iii) et balanceret budgetkrav for kommunerne. Disse styringspunkter har været anvendt siden 1997 og voksede ud af behovet for at konsolidere de offentlige finanser efter den dybe krise i starten af 1990'erne. Systemet har været fastholdt med forskellige mindre modifikationer. Særligt interessant i denne sammenhæng er styringen og monitoreringen af overskudsmålet. Måltallet er fastsat ud fra et hensyn både til konsolidering og til håndtering af de demografiske forandringer. Der benyttes tre indikatorer til at vurdere målopfyldelsen<sup>8</sup>: i) en syvårsindikator for den faktiske budgetsaldo (forudgående tre år, aktuelle år, og kommende tre år), ii) en syvårsindika-

NOTE 8 Indikatorerne har varieret over tid, se f.eks. Finanspolitiske Rådet (2011).

tor beregnet for den strukturelle budgetsaldo, samt iii) den strukturelle budgetsaldo. Der er således mere »smoothing« i det svenske system både i relation til vurdering af den aktuelle situation og i forhold til tilpasningen af politikken for at nå måltallet. Selvom mange detaljer kan diskuteres i det svenske system, så har det samlet set været velfungerende, hvilket også er afspejlet i, at Sverige har et væsentligt bedre finanspolitisk udgangspunkt end de fleste andre lande.

Lancering af regler for en fine-tuning af finanspolitikken kan for de fleste lande siges at være af sekundær betydning i forhold til de aktuelle finanspolitiske problemer. Gældskrisen er knyttet både til manglende konsolidering i årene forud for finanskrisen og manglende reformer i forhold til forestående demografiske forandringer. Disse problemer er ganske betydelige. Dette fremgår af Figur 3, der viser en opgørelse over de nødvendige permanente budgetforbedringer for at sikre finanspolitisk holdbarhed. Beregningerne tager udgangspunkt i den initiale gældssituation samt de forestående demografiske forandringer. Mange detaljer i sådanne beregninger kan diskuteres, og da de af sammenlignelighedsgrunde er lavet på grundlag af ensartede forudsætninger på tværs af lande, afviger de fra mere landespecifikke opgørelser. Størrelsesordenen i de krævede tilpasninger og rangordningen heraf på tværs af lande er imidlertid rimelig robust. Det finanspolitiske problem er således ikke alene brandslukning i forhold til aktuelle problemer og nyere og mere detaljerede rammer for finanspolitikken. I de

fleste lande er der behov for ganske omfattende og gennemgribende reformer. I bedste fald vil disse reformer kunne udfoldes over en årrække, i værste fald bliver de udskudt, og statsgældskrisen vil fortsætte.

## 5. Afsluttende kommentarer

Den aktuelle statsgældskrise skyldes overvejende manglende konsolidering og finanspolitisk styring i årene inden finanskrisen. De finanspolitiske rammebetingelser knyttet til ØMU-samarbejde har ikke fungeret efter hensigten og havde allerede inden finanskrisen mistet troværdighed. Finanspolitiske rammebetingelser er nyttige i den finanspolitiske styring, men kan ikke substituere for den politiske kapital, der er afgørende for en konsistent finanspolitisk styring.

De aktuelle finanspolitiske problemer løses således ikke umiddelbart af de nye og mere strikse finanspolitiske rammebetingelser formuleret i finanspagten. Samtidig er finanspagten bygget op omkring en fine-tuning af den strukturelle budgetsaldo, hvilket af en række grunde er problematisk. Metoden til beregning af den strukturelle budgetsaldo indeholder mange kilder til fejl og usikkerheder. Metoderne til fastlæggelse af den strukturelle budgetsaldo varierer på tværs af lande og er ofte svært gennemskuelige, hvilket mindsker transparensen og risikoen for manipulation og deraf følgende mistillid til beregningernes pålidelighed.

## HENVISNINGER

Andersen, T.M., 2012a, Statsgældskrisen, *Finans Invest*

Andersen, T.M., 2012b, Fiscal policy targeting under imperfect information, *Journal of International Money and Finance*, to appear.

Baumann, E., E. Dönnebrink, og C. Kastrop, 2008, A concept for a new budget rule for Germany, *CESifo Forum* 2/2008, 37-45.

Calmfors, L., 1998, Macroeconomic policy, wage setting and employment – What difference does the EMU make? *Oxford Economic Policy Review*, 14, 125-151.

Calmfors, L., og S. Wren-Lewis, 2011, What should fiscal councils do? *Economic Policy*, 26(68), 649-695.

European Commission, 2006, *The long-term sustainability of public finances in the European Union. A report by the Community Services*.

European Commission, 2011, Tax reforms in EU member countries, *Taxation Papers, Working Paper* 28.

Finanspolitiska Rådet, 2011, *Svensk Finanspolitik* 2011, Stockholm.

Larch, M., og A. Turrini, 2009, The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship, *Economic Papers* 374.

McKinnon, R.I., 1997, Alternative exchange-rate regimes, the EMU, and Sweden: the fiscal constraints, *Swedish Economic Policy Review*, 4, 189-234.

Finansdepartementet, 2011, *Ramverket för finanspolitiken*, Regeringens skrivelse 2010/11:79, Stockholm.

# 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 uagtet 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 suverænitæt 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 spændetrujen 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 tidshorisont. 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.

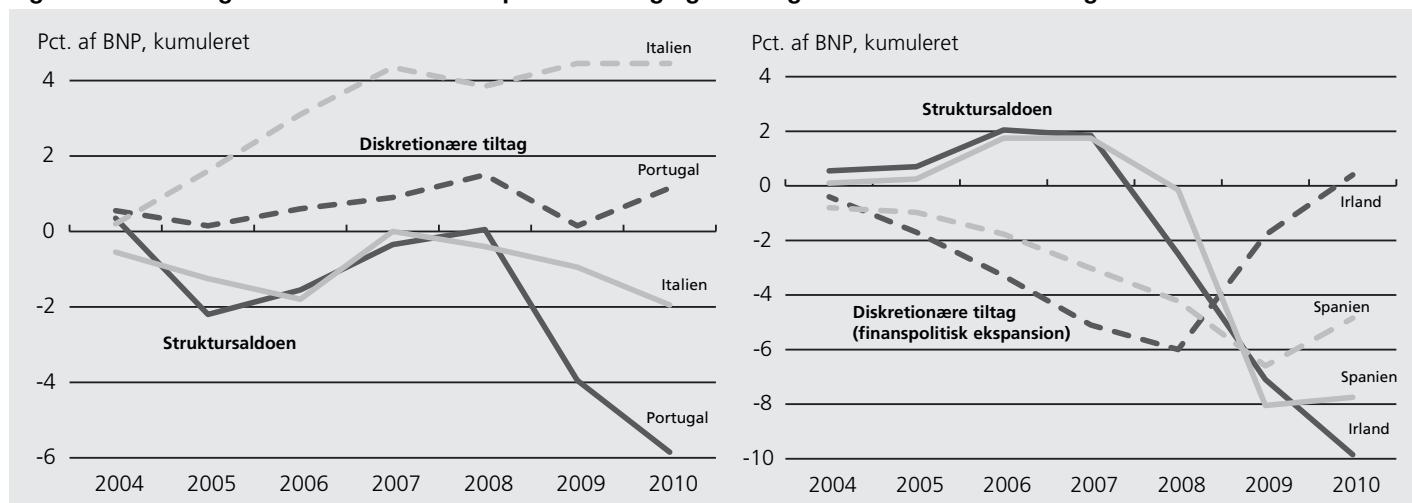
Det gør ikke opgaven lettere, at recessionen 2008–12 falder sammen med et kraftigt og abrupt (om end fuldt forudsigeligt) omsving i demografien, som for euroområdet som helhed sænker det årlige vækstpotentiale med 0,5–1 pct. fra før til efter denne periode. Lavere vækst er kommet for at blive.

## 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 eurodeltaelse. 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 stramninger, som var en væsentlig forudsætning for det succesfulde økonomiske forløb i årtiet. Stramningerne 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.<sup>1</sup> Tekstbogsseksemplet 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 stramhedsgrad

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 indførsel af det såkaldte europæiske semester, hvor politikanbefalingerne 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.<sup>2</sup>

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«.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> 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 deltagernes 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,<sup>5</sup> 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 konanter er relativt større i euroområdet og eurokonanter 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 euroområdet 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,<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup> 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 valutareserven. 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.

# Staternes fald – set fra de finansielle markeder<sup>1</sup>

Finanskrisen har udviklet sig til en statsgældskrise. I Euro-området gøres vold på grundlæggende principper. De finansielle markeder var ligeså dårlige som andre til at se krisen komme. Omfanget af fragmentering af de finansielle markeder er omdiskuteret.



**JESPER BERG**  
Underdirektør, Nykredit

I slutningen af 2002 og starten af 2003 diskuterede økonomerne i ECB den pengepolitiske strategi, som havde været udgangspunktet for de pengepolitiske beslutninger, der var truffet i ECB's første år (O. Issing et al (2003)). Det var en smertefuld diskussion, fordi den intellektuelle og institutionelle arv fra Bundesbank var i spil, herunder især ECB's to-søjle strategi, hvor pengemængden havde en prominent rolle. Bundesbanks »track record« i 1970'erne, hvor de fleste andre centralbanker tabte kontrollen med inflationen, var og er et væsentligt grundlag for tilliden til ECB og dermed prisstabiliteten i EU.

ECB's daværende cheføkonom, Otmar Issing, der tidligere var cheføkonom i Bundesbank, havde brug for luft i forbindelse med diskussionerne. Før han begyndte at læse økonomi havde han studeret de klassiske europæiske kulturer, og det var derfor naturligt for ham at tage til Sicilien, hvor han kunne give tænderne frit løb omgivet af de gamle græske templer i templernes dal ved Agrigento.

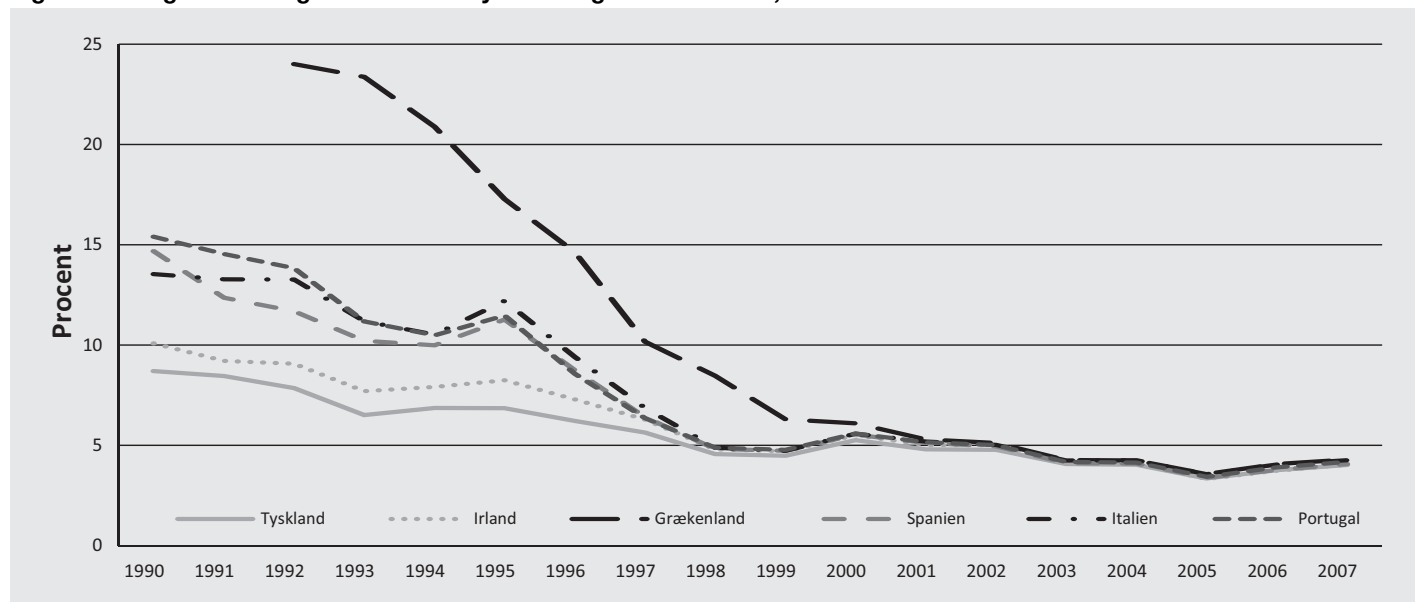
Det gjorde ham dog ikke ved bedre mod, da han konstaterede, at godt nok var der mange søjler, men de fleste var faldne. Over for hans chefgruppe bekendtgjorde han senere, at han følte, at det var et dårligt varsel for hans to-søjle strategi. I dag må konstateres, at templernes tilstand kunne være et billede på tilstanden i den Økonomiske og Monetære union. Konstruktionen vakler, og Grækenland er det svageste led.

Udover fokus på pengemængde og inflation bestod arven fra Bundesbank bl.a. af en dybfølt frygt for de problemer, som løbske statsfinanser kunne skabe for pengepolitikken. Denne frygt gav sig udslag i fingeraftryk i regelværket for den Økonomiske og Monetære Union. Kriterierne for at blive medlem af ØMU'en og Stabilitets- og Vækstpagten er to eksempler herpå. To andre eksempler er forbuddet mod monetær finansiering og EU-traktatens artikel om »no bail in« af medlemslandene, der skulle sikre, at de finansielle markeder fastholdt de enkelte lande på den finanspolitiske dyds snævre vej.

Vi har flyttet os fra en finanskrisen, hvor banker trak stater ned, til en statsgældskrise, hvor stater har trukket banker ned. Statsgældskrisen er både en følge af finanskrisen og den manglende overholdelse af de oprindelige spilleregler for statsfinanser i ØMU'en. »No bail-in« artiklen bidrog ikke i de gode år til den finanspolitiske disciplinering, og den ofres nu, hvor dens potentielle konsekvens er ØMU'ens opbrud. Forbuddet mod monetær finansiering ligger på samme alter.

Historien falder i fem dele. I den første del vises, at de finansielle markeder ikke agerede som en disciplinerende faktor i årene forud for finanskrisen. I den anden del ses på de finansielle markeders meget forskelligartede vurdering af risiciene i forskellige lande, herunder hvordan deltagelse i den monetære union, finanspolitiske ubalancer og underskud på betalingerne

NOTE 1 Lasse Pedersen og Christian Sinding Bentzen takkes for bistand med dataarbejde. Henrik Schönemann og Peder Andersen for gode kommentarer. Evt. tilbageværende fejl kan henføres til undertegnede. De udtrykte synspunkter er mine egne og ikke nødvendigvis Nykredits.

**Figur 1: Ti-årige statsobligationsrenter i Tyskland og PIIGS landene, 1990-2007**

Kilde: Bloomberg.

med udlandet udgør en farlig cocktail. I den tredje del belyses, hvordan andre finansielle variable har udviklet sig under krisen, herunder stabiliteten i inflationsforventningerne, men også signalerne om dysfunktionalitet fra andre variable. I den fjerde del analyseres omfanget af finansiell fragmentering. I den femte del beskrives ECB's tiltag.

### Vagthunden, der ikke gæde

Ifølge EU-traktaten's artikel 125 hæfter hverken unionen eller medlemsstaterne for hinanden:

#### »Artikel 125

*1. Unionen hæfter ikke for og må heller ikke påtage sig forpligtelser indgået af centralregeringer, regionale, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre organer inden for den offentlige sektor eller offentlige foretagender i en medlemsstat.... En medlemsstat hæfter ikke for og påtager sig ikke forpligtelser indgået af centralregeringer, regionale, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre organer inden for den offentlige sektor eller offentlige foretagender i en anden medlemsstat....«*

I ECB var artiklen kendt som »no bail-in« artiklen. Den skulle give de finansielle markeder en tilskyndelse til at vurdere holdbarheden af medlemsstaternes offentlige finanser og dermed gøre de finansielle markeder til en ekstra vagthund i relation til de offentlige finanser.

I ECB ville man gerne vise, at de finansielle markeder reagerede på ubalancer i de offentlige finanser, jf. bl.a. K. Bernoth et al (2004). Man erkendte dog, at der i de finansielle markeder nok var en forventning til, at et land med fiskale problemer blev reddet med mindre, at det havde opført sig ekstremt udisciplineret.

I det store billede må man konstatere, at udviklingen frem mod ØMU'ens begyndelse og i ØMU'ens første år var præget af en ekstrem konvergens af renterne, jf. Figur 1.

Vagthunden gæde ikke. I retrospekt burde ECB's og andres analyser have påpeget, at renteforskellene var alt for små givet forskellene i de offentlige finanser. Det er imidlertid et hypotetisk problem, at der gives point for relationer med et godt »fit«, indtil nogen tid efter, at det er evident for alle, at der var tale om en boble.

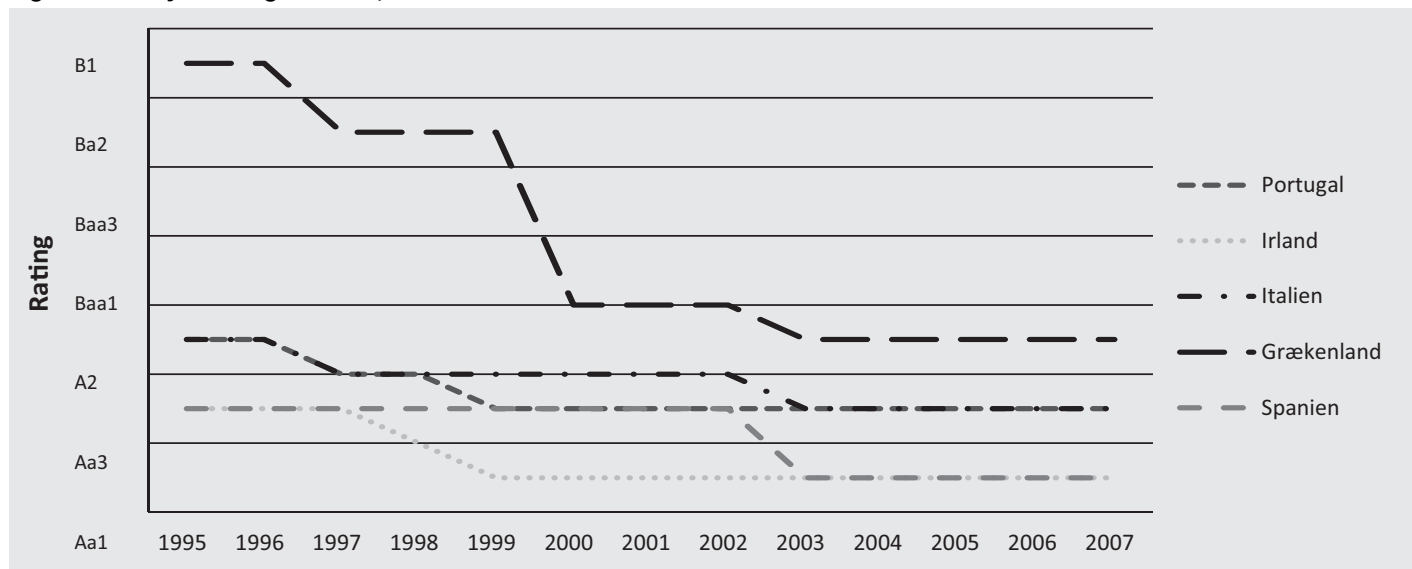
Ratingbureauerne, her illustreret med Moody's rating, så heller ikke problemernes komme, jf. Figur 2.

Moody's rating af bankerne var dog en outlier, om end en illustrativ sådan. Kort før finanskrisen offentliggjorde Moody's, at bankers rating i højere grad skulle fastsættes ud fra ratingen af deres hjemland, i særdeleshed hvis der var en formodning om, at hjemlandet ville bakke op om den konkrete bank, jf. F. Packer and N. Tarashev (2011). Der var islandske banker, der af den vej opnåede en AAA rating. Deres efterfølgende kollaps illustrerede metodens svaghed.

Moody's havde fat i det rigtige; der var en sammenhæng mellem bankernes og landenes kreditværdighed. Moody's så det imidlertid som en sammenhæng, hvor landene trak bankerne op, hvor eftertiden viste, at bankerne trak landene ned, hvorefter landene trak bankerne ned.

### Vagthundens panik

Island, Letland og de øvrige Baltiske lande samt en række Østeuropæiske lande var de første, der oplevede, hvordan finanskrisen skabte tvivl om deres betalingsevne. Transmissionsmekanismen var forskellig. Island faldt på en banksektor, der var blevet

**Figur 2: Moody's Rating af PIIGS, 1995-2007**

Kilde: Moodys.

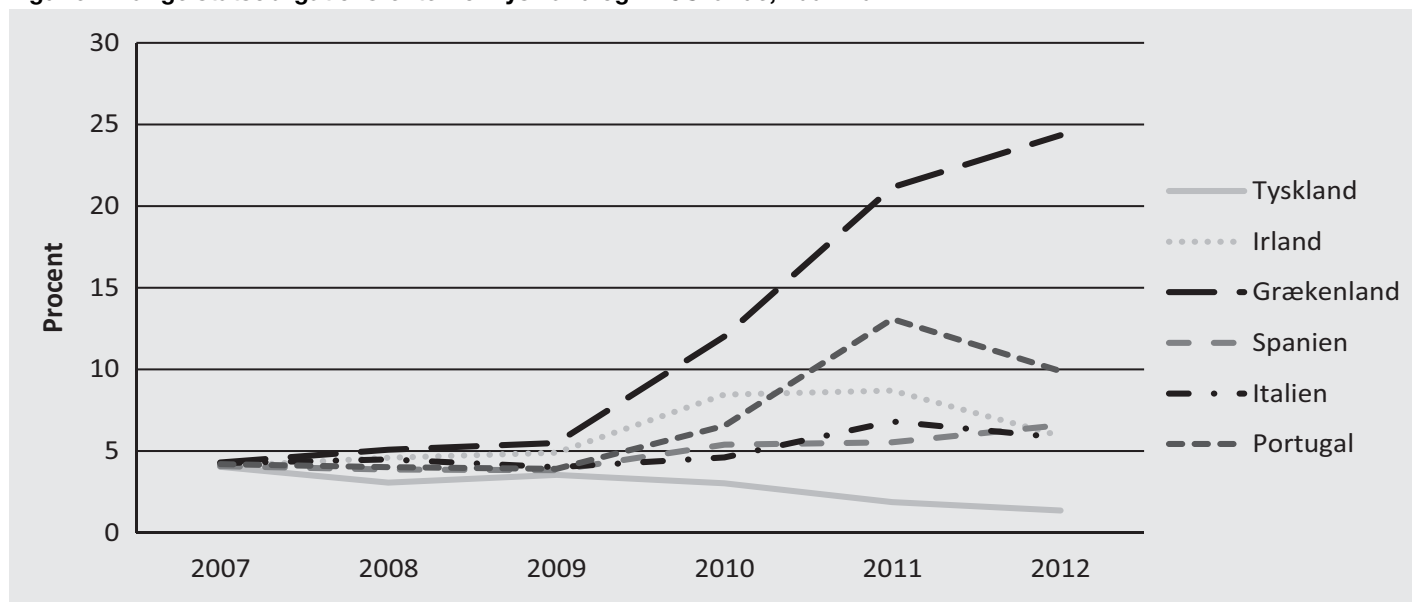
for stor i forhold til landets økonomi. De Baltiske lande havde oplevet et konvergensboom, der var afhængig af udenlandsk finansiering, som forsvandt. De Østeuropæiske lande havde et bankssystem, der var domineret af udenlandske banker. De havde formentlig ikke drømt om, at det kunne vise sig at blive et svagt punkt. Som konsekvens af finanskrisen trak de udenlandske banker likviditet ud af værtslandet og tilbage til deres hjemland med det resultat, at de Østeuropæiske kunder blev klemte.

På den amerikanske økonomiforenings årsmøde i januar 2009 præsenterede Kenneth Rogoff nogle af de resultater, der indgik i hans og Carmen Reinhart's bog »This time is different«

(2009). Et af resultaterne var, at en finanskrisen typisk efterfølges af en statsgældskrise. I gennemsnit stiger statsgælden med 86 pct. efter en finanskrisen.

Forfatteren af denne artikel var til stede under præsentationen, noterede sig resultatet, skrev det sågar ind i referatet af mødet, men glemte det, da jeg skrev min del af historien om finanskrisen, jf. J. Berg og M. Bech (2009).

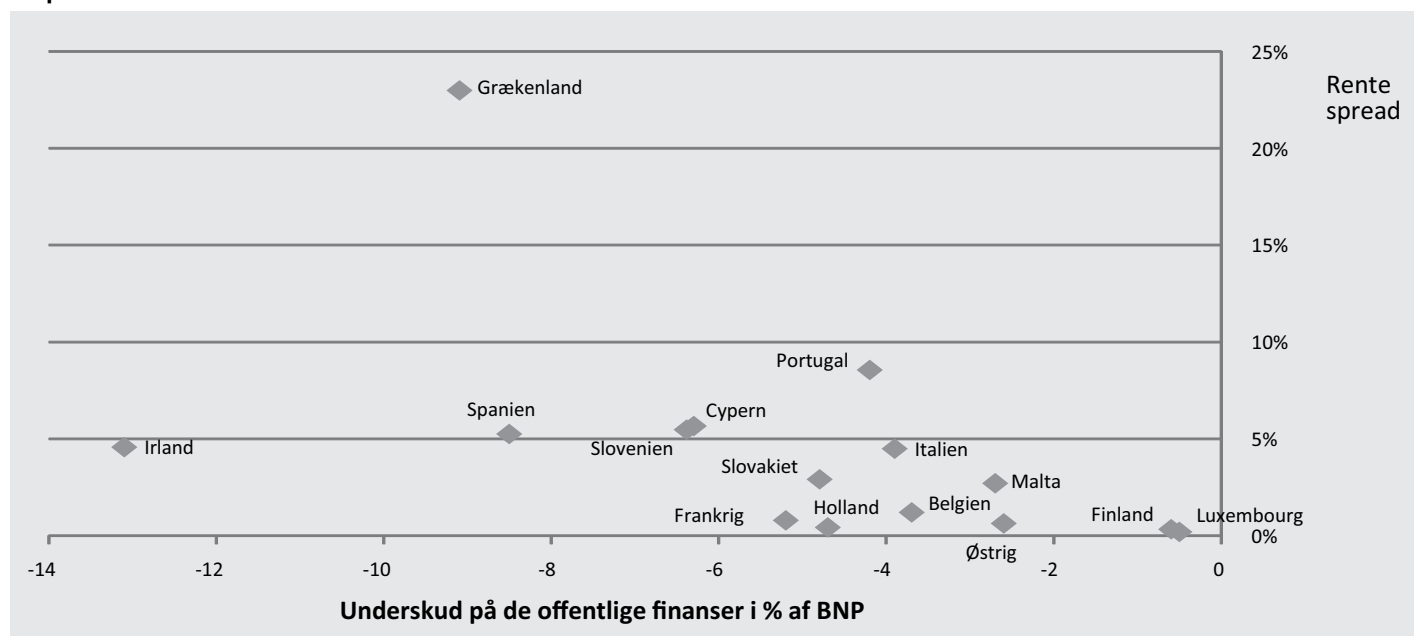
I vores bog forudså vi to ting, der har præget den økonomiske udvikling siden hen. Vi så risikoen for et japansk lavvækstscenarie som betydeligt større end de finansielle markeders for-

**Figur 3: Ti-årige statsobligationsrenter for Tyskland og PIIGS lande, 2007-2012**

Kilde: Bloomberg.



**Figur 4: Underskud på de offentlige finanser i pct. af BNP og rentespread på ti-årige statsobligationer til Tyskland, 2011, respektive ult. 2011**



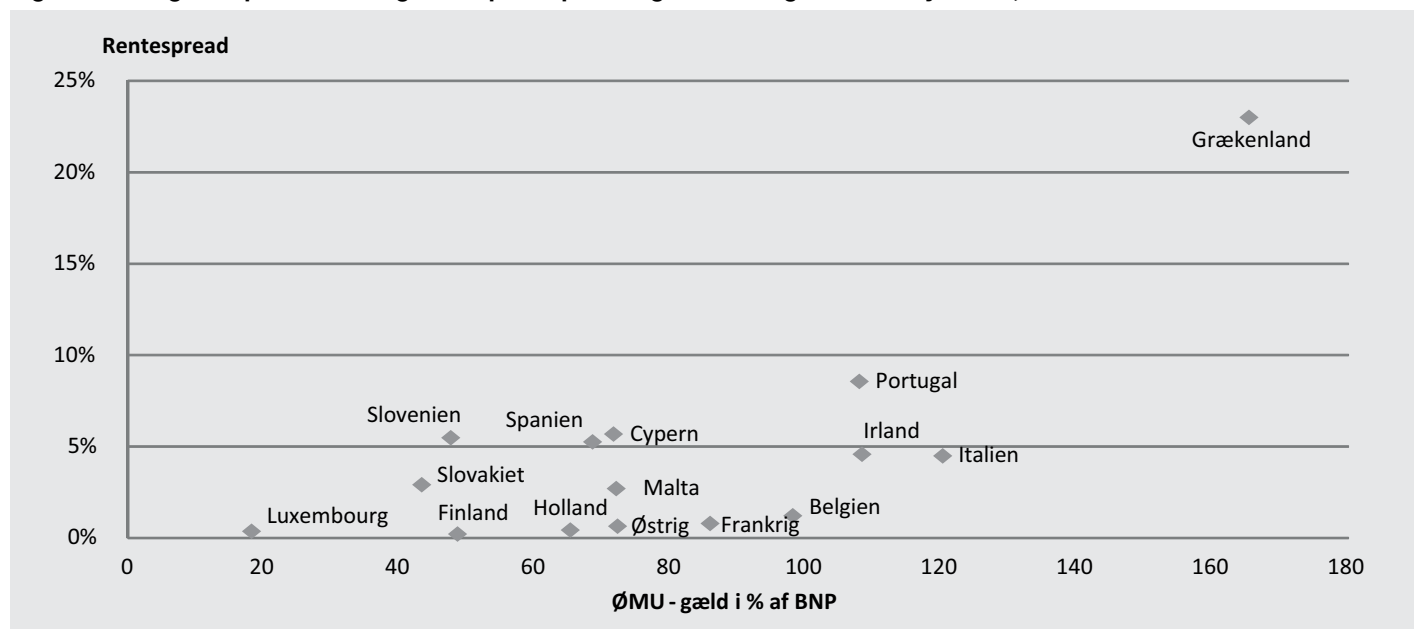
Kilde: ECB og Bloomberg.

ventninger til økonomisk vækst og inflation. Faldet i den lange rente i de ikke-kriseramte lande peger på, at de finansielle markeder nu ser en øget sandsynlighed for et japansk scenarie. Vi udtrykte også en frygt for, at reguleringen af den finansielle sektor ville blive strammet op på et tidspunkt, hvor økonomien stadig var i knæ, og dermed forstærke krisen. Denne forudsigelse har også vist sig rigtig, jf. de seneste udkast til EU direktiver og forordninger. Det er paradoksalt, at der på den

ene side er et stort ønske om at implementere en kontracyklisk regulering, og at man på den anden side vælger at gennemføre den største regulatoriske opstramning nogensinde, mens økonomien ligger ned.

Vi berørte imidlertid kun tangentielt risikoen for en statsgældskrise. I forbindelse med beskrivelsen af den irske stats garanti for sine banker i slutningen af september 2008 konstaterede vi,

**Figur 5: ØMU gæld i pct. af BNP og rentespread på ti-årige statsobligationer til Tyskland, ult. 2011**



Kilde: ECB og Bloomberg.

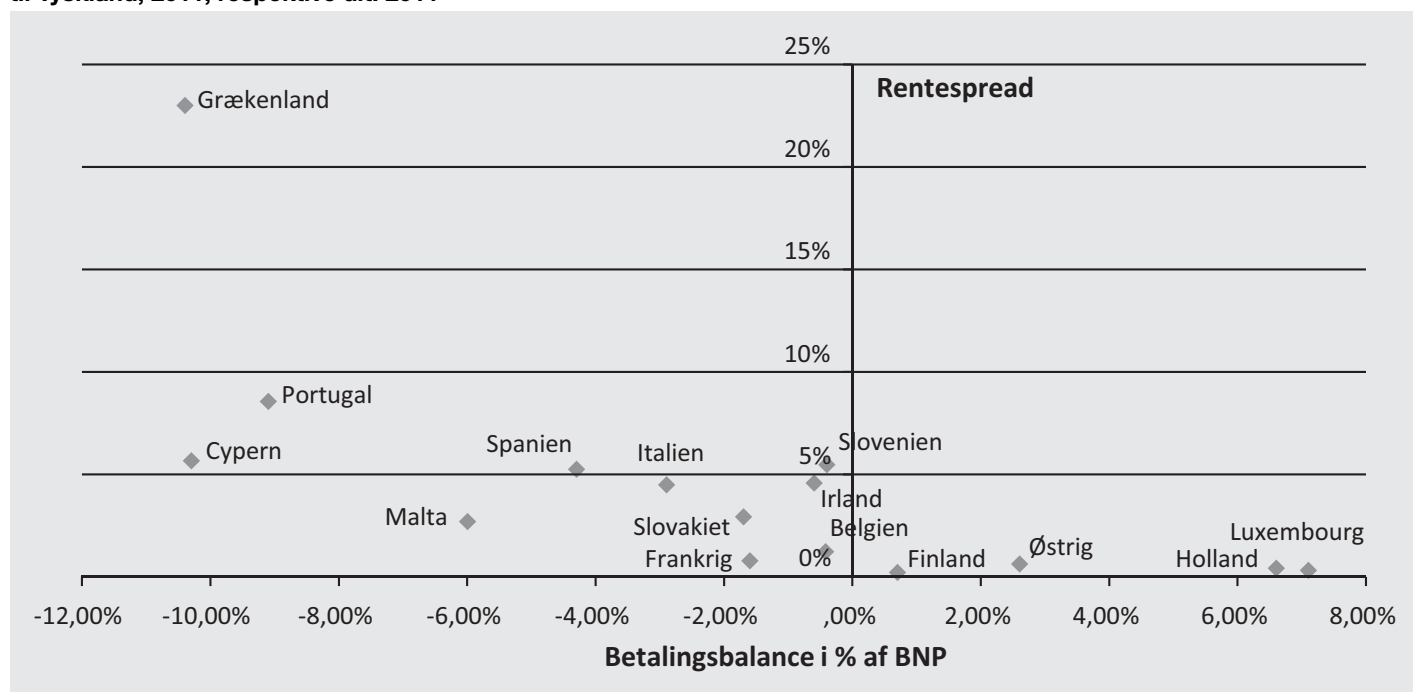
at blikket vendte sig »fra de irske banker til den irske stat« og »at prisen på at forsikre sig mod en konkurs af den irske stat skød i vejret«. Vi viste også, at kreditspændene på europæiske lande kørte i vejret. Det emne havde fortjent en dybere analyse.

De finansielle markeder reagerede for alvor på udviklingen i statsfinanserne i 2010, jf. Figur 3. Grækenland var det mest ekstreme eksempel.

Udviklingen viste en uheldig dynamik. Lande med stor statsgæld oplevede, at en stigning i renterne på deres statsgæld forringede den finanspolitiske holdbarhed, hvad der trak renterne yderligere op. Der er paralleller til teorien om bankernes iboende ustabilitet.

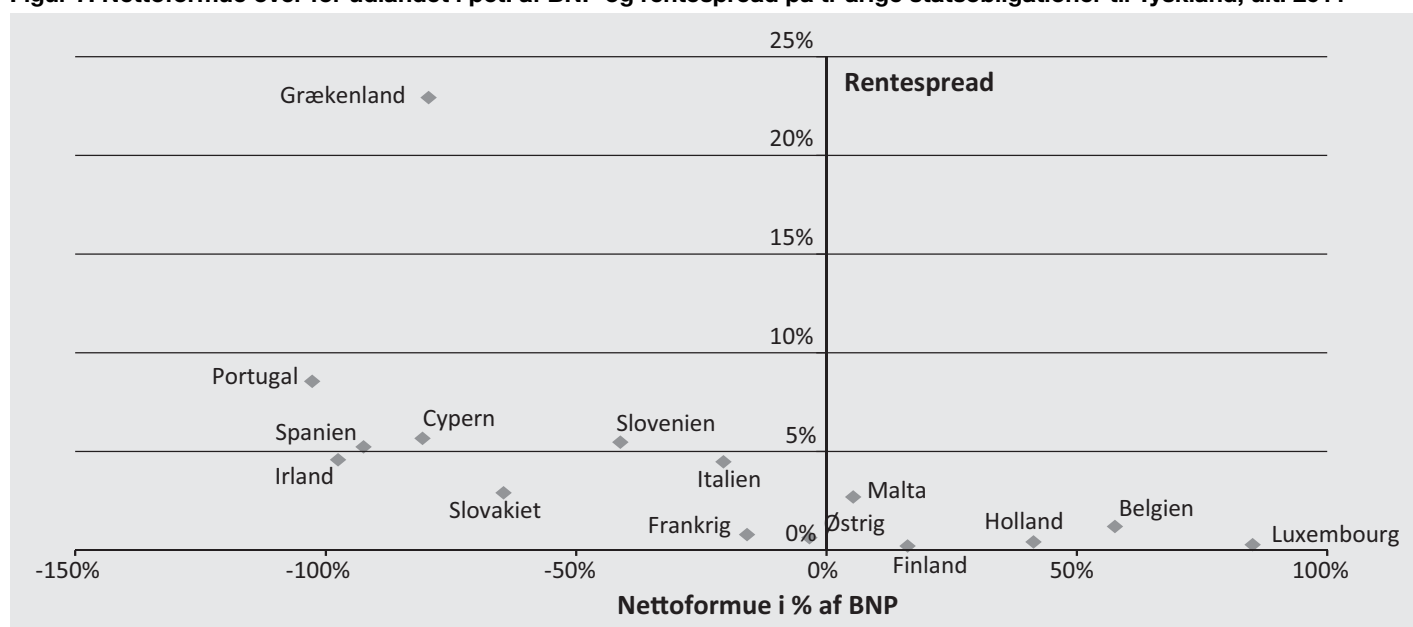
Der er en tydelig sammenhæng mellem rentespread til Tyskland og den finanspolitiske holdbarhed, jf. Figur 4 og 5.

**Figur 6: Betalingsbalancens løbende poster i pct. af BNP (3-årige gennemsnit) og rentespread på ti årige statsobligationer til Tyskland, 2011, respektive ult. 2011**



Kilde: Eurostat og Bloomberg.

**Figur 7: Nettoformue over for udlandet i pct. af BNP og rentespread på ti-årige statsobligationer til Tyskland, ult. 2011**



Kilde: Eurostat og Bloomberg.

En tilsvarende sammenhæng findes mellem rentespread og underskud på betalingsbalancens løbende poster respektive et lands nettoformue/gæld over for udlandet, jf. Figur 6 og 7. Om noget er sammenhængen til rentespread endda mere tydelig for balancen over for udlandet end for balancen på de offentlige finanser.

Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster svarer til summen af det offentlige opsparingsunderskud og den private sektors ditto. I retrospekt er det klart, at reglerne for ØMU samarbejdet burde have inkluderet ikke alene en hensyntagen til de offentlige finanser, men også udviklingen i den private sektors finansielle stilling. Store private opsparingsunderskud kan ikke fortsætte i uendelighed, men skal over tiden reverse-res. Dette indebærer typisk et fald i den indenlandske efterspørgsel med afledte tilpasningsbehov på arbejdsmarkedet og for priserne på indenlandske aktiver. Stivheder på arbejdsmarkedet skaber så arbejdsløshed, mens prisfald på bl.a. ejendomme giver problemer i den finansielle sektor. O. Blanchard (2007) har med udgangspunkt i Portugal beskrevet, hvordan en konvergenscyklus kan udvikle sig; modellen har sidenhen vist sig at være en sørgelig præcis beskrivelse af udviklingen i en række andre lande, og svarer også meget godt til, hvad de nordiske lande oplevede i slutningen af 1980'erne og starten af 1990'erne.

Det er interessant, at lande uden for ØMU samarbejdet ikke har været udsat for den samme reaktion fra de finansielle markeder på deres finansielle ubalancer, jf. USA's og UK's underskud på både de offentlige finanser og betalingsbalancen. Man kunne hævde, at finansielle ubalancer, hvad enten de er inden for eller uden for en monetær union, indebærer den samme risiko for, at kreditor får et tab. Inden for den monetære union

vil tabet opstå ved en gældsrestrukturering, jf. Grækenland. Uden for den monetære union kan tabet også komme ved en depreciering af valutaen, eventuelt som konsekvens af en inflationsbeskatning af gælden, eller et fald i kursværdien af gælden som følge af en rentestigning.

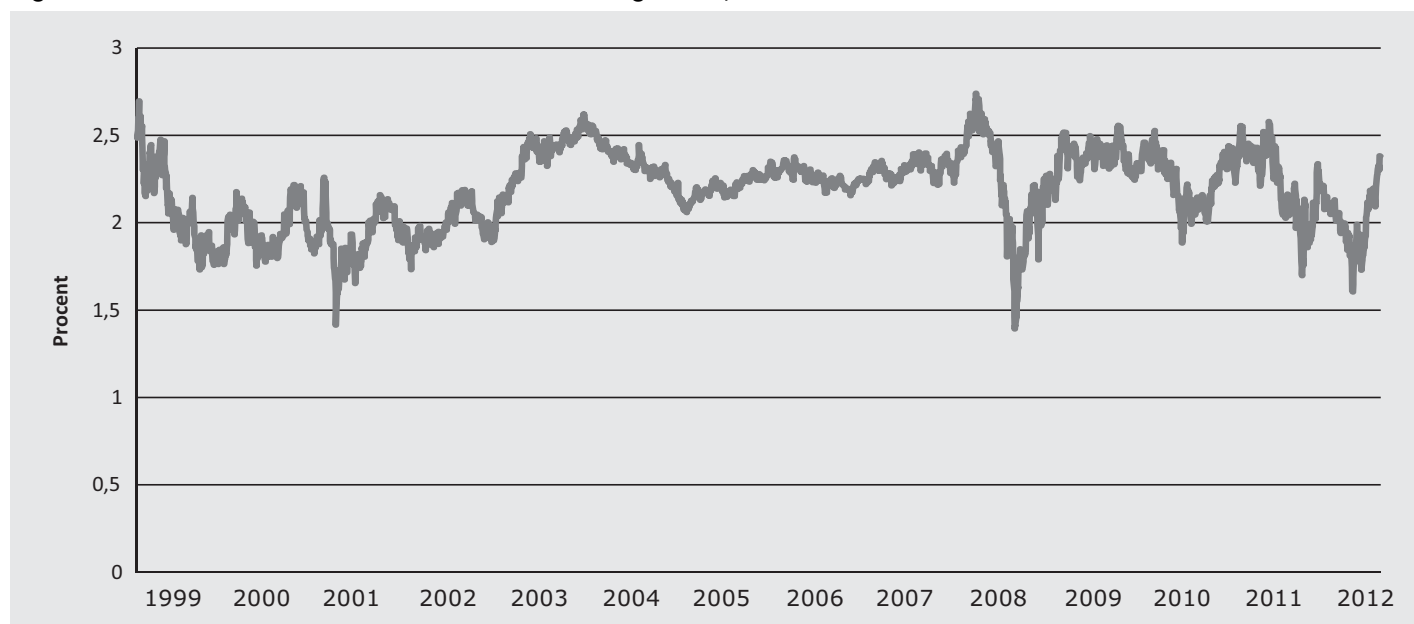
Forskelsbehandlingen kan imidlertid retfærdiggøres ved betragtning af risikoen for, at et ØMU-land bliver hængende i en økonomisk udvikling med høj arbejdsløshed på grund af bindingerne på den økonomiske politik, og dermed også vil have en mindre kapacitet til at betale tilbage på dets gæld. B. Bernanke (2004) beskriver, hvordan lande, der forlod guldfo-den først under Den Store Depression, også hurtigst fik stabiliseret deres økonomi. Ultimativt skal gæld betales tilbage med produktion, og lande, der producerer under deres kapacitet, har mindre at betale tilbage af end lande, der producerer op til deres kapacitet.

### Udviklingen i andre finansielle variable

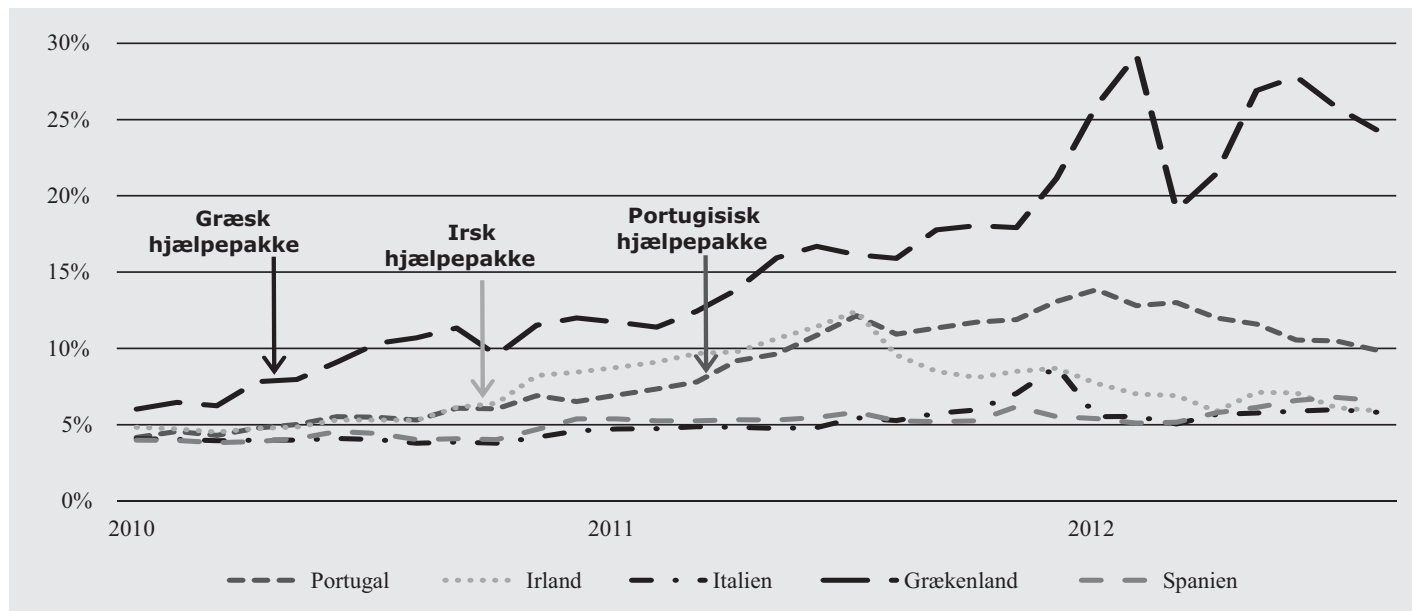
Finansielle variable indeholder real tids information om markedernes opfattelse af den økonomiske udvikling modsat de fleste andre data, der kommer med en betydelig forsinkelse. I min egen afdeling i ECB var vi ansvarlige for at regne baglæns fra de finansielle variable til markedernes forventninger, jf. ECB (2004). Det gav os bl.a. en indsigt i de finansielle markeders forventninger til inflation, vækst samt volatiliteten på de finansielle markeder og i realøkonomien.

ECB's overordnede mål er at sikre prisstabilitet. ECB har defineret prisstabilitet, som en inflation på under, men tæt på, 2 pct. på mellemlangt sigt. En af de vigtigste indikatorer, og en af Trichets (tidligere præsident for ECB) yndlingsindikatorer, der indgår i overvågningen af dette mål, er den såkaldte break-

Figur 8: Break-Even Inflation Rate fra franske statsobligationer, 1999-2012



Kilde: Bloomberg.

**Figur 9: Ti-årige statsobligationsrenter for PIIGS, 2010-2012**

Kilde: Bloomberg.

even inflation. Break-even inflationen er den prisstigning, der vil sikre det samme afkast ved investering i en indeksobligation som ved investering i en tilsvarende obligation, der er påtrykt en nominel rente.

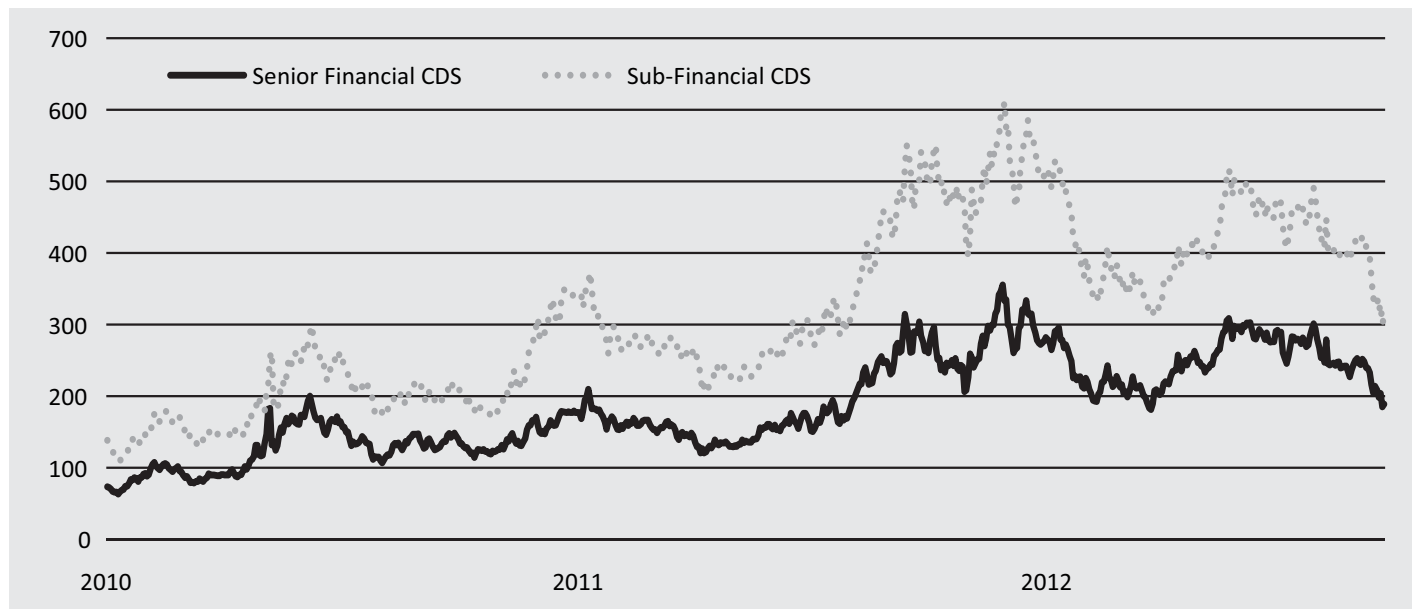
Break-even inflationen har siden ECB's start ligget forholdsvis stabilt og i omegnen af de 2 pct., jf. Figur 8.

For så vidt angår sit hovedformål har ECB således sejret, og nogle vil hævde, at man ikke kan forlange mere. Inflationsforventningerne er lave og stabile.

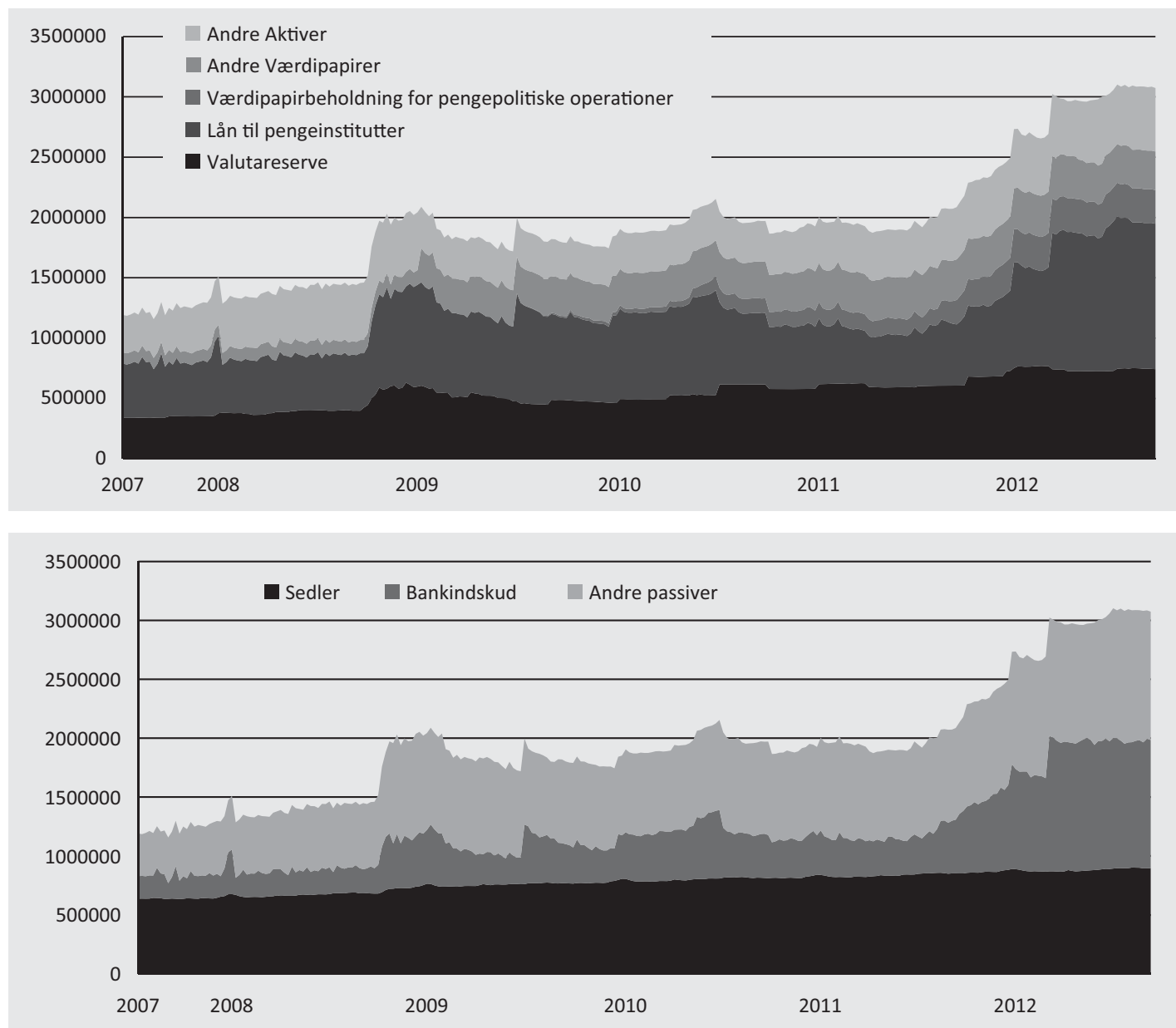
Mantraet i ECB er, at prisstabilitet er det bedste – og eneste – som ECB bør gøre for at sikre økonomisk vækst. Økonomiens vækstrate eller kapacitetsudnyttelse har som input i fastlæggelsen af den pengepolitiske rente kun en berettigelse, fordi den påvirker inflationen.

Inflationsforventningernes stabilitet til trods er alt dog ikke godt i euroland.

I ECB har Draghi givet udtryk for, at stigningen i de korte statsrenter i periferilandene er en indikation på, at markedet

**Figur 10: Kreditrisikopræmien (målt ved 5-årige CDS spreads) på finansielle virksomheder i EU, 2007-2012**

Kilde: Bloomberg.

**Figur 11a og b: Udvikling i ECBs aktiver og passiver, mia. EUR, 2007-2012**

Kilde: ECB

ikke mere så ØMU'en som irreversibel. I markedet har en ti-årig statsobligationsrente på over 7 procent været set som grænsen for, hvornår et land burde gå til IMF/ECB/EU for et hjælpeprogram, jf. Figur 9.

Spanien og Italien har dog begge været oppe over de 7 procent uden at have fået et program.

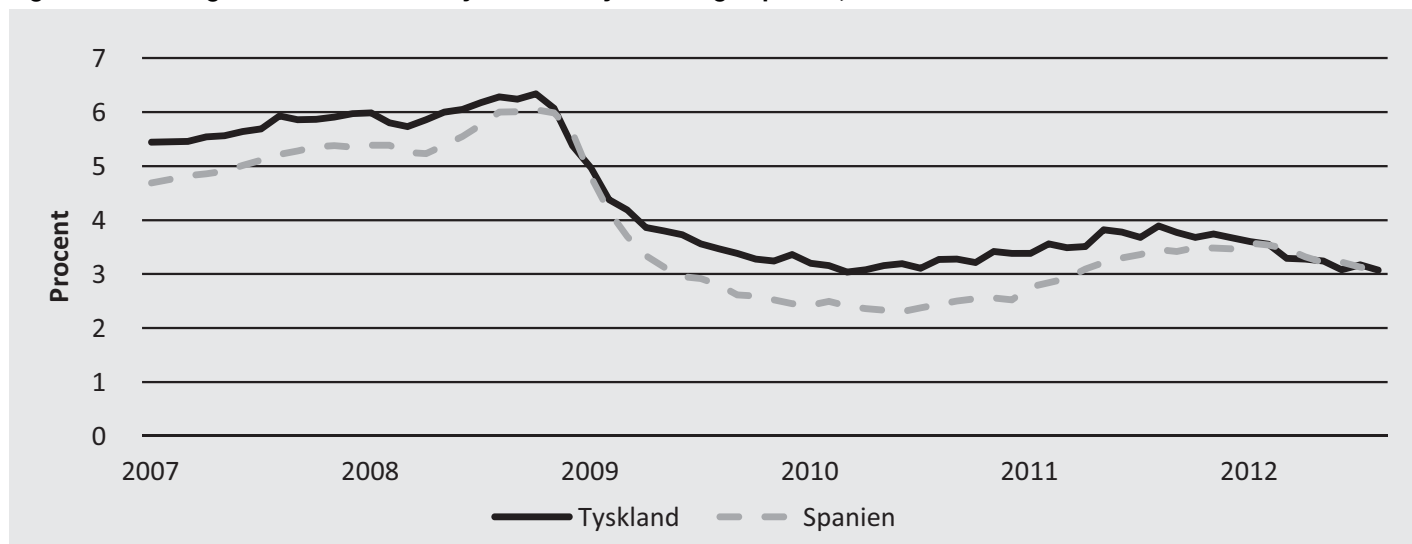
Prisen for at forsikre sig mod kreditrisiko på finansielle virksomheder i EU har også været stigende gennem perioden, om end meget volatil, jf. Figur 10.

Sammenfattende peger en række finansielle variable på en dysfunktionalitet i de finansielle markeder i Euro-området.

### Fragmentering

Draghi har fremført, bl.a. på ECB's pressekonference i august, 2012, at der er ved at ske en finansiell fragmentering på tværs af Euro området, så der ikke mere er en fælles pengepolitik. Draghi skelner mellem risikopræmier, der kan henføres til kreditforskelle (og likviditet), og risikopræmier, der kan henføres til en frygt for, at ØMU'en ikke er reversibel. Førstnævnte ligger uden for centralbankens mandat, mens sidstnævnte er uacceptabel for en centralbank. At afgøre, hvad der er hvad, er dog lidt som at skille koldt og varmt vand.

ECB offentliggjorde i forbindelse med august pressemødet et dokument (ECB (August, 2012)), hvori man fremlagde indikatorer, der understøttede synspunktet om finansiell fragmente-

**Figur 12: Udviklingen i rentesatsen for nye huslån i Tyskland og i Spanien, 2007-2012**

Kilde: ECB.

ring. ECB viste, hvordan interbank markedet er brækket over. Ingen banker vil låne til bankerne i PIIGS landene. I takt med, at bankerne i PIIGS landene mister funding og pengene flyder mod de stærkere lande, må bankerne i PIIGS landene i stedet finansiere sig i ECB. Som konsekvens vokser ECB's balance, jf. Figur 11a og b.

Bankerne i de stærke lande placerer deres overskudslikviditet i ECB, mens bankerne i PIIGS landene trækker på ECB. Den likviditetsudveksling, der normalt ville have fundet sted mellem bankerne, sker i stedet over ECB's balance.

Mens denne del er ukontroversiel, men ikke uproblematisk, så er det mere uklart, hvad konsekvenserne er for finansieringsforholdene i eurolandene. ECB viser, at renten på lån til små og mellemstore virksomheder har udviklet sig forskelligt i Tyskland og i Spanien. Renteforskellen er p.t. omkring 1,5 pct. point. For store virksomheder vises dog også, at renteforskellen begrænser sig til ca. 0,5 pct. point.

ECB's rentestatistik omfatter 28 forskellige rentesatser, herunder både gennemsnitlige satser på de eksisterende beholdninger og satser på nye lån, og mønstret er noget forskelligt på tværs af rentesatserne. Fx er det ifølge rentestatistikken lidt billigere, at låne til et hus i Spanien end i Tyskland, jf. Figur 12.

I slutningen af juli var tre ud af femten rentesatser på nye udlån lavere i Spanien end i Tyskland, og tre ud af fem satser på beholdningen af eksisterende udlån lavere i Spanien end i Tyskland.

Fire års arbejde i ECB med at analysere rentestatistikken har lært mig, at selv med 28 forskellige satser, så er der tale om meget forskellige kontrakter på tværs af landene inden for de samme kategorier. Tallene skal derfor fortolkes med varsomhed.

Rentesatserne rejser to spørgsmål: Hvorfor er forskellen ikke større, og betyder det, at fragmenteringen primært er et problem i interbank markedet og ikke for husholdninger og virksomheder i Euro området?

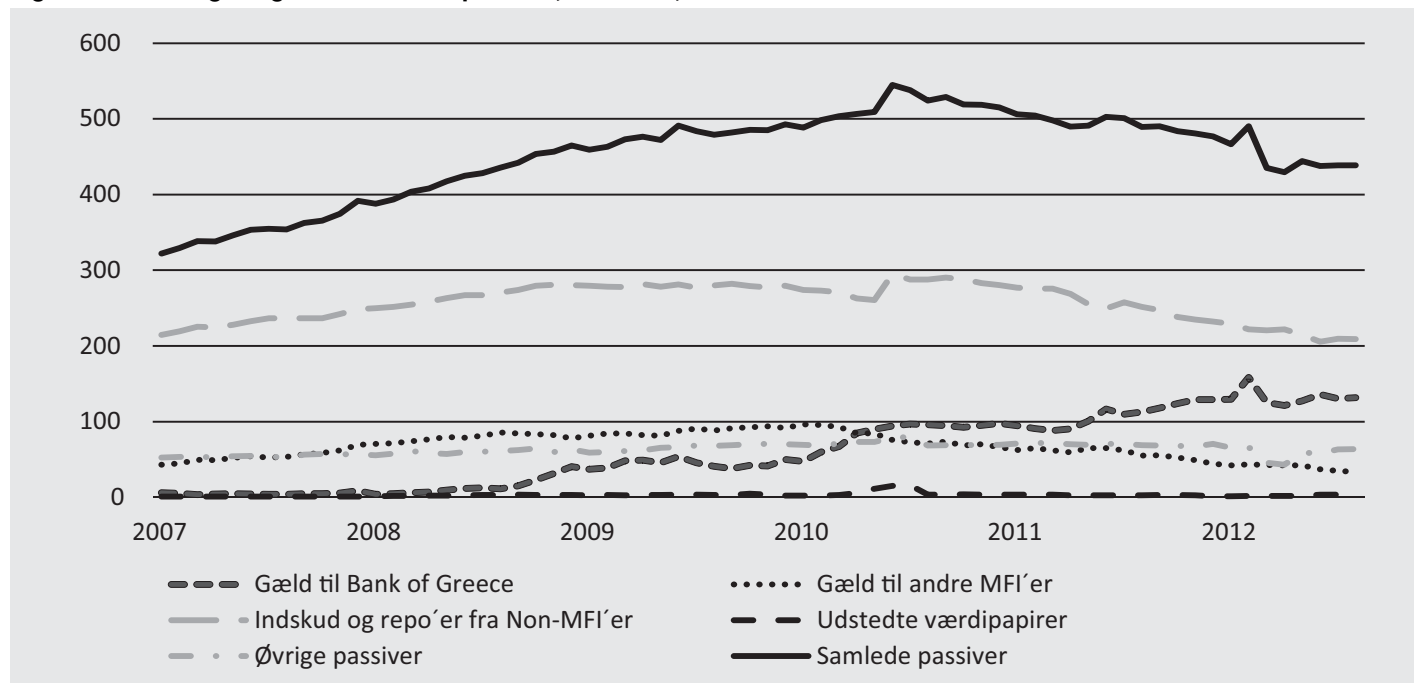
Det første spørgsmål er det nemmeste at svare på. En del af svaret er, at en stor del af bankernes funding er detailfunding, der givet forholdene har vist sig at være en forbløffende stabil og nem at tilfredsstille fundingkilde. En anden del af svaret er, at bankerne har kunnet finansiere sig i ECB til en meget lav rente, og derfor kun i begrænset omfang har mærket de højere fundingomkostninger på markederne.

Fundingsituationen kan illustreres ved at kigge på udviklingen i de græske bankers passiver, jf. Figur 13.

Tre forhold skal fremhæves. For det første så har græske banker tabt 30 pct. af deres indskud, men har stadig 200 mia. Euro tilbage på trods af frykten for redenominering, og at de blev insolvente i forbindelse med nedskrivningen af de græske statsobligationer. For det andet så har de græske banker set et fald i anden privat funding. For det tredje er en del af faldet i finansieringen opvejet af centralbank funding.

Det andet spørgsmål er vanskeligere at svare på. Det er vanskeligere at svare på, fordi renten på fx et banklån ikke er den eneste parameter i forbindelse med et banklån. Det er også vanskeligere at svare på, fordi der er andre finansieringsmuligheder end banklån, der også må indgå i vurderingen af finansieringsforholdene i et land.

ECB's rentestatistik er opdelt efter modpart (fx husholdning eller virksomhed), løbetid/rentefastsættelsesperiode, formål og størrelse på lån. Der kan være store forskelle på andre parametre, som ikke fremgår af opdelingen i rentestatistikken, herunder krav til sikkerheder og kreditkvalitet.

**Figur 13: Udviklingen i græske bankers passiver, mia. EUR, 2007-2012**

Kilde: Bank of Greece.

ECB's Bank Lending Survey, hvis udvikling jeg havde ansvaret for, jf. Berg et al (2004), giver information om, hvordan kreditstandarden har udviklet sig, inklusive på tværs af landene. Finanskrisen har klart ledt til en stramning af kreditstandarden, dels pga. forringelsen af kreditkvaliteten, dels pga. begrænsninger på bankernes udlånskapacitet, jf. G. de Bondt et al (2010).

Opstramningen af kreditstandarden har udviklet sig forskelligt på tværs af landene. De seneste kvartaler har der for Euro området som helhed været en opstramning, men ikke for Tyskland. Opstramningen har til dels været drevet af bankernes kapital, likviditet og finansieringssituation mere generelt.

Hvis kreditstandarden er strammet relativt mere i et land, fordi kreditrisikoen er steget relativt mere, så er det ikke et problem for den fælles pengepolitik. Det er det, hvis standarderne er strammet, fordi der er begrænsninger på bankernes udlånskapacitet.

Oven i kommer så spørgsmålet om andre finansieringsmuligheder end banklån, herunder mulighederne for at udstede virksomhedsobligationer og aktier. Det vil føre for vidt her at komme ind på, hvordan disse forhold har udviklet sig, og en vurdering heraf er i øvrigt også forbundet med de samme vanskeligheder som en vurdering af bankrenterne.

Den foreløbige konklusion er, at mens det er åbenlyst, at pengemarkedet er fragmenteret, så er omfanget af fragmentering i finansieringsforholdene for husholdninger og virksomheder mindre klart. Rentestatistikken tegner ikke noget entydigt bil-

lede, mens fx Bank Lending Survey peger mere i retning af en fragmentering. ECB's indtræden som finansieringskilde for de klemte banker i PIIGS landene må imidlertid have været en væsentlig faktor i at holde fragmenteringen i ave.

### Institutionens Fald

Draghi's første forsøg, i december 2011, på at stabilisere situationen bestod af en massiv dosis traditionelle centralbank instrumenter, om end strakt længere end tidligere set. Gennem to Long Term Refinancing Operations (LTRO) blev banksystemet tilført over EUR 1000 mia. i tre års penge. Både beløb og løbetid var ekstraordinært, men instrumentet lå inden for rammerne for, hvad en centralbank kan og bør gøre. LTRO gav anledning til en stabilisering, der desværre viste sig midlertidig.

Opskriften på stabilisering synes i skrivende stund at bestå af en fem retters menu, jf. ECB's september pressekonference og ECB (September, 2012). Første ret er tilpasning af den økonomiske politik i de hårdest udsatte lande. Den anden ret er finansiering fra ESFS/ESM og IMF under forudsætning af passende konditionalitet. Den tredje ret, som forudsætter, at man kan spise de første to retter, er, at ECB måske vil gå ind og købe op i det sekundære marked for korte statsobligationer. Dette forudsætter også, at det fra alle de deltagende lande er besluttet at ESM kan købe op i det primære marked for statsobligationer. Endelig er der en fjerde og femte ret bestående af en bankunion og en yderligere bevægelse mod en økonomisk og fiskal union.

**Tabel 1: ECBs programmer for opkøb af stats- og realkreditobligationer**

| Program                              | Indhold                                                     | Startdato      | Udestående, primo oktober, 2012 | Status               |
|--------------------------------------|-------------------------------------------------------------|----------------|---------------------------------|----------------------|
| Covered Bond Purchase Program 1 og 2 | Opkøbe realkreditobligationer i primære og sekundære marked | Juli 2009      | EUR 71 mia.                     | Lukket oktober, 2012 |
| Securities Market Program            | Opkøbe statsobligationer i det sekundære marked             | Maj 2010       | EUR 204 mia.                    | Lukket               |
| Open Market Transaction              | Opkøbe korte statsobligationer i det sekundære marked       | September 2012 | 0                               | Ej begyndt           |

Kilde: ECB.

Her skal fokuseres på ECB's opkøb af obligationer.

Det første skridt i den retning blev taget i juli 2009, hvor ECB besluttede at opkøbe realkreditobligationer. Efterfølgende, i maj 2010, indførte ECB Securities Market Program (SMP) mhp. at stabilisere statsobligationsmarkedet. Tabel 1 sammenligner de forskellige opkøbsprogrammer.

Det tredje og foreløbigt sidste skridt er Open Market Transaction (OMT) programmet. Der er ikke sat tal på maksimalt opkøb under OMT. Til gengæld er der heller ikke sat noget mål for, hvilken rente man vil acceptere statsobligationer for de pågældende lande højest må handles til. Endelig er programmet modsat de to tidligere programmer betinget af den nævnte konditionalitet. Sidstnævnte forudsætter deltagelse af IMF, men er dog begrænset til det, som kræves for et såkaldt »precautionary program«, der er den mindst indgribende version af IMF programmer.

Designet af OMT balancerer en række hensyn. ECB viser sin ubegrænsede styrke ved ikke at sætte beløb på den potentielle intervention, men undgår samtidig at stille op til en test heraf ved ikke at sætte mål for rentespænd eller lignende. Moral hazard problemet, manglende økonomisk tilpasning i landet hvis obligationer købes, søges imødegået gennem krav om konditionalitet. Den politiske opbakning fra alle medlemslande søges sikret gennem krav om, at ESM først beslutter, at intervenere i det primære marked, før ECB eventuelt køber op i det sekundære marked.

Der er også mere præsentationsmæssige hensyn. ECB fremhæver således, at opkøbene steriliseres, dvs. at likviditetseffekten neutraliseres; konkret gennem efterfølgende auktioner over modsvarende tidsindskud. Det er lidt af en fiktion, da ECB overlader til pengeinstitutterne selv, hvor meget de vil låne i ECBs regulære udlånsoperationer.

Endelig har ECB's begrænsning af opkøb til det sekundære marked og i den korte ende til formål at trække en streg i sandet i forhold til monetær finansiering af staterne, som er forbudt i traktaten, jf. artikel 123:

#### »Artikel 123

1. Det er Den Europæiske Centralbank og medlemsstaternes centralbanker, i det følgende benævnt »de nationale centralbanker«, forbudt at give EU-institutioner, -organer, -kontorer og -agenter, centralregeringer, regionale, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre organer inden for den offentlige sektor eller offentlige foretagender i medlemsstaterne mulighed for at foretage overtræk eller at yde dem andre former for kreditfaciliteter, og det samme gælder Den Europæiske Centralbanks og de nationale centralbankers køb af gældsinstrumenter direkte fra disse. «

Man må konstatere, at ECB's seneste initiativ på den korte bane har haft en effekt, i det de spanske og italienske renter faldt efter annonceringen, og i særdeleshed i den korte ende. Spaniens tøven med at indgå et økonomisk program har dog bekræftet bl.a. Bundesbank's værste anelser om, at enhver Euro sendt sydpå udskyder den økonomiske tilpasning.

Man kan spørge, hvorfor ECB ikke i stedet valgte at ekspandere sit covered bond program. Covered bonds ligger et skridt tættere på virksomheder og husholdninger end statsobligationer i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Dertil kommer, at opkøb af covered bonds kunne have løftet aktiver af bankernes balance med deraf følgende mulighed for at bruge balancelettelsen til andre formål. Hvis svaret er, at dysfunktionalitetens rod ligger i statsobligationsmarkedet, så havde det været en renere, men utvivlsomt politisk sværere løsning, at overlade opgaven fuldt ud til politikerne og EFSF/ESM.

#### Konklusion

Nød har endnu engang ledt til brud på love. Tidskonsistens har vist sig at være en svær ting i relation til reglerne, der skulle holde statsfinanserne i kort snor.

Det var dog næppe markedernes forventning til, at lande med problemer ville blive samlet op, der holdt rentespændene nede før finanskrisen. Markederne forudså ikke finanskrisen og statsgældskrise. De var i godt selskab.



Da frygten opstod, gik det imidlertid stærkt. Lande med fiskale problemer og betalingsbalanceproblemer, som samtidig var medlem af ØMU'en, oplevede, at rentestigninger kunne være starten på en negativ spiral.

De finansielle markeder var og er trygge ved ECB's opfyldelse af sit hovedmål, prisstabilitet. De fleste andre finansielle indikatorer peger modsat på en grundlæggende dysfunktionalitet.

Dysfunktionaliteten viser sig også på pengemarkedet, hvor ingen vil låne til bankerne i PIIGS landene, selvom likvidite-

ten hober sig op på ECB's balance. Det er derimod mindre entydigt, hvor meget fragmenteringen slår igennem på bankrenterne og finansieringsforholdene for husholdninger og virksomheder.

Der har været mange forsøg på at dæmme op for krisen. Det seneste forsøg indeholder en række vidtgående initiativer, herunder endnu et brud på nogle af de fundamentale principper for ØMU'en. Efter finansernes og staternes fald kommer måske institutionernes fald.

## Litteratur

J. Berg og M. Bech, *Finansernes Fald*, Gyldendal, København, 2009.  
J. Berg et al, The bank lending survey for the euro area, ECB, Frankfurt, *Occasional Paper Series*, 2005.  
B. Bernanke, *Essays on the great Depression*, Princeton University Press, 2004.  
O. Blanchard, *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*, MIT, Boston, 2007.  
K. Bernoth et al, Sovereign Risk Premia in the

European Government Bond Market, ECB, Frankfurt, *WP No. 369*, 2004.  
G. de Bondt et al, The Euro Area Bank Lending Survey Matters Empirical Evidence for Credit and Output Growth, ECB, Frankfurt, *WP No. 1160*, 2010.  
ECB, Extracting Information from Financial Asset Prices, ECB, Frankfurt, *Monthly Bulletin*, November, 2004.  
ECB, *Indicators of Market Fragmentation*, ECB, Frankfurt, 2. August, 2012.

ECB, *Technical features of Outright Monetary Transactions*, ECB, Frankfurt, 6. September, 2012.  
O. Issing et al, *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, ECB, Frankfurt, 2003.  
F. Packer and N. Tarashev, Rating Methodologies for Banks (June 6, 2011), *BIS Quarterly Review*, 2011.  
C. Reinhart & K. Rogoff, *This Time is Different*, Princeton University Press, 2009.

# 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.<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup>

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 vandenens 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 endside af ØMUen. Men EU-ambitionen var dengang, at disse lande også skulle omfattes af den monetære union, så snart de formelle konvergenskriterier 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. Konvergenskriterierne 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 konvergenskriterierne.

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 konvergenskravet. 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 konvergenskriterierne 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 konvergenskriterierne. Der var igen diskussion af, at konvergens ikke kun knytter sig til den økonomiske udvikling i det 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 konvergenskriterierne 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.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> Den var blevet benyttet ved udformningen af konvergenskriterierne; 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 lønmekanismerne 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 nærede 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<sub>o</sub> – offentlige (reale) investeringer  
 Tax – [skatter – sociale ydelser] = nettoskatteindtægt  
 S<sub>p</sub> – privat sektor opsparing  
 I<sub>p</sub> – 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.<sup>5</sup> 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 kronekursen 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.<sup>6</sup> 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.

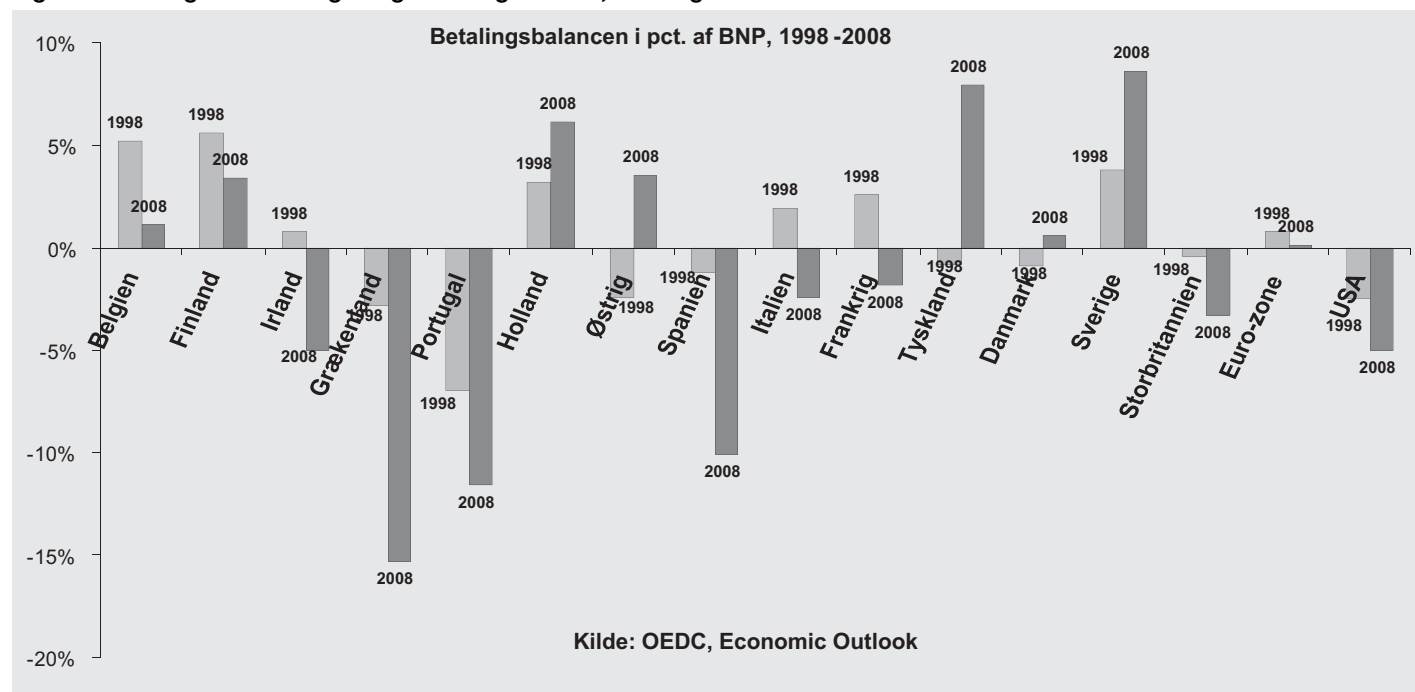
Sådanne udligningsmekanismer til at imødegå betalingsbalanceunderskud eksisterer ikke i ØMUen. Som et første skridt i den retning tales der om euro-bonds med fælles hæftelse; men det har om nogen Tyskland modsat sig.

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 fastkurssystem. 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.<sup>7</sup> 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 fastkurspolitikken 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*, 8<sup>th</sup> 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) *Særdtalelse 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.



# Samfundsøkonomiske effekter af offentlige investeringer i forskning og udvikling<sup>1</sup>

Artiklen viser på basis af en kort litteraturoversigt, at offentlig forskning og udvikling har stor betydning for økonomisk vækst og produktivitet. Transmissionsmekanismen er kompliceret og ofte langstrakt, ligesom der er stor forskel på de videnskabelige hovedområders bidrag til videnspredning.



**RIKKE NØRDING CHRISTENSEN**  
Økonomisk Institut,  
Copenhagen Business School



**SVEND E. HOUGAARD JENSEN**  
Økonomisk Institut,  
Copenhagen Business School

## 1. Indledning

I løbet af de seneste årtier har effekten af forskning og udvikling (F&U) fået stor politisk bevågenhed. Et eksempel herpå er Lissabon-strategien fra 2000, som har til formål at gøre EU til den mest konkurrencedygtige og videnbaserede økonomi i verden. Et andet eksempel er Barcelona-målsætningen fra 2002, som anbefalede, at de samlede udgifter til F&U i EU burde øges med henblik på at nærme sig tre procent af BNP i 2010.

Et vigtigt formål med at øge F&U investeringerne er en forventning om at opnå et højt samfundsøkonomisk afkast i form af højere økonomisk vækst og velstand. I litteraturen er der også generel enighed om, at viden og læring skabt gennem investeringer i F&U i både den private og offentlige sektor fører til højere produktivitet og dermed mulighed for højere økonomisk vækst. Dertil kommer en række sociale, miljømæssige, kulturelle og andre gevinster for samfundet.

I det følgende ser vi nærmere på det komplicerede samspil mellem F&U investeringer og økonomiske målsætninger. Hvilke succeskriterier bør man vælge? Hvad er spredningsvejene? Hvor længe er F&U investeringer om at slå igennem på de endelige mål? Hvor store er effekterne? Fortrænger offentlige F&U investeringer de private? Hvilke videnskabelige ho-

vedområder har størst betydning? Kan der gives råd om, hvor fremtidens F&U investeringer bør ligge? Dette er de centrale spørgsmål, der tages op i denne artikel.

## 2. Analyseramme

Afkastet af forskningsinvesteringer skabes i et kompliceret samspil mellem en række variable over en ofte lang tidshorisont. På input-siden kan det være nyttigt at skelne mellem offentlig forskning forankret på universiteter og privat forskning forankret i erhvervslivet. Det er normalt at antage en »fødekæde«, hvor den offentlige grundforskning fører til anvendt forskning, som fremmer privat innovation og dermed nye produkter og ny teknologi, som fører til stigende produktion og velstand.

Som analyseramme til at belyse de forskellige interaktioner og spredningsveje benyttes Figur 1, som er inspireret af Conte m.fl. (2009). Helt overordnet er de generelle rammebetingelser (økonomiens udviklingsniveau, erhvervs- og infrastrukturen, den offentlige administration m.v.) vigtige for transmissionen »fra forskning til faktura«. Når det gælder effekten af en forskningsindsats kan det være nyttigt at sondre mellem *output* som udtryk for det direkte afkast (f.eks. publikationer) og *outcome* som udtryk for det ultimative mål med indsatsen (f.eks. økonomisk vækst).

NOTE 1 En tidligere version af denne artikel har været præsenteret på et seminar i Uddannelsesministeriet (november 2011), en workshop i regi af »the European RDT Evaluation Network« (april 2012), og på årsmødet for »the Chairs and Secretaries of the European Councils for Science and Technology« (maj 2012). Vi har haft stort udbytte af samarbejde med Michael Dahl og Keld Laursen, og vi er taknemlige for kommentarer fra Jesper Allerup samt deltagere ved ovennævnte møder.

*Input* består af både offentlige og private forskningsinvesteringer. Når det gælder den offentlige F&U, kan der være tale om såvel grundforskning som mere anvendt forskning på universiteter, forskningscentre, hospitaler m.v. *Output* fra disse institutioner består af videnskabelige publikationer, hvis kvalitet er bestemt af dels rangordningen af de videnskabelige tidsskrifter, som publikationerne optræder i, og dels af antallet af citationer af de pågældende artikler. Output er også givet ved antallet af PhDere og kandidater fra universiteterne, som bidrager til transmission af ny viden og metoder til erhvervslivet. Spredning af ny viden er et velkendt rationale for offentlig finansiering af forskning (Martin og Salter, 1996). Også antallet af patenter, opbygningen af nationale og internationale netværk m.v. er vigtige output. Endelig kan der gennem forskning blive skabt et større analyseberedskab hos myndighederne (ministerier, styrelser, kommuner m.v.), som kan øge kvaliteten af politiske og administrative beslutninger. Dette vil på sigt kunne have en positiv effekt på den økonomiske vækst (Rosenberg, 2002).

Den private F&U udfolder sig typisk i store virksomheder med særskilte forskningsenheder, men kan også finde sted i små spin-out virksomheder. Dertil kommer, at offentlig og privat forskning ofte udføres i samarbejde, de såkaldte industry-science links (ISL). Output fra disse aktiviteter kan bestå af videnskabelige artikler, patenter og innovation i form af nye produkter og metoder.

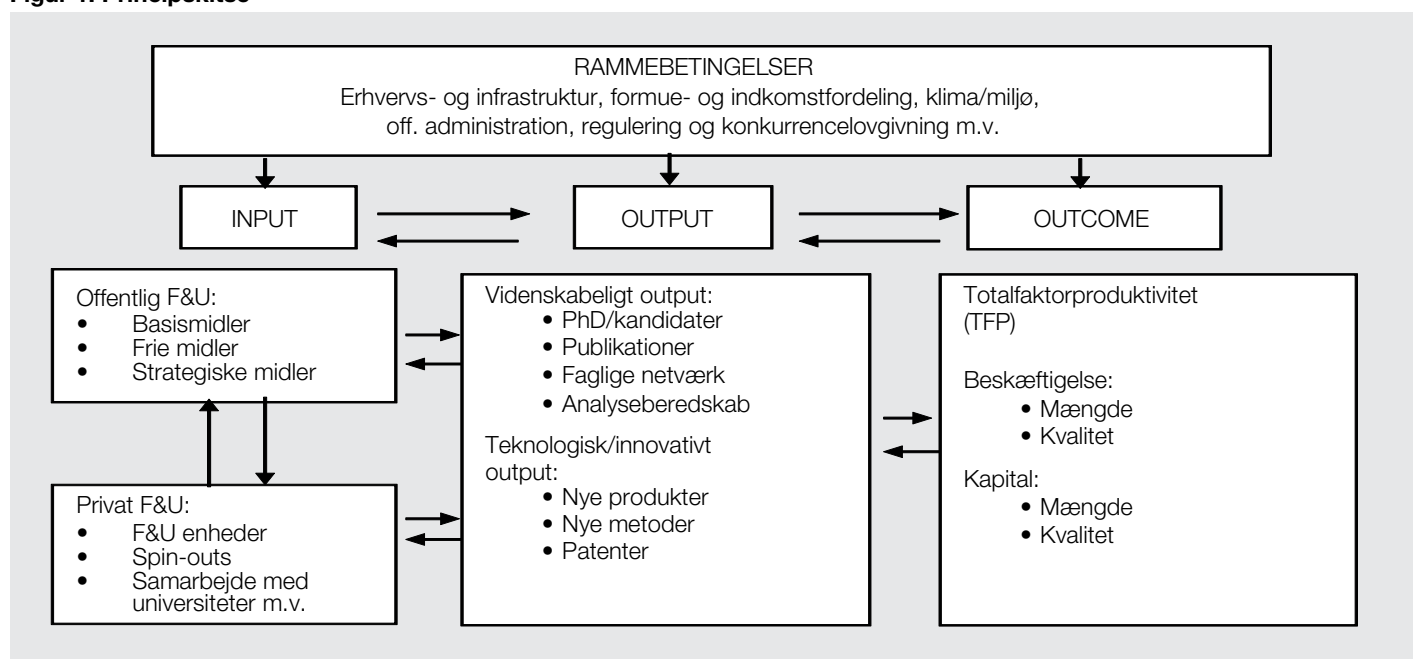
Forskningsindsatsens ultimative mål – *outcome* – er at opnå højere økonomisk vækst og velfærd. Dette sker gennem virkningen på produktionsfaktorerne arbejdskraft og kapital samt totalfaktorproduktiviteten (TFP). En stigning i hver af disse vil alt andet lige føre til et højere bruttonationalprodukt (BNP). Hvis et land øger sin F&U indsats mere end andre lande, vil

man givetvis også kunne aflæse en effekt i form af en forbedret international konkurrenceevne og deraf følgende fremgang i eksporten. I forbindelse med arbejdskraft- og kapitalindsats kan man tale om både en mængde- og en kvalitetsdimension. Således kan indsatsen af arbejdskraft øges enten ved, at antallet af beskæftigede øges, eller ved at der sker en kvalitetsforbedring opnået gennem forskning og uddannelse. De private F&U investeringer kommer tættest på at have en effekt på output gennem skabelsen af et nyt og bedre kapitalapparat.

Hvad angår en stigning i TFP, så er denne per definition udtryk for en forøgelse af output, som ikke kan henføres til øget arbejdskraft eller kapital. TFP er således et mål for produktions effektivitet og fortolkes ofte som organiseringen og udnyttelsen af produktionsfaktorerne eller som det teknologiske niveau i økonomien. Også her vil den private F&U kunne øge TFP direkte gennem nye og forbedrede produkter og produktionsprocesser, hvorimod den offentlige (grund)forskning påvirker output indirekte ved at skabe en bedre grobund for den private F&U.

Ovenstående er udtryk for en tankegang, hvor processen »fra forskning til faktura« udfolder sig »fra venstre mod højre« på spektret fra grundforskning til kommerciel udnyttelse. Der rejses imidlertid i stigende grad tvivl om, hvorvidt en sådan »lineær« model giver en dækkende beskrivelse af transmissionsmekanismen. I nogle tilfælde kan det f.eks. være eksisterende teknologi, der leder (grund)forskningen, ligesom forskningen ikke nødvendigvis er kilde til nye ideer, men i stedet »blot« bidrager til en bedre forståelse af nye teknologier og projekter (Cohen m.fl., 2002). Mere generelt kan det være hensigtsmæssigt at tænke på forløbet fra forskning til opnåelse af samfundsøkonomiske afkast som gensidigt afhængigt, hvor de enkelte

Figur 1. Principskitse



delelementer befrugter hinanden. Dette er i Figur 1 søgt illustreret med pile, som peger i begge retninger.

Et eksempel på »samtænkning« af videnskabelige og kommercielle mål er CITRIS (Center for Information Technology Research in the Interest of Society), som er baseret på University of California, Berkeley. Her er opnåelse af videnskabelige, kommercielle og bredere samfundsmæssige resultater tæt integreret helt fra opstarten af konkrete forskningsprojekter (<http://citris-uc.org/>).

### 3. Evalueringsramme

Det er ingen nem opgave at måle virkningen af offentlig finansieret forskning på den økonomiske vækst. Nogle af udfordringerne hænger sammen med karakteren af de offentlige forskningsmidler og måden, som disse fordeles på. Kommer midlerne ud som helt frie basismidler til universiteterne, som frie midler efter konkurrence gennem forskningsrådene, som strategiske midler via forskningsrådene, eller har midlerne karakter af anvendt forskning i form af udviklings- og demonstrationsprojekter til energiforskning og dermed tæt på at være egentlig erhvervsstøtte?

Det er velkendt, at effekten af især grundforskning kan være meget lang tid om at udfolde sig, og et økonomisk afkast skal derfor ikke forventes på kort sigt. Dette øger usikkerheden forbundet med sådanne investeringer. Virkningerne af den type investeringer kan være svære at identificere, og de mange forskellige typer af afkast gør det svært at kvantificere virkningerne. Dette betyder naturligvis ikke, at grundforskning er af mindre betydning, men blot at der er særligt store udfordringer forbundet med at måle effekterne heraf.

I forbindelse med effektmåling af F&U investeringer skal der etableres en evalueringsramme, som passer til den type og kvalitet af oplysninger, der skal indhentes. Grundlæggende findes der to typer af evalueringer: For det første er der *ex-ante* evalueringer, som er baseret på de forventninger, der er til aktiviteten. Evalueringen tilrettelægges, før aktiviteten træder i kraft. Metoderne er ofte komplicerede og tidskrævende at gennemføre pga. antagelser om de forventede resultater. For at give metoden reel værdi kræver den opfølgning undervejs. For det andet er der *ex-post* evalueringer, som er retrospektive og baseres på resultaterne efter, at aktiviteten er afsluttet. Dette er den mest udbredte metode. Det kritiske for *ex-post* evalueringer er at identificere en valid kontrolgruppe.

Ud over at definere timing og rammen for evalueringen er det nødvendigt at specificere, hvilke typer data der skal indsamles: kvantitative, kvalitative eller en kombination heraf. Inden for visse sektorer afspejler kvantitative metoder bedre resultater, mens kvalitative metoder er mere relevante i sektorer, hvor f.eks. de ultimative resultater er immaterielle og derfor svære at måle. Både kvalitative og kvantitative metoder kan anvendes på samme

tid og som en del af den samme evaluering. Hvordan de forskellige metoder kombineres, afhænger af omstændighederne, tilgængelige datakilder, karakteristik af de(n) undersøgte sektor(er) osv. Ofte vil en kombination af metoder være at foretrække.

Overordnet kan det konkluderes, at metodevalg varierer meget på tværs af fag, sektorer, afkast og spredningsveje. Det er derfor vigtigt at (1) vælge en metode eller en kombination af metoder, som er tilpasset de særlige kendetegn ved det offentlige instrument (finansieringsform, forskningsområde, arten af de forventede virkninger m.v.); (2) basere måling af effekterne på en detaljeret forståelse af de mekanismer, hvorigennem sådanne effekter finder sted; (3) inkludere en analyse af den sammenhæng, hvori forskningen og anvendelsen af forskningens resultater indgår; (4) udvikle en evalueringsstrategi og vurdering af mål og planer i et tidligt stadium. Det må her anbefales at udvikle disse sammen med selve implementeringsstrategien for interventionen.

Uanset hvilken metode eller kombination af metoder, der anvendes til at evaluere de offentlige investeringer i F&U, så er det egentlige mål at undersøge sammenhængen mellem offentligt finansieret forskning og dennes samfundsøkonomiske afkast.

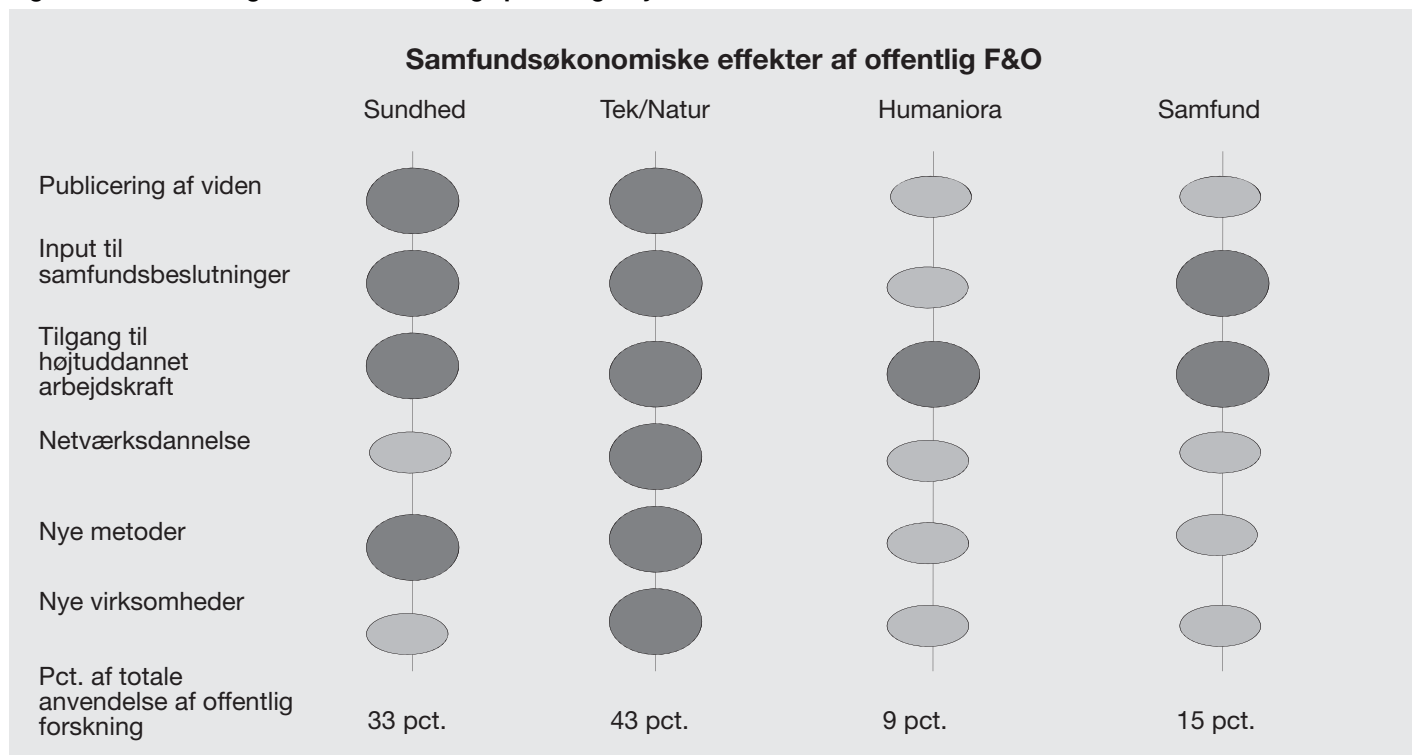
### 4. Spredningsveje

Analysen af spredningsvejene er en vigtig del af at vurdere de samlede effekter. Mens effektmålinger af de ultimative mål (vækst og produktivitet) er det egentlige ærinde med denne artikel, har analyser af konkrete spredningsveje den fordel, at det er muligt at kvantificere sammenhænge på delområder, hvor årsags-virkningssammenhænge er mere tydelige. En belysning af spredningsveje kan derfor give et godt billede af, hvilke kausale sammenhænge, der helt konkret kan dokumenteres fra F&U via virkninger på mellem mål til vækst og velstand.

I et nyligt studie af spredningsveje (Jensen og Christensen, 2012) er det inden for hvert af fire videnskabelige hovedområder (sundhedsvidenskab, teknik/naturvidenskab, humaniora og samfundsvidenskab) forsøgt at måle betydningen af offentlige forskningsbevillinger på seks forskellige mellem mål, nemlig publicering af ny viden, input til samfundsbeslutninger, tilgang af højtuddannet arbejdskraft, netværksdannelse, nye metoder og oprettelse af nye virksomheder. Den overordnede konklusion er, at der findes stor variation mellem de forskellige videnskabelige hovedområder med hensyn til transmissionen af F&U investeringer, se figur 2.

Gennem tilgængelig dokumentation vedr. størrelsesforholdene for spredningsvejene fra de forskellige fagområder forsøger figuren at illustrere fagområdernes styrker fordelt på spredningsveje, hvor de mørkegrå markeringer udgør en større styrke end de lysegrå. Den nederste linje viser procentandelen af de samlede årsværk i offentlig forskning i 2009, (Jensen og Christensen, 2012).<sup>2</sup>

NOTE 2 Kilde for totale årsværker stammer fra DST (2009), [www.statistikbanken.dk](http://www.statistikbanken.dk).

**Figur 2. Videnskabelige hovedområder og spredningsveje**

Resultaterne viser, at teknisk videnskab samt natur- og sundhedsvidenskab står stærkest ved vurderingen af alle spredningsvejene. Dette gælder både mht. teknologiske/innovative og videnskabelige output fra den konkrete F&U investering. Samfundsvidenskab har en høj produktion af kandidater, som efterfølgende opnår en høj løn. Humaniora har også høj kandidatproduktion, men ligger ellers jævnt hen lavere, når det gælder bidraget til vækst og produktivitet.

Det er vigtigt at understrege, at analyserammen samt de forskellige indikatorer for afkast ikke er perfekt dækkende i forhold til alle hovedområdernes bidrag til økonomisk vækst og produktivitet. Forskningsaktiviteterne kan have stor faglig spændvidde og forskellige formål og forankring i forskellige traditioner, som medfører ulighed i den type spredningsmekanisme, der kan dokumenteres. Eksempelvis vil afkast fra nogle af hovedområderne forekomme på længere sigt, f.eks. via opbygning af social kapital og innovationsevne. Desuden er den givne analyseramme bagudskuende, og resultaterne ville muligvis se anderledes ud, hvis en lignende analyse udføres over en årrække. Det er desuden vigtigt at bemærke, at de forskellige fagområders relative størrelse er én af årsagerne til de forskellige styrker i spredningsvejene. Således ses det, at de valgte indikatorer viser stærkest spredning fra det tekniske/naturvidenskabelige hovedområde. Men området er samtidig det største, hvilket er angivet i figuren med 43 pct. af de forbrugte årsværk i 2009.

Valget af analyseramme har således betydning for, hvad der kan dokumenteres af spredningsveje fra fag med f.eks. tilknytning til humaniora. Det kan gælde fag og discipliner, som

bidrager til interkulturel forståelse og baggrund for den danske velstand som led i den øgede globalisering. Humaniora udgør et område, der bidrager med både selvstændig og tværfaglig viden samt til samfundets evne til at omforme sig selv gennem nye organisationsformer og sammenhænge, som i sidste ende påvirker økonomisk vækst. Humanioras rolle i forhold til dette er svært at måle og dokumentere ud fra tilgængelige data. Der er givetvis behov for flere evalueringer til at opnå en bedre forståelse af transmissionsmekanismerne i forhold til det samfundsøkonomiske afkast af humaniora, se *Leading the World* (2009).

### 5. Afkastberegninger

Effekterne af offentligt finansieret F&U er blevet evalueret i en række studier, se f.eks. Martin m. fl. (1996), Martin og Salter (2001) og Scott m. fl. (2002). Nogle af studierne måler effekten på indikatorer for output (spredningsveje), mens andre måler på outcomes (produktivitet m.v.), jfr. principskiten i Figur 1.

Generelt peger studierne på et positivt afkast af offentlige investeringer i F&U. Det årlige samfundsøkonomiske afkast af offentlige investeringer i F&U ligger typisk på 20-40 procent, men der findes eksempler på endnu større afkast, helt op til 70 procent. I hovedparten af litteraturen bekræftes det, at den samfundsøkonomiske effekt af F&U-aktiviteter overstiger den privatøkonomiske.

I Tabel 1 findes en oversigt over diverse studier der beregner afkast. Direkte sammenligning af studier skal foretages med forsigtighed, da studierne bruger forskellige data, tidsperioder,

metode, osv. Eksempelvis er tidsperioden fra, at akademisk forskning kanaliseres til industriel kommerialisering estimeret til at variere fra 6–20 år, afhængig af forskningsfelt.

I overensstemmelse med litteraturen om endogen vækst peger en række studier på, at en betydelig del af den økonomiske

vækst må forklares af andre faktorer end udviklingen i indsatsen af arbejdskraft og kapital, dvs. investeringer i F&U slår igennem på væksten via totalfaktorproduktiviteten. F.eks. viser et studie af Guellec og Pottelsberghe (2001) baseret på 16 OECD lande, at en forøgelse af offentlige investeringer i F&U på én procent medfører en forøgelse af totalfaktorproduktivite-

**Tabel 1 Studier opdelt efter metoder**

| Studie/år                       | Forskningsfelt                           | Metode                                                                                                                                                                                                             | Resultat (afkast, elasticitet)                                                                                                                                           | Land                 |
|---------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| Mansfield (1995, 1998)          | Fremstillingssektoren                    | Regression og surveydataanalyse.                                                                                                                                                                                   | Afkast af grundforskning: 28 procent.                                                                                                                                    | USA                  |
| Beise og Stahl (1999)           | Fremstillingssektoren                    | Regression og surveydataanalyse                                                                                                                                                                                    | 10 procent forøgelse af nye virksomheder                                                                                                                                 | Tyskland             |
| Tijssen (2002)                  | Innovation                               | Regressionsmodel analyserer sammenhængen mellem forskning og innovation.                                                                                                                                           | 20 procent af private innovationer (patenter) afhænger af offentlig F&U.                                                                                                 | Holland              |
| Tool (2000, 1999)               | Bioteknologi, Lægemiddelindustrien       | Produktionsfunktionsmodel estimerer antallet af nye produkter som en funktion af offentlige F&U-investeringer                                                                                                      | 1 procent stigning i grundforskning øger udviklingen af lægemidler med 2-2,4 procent. Afkastet til virksomheder ligger mellem 12 og 41 procent.                          | USA                  |
| Cappelen, m. fl. (2007)         | Industri, Bygge og anlæg                 | Regressionsmodel: Cobb-Douglas produktionsfunktion. Estimerer marginale effekter med GLS og GMM, OLS og IV                                                                                                         | Produktivitetselasticitet: 0,54. Marginalafkast: 0,12. Ingen effekt af skattefradrag for forskningsinvesteringer.                                                        | Norge                |
| Conte m. fl. (2010)             | Innovation                               | Regressionsmodel, FE med SFA scores, DEA, simpel korrelationsanalyse. SFA og DEA benyttes til at måle landes efficiensniveau.                                                                                      | Lande med høje F&U udgifter er også lande med højt efficiensniveau. Efficiensniveauet påvirkes positivt af »vidensbasen« samt absorptionskapacitet.                      | EU medlemslande      |
| Bentzen og Smith (1999)         | Fremstillingssektoren og servicesektoren | Regressionsmodel som Levy (1990) produktionsfunktions model. Estimerer en langsigteffektmodel og en ECM-model.                                                                                                     | Elasticitet er tæt på 1 mellem fremstillingssektoren F&U mht. offentlig F&U. Værditilvækst for den private sektor: 2,18. Værditilvækst for fremstillingssektor: 0,101    | Danmark              |
| DØRS (1997)                     | Multisektor                              | Efterspørgselsmodel (Efterspørgselssystem med effektivitetsindeks)                                                                                                                                                 | 60 mio. stigning i offentlig F&U reducerer virksomhedernes omkostninger med 280 mio. kr. Dog stor usikkerhed.                                                            | Danmark              |
| Kaiser (2004)                   | Fremstillingssektoren og servicesektoren | Estimerer ATT via pooled OLS, probit estimation                                                                                                                                                                    | Finder effekt af offentlig F&U påvirker virksomheders F&U intensitet (udgifter til F&U over salg). Finder svag positiv effekt af F&U tilskud (mellem 0,08 og 0,5 pct.)   | Danmark              |
| EU-Kommissionen (2007)          | Multisektor                              | Nemesis model                                                                                                                                                                                                      | Fordobling af rammebevillingen vil øge vækst, beskæftigelse, og konkurrenceevnen.                                                                                        | EU medlemslande      |
| Akcigit og Hanley (2010)        | Multisektor                              | GE model og GMM estimation                                                                                                                                                                                         | Effekten fra forskning (grundforskning og anvendt) har en tydelig påvirkning på vækst.                                                                                   | Frankrig             |
| Martin og Tang (2007)           | Multisektor                              | 12 casestudier                                                                                                                                                                                                     | Diverse sociale og økonomiske effekter beskrives                                                                                                                         | USA, UK, New Zealand |
| David m. fl. (2000)             | Multisektor                              | Beskrivende oversigt med gennemgang af dynamiske effekter, herunder spilovers, træningseffekter m.v.                                                                                                               | Finder, at offentlige og private F&U investering er komplementære.                                                                                                       | Mange lande          |
| Guellec og Pottelsberghe (2003) | Lægemiddelindustrien                     | Cross-country dynamisk makromodel, som kan udspecificere kort- og langsigtselasticiteten. Denne model tager højde for flere forskellige typer af offentlig F&U. Estimerer en first-difference autoregressiv model. | Finder, at offentlig finansieret forskning har en crowding out effekt. Resultat varierer fra land til land. \$1 investering i offentlig forskning giver \$0,17 i afkast. | 17 OECD lande        |

ten på 0,17 procent. Dette er naturligvis gennemsnitstal, og det ville være interessant også at studere spredningsmål.

## 6. Fortrængningseffekter

Et centralt spørgsmål er, om offentlige F&U investeringer fortrænger private F&U investeringer. Kort fortalt er der to situationer, hvor substitution eller komplementaritet opstår. Den første er mellem offentligt udført forskning og privat forskning, og den anden er komplementaritet mellem offentligt subsidieret F&U udført i private virksomheder og privat finansieret F&U udført i private virksomheder.

I forhold til *den første situation* forekommer substitution, hvis offentligt finansieret forskning medfører en reduktion i den privatfinansierede indsats. Komplementaritet opstår, når offentlig F&U støtter en aktivitet, der ellers ikke ville have været finansieret.

Den *anden situation* mellem virksomheder kan ske, hvis virksomheder får offentlig støtte til en F&U-aktivitet, som de ellers ville have udført uden støtte. Desuden er der mulighed

for, at virksomheder ikke ville bruge offentlige midler ligeså målrettet og effektivt, hvis det er relativt omkostningsfrit at få adgang til offentlige F&U-midler.

I Tabel 2 findes en oversigt over nyere studier vedrørende substitution og komplementaritet mellem offentlig og privat F&U. Generelt er de økonometriske studier opbygget, så privat F&U regresseres på offentlig F&U-investeringer samt nogle kontrolvariable. Hvis man finder en positiv koefficient på offentlig F&U, tolkes det som, at der er komplementaritet mellem offentlige og private F&U-investeringer. David m. fl. (2000) har i en detaljeret oversigtsartikel analyseret økonometriske studier for, hvorvidt offentlig og privat F&U optræder som substitutter eller komplementaritet. Deres hovedresultat viser, at der er komplementaritet mellem offentlige og private investeringer i F&U, både i mikro- og makrostudier (dvs. både på virksomheds- og aggregeret niveau).

Overordnet viser en stor andel af resultaterne, at offentlige investeringer i F&U ikke fortrænger privat finansiering. Denne relation kan dog variere mellem forskellige forskningsfelter.

**Tabel 2 Nyere studier vedrørende substitution og komplementaritet mellem offentlig og privat F&U**

| Studie/år                         | Forskningsfelt                                      | Metode                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Resultat                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Land          |
|-----------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| Office of Health Economics (2009) | Multi, fokus på biomedicinsk, lægemiddel-industrien | Litteraturoversigt med fokus på crowding-out.                                                                                                                                                                                                                                              | Især inden for biomedicin er der resultater, der peger på, at offentlig F&U og privat F&U er komplementære.                                                                                                                                                                                              | US og UK      |
| Bloch og Graversen (2008)         | Multisektor                                         | Heckman two-step model, OLS. Ved at benytte denne approach forsøger de at tage højde for selektionsbias og simultanitet, hvilket er nyt.                                                                                                                                                   | Signifikante. Elasticiteten 0,1.                                                                                                                                                                                                                                                                         | Danmark       |
| Sadraoui og Zina (2009)           | Multisektor                                         | Dynamisk panel data model.                                                                                                                                                                                                                                                                 | OLS 7 procent, ved IV 11 procent. Positiv effekt af offentlig F&U i forskellige lande. Indikerer komplementaritet.                                                                                                                                                                                       | 23 lande      |
| Heshmati og Loof (2005)           | Multisektor (Virksomheder)                          | Semi-parametric matching.                                                                                                                                                                                                                                                                  | Virksomheder, der modtager offentlig støtte, har højere F&U, men kun mindre virksomheder opnår en øget værditilvækst.                                                                                                                                                                                    | Sverige       |
| Toole (2005)                      | Biomedicinsk og lægemiddel-industrien               | Tredelt 2SLS regressioner med panel data for 7 forskellige medicinske områder – Fixed effekt model med IV tager højde for endogenitet. Benytter diverse test; unit root test, Dicky-Fuller test. Kontrollerer for lags.                                                                    | \$1 investering i offentlig grundforskning øger en \$8,3 investering i medicinal industrien (på 8 år).<br>\$1 investering i offentlig klinisk forskning øger en \$2,35 investering i medicinal industrien (på 3 år)                                                                                      | USA           |
| David m. fl. (2000)               | Multisektor                                         | Beskrivende oversigt med gennemgang af dynamiske effekter (langtids effekter), som spillover, trænings effekt. Belyser selektion bias og simultanitetets bias.                                                                                                                             | Finder, at offentlige og private F&U investeringer er komplementære. Anbefaler propensity score matching som et alternativ til at undersøge sammenhængen.                                                                                                                                                | Mange lande   |
| Guellec og Pottels-berghe (2003)  | Lægemiddel-industrien                               | Cross-country dynamisk makromodel der indeholder 3 instrumenter og kan udspecificere kort- og langsigts- elasticiteten (indeholder laggede uafhængige variable). Denne model tager højde for flere forskellige typer af offentlig F&U. Estimerer en first-difference auto-regressiv model. | Finder at offentlig finansieret forskning har en crowding-out effekt. Effektiviteten af offentlig støttede privat F&U er U-formet, så på et tidspunkt vil yderlig offentlig støtte gå ind og substituere for private investeringer.<br>\$1 investering i offentlig forskning giver \$0,7 marginal afkast | 17 OECD lande |
| Aerts og Czarnitzki (2008)        | Multisektor                                         | Oversigtsartikel med hovedsageligt matching modeller.                                                                                                                                                                                                                                      | Finder begrænset fortrængning. Finder også for enkelte studier, at offentlig støtte til F&U genererer ekstra privat finansiering sammenlignet med de virksomheder, der ikke har fået støtte.                                                                                                             | Mange lande   |

For eksempel finder Toole (2005), at lægemiddelsindustriens F&U-investeringer reagerer forskelligt på typen af offentlig forskning (grundforskning eller klinisk forskning). Over otte år giver en investering på 1 dollar i offentlig grundforskning en øget investering i biomedicinindustrien på 8,3 dollars, mens en investering på 1 dollar i offentlig klinisk forskning medfører en øget investering på 2.35 dollars i biomedicinindustrien på 3 år. Desuden finder nogle studier, at den offentlige støtte øger omfanget af privat finansiering.

## 7. Perspektiver

Helt overordnet peger litteraturen på, at offentligt finansieret F&U yder et positivt bidrag til produktivitet og økonomisk vækst. På den baggrund er det ikke overraskende, at moderne viden-økonomier anerkender vigtigheden af stærke universiteter og avanceret teknologi som grundlag for fremgang i velstand og velfærd.

Generelt set virker afkastet af F&U investeringer noget højere end »det almindelige« renteniveau. Betyder det, at der ligger guld i rendestenen, som blot venter på at blive samlet op? Ikke nødvendigvis. Det er således forbundet med stor risiko at investere i F&U. Mange F&U investeringer kommer ikke til at blive kommercialiseret, hvilket især gælder inden for grundforskning. Desuden er der tidsforsinkelser, der kan medføre, at afkast først optræder efter mange år. Yderligere er der i visse tilfælde en risiko for, at offentlig finansieret F&U fortrænger private investeringer i F&U. Det er selvsagt svært at retfærdiggøre en offentlig finansiering af F&U, hvis dette blot fører til et tilsvarende (eller større) fald i private F&U aktiviteter.

Litteraturgennemgangen tyder klart på, at de stærkeste bånd mellem offentlig F&U og erhvervsmæssig aktivitet udfolder

sig inden for de tekniske, naturvidenskabelige og medicinske hovedområder. Selv om dette er en nyttig – om end næppe overraskende – erkendelse, bør der udvises stor forsigtighed, hvis man ønsker at bruge denne viden til at udpege konkrete områder, som det ville være særligt fordelagtigt at støtte med offentlige midler.

For hele tiden at sikre, at F&U indsatsen har en fornuftig højde og sammensætning, er det vigtigt at være på forkant med udvikling af evalueringsmetoder. Evalueringer af offentlig finansieret F&U er stadig ret sjældne. Den traditionelle begrundelse for offentlig finansiering af F&U er baseret på det argument, at viden er et offentligt gode. Men det må ikke blive en sovepude for at undlade de nødvendige evalueringer af den offentlige indsats.

Et egentligt politikbudskab ligger således ikke lige til højrebænet. Det klogeste vil formentlig være at følge en dobbeltsidet strategi med vægt på at sikre både høje generelle kompetencer og på at bidrage til en egentlig førerstatus på enkeltområder. Nyere forskning peger på, at økonomisk vækst kan opnås både ved at *imitere* eksisterende viden og ved selv at *innovere*. Evnen til at anvende allerede udviklet teknologi kommer ved at sikre et generelt højt uddannelsesniveau. Men for at bevare status som en af verdens mest avancerede økonomier er det også nødvendigt selv at innovere. Førerskab inden for innovation kræver, at man bedriver avanceret forskning. Førerstatus kan et lille land som Danmark naturligvis ikke have på mere end nogle få områder. Men hvilke områder, det skal være, giver oversigten i denne artikel desværre ikke et håndfast bud på.

## REFERENCER

- Aerts, K. og D. Czarnitzki (2008), »Econometric Evaluation of Public R&D Policies: Literature Review and a Guide for Further Research«, Manuskript.
- Akcigit, U. og D. Hanley (2010), »Back to Basics: Private and Public Investment in Basic R&D and Macroeconomic Growth«, Papir præsenteret på European Economic Association's årlige møde, Oslo, 2011
- Beise, M. og H. Stahl (1999), »Public Research and Industrial Innovations in Germany«, *Research Policy* 28, 397-422.
- Bentzen, J. og V. Smith (1999), »The Impact of Government R&D: Some Empirical Evidence«, *Working Paper* 99-4, Department of Economics, The Aarhus School of Business.
- Bloch, C. og K.E. Graversen (2008), »Additionality of Public R&D Funding in Business R&D«, The Danish Centre for Studies in Research and Research Policy, *Working Paper* 2008/5.
- Cappelen, Å., A. Raknerud og M. Rybalka (2007), »The Effect of R&D Tax Credits on Firm Performance«, Report 2007-22, Statistics Norway.
- Cohen, W.M., R. Nelson, and P. Walsh (2002), »Links and Impacts: The Influence of Public Research on Industrial R&D«, *Management Science*, 48, 1-23.
- Conte, A., P. Schweizer, A. Dierx, and F. Izkovitz (2010), »An Analysis of the Efficiency of Public Spending and National Policies in the Area of R&D«, *MPRA Paper* No. 2354.
- Danmarks Statistik (2011), »Forskning og udvikling i den offentlige sektor«, *Nyt fra Danmarks Statistik*, nr. 153.
- Guellec, D. og B. van Pottelsberghe de la Potterie (2003), »The Impact of Public R&D Expenditure on Business R&D«, *Economics of Innovation and New Technology*, 12, 225-24.
- David, P., B. Hall and A. Toole (2000), »Is Public R&D a Complement or Substitute for Private R&D? A Review of the Econometric Evidence«, *Research Policy*, 29, 497-529.
- DØRS (1997). Det Økonomiske Råds rapport – forår 2007.
- EU-Kommissionen (2007), 7. Rammeprogram.
- Heshmati, A. and L. Hans (2005), »The Impact of Public Funds on Private R&D Investment: New Evidence from a Firm Level Innovation Study«, Discussion Papers 11862, *MTT Agri-food Research*, Finland.
- Jensen, S.H., K. Laursen, M. Dahl og R.N. Christensen (2012), »De samfundsøkonomiske effekter af offentlige investeringer i forskning og udvikling«, Analyserapport, udarbejdet for Styrelsen for Forskning og Innovation, <http://www.fi.dk/publikationer/2012/offentlig-forskning-effekter-paa-innovation-og-oekonomisk-vaekst/Delrapport%20-%20Spredningsveje%20fra%20offentlig%20FoU.pdf>
- Jensen, S.H. og R.N. Christensen (2012), »Analyse af spredningsveje fra offentlig finansieret forskning til samfundsøkonomi«, Analyserapport, udarbejdet for Styrelsen for Forskning og Innovation, <http://www.fi.dk/publikationer/2012/offentlig-forskning-effekter-paa-innovation-og-oekonomisk-vaekst/Delrapport%20-%20Samfundsoekonomiske%20effekter%20af%20offentlig%20FoU.pdf>
- Kaiser, U., (2004), »Private R&D and Public R&D subsidies: Microeconomic Evidence from Denmark«, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 144, 1-17.
- Leading the World (2009), »The Economic Impact of UK Arts and Humanities«, Arts and Humanity Research Council.
- Mansfield, E. (1998), »Academic Research and Industrial Innovation: An Update of Empirical Findings«, *Research Policy* 26, 773-776.
- Mansfield, E. og J.Y. Lee (1996), »The Modern University: Contributor to Industrial Innovation and Recipient of Industrial R&D Support«, *Research Policy*, 25, 1047-1058.
- Martin, B., A. Salter, D. Hicks, K. Pavitt, J. Senker, M. Sharp and A. Tunzelmann (1996), »The relationship Between Publicly Funded Basic Research and Economic Performance – A SPUR review«, Science Policy Research Unit, University of Sussex, UK.
- Martin, B.R. and A.J. Salter (2001), »The Economic Benefits of Publicly Funded Basic Research: A Critical Review«, *Research Policy*, 30, 509-532.
- Office of Health Economics (2009), »Forward Together«, Report.
- Rosenberg, L. E. (2002), »Exceptional Economic Returns on Investments in Medical Research«, *Med J Aust*, 177, 368-371.
- Sadraoui, T. og B.N. Zina (2009), »Complementarity Between Private and Public Investment in R&D: A Dynamic Panel Data analysis«, IAENG Conferences – WCE 2009 International Conference of Computational Statistics and Data Engineering, London, UK.
- Scott, A., S. Steyn, A. Geuna, S. Brusoni and E. Steinmueller (2002), »The Economic Returns to Basic Research and the Benefits of University-Industry Relationships. A Literature Review and Update of Findings«, Report for the Office of Science and Technology. *SPRU – Science and Technology Policy Research*.
- Toole, A.A. (1999), »The Impact of Federally Funded Basic Research on Industrial Innovation: Evidence from the Pharmaceutical Industry«, Stanford Institute for Economic Policy Research, *SIEPR Discussion Paper* No. 98-8.
- Toole, A.A. (2000), »The Impact of Public Basic Research on Industrial Innovation: Evidence from the Pharmaceutical Industry«, *SIEPR Discussion Paper* No. 00-07.
- Toole, A. (2005), »Does Public Scientific Research Complement Industry R&D Investment? The Case of NIH Supported Basic and Clinical Research and Pharmaceutical Industry R&D«, Discussion Paper No. 05-75. ZEW, Centre for European Economic Research.