KAPITEL II

DEN EUROPÆISKE STATSGÆLDSKRISE

II.1 Indledning

Statsgældskrise i euroområdet

Usikkerheden omkring konsekvenserne af de statsfinansielle problemer i flere eurolande er en af de primære årsager til den svage økonomiske udvikling i såvel euroområdet som det øvrige Europa. Dette kapitel omhandler statsgældskrisen og berører dens baggrund såvel som mulige løsningstiltag.

Indsnævring af rentespænd og opbygning af ubalancer efter euroens indførelse

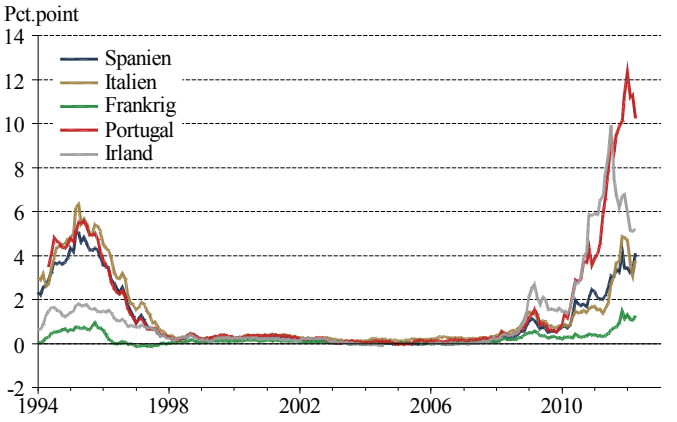
I årene op til euroens indførelse i 1999 skete en næsten fuldstændig indsnævring af rentespændene på statspapirer mellem de kommende eurolande, jf. figur II.1. En række lande oplevede som følge af fastlåsningen af valutakurserne meget hurtigt lavere renter både på privat gæld og statsgæld. Dette bidrog til, at disse lande kunne opnå en kraftig økonomisk fremgang samtidig med, at lave renteudgifter medvirkede til at forbedre de offentlige finanser. Den økonomiske udvikling var på overfladen gunstig, men gradvist opstod i flere af eurolandene en række ubalancer blandt andet på boligmarkederne, på de finansielle markeder, på statsfinanserne og i relation til konkurrenceevnen. Euromedlemskabet har formentlig forstærket disse ubalancer.

Krisen ramte – men var i første omgang ikke en gældskrise

Rentespændene på statspapirer var ubetydelige helt frem til umiddelbart efter tilbageslaget i 2008-09. Den økonomiske og finansielle krise betød imidlertid, at de offentlige finanser i de fleste lande blev kraftigt forværrede. De store underskud betød, at der opstod tvivl om en række landes mulighed for at servicere gælden, og i løbet af 2010 og foråret 2011 steg renterne på græske, irske og portugisiske statsobligationer så meget, at de nævnte lande så sig nødsagede til at anmode om nødlån fra andre europæiske lande og den internationale valutafond (IMF). Den manglende tillid er ikke kun resultat af den aktuelle krise, men i høj grad også en konsekvens af en mere grundlæggende uholdbar finanspolitik, blandt andet som resultat af en alt for lempelig finanspolitik i adskillige lande i en årrække.

Kapitlet er færdigredigeret den 14. maj 2012.

Figur II.1 Rentespænd på statspapirer



Anm.: Figuren viser rentespændet på 10-årige statsobligationer i forhold til Tyskland. Seneste observation er april 2012.

Kilde: EcoWin.

Tillidskrise

Fra omkring sommeren 2011 intensiveredes frygten for, at de statsfinansielle problemer også ville ramme større og mere betydningsfulde økonomier i eurosamarbejdet, herunder Spanien og Italien. Denne frygt gav sig udslag i svigtende tillid til de pågældende landes statsfinanser og bidrog til tilbageholdenhed blandt husholdninger og virksomheder. Den svigtende tillid slog ud i markante fald i aktiekurserne, stigende rentespænd i de udsatte lande og fald i BNP i euroområdet. Flere tillidsindikatorer rettede sig noget i begyndelsen af 2012, men der har igen i den senere tid vist sig at være betydelig bekymring for konsekvenserne af statsgældsproblemerne.

Kapitelindhold

Dette kapitel beskriver indledningsvist baggrunden for den europæiske statsgældskrise. I afsnit II.2 gives et kort overblik over den økonomiske udvikling i udvalgte eurolande siden 2000 med særlig fokus på de forhold, der vurderes at have været afgørende for den statsfinansielle krises opståen. Desuden beskrives nogle af de tiltag, der er blevet gennemført i EU-regi siden 2010 for at forhindre statsgældskrisen i at udvikle sig til et nyt stort tilbageslag. I afsnit II.3 diskuteres, hvorfor der generelt er behov for at begrænse de enkelte landes finanspolitik i en møntunion, og den nuværende

indretning af det finanspolitiske regelsæt i EU beskrives. I afsnit II.4 diskuteres forskellige former for kriseinstrumenter, der har til formål at håndtere tilfælde, hvor de finanspolitiske rammer ikke har været tilstrækkelige til at afværge en statsgældskrise. Endelig samles i afsnit II.5 op på den aktuelle statsgældskrise, og der kommenteres på, hvilke tiltag der i den nuværende situation og mere generelt bør anvendes for at afværge eller inddæmme sådanne kriser.

II.2 Den makroøkonomiske udvikling i euroområdet siden 2000

Fire faser: Euroopstart, finanskrise, genopretning og tillidskrise

Dette afsnit giver et overblik over den økonomiske udvikling i euroområdet siden 2000 og opridser baggrunden for den nuværende statsgældskrise. Indledningsvist betragtes perioden frem mod sommeren 2008, hvor den finansielle krise brød ud og gav sig udslag i faldende aktivitet og stigende ledighed. Derefter beskrives den akutte finanskrise i perioden fra sommeren 2008 og frem til sommeren 2009. Efterfølgende betragtes den delvise genopretning af tilliden til den finansielle sektor og den økonomiske aktivitet, der forekom i visse dele af euroområdet fra sommeren 2009 og frem til sommeren 2011. Endelig beskrives perioden fra sommeren 2011, hvor der udviklede sig frygt for, at statsfinansielle kriser i enkelte eurolande ville sprede sig til større og mere betydningsfulde lande.

Perioden frem mod finanskrisen – 2000-2008

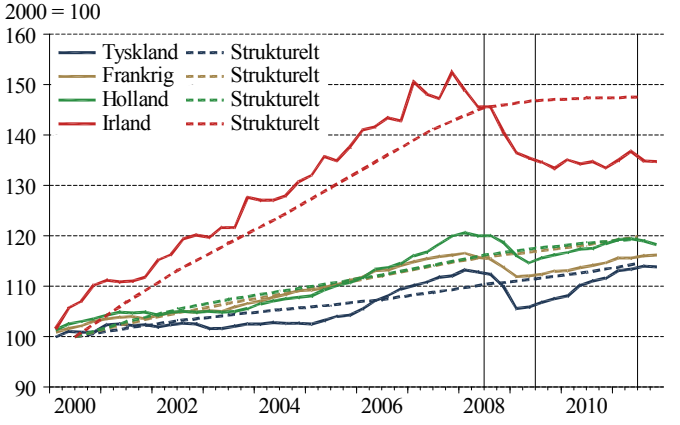
Stabilitet og fremgang

I årene umiddelbart efter etableringen af eurosamarbejdet i 1999 var økonomierne i euroområdet prægede af de negative verdensøkonomiske konsekvenser af den såkaldte dot-com krise i 2000 og senere terrorangrebet i USA den 11. september 2001. Den følgende periode fra omkring 2003 og frem mod 2008 var omvendt præget af økonomisk fremgang og stabilitet. Fremgangen i euroområdet kom blandt andet til udtryk ved, at ledigheden faldt fra over 10 pct. i slutningen af 1990'erne til under 7½ pct. i begyndelsen af 2008. Faldet i ledigheden i den betragtede periode var markant større i Europa end i eksempelvis USA.

Kraftig vækst i Spanien, Irland og Grækenland

Der er flere forklaringer på den relativt gunstige udvikling i de europæiske økonomier i denne periode. Fremgangen var ikke udelukkende et europæisk fænomen, men der var dog nogle særlige forhold, der stimulerede aktivitetsfremgangen, i særdeleshed indenfor euroområdet. Euroens indførelse i 1999 bidrog således til kapitalindstrømning og rentefald i flere lande, hvilket var medvirkende til at stimulere forbrugs- og investeringslysten blandt husholdninger og virksomheder. Især Irland og flere sydeuropæiske lande nød godt af rentefaldet, og BNP voksede særlig kraftigt i Irland, Spanien og Grækenland frem mod 2008, jf. figur II.2 og II.3. Den økonomiske fremgang var mindre kraftig, men dog stadig betydelig, i flere central- og nordeuropæiske lande.

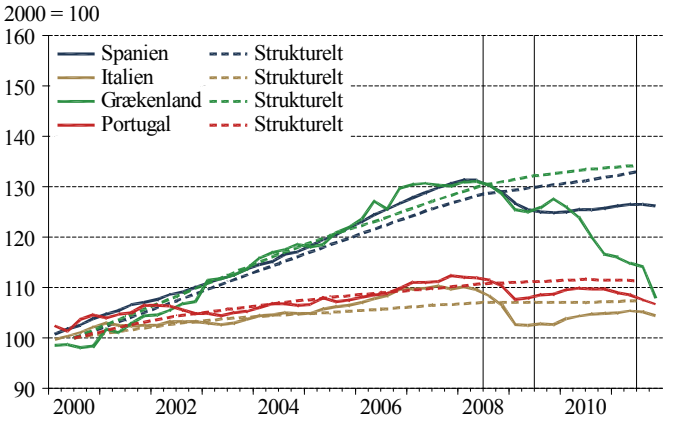
Figur II.2 BNP i udvalgte eurolande



Anm.: De lodrette streger svarer til inddelingen i fire delperioder, jf. ovenfor. I figurerne angiver strukturelt BNP OECD's skøn. Strukturelt BNP er normeret til 100 i år 2000. Seneste observationer er 4. kvartal 2011.

Kilde: EcoWin og OECD, *Economic Outlook*.

Figur II.3 BNP i udvalgte eurolande



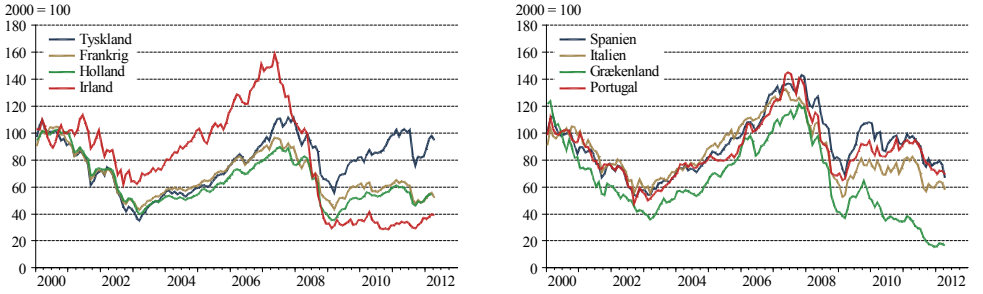
Anm.: Se anmærkning til figur II.2.

Kilde: EcoWin og OECD, *Economic Outlook*.

Kraftige aktiekursstigninger

Den økonomiske fremgang i euroområdet kom også til udtryk ved kraftige stigninger i aktiekurserne frem til 2007, jf. figur II.4. De stigende aktiekurser var dog ikke et særligt europæisk fænomen, og eksempelvis de amerikanske aktiekurser steg også kraftigt. En del af disse kursstigninger har formentlig ligget udover, hvad den økonomiske fremgang har kunnet forklare og afspejlet for positive forventninger til virksomhedernes fremtidige profitabilitet, pris- og renteudvikling samt til risici. Optimismen på aktiemarkederne har samtidig til en vis grad været selvforstærkende, idet stigende aktiekurser i sig selv kan tendere mod at skabe en aktivitetsfremgang, hvilket yderligere stimulerer aktiekurserne. De kraftige aktiekursstigninger ophørte i løbet af 2007, og i 2008 indtraf et kraftigt fald i aktiekurserne som et fundamentalt led i den globale finanskrise.

Figur II.4 Aktiekurser i udvalgte eurolande



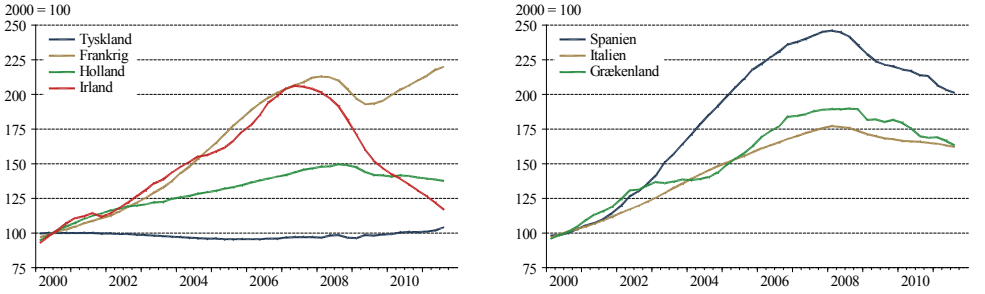
Anm.: Seneste observationer er april 2012.

Kilde: EcoWin.

Kraftige boligprisstigninger i visse lande

Ligesom aktiemarkederne var boligmarkederne i flere eurolande prægede af kraftige prisstigninger, jf. figur II.5. Boligprisstigningerne var især voldsomme i Spanien, Irland og Frankrig. Ligesom for aktiekurserne har den kraftige vækst i huspriserne formentlig i en vis grad afspejlet illusoriske forventninger omkring fremtidige vækstudsigter og prisudvikling samt en undervurdering af rente og risici. De kraftige boligprisstigninger bidrog til et boom i byggeaktiviteten i lande som Spanien og Irland. Der var dog også enkelte lande, herunder Holland, hvor prisstigningerne på fast ejendom var betydeligt mere afdæmpede, mens husprisstigninger var helt fraværende i Tyskland i den betragtede periode. I de lande, der oplevede kraftige prisstigninger på fast ejendom, blev husprisstigningerne udover den økonomiske fremgang og lave renter understøttet af en kraftig finansiel ekspansion i form af høj udlånsvækst. Dette var i særdeleshed tilfældet i Spanien og Irland fra 2004 og frem til 2008, jf. figur II.6. I flere år voksede udlånene med mere end 20 pct. af BNP i disse lande, hvor udlånene som andel af BNP nåede op på meget høje niveauer over 200 pct.

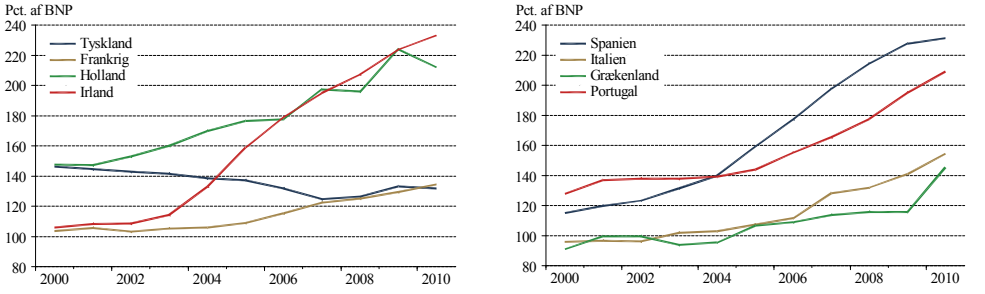
Figur II.5 Huspriser i udvalgte eurolande



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2011. OECD's husprisdatabase indeholder ikke huspriser for Portugal.

Kilde: OECD's husprisdatabase.

Figur II.6 Bankudlån i udvalgte eurolande



Anm.: Figurerne viser indenlandsk kredit stillet til rådighed af banksektoren.

Kilde: World Development Indicators. The World Bank.

Lempelig finanspolitik bidrog til fremgang …

På trods af den gunstige økonomiske udvikling havde en stor del af eurolandene betydelige offentlige budgetunderskud i årene op til 2008, jf. figur II.7 og II.8. Dette gælder eksempelvis Grækenland, Portugal og Italien, men også Tyskland og Frankrig. Finanspolitikken bidrog dermed til den kraftige aktivitetsfremgang og var derfor medskyldig i overophedningen af bolig- og aktiemarkederne i flere lande.

… og brud på stabilitets- og vækstpagten

Mange eurolande havde trods de gunstige konjunkturer budgetunderskud, der konsekvent var lige omkring og i flere tilfælde systematisk over treprocentsgrænsen. De adskillige overskridelser af underskudsgrænsen gav ikke anledning til, at landene blev pålagt sanktioner, som pagten ellers åbnede mulighed for, jf. også afsnit II.3.

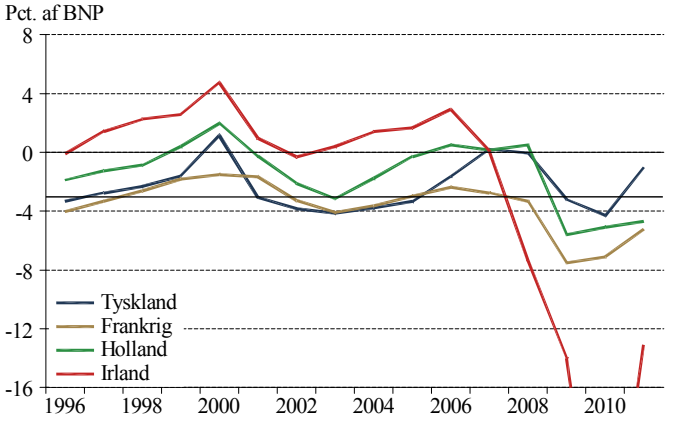
Stor gæld …

De systematiske underskud bidrog til, at den offentlige gæld i flere eurolande steg som andel af BNP eller forblev høj. I Grækenland og Italien forblev gælden på et niveau over 100 pct. af BNP, og i Portugal steg gælden fra under 50 pct. i 2000 til næsten 70 pct. i 2007. Gælden blev heller ikke nedbragt i lande som Tyskland og Frankrig og lå i begge lande lidt over grænsen på 60 pct. i 2007.

… og langsigtede udfordringer

De gode tider blev altså ikke, eller kun i yderst beskedent omfang, brugt til at konsolidere de offentlige finanser. Der var blandt andet som resultat heraf betydelige problemer relateret til den langsigtede finanspolitiske holdbarhed, allerede før krisen satte ind. Holdbarhedsberegninger foretaget af EU-Kommissionen i 2006 viste, at de offentlige finanser permanent skulle forbedres med mellem 3 og 4½ pct. af BNP i Tyskland, Frankrig, Grækenland, Italien og Spanien for at sikre langsigtet balance mellem indtægter og udgifter. Holdbarhedsproblemerne var et resultat af den store offentlige gæld i kombination med de forventede fremtidige demografiske forhold og indretningen af velfærdssystemerne.

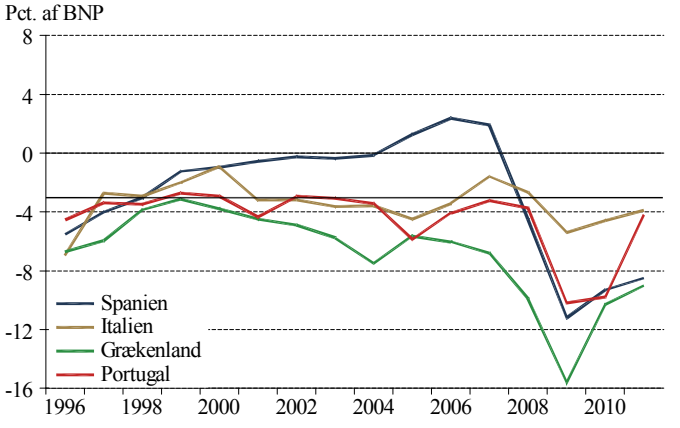
Figur II.7 Offentlig saldo i udvalgte eurolande



Anm.: Den vandrette streg angiver treprocentsgrænsen i stabilitets- og vækstpagten. Irlands budgetunderskud er ikke vist i 2010, da dette var exceptionelt stort som følge af kapitalindskud i banksektoren.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* og Eurostat.

Figur II.8 Offentlig saldo i udvalgte eurolande



Anm.: Den vandrette streg angiver treprocentsgrænsen i stabilitets- og vækstpagten.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* og Eurostat.

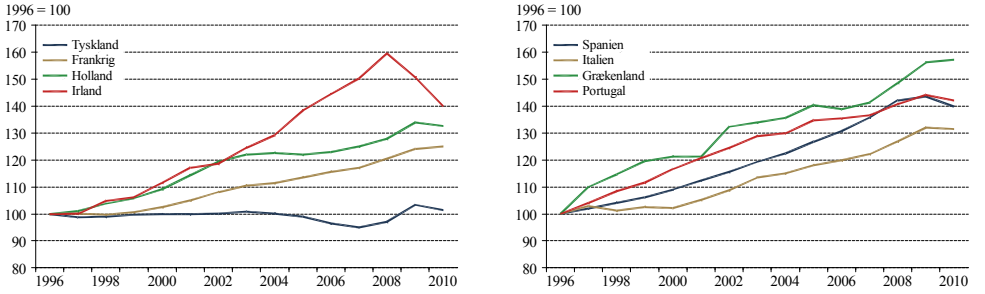
Tillid til de offentlige finanser

Som nævnt skete der i perioden op til euroens indførelse en indsnævring af rentespændene på statspapirer, og helt frem til sommeren 2008 var spændene (meget) tæt på nul. Der var dermed stor tillid til de offentlige finanser på trods af de betydelige offentlige underskud og den store offentlige gæld. Indsnævringen af rentespændene afspejler blandt andet, at indførelsen af en fælles valuta i euroområdet eliminerede den risikopræmie, der skyldtes valutakurs-usikkerhed, men også kreditrisikopræmien var stort set fraværende frem til 2008. Dette kan afspejle, at aktørerne på de finansielle markeder forventede, at eurokonstruktionen ville gavne den finanspolitiske disciplin. Fraværet af kreditrisikoen kan også opfattes som udtryk for forventninger om, at andre eurolande vil komme lande i alvorlige statsfinansielle problemer til undsætning, såfremt det skulle komme så vidt.

Konkurrenceevne-forværring i Sydeuropa

I løbet af den betragtede periode oplevede flere lande en betydelig forværring af konkurrenceevnen, jf. figur II.9. Dette var i særdeleshed tilfældet for flere sydeuropæiske lande. Manglende strukturreformer og stivheder på arbejdsmarkederne er formentlig nogle af de væsentlige årsager til, at lønningerne i disse lande steg relativt kraftigt i forhold til produktivitetsudviklingen. Tyskland var et af de eneste eurolande, der oplevede fald i de reale enhedslønomkostninger i den betragtede periode, hvilket blandt andet skal ses i lyset af reformer på arbejdsmarkedet og afdæmpede lønstigninger i den tyske fremstillingssektor. Den svækkede konkurrenceevne i flere sydeuropæiske lande bidrog til betydelige og stigende underskud på landenes betalingsbalancer, jf. figur II.10. Den forværrede betalingsbalance kan desuden være udtryk for, at de sydeuropæiske lande, på grund af deres eksportsammensætning, ikke i lige så høj grad som de nordeuropæiske har kunnet lukrere på fremgang i flere af de asiatiske økonomier. De store betalingsbalanceunderskud afspejlede i visse lande også en generel overophedning.

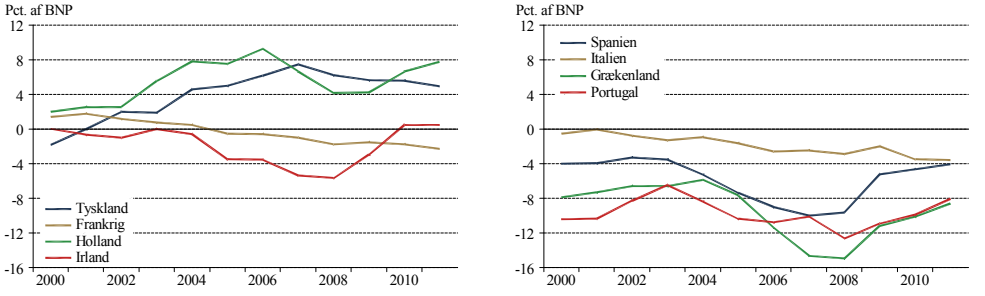
Figur II.9 Enhedslønomkostninger i udvalgte eurolande



Anm.: Enhedslønomkostninger er defineret som de gennemsnitlige lønomkostninger pr. produceret enhed. I figuren er vist enhedslønomkostninger for hele økonomien.

Kilde: OECD.

Figur II.10 Betalingsbalance i udvalgte eurolande



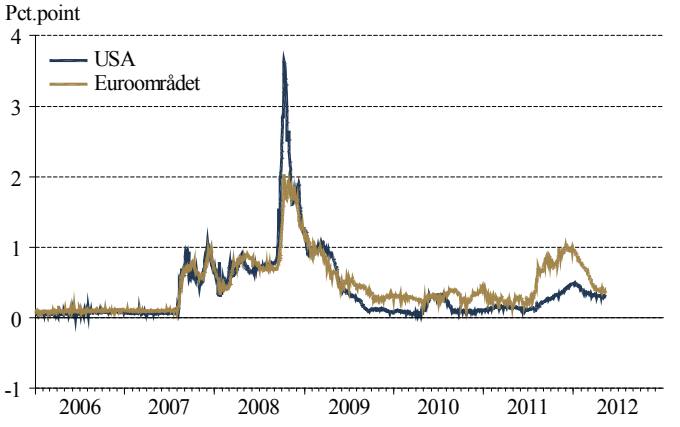
Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

Akut finanskrise – 2008-2009

Kraftige aktiekurs- og boligprisfald

De europæiske økonomier blev som resten af verden ramt af den finansielle krise, der for alvor udspillede sig, efter den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers gik konkurs i september 2008. Konkursen blev blandt andet udløst af massive tab på såkaldte subprime-realkreditlån og generelle prisfald på det amerikanske boligmarked. Dette samt andre krak i den finansielle sektor bidrog til at afsløre, at forventninger og risikovurderinger havde været overoptimistiske. Uroen bredte sig på de internationale finansielle markeder, og i løbet af efteråret 2008 steg risikopræmierne på pengemarkederne kraftigt, jf. figur II.11. Disse forhold var medvirkende til, at aktiekurserne samt forbruger- og erhvervstilliden styrtdykkede henover efteråret 2008 og foråret 2009. Flere eurolande, herunder i særdeleshed Spanien, Irland og Frankrig, oplevede ligesom USA betydelige boligprisfald og fald i byggeaktiviteten. En del af faldet i aktie- og boligpriser kan formentlig ses som naturlige korrektioner i lyset af, at priserne i årene op til den finansielle krises udbrud var steget til uholdbart høje niveauer.

Figur II.11 Risikopræmie på pengemarkedet



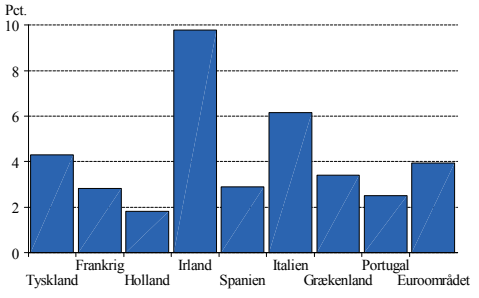
Anm.: Figuren viser forskellen mellem usikrede og sikrede (swap) tremåneders pengemarkedsrenter. Seneste observation er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

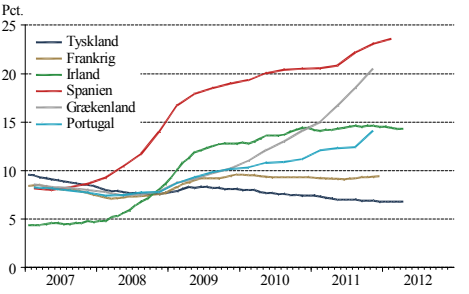
Store produktionsfald og stigning i ledigheden

De store fald i huspriser, aktiekurser og andre værdiansættelser førte til kraftige fald i forbrug, investeringer og byggeri og dermed til et særdeles stort realøkonomisk tilbageslag. Dette blev forstærket af kraftige opstramninger af kreditvilkårene, blandt andet som følge af de store tab i banksektoren. Også husholdningerne led store formuetab, hvilket bidrog til kraftige fald i efterspørgslen. Resultatet blev, at stort set alle europæiske lande oplevede betydelige produktionsfald og stigninger i ledigheden, jf. figur II.12. Fra første kvartal 2008 og frem til andet kvartal 2009 faldt BNP i euroområdet med 5,5 pct., og ledigheden steg fra begyndelsen af 2008 og frem til begyndelsen af 2010 fra knap 7,5 pct. til over 10 pct.

Figur II.12a Samlet BNP-fald fra 2007 til 2009



Figur II.12b Ledighed



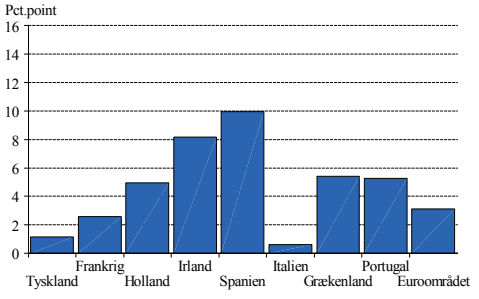
Anm.: Figuren til venstre viser faldet i BNP i løbet af 2008 og 2009. Bemærk at BNP-faldet i Grækenland i 2008 og 2009 var relativt begrænset, men det fortsatte i 2010 og 2011, hvor BNP faldt med henholdsvis 3,5 pct. og 6,9 pct. Det samlede fald i realt BNP i Grækenland fra 2007 til 2011 på 13 pct. er dermed det største blandt de viste lande. Seneste observationer for ledigheden er december 2011 for Frankrig, 4. kvartal 2011 for Portugal og Grækenland, 1. kvartal for Spanien og april 2012 for Irland og Tyskland.

Kilde: EcoWin og OECD, *Economic Outlook.*

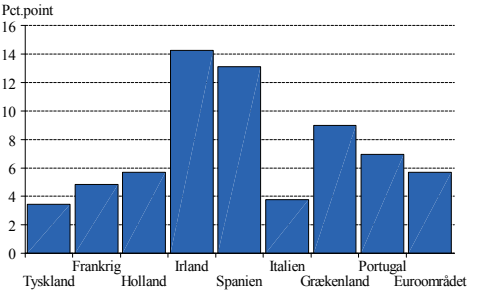
Massive politiske reaktioner på krisen

De politiske reaktioner på den finansielle uro og det enorme tilbageslag bestod i massive finans- og pengepolitiske lempelser og udstedelse af statslige garantier for indlån samt statslige kapitalindskud i bankerne. De pengepolitiske lempelser tog blandt andet form af rentesænkninger og mindskede krav til bankernes sikkerhedsstillelse. Den aktive finanspolitiske reaktion, i form af skattelettelser og stigninger i offentlig forbrug og investeringer, medførte en forværring af den strukturelle saldo på ca. 3 pct. af BNP i euroområdet fra 2007 til 2009, jf. figur II.13a. Sammen med de automatiske stabilisatorer bevirkede de finanspolitiske lempelser markante forværringer af den faktiske saldo, jf. figur II.13b. Samlet blev saldoen i euroområdet under et forværret med knap 6 pct. af BNP fra 2007 til 2009. Forværringen af de offentlige finanser var i særdeleshed markant i Spanien og Irland. For begge lande afspejler den kraftige forværring både virkningen af de automatiske stabilisatorer samt betydelige finanspolitiske lempelser.

Figur II.13a Forværring af strukturel saldo fra 2007 til 2009



Figur II.13b Forværring af faktisk saldo fra 2007 til 2009



Anm.: Figurerne angiver forværringen i løbet af 2008 og 2009.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*.

Genopretningsfase – 2009-2011

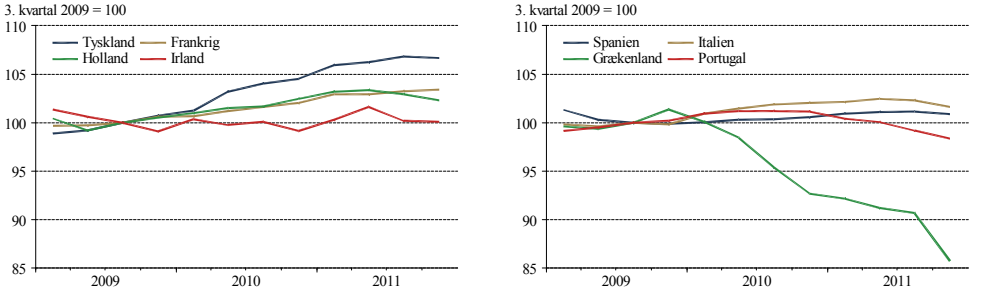
Bunden blev nået i sommeren 2009

I euroområdet begyndte BNP at vokse igen fra tredje kvartal 2009, omend aktivitetsfremgangen i de fleste lande var behersket. Fremgangen blev i de tidlige faser især trukket af de finans- og pengepolitiske lempelser samt en voksende eksport blandt andet som resultat af, at væksten i flere asiatiske økonomier ikke var ramt så hårdt af krisen. Samtidig bidrog et ophør af lagernedbringelse til fremgangen, som yderligere blev hjulpet godt på vej af en delvis normalisering af forholdene på de finansielle markeder. Dette bidrog til forbedringer i forbruger- og erhvervstilliden samt stigninger i aktiekurserne.

Todelt aktivitetsfremgang

Aktivitetsfremgangen i euroområdet har dog været uensartet. Frem mod sommeren 2011 var der en relativt solid konjunkturgenopretning i flere central- og nordeuropæiske lande, herunder i særdeleshed Tyskland, Frankrig, Holland og Belgien. Omvendt oplevede flere sydeuropæiske lande, såsom Spanien, Portugal og Grækenland, i denne periode stagnation eller ligefrem yderligere tilbagegang, jf. figur II.14. Forværringen af konkurrenceevnen i en række sydeuropæiske lande har begrænset mulighederne for et eksportdrevet opsving, ligesom frygten for konsekvenserne af statsgældskriserne i særlig grad bidrog til tilbageholdenhed i husholdningernes forbrug og i erhvervsinvesteringerne i disse lande.

Figur II.14 BNP i udvalgte eurolande



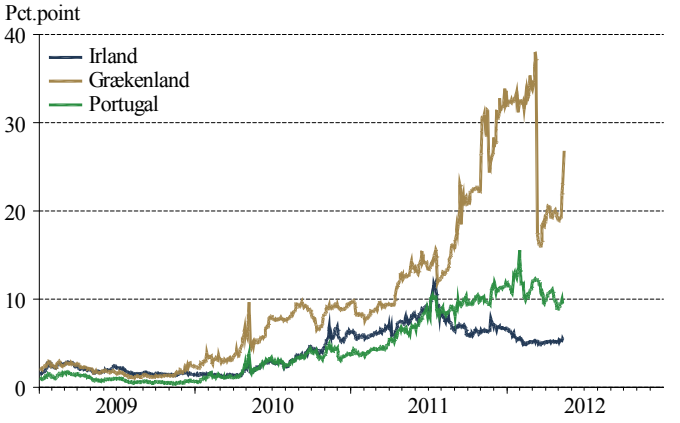
Anm.: Seneste observationer er 4. kvartal 2011.

Kilde: EcoWin.

Gældskriser i Grækenland, Irland og Portugal

Manglende tillid til de offentlige finanser resulterede i løbet af forsommeren 2010 i kraftigt stigende renter på græske statsobligationer, og Grækenland så sig i maj 2010 nødsaget til at anmode de øvrige europæiske lande og IMF om et nødlån for at kunne servicere sine gældsforpligtelser. Grækenland fik bevilget et 3-årigt lån på 110 mia. euro med tilhørende krav om finanspolitiske stramninger og reformer. I umiddelbar forlængelse af det græske nødlån etablerede EU tiltag, herunder hjælpefonden EFSF, med sigte på at inddæmme gældskrisen, jf. boks II.1. I løbet af efteråret 2010 begyndte problemer i den irske banksektor, som den irske stat forventedes i sidste ende at måtte hæfte for, at presse renten på irske statsobligationer op. Irland så sig derfor i november 2010 nødsaget til at anmode om nødlån, primært for at kunne få mulighed for at indskyde statslig kapital i banksektoren. I april 2011 blev det Portugals tur til at anmode om nødlån, ligeledes efter kraftige stigninger i renten på statsobligationer, jf. figur II.15. Rentestigningerne fulgte blandt andet i kølvandet på politiske problemer med at få vedtaget en plan med sigte på at nedbringe den relativt store portugisiske statsgæld.

Figur II.15 Rentespænd for 10-årige statspapirer



Anm.: Figuren viser rentespændet i forhold til Tyskland. Det store fald i renten på græske statspapirer i marts 2012 skal ses i lyset af omstruktureringen og nedskrivningen af den græske gæld. Seneste observationer er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Flere hjælpepakker til Grækenland

I sommeren 2011 blev det klart, at den første hjælpepakke til Grækenland ikke var tilstrækkelig til at hindre en uholdbar gældsudvikling. I juli 2011 indgik eurolandene derfor en aftale om lavere renter og forlængede løbetider på det eksisterende lån til Grækenland. I februar 2012 fik Grækenland behov for yderligere nødlån i form af et 4-årigt lån på 130 mia. euro fra eurolandene og IMF. Det var en forudsætning for det nye lån, at gælden til de private investorer skulle nedskrives, og de resterende dele restruktureres. Restruktureringen består af forlængede løbetider, ændrede rentesatser og ombytning af obligationer.

Boks II.1 Den europæiske redningsfond

EFSM (*European Financial Stability Mechanism*) blev oprettet i maj 2010 umiddelbart efter, at det første nødlån til Grækenland var givet. EFSM er en fælles fond for de 27 EU-lande, der kan stille garantier for lånepakker på op til 60 mia. euro i alt. Fonden fungerer ved, at Kommissionen kan optage lån på finansmarkederne med sikkerhed i EU-budgettet.

EFSF (*European Financial Stability Facility*) blev oprettet i juni 2010. Kun eurolande kan søge om lån i EFSF. Finansieringen af lånene består primært af udstedelsen af EFSF-obligationer baseret på statsgarantier fra eurolande. De enkelte eurolande bidrager med garantier svarende til de andele af deres oprindelige indskud ved oprettelsen af ECB. Den nuværende effektive låneramme er på 440 mia. euro.

EFSF kan foretage følgende tiltag: 1) udstede obligationer eller andre gældsinstrumenter, 2) købe op på de primære[a)] gældspapirmarkeder, 3) handle på de sekundære[b)] gældspapirmarkeder, 4) udlåne på baggrund af et forebyggende program[c)] og 5) finansiere kapitalindskud i finansielle institutioner gennem lån til regeringer.

EFSF vil ikke tilbyde lån efter juli 2013, og den eneste aktivitet i EFSF vil herefter være at håndtere de indtil da udstedte lån og de tilhørende finansieringstiltag. I november 2010 annonceredes det, at EFSF blev afløst af ESM, jf. afsnit II.3.

EFSF har hidtil bidraget til finansieringen af hjælpepakkerne til Irland og Portugal og været involveret i den anden hjælpepakke til Grækenland. De samlede langsigtede forpligtelser pr. 30. marts 2012 for EFSF er ca. 200 mia. euro.[d)]

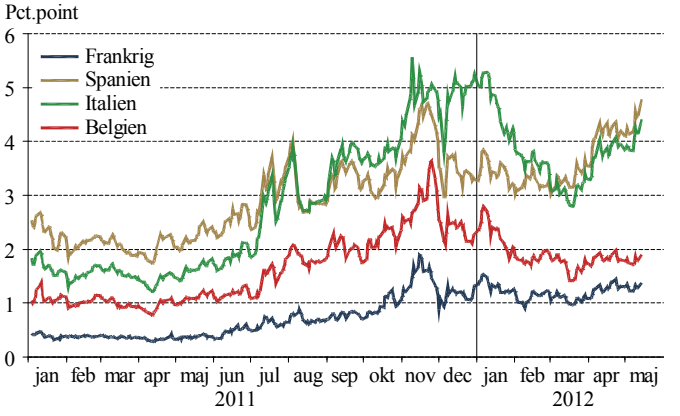
a) De primære markeder består af udstedelser af gældspapirer. Ofte benyttes en auktionslignende mekanisme.
b) De sekundære markeder består af transaktioner, hvori allerede udstedte gældspapirer indgår. Handlen foregår enten gennem bilaterale handler (OTC) eller på børser.
c) Lån baseret på forebyggende programmer er til lande, der ikke opfylder kriteriet om at være i akut finansiel krise, men som ikke har adgang til at låne på de finansielle markeder. Landene i det forebyggende program skal således være udsat for midlertidige, ydre finansielle problemer, der kan bringe landet i fare.
d) Jf. *Statement of the Eurogroup*, 30 March 2012.

Tillidskrise – 2011-

Frygt for at statsgældskrisen spreder sig

På trods af annonceringen af en permanent redningsfond i slutningen af 2010 steg frygten for, at større eurolande kunne ende med at gå statsbankerot gradvist igennem 2011. Denne nye tillidskrise kom blandt andet til udtryk ved stigninger i renterne på italienske, spanske og i nogen grad franske og belgiske statspapirer. Rentespændene på italienske og spanske statspapirer steg således fra 2 pct.point ved indgangen til 2011 til 5 pct.point i november, jf. figur II.16. Frygten for, at disse lande skulle få problemer med at servicere deres gæld, skyldes sandsynligvis flere forhold, herunder nedjusteringer af vækstforventningerne, politiske besværligheder i EU med at få forhandlet centrale initiativer på plads og folkelig modstand mod nødvendige finanspolitiske opstramninger og strukturreformer i udsatte lande.

Figur II.16 Rentespænd



Anm.: Figuren viser rentespændet for 10-årige statsobligationer i forhold til Tyskland. Seneste observationer er medio maj 2012.

Kilde: EcoWin.

Kobling mellem statspapirer og finansielle markeder

Udviklingen forstærkedes af en gensidig kobling mellem udviklingen i statsfinanserne og de finansielle markeder. I takt med at renterne på statspapirer steg, oplevede bankerne nedskrivninger på deres beholdninger af statsobligationer, hvilket gjorde det sværere for bankerne at skaffe likviditet på markederne. Bankerne holdt sig derfor i højere grad tilbage fra at opkøbe statsobligationer fra mere risikable lande og søgte i stedet over mod eksempelvis tyske statspapirer, der opfattes som relativt sikre. Den lavere efterspørgsel efter statsobligationer fra udsatte lande betød stigende renter, hvilket bidrog til yderligere kurstab på bankernes beholdninger af statspapirer.

Bedring i begyndelsen af 2012 …

I slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012 blev den negative spiral brudt, og rentespændene på blandt andet spanske og italienske statspapirer faldt tilbage. Baggrunden for dette var en række nye EU-tiltag, som beskrives nærmere i afsnit II.3. Disse initiativer havde til formål at skabe større tiltro til udviklingen i de offentlige finanser og virkede tilsyneladende efter hensigten. En anden faktor, der sandsynligvis har haft indvirkning, er ECB's tiltag, ikke mindst i form af udlån med tre års løbetid. Disse lån har givet banker og andre finansielle institutioner bedre mulighed for at kunne beholde eller ligefrem købe statsobligationer fra udsatte lande.

… men dog kun midlertidigt

Siden marts er renterne på spanske og italienske statsobligationer imidlertid steget igen, og de lå medio maj måned godt 4 pct.point højere end den tyske statsobligationsrente. Statsfinansielle problemer i Spanien og Italien vil være væsentligt sværere at håndtere via fælleseuropæiske tiltag end kriserne i eksempelvis Grækenland og Portugal, da der er tale om relativt store lande, som har store finansieringsbehov, jf. også afsnit II.4. Der er i særdeleshed udtalt bekymring for de spanske bankers solvens og de eventuelt afsmittende effekter på de offentlige finanser af problemerne i den spanske banksektor. Den bristede boligboble og adskillige års boligprisfald udgør nogle af de primære forklaringer på bekymringerne omkring den spanske banksektor. Dette illustrerer, ligesom det irske tilfælde, at statsfinansielle problemer ikke nødvendigvis i første omgang skyldes usunde offentlige finanser, men også kan være et resultat af andre ubalancer. Spanien fik, som et af få euro-

lande, nedbragt sin offentlige gæld i perioden op til finanskrisen og havde i udgangspunktet relativt sunde offentlige finanser. Samtidig skete der dog, som nævnt, en kraftig oppustning af de spanske ejendomspriser, hvilket bidrog til en stor og snævert fokuseret eksponering for de spanske banker.

Statsgældskriser kan sprede sig via banksektoren

En statsfinansiel krise i et land kan sprede sig til andre lande ad flere forskellige kanaler, hvoraf en af de vigtigste formentlig er banksektoren. Statsbankerot i et land kan således føre til væsentlige tab for finansielle institutioner i andre lande, såfremt disse institutioner holder statsobligationer fra det pågældende land. Massive tab på statspapirer vil i sidste ende kunne føre til solvenskriser i banksektoren, og der kan som følge heraf opstå et behov for statslige kapitalindskud, hvilket vil svække de offentlige finanser. OECD har illustreret et alvorligt risikoscenarie i form af fulde nedskrivninger af belgiske, italienske og spanske statsobligationer. Et sådant scenarie vil ikke alene medføre kraftige tab for bankerne i de berørte lande, men også betydelige tab for banker i såvel Tyskland som Frankrig, jf. tabel II.1. Nedskrivningen ville betyde en eliminering af mere end halvdelen af egenkapitalen ("Core Tier 1") i tyske og franske banker. Dette vil betyde, at den tyske og franske banksektor som helhed enten må rejse ny kapital eller nedbringe deres udlån markant for at kunne overholde solvenskravene. Da de enkelte banker har forskellige risikoprofiler, vil et sådan scenarie sandsynligvis medføre konkurs for nogle tyske og franske banker. Dette giver en principiel illustration af, hvordan statsbankerotter i enkelte lande vil kunne igangsætte en ny finanskrise af voldsom styrke. Det skal dog understreges, at det betragtede scenarie, med 100 pct. gældsnedskrivelse i alle tre lande, er ekstremt.

Tabel II.1 Stresstestede bankers tab som følge af hypotetisk 100 pct. tab på belgiske, italienske og spanske statsobligationer

	Tab i pct. af egenkapital	Tab i pct. af egenkapital udover kapitalkravet på 4,5 pct.	Tab i pct. af BNP
Tyskland	54	104	2,5
Frankrig	62	134	5,2
Italien	209	535	10,8
Spanien	171	441	22,6
Belgien	188	311	15,3

Anm.: Egenkapital angiver "Core Tier 1" kapital. Kapitalkravet på 4,5 pct. angiver kravet for egenkapital i forhold til de risikovægtede aktiver i Basel III.

Kilde: OECD, *Economic outlook 90.*

Nye, midlertidige krav til kapital i banker

Som konsekvens af risikoen for spredning af krisen via banksektoren enedes EU-landene i oktober 2011 om midlertidigt at hæve bankernes egenkapitalkrav til 9 pct., med virkning fra sommeren 2012[1]. Opfyldelsen af det nye krav skulle først og fremmest ske ved en rejsning af ny kernekapital. Det europæiske banktilsyn (EBA) vurderer, at den største del af opfyldelsen af kravene sker ved, at bankerne tilbageholder overskud i både 2011 og 2012 samt konverterer en del af den hybride kernekapital til kernekapital. Omkring 75 pct. af tilpasningen vurderes at ske som følge af ny kapital, mens den resterende del må ske ved at nedbringe andelen af risikable aktiver. Ifølge beregninger fra IMF vil stramningen af kapitalkravene medføre en reduktion i udlånene på godt 7 pct. af bankernes samlede aktiver.[2]

1) EBA vurderede i februar 2012, at de nye midlertidige krav indebærer, at de omfattede banker skal øge deres kapital med 78 mia. euro, jf. *Overview of the Capital Plans following the EBA Recommendation*.

2) *Global Financial Stability Raport.* April 2012, International Monetary Fund.

Spredning kan også ske via forventninger om "bail-out"

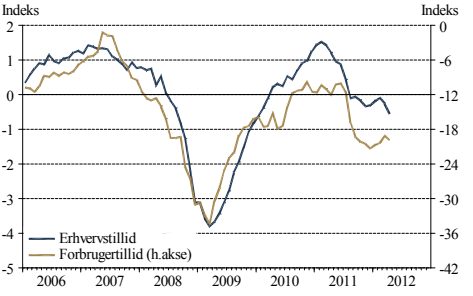
Spredning af statsfinansielle problemer kan også ske via forventninger om, at andre lande i sidste ende vil træde til og komme nødstedte lande til undsætning. I den aktuelle situation er det sandsynligt, at aktørerne på de finansielle markeder til en vis grad indregner, at store lande som Tyskland og Frankrig vil komme til at bidrage med yderligere midler til at finansiere hjælpepakker til eurolande, der kommer i alvorlige problemer, jf. diskussionen i afsnit II.3. Hvis denne forventning forstærkes som følge af udviklingen i de mest berørte lande, kan det føre til en stigning i renten på tyske og franske statsobligationer alene af denne grund.

Forventningsskifte

Sideløbende med den stigende frygt for spredning af statsgældskrisen blev forventningerne til den økonomiske situation gradvist nedjusteret gennem 2011, hvilket afspejlede sig i kraftige fald i forbruger- og erhvervstilliden og faldende aktiekurser, jf. figur II.17. Såvel aktiekurser som tillidsindikatorer er dog fortsat over niveauet, da finanskrisen kulminerede i slutningen af 2008 og begyndelsen af 2009. Den økonomiske vækst i euroområdet var endvidere meget svag i andet halvår 2011, og flere lande oplevede BNP-fald i fjerde kvartal.

Figur II.17a Aktiekurser i euroområdet

Figur II.17b Erhvervs- og forbrugertillid i euroområdet



Anm.: Seneste observation for aktiekurserne er medio maj 2012. Seneste observationer for forbruger- og erhvervstillid er april 2012.

Kilde: EcoWin.

Store offentlige konsoliderings-behov på lang sigt …

De betydelige offentlige underskud, der fulgte i kølvandet på den økonomiske krise, har i betragteligt omfang forøget den offentlige gæld i de fleste lande, jf. tabel II.2. Stigningen i den offentlige gæld har været dramatisk i Spanien, Portugal, Irland og Grækenland. Som nævnt var der allerede inden det store tilbageslag i 2008-09 betydelige konsolideringsbehov som følge af uholdbar finanspolitik på lang sigt i flere eurolande. Forværringen af de offentlige finanser har imidlertid gjort holdbarhedsproblemerne endnu større i de fleste eurolande, og der er dermed et betydeligt behov for at konsolidere finanspolitikken på lang sigt. De langsigtede finanspolitiske udfordringer er i særdeleshed store i Grækenland, Irland, Spanien, Holland og Portugal.

Tabel II.2 Offentlig bruttogæld og finanspolitisk holdbarhed i udvalgte lande

	Gæld i 2000	Gæld i 2007	Gæld i 2011	Holdbarheds-indikator 2011
	Pct. af BNP			
Tyskland	60	65	81	5,0
Frankrig	57	64	86	4,0
Holland	54	45	65	9,2
Italien	109	103	120	2,3
Spanien	59	36	69	12,0
Grækenland	104	107	165	20,3[a)]
Portugal	48	68	108	8,9[a)]
Irland	37	25	108	15,2
Belgien	108	84	98	5,2

a) Grækenland og Portugals holdbarhedsindikatorer stammer fra EU-Kommissionens rapport *Public Finances in EMU 2010.*

Anm.: Holdbarhedsindikatoren (S2) angiver den årlige forbedring af den primære saldo i pct. af BNP, der kræves, for at nutidsværdien af de samlede indtægter svarer til nutidsværdien af de samlede offentlige udgifter plus den initiale gæld. Bemærk, at fortegnet på EU's indikator dermed er det modsatte af indikatoren, der normalt anvendes i dansk sammenhæng, herunder i kapitel III. I EU's opgørelse angiver et positivt tal et holdbarhedsproblem, mens et positivt tal i kapitel III angiver, at økonomien er overholdbar. De viste holdbarhedsindikatorer stammer fra EU-Kommissionens kommentarer til landenes stabilitets- og konvergensprogrammer fra sommeren 2011, bortset fra Grækenland og Portugal.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* og EU-Kommissionen.

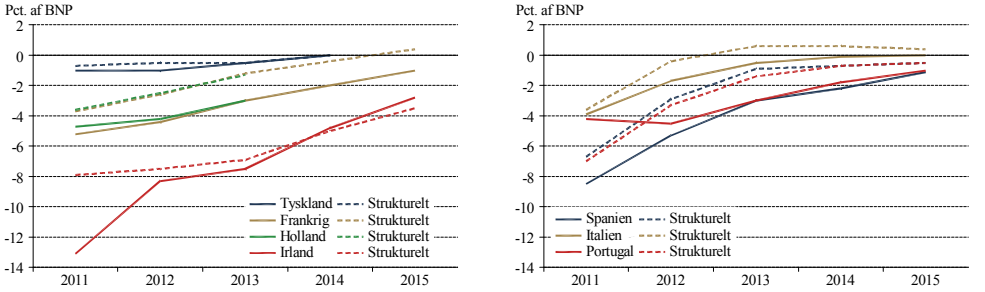
… og på kort sigt

Den kraftige forværring af de offentlige finanser i forbindelse med krisen betyder, at der også er et betydeligt behov for at forbedre de offentlige finanser på kort og mellemlang sigt. Den aktuelle tillidskrise forstærker dette behov. En del af denne krævede forbedring vil komme i takt med, at konjunktursituationen bliver genoprettet, men der er også behov for, at lempelserne, der blev gennemført i forbindelse med krisen, bliver rullet tilbage, og at den strukturelle saldo dermed forbedres. De fleste EU-lande har siden 2009 fået en henstilling fra EU-Kommissionen om at opstramme finanspolitikken som konsekvens af, at de offentlige underskud har oversteget treprocentsgrænsen fra stabilitets- og vækstpagten. De enkelte landes stabilitets- eller konvergensprogrammer beskriver, hvorledes denne opstramning skal finde sted.

Påbegyndte opstramninger fortsættes de kommende år

De fleste EU-lande har påbegyndt opstramningen af finanspolitikken i løbet af 2010 og 2011. De kommende år er der udsigt til, at de påbegyndte finanspolitiske opstramninger fortsættes, jf. figur II.18. Stramningerne vil i særdeleshed være betydelige i Spanien og Portugal, der påregner at forbedre den strukturelle saldo med omkring 6 pct. af BNP fra 2011 frem til 2015. Der er naturligvis også behov for betydelige opstramninger af finanspolitikken i Grækenland, men den græske regering har endnu ikke, medio maj, indleveret et stabilitetsprogram for 2012, og der er betydelig usikkerhed omkring den fremtidige opstramning som følge af den politiske situation. Omvendt er der kun udsigt til en moderat opstramning af finanspolitikken i Tyskland. Allerede i 2011 nåede det faktiske budgetunderskud i Tyskland ned under treprocentsgrænsen, hvilket primært skyldtes den relativt kraftige vækst.

Figur II.18 Faktisk og strukturel saldo i udvalgte eurolandes stabilitetsprogrammer



Anm.: Figurerne viser de enkelte landes skøn for den faktiske og strukturelle offentlige saldo fra deres stabilitetsprogrammer. Det hollandske stabilitetsprogram går kun til og med 2013, mens Tysklands stabilitetsprogram går til 2014. I 2011 blev den faktiske saldo i særdeleshed forbedret i Portugal, hvilket dog primært skyldtes en ekstraordinær overførsel af private pensionsmidler til den offentlige sektor.

Kilde: De enkelte landes stabilitetsprogrammer fra foråret 2012.

II.3 Finanspolitiske rammer

Behov for finanspolitiske spilleregler i en møntunion

I en møntunion, dvs. en sammenslutning af selvstændige stater med samme møntenhed, er der et behov for et sæt af finanspolitiske spilleregler, der kan begrænse risikoen for, at de enkelte lande fører en uansvarlig finanspolitik. I afsnittet forklares indledningsvist de overordnede argumenter for nødvendigheden af særlige finanspolitiske rammer i en møntunion. Afsnittets anden del indeholder en kort gennemgang af de konkrete regler, der er gældende i ØMU'en.

Generelle finanspolitiske rammer

Stærk integration øger spredningseffekten af finanspolitik

Behovet for finanspolitiske rammer i en møntunion hænger sammen med den store indbyrdes afhængighed mellem landene, der er i en sådan union. Den store afhængighed er et resultat af, at der typisk er en stor økonomisk og finansiel integration mellem landene i en møntunion. Ændringer i finanspolitikken i ét land vil som følge af international handel altid påvirke aktiviteten i nabolandene, uanset om landene indgår i en møntunion eller ej, men effekten vil typisk være væsentlig større i en møntunion som følge af

den stærkere integration og den fastlåste valutakurs. Dette trækker i retning af, at der i en møntunion kan være en naturlig interesse i at fastlægge fælles regler omkring finanspolitikken.

Finanspolitikken kan sprede sig gennem fælles pengepolitik

I en møntunion kan finanspolitikken i ét land påvirke de andre lande i unionen ad en række ekstra kanaler, hvilket forøger behovet for fælles finanspolitiske regler yderligere. Et særkende ved møntunioner er, at landene er underlagt en fælles pengepolitik. Hvis der i et eller flere lande føres en særligt lempelig finanspolitik, vil det som udgangspunkt føre til en forøgelse af den gennemsnitlige inflation i møntunionen. Dette kan føre til, at centralbanken må øge den pengepolitiske rente for at holde inflationen nede, hvilket kan være uhensigtsmæssigt for de lande, der ikke har ført en lempelig finanspolitik.

Mistillid kan i sidste ende føre til statsbankerot

En anden og potentielt mere alvorlig spredningseffekt opstår, hvis et land fører en økonomisk politik, hvor der opstår mistillid til, at landet er i stand til fuldt ud at tilbagebetale den offentlige gæld. Stiger gælden for hurtigt i et land, vil investorerne begynde at kræve en højere rente og på et tidspunkt måske slet ikke låne landet penge. Herved mister staten muligheden for at finansiere sit underskud og refinansiere sin gæld på kapitalmarkederne, og i sidste ende kan en statsbankerot blive konsekvensen. Mistillid til de offentlige finanser – og dermed frygten for statsbankerot – vil normalt være knyttet til en uholdbar finanspolitik.

Øget krav om holdbarhed i møntunion

En statsbankerot vil under alle omstændigheder påvirke nabolandene, fordi tab på statsobligationer og tab i den finansielle sektor hurtigt spredes. I en møntunion vil omkostningerne for de andre lande imidlertid være særligt store, og der er derfor en gensidig interesse i, at hvert enkelt land fører en holdbar finanspolitik. Den højere spredningseffekt i en møntunion og dermed større omkostninger skyldes først og fremmest at økonomierne, som nævnt, typisk er mere integrerede både realt og finansielt. Stigende renter, tab på statsobligationer og udlån, og uro i den finansielle sektor i et land vil derved let sprede sig til de øvrige lande i møntunionen.

Forventninger om bail-out

Truslen om en statsbankerot i et land i en møntunion kan også sprede sig, hvis der opstår forventninger hos investorer om, at de øvrige lande vil komme et kriseramt land til undsætning. Denne forventning vil i en møntunion være delvis velbegrundet, netop som følge af landenes stærke økonomiske relationer og fælles valuta. Manglende tillid til finanspolitikken i et enkelt land kan skabe forventninger om, at de øvrige lande vil påtage sig forpligtelser, hvilket kan føre til, at der også opstår mistillid til de øvrige landes statsfinanser. Manglende disciplin i ét land kan på denne måde give problemer med højere statsgældsrente i andre lande. Samtidig indebærer udsigten til assistance (bail-out) en risiko for, at den finanspolitiske disciplin mindskes. Denne risiko for svagere finanspolitisk disciplin er klart større i en valutaunion, og det er ikke mindst denne risiko, der udgør en hovedbegrundelse for, at der er behov for fælles og troværdige finanspolitiske rammer i en møntunion.

Pres på centralbanken

En variant af problemet omkring bail-out er risikoen for, at der kan opstå et pres på den fælles pengepolitik. Som udgangspunkt tilrettelægges pengepolitikken ud fra de økonomiske forhold i hele unionen. Hvis der imidlertid opstår mistillid til de offentlige finanser i et enkelt land eller i en gruppe af lande, kan der som følge af de store indbyrdes afhængigheder opstå et pres for, at centralbanken gennemfører ekstraordinære tiltag for at hjælpe det eller de nødstedte lande. Dette kan i nogen situationer være i strid med andre mere overordnede hensyn (f.eks. om inflationsmålsætningen) og kan medføre en risiko for tab af troværdighed for den fælles centralbank. Forventningen om, at centralbanken måske gennemfører ekstraordinære tiltag, der kan hjælpe lande i problemer, øger risikoen for en udisciplineret finanspolitik.

Lande udenfor en møntunion har andre redskaber til at løse problemer

For lande i en møntunion kan den finanspolitiske holdbarhed reelt kun sikres gennem en ansvarlig finanspolitik, hvor det løbende underskud på de offentlige finanser begrænses, så den offentlige gæld ikke vokser ud af kontrol. Ved at indgå i en møntunion fraskriver de enkelte lande sig muligheden for at finansiere de løbende underskud helt eller delvist via centralbanken. For lande, der har en selvstændig valuta, er det principielt muligt at finansiere det offentlige

underskud via pengeskabelse – enten direkte eller gennem centralbankens opkøb af statsobligationer. En monetarisering af statsgælden vil føre til fald i værdien af landets valuta, hvilket på kort sigt kan forbedre konkurrenceevnen og landets vækst, og den resulterende inflation vil bidrage til at udhule den reale værdi af den eksisterende gæld. Netop fordi landene i en møntunion ikke har denne blidere vej ud af statsfinansielle problemer, bliver kravet om fælles finanspolitisk disciplin, der minimerer risikoen for statsfinansielle problemer, mere påkrævet. Ved at fraskrive sig muligheden for at anvende valutakursen til at inflatere sig ud af problemer med stigende statsgæld vil lande, der indgår i en møntunion til gengæld typisk opleve et fald i renteniveauet. Dette kom eksempelvis til udtryk for en række lande ved indtrædelsen i ØMU'en.

Holdbarhed er fundamentalt …

Ideelt set kunne den nødvendige finanspolitiske koordinering i møntunionen bestå i, at de enkelte lande forpligtede sig til at føre en holdbar finanspolitik. Selvom kravet om finanspolitisk holdbarhed er fundamentalt, kan det dog ikke stå alene. Finanspolitisk holdbarhed er et langsigtet begreb, der bygger på en lang række antagelser om den fremtidige udvikling, herunder om den fremtidige finanspolitik. Om den økonomiske politik er holdbar, afhænger således ikke bare af den aktuelle finanspolitik, men også af en række beslutninger, der træffes i fremtiden. Vurderingen af, om en given finanspolitik er holdbar eller ej, afhænger også af, hvilken rente, der forudsættes at gælde i fremtiden. En given udvikling i de primære offentlige indtægter og udgifter, som er holdbar ved én renteforudsætning, kan meget vel være uholdbar ved en anden. Stiger renten tilstrækkeligt – eksempelvis som følge af en begrundet eller ubegrundet tvivl om finanspolitikkens troværdighed – vil finanspolitikken i et hvilket som helst land med gæld ende med at blive uholdbar.

… men må suppleres med andre mål

Udover at være afhængig af en række forudsætninger er der yderligere det problem med begrebet finanspolitisk holdbarhed, at det ikke giver nogle klare retningslinjer for fastlæggelsen af den økonomiske politik på kort og mellemlang sigt. Store underskud og kraftig gældsopbygning på kort sigt kan i en holdbarhedsberegning modgås af store

saldoforbedringer på meget lang sigt. Hertil kommer, at finanspolitisk holdbarhed ikke lægger grænser på det langsigtede gældsniveau. Det er derfor oplagt, at de finanspolitiske rammer i en møntunion må suppleres med nogle mere håndfaste mål.

Gældsloft

Et operationelt krav til finanspolitikken kan være et gældsloft, altså et krav om, at statsgælden ikke må overskride en vis andel af BNP. Et sådant krav medfører pr. definition, at finanspolitikken er holdbar. Fastlæggelsen af et hensigtsmæssigt niveau for gældsloftet er naturligvis forbundet med vanskeligheder. Desværre giver holdbarhedskravet ikke direkte hjælp, da finanspolitisk holdbarhed er foreneligt med mange gældsniveauer på lang sigt.

Underskudgrænse

Som supplement eller alternativ til gældsloftet kan der indføres et krav om maksimale underskud på den offentlige saldo. Overholdes en sådan grænse for underskuddet på den faktiske saldo indebærer det, at kravet om finanspolitisk holdbarhed overholdes, så længe der er en langsigtet positiv vækst. Sammenhængen mellem gæld og saldo, fremgår af boks II.2.

Gældsloft og underskudsgrænse begrænser finanspolitikken

Både et gældsloft og en underskudsgrænse lægger begrænsninger på finanspolitikken i forhold til en række andre økonomisk politiske målsætninger. På kort sigt kan især underskudskravet komme i konflikt med ønsket om at anvende finanspolitikken til stabilisering af konjunkturerne. På længere sigt kan gælds- og underskudsgrænserne vanskeliggøre en udjævning af eksempelvis demografiske udsving. Når der er demografisk modvind, kan det i en periode være ønskeligt at tillade lidt større underskud og dermed stigende gæld. Hvis dette ikke er muligt, fordi der er en grænse for underskuddet eller gældens størrelse, kan det være nødvendigt at sænke serviceniveauet eller øge skatterne for at finansiere de demografisk betingede merudgifter og mindreindtægter. Derved kan en grænse for gælden begrænse muligheden for at stille store og små generationer lige – også i de tilfælde, hvor en demografisk betinget gældsopbygning måtte være i overensstemmelse med en holdbar finanspolitik.

Mål for strukturel saldo bidrager til bedre saldo i gode tider

Ønsket om at skabe plads til konjunkturudjævning kan delvist tilgodeses ved at fastsætte krav til finanspolitikken baseret på den strukturelle (eller konjunkturrensede) saldo. Forskellen mellem den faktiske og den strukturelle saldo udtrykker den konjunkturafhængige del af den offentlige saldo. Konjunkturafhængigheden er modstykket til de automatiske stabilisatorer, der bidrager til en mere jævn realøkonomisk udvikling. Ved at stille krav til den strukturelle saldo – f.eks. at denne normalt skal være i balance – opnås en mere hensigtsmæssig tilrettelæggelse af finanspolitikken henover konjunkturcyklen. I gode tider vil der blive overskud på de offentlige finanser, og der vil være mindre risiko for, at landene bliver nødt til at stramme finanspolitikken i dårlige konjunktursituationer. Opgørelsen af den strukturelle saldo er imidlertid forbundet med en vis usikkerhed, jf. også kapitel I.

Aktiv finanspolitik kræver plads i forhold til kravet

Kravet til den strukturelle saldo må tilrettelægges sådan, at de automatiske stabilisatorer kan udspille sig, og lande med kraftige automatiske stabilisatorer må derfor alt andet lige have en bedre strukturel saldo. Hvis man derudover ønsker at gøre brug af diskretionære finanspolitiske tiltag, er det endvidere nødvendigt, at den strukturelle saldo i udgangspunktet er bedre end det givne krav. Det skyldes, at en aktiv lempelse af finanspolitikken som udgangspunkt vil forværre den strukturelle saldo.

Boks II.2 Gældsdynamik og selvopfyldende forventninger

Udviklingen i et lands statsgæld målt som andel af BNP er bestemt af den primære saldo, renten på gælden og den nominelle vækstrate i økonomien:

$$D_{t+1} = \frac{1}{1+g}\left(D_t + i \cdot D_t - B_t\right) \tag{1}$$

hvor D_t er nettogælden i pct. af BNP ved begyndelsen af året, $i \cdot D_t$, er rentebetalingerne på gælden i pct. af BNP og B_t er overskuddet på den primære saldo dvs. forskellen mellem skatteindtægterne og alle udgifter, ekskl. renteudgifter. i er den nominelle rente, og g er vækstraten i nominelt BNP; både i og g antages konstante.

Den offentlige saldo er lig den primære saldo minus renteudgifter. Benævnes den offentlige saldo i procent af BNP S_t kan (1) også skrives:

$$D_{t+1} = \frac{1}{1+g}\left(D_t - S_t\right) \tag{2}$$

Antages det, at saldoen i pct. af BNP er konstant, dvs. $S_t = S$ i alle år, vil gældskvoten konvergere imod en bestemt værdi, D. Denne kan findes ved at sætte $D_{t+1} = D_t = D$:

$$D = -\frac{S}{g} \tag{3}$$

Størrelsen af den langsigtede gæld afhænger dermed både af saldoen og vækstraten. Hvis den nominelle vækstrate i økonomien eksempelvis er 4 pct. om året (g = 0,04, svarende til en inflation på 2 pct. og en real vækstrate på 2 pct.), vil et underskud på 3 pct. af BNP (S = −0,03) føre til, at nettogælden bevæger sig imod 75 pct. af BNP (=0,03/0,04). Hvis underskuddet i gennemsnit udgør 4 pct. af BNP, vil nettogældskvoten bevæge sig imod 100 pct. af BNP (=0,04/0,04). Bruttogælden vil ligge højere svarende til værdien af statens aktiver.

Er væksten lavere, f.eks. 3 pct. om året, vil den langsigtede nettogældskvote med et årligt underskud på 4 pct. af BNP blive 133 pct. af BNP (=0,04/0,03). Dette illustrerer de langsigtede gældskonsekvenser af uforholdsmæssigt store underskud og behersket vækst.

Boks II.2 Gældsdynamik og selvopfyldende forventninger, fortsat

En høj og/eller stigende gældskvote kan føre til, at aktørerne på de finansielle markeder vil kræve en risikopræmie for at købe statsobligationer fra det pågældende land. For at illustrere konsekvenserne af dette vendes tilbage til formuleringen (1). Ved at sætte $D_{t+1}=D_t=D$ og løse for B kan man finde kravet til den primære saldo for at fastholde en gældskvote på D. Dette krav er:

$$B = (i - g) \cdot D \tag{4}$$

Hvis nettogælden eksempelvis udgør 100 pct. af BNP, den nominelle rente er 5 pct. p.a., og den årlige nominelle vækstrate er 4 pct., så skal skatteindtægterne overstige de offentlige udgifter ekskl. renter med 1 pct. af 100 pct. af BNP, dvs. med 1 pct. af BNP, for at fastholde gældskvoten.

Jo større gælden er i udgangspunktet, jo større bliver kravet til overskud på den primære saldo for at undgå, at gælden vokser yderligere. Tilsvarende er kravet til den primære saldo større, jo højere renten er.

Antages det, at investorernes tillid forsvinder, så renten på landets statsobligationer øges til 10 pct. gennem længere tid, vil det primære overskud, der skal præsteres for at forhindre gælden i at stige yderligere, øges til 6 pct. af BNP; kravet til den primære saldo indtræffer i takt med, at gælden refinansieres til den højere rente. Er gælden som udgangspunkt 150 pct. af BNP, skal der med de samme forudsætninger om rente og vækst efterhånden afsættes 9 pct. af BNP alene til rentebetalingen for at forhindre gælden i at eksplodere.

Det er klart, at det kan vise sig umuligt for et land at præstere så store primære overskud. I så fald vil gælden eksplodere, og landet til sidst gå bankerot. På denne måde kan en forventning om landets bankerot, der sætter sig i en høj rente, føre til landets faktiske bankerot. Den negative forventning bliver dermed selvopfyldende. Omvendt kan tiltro til landets evne til gældservicering frembringe en lav rente, der gør landet i stand til at servicere gælden og undgå bankerot. Den positive forventning bliver også selvopfyldende.

En sådan situation, hvor en allerede høj (og evt. voksende) gæld bevirker, at der er flere ligevægte med selvopfyldende forventninger, kan være farlig, fordi den kan være volatil: Mindre begivenheder kan få investorernes forventninger til at svinge fra "tiltro" til "mistillid", hvorved den faktiske situation skifter fra "gældsservicering mulig" til "gældsservicering umulig". Dvs. en bankerot kan fremdrives af et ikke nødvendigvis dybt funderet stemningsskift.

Betydning af manglende tillid

Det er i praksis ikke muligt objektivt at fastlægge grænser for gæld, saldo, strukturel saldo mv. Risikoen for, at investorerne mister tilliden til et lands statsobligationer, afhænger ikke blot af gældens og underskuddets størrelse.[3] Som beskrevet i boks II.2, kan et mere eller mindre tilfældigt skifte fra tillid til mistillid omkring et lands betalingsevne/vilje blive selvopfyldende. Herved forstås, at landet godt kan overkomme sine gældsforpligtelser, hvis der er tillid, men ikke hvis der er mistillid. Skiftet fra tillid til mistillid forårsager dermed statsbankerot i overensstemmelse med investorernes forventningsændring, som derfor er fuldt rationel.

Fastlæggelse af gældsloft og underskudsgrænse

Der er dermed en afvejning i valget af gældsloft og underskudsgrænse. Strammere krav i form af lavere gældsloft og underskudsgrænse øger troværdigheden og reducerer risikoen for statsbankerot, men begrænser samtidig staternes mulighed for at føre (en hensigtsmæssig) økonomisk politik. Under alle omstændigheder må den faktisk førte finanspolitik og kravene hertil være sådan, at investorerne har tillid til, at den offentlige sektor vil være i stand til at servicere gælden. I modsat fald opstår der risiko for, at gælden ikke kan refinansieres. Givet de dynamiske sammenhænge mellem gæld og renteniveau, kan alene forventningen om en problematisk udvikling føre til en yderligere forværring af de offentlige finanser, som gør det svært at servicere gælden. Dermed bliver forventningerne om en problematisk udvikling i gælden selvforstærkende.

3) OECD vurderer, at der kan være et maksimalt, langsigtet offentligt bruttogældsniveau omkring 50 pct. af BNP, jf. *OECD – Fiscal Consolidation: How much, how fast and by how much*, april 2012. Vurderingen bygger på empiriske undersøgelser, der antyder, at der kan være et kritisk niveau for den offentlig gæld på 70-80 pct. af BNP; over dette niveau er der en tendens til, at man kan spore negative effekter i form af eksempelvis højere renter, lavere vækst etc. Når OECD når frem til en lavere gældsgrænse, hænger det sammen med ønsket om en stødpude for at sikre mod, at en lavkonjunktur øger gældskvoten over det kritiske niveau. Det skal understreges, at effekten af øget offentlig gæld empirisk er meget vanskelig at fastlægge – og der er da også en række lande, som har overskredet det nævnte niveau betragteligt, uden at der kan identificeres entydige negative effekter.

Stabilitets- og vækstpagt, six-pack og finanspagt

Stabilitets- og vækstpagten er eurolandenes fælles finanspolitiske ramme

I forbindelse med ikrafttrædelsen af Den Økonomiske og Monetære Union's tredje fase i 1999 indgik de deltagende lande den såkaldte stabilitets- og vækstpagt (SVP). SVP udgør den finanspolitiske ramme for eurolandene, men er også gældende for resten af EU-landene. Derudover fastlægger selve EU-traktaten finanspolitiske rammer gennem blandt andet et forbud mod fælles gældshæftelse landene imellem. Hovedtrækkene i reglerne, som de var gældende frem til efteråret 2011, fremgår af boks II.3.

Overordnede krav i SVP

SVP bygger videre på kravene om et loft på 60 pct. for bruttogælden og en underskudsgrænse på 3 pct. for den faktiske saldo, som stammer fra Maastricht-traktaten. I tillæg til disse krav er der i forbindelse med SVP introduceret et mellemfristet budgetmål. Det mellemfristede budget- mål er landespecifikt og formuleret som et krav til den strukturelle saldo på mellemlang sigt. Kravet til den faktiske saldo kan afviges i særlige tilfælde, herunder ved store eller langvarige konjunkturtilbageslag. Såfremt gælden er større end 60 pct., skal gældskvoten konvergere ned mod loftet. Derudover fastlægger SVP en række procedurer med henstillinger og i sidste ende økonomiske sanktioner, hvis kravene bliver overtrådt.

Undtagelser i ekstraordinære situationer

For at yde landene en vis grad af fleksibilitet til at handle i ekstraordinært pressede situationer med lav vækst, tillader SVP, at underskuddet på den faktiske saldo kan overskride underskudsgrænsen midlertidigt i ekstraordinære situationer. Er der ikke tale om en midlertidig og ekstraordinær situation, kan ECOFIN-rådet efter indstilling fra EU-kommissionen beslutte at give landet en henstilling, der angiver en frist for, hvornår det uforholdsmæssigt store underskud skal være nedbragt. I sidste ende kan eurolande, der ikke bringer deres underskud tilbage under 3 pct. i overensstemmelse med henstillingen, idømmes sanktioner.

Boks II.3 Traktaten og SVP om finanspolitiske rammer

Det helt centrale element i de finanspolitiske regler er forbuddet mod uforholdsmæssigt store underskud. Forbuddet, der fremgår af Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF) artikel 126, stammer tilbage fra Maastrichttraktaten, der grundlagde ØMU'en. De oprindelige regler blev fastlagt i 1999, men de undergik visse ændringer i 2005. Denne boks beskriver hovedelementerne i de finanspolitiske regler, som de var gældende frem til efteråret 2011. Reglen om uforholdsmæssigt store underskud indebærer, at underskuddet som udgangspunkt ikke må overstige 3 pct. af BNP. Samtidig er det fastlagt, at bruttogælden ikke må overstige 60 pct. af BNP eller skal nærme sig denne værdi med tilfredsstillende hastighed.

Procedure omkring uforholdsmæssigt store underskud (EDP)
Hvis det konstateres, at et land har eller forventes at få et underskud på over 3 pct., indgår EU-kommissionen en dialog med det pågældende land. Formålet med dialogen er at få afklaret baggrunden for det store underskud. Hvis EU-kommissionen vurderer, at der *ikke* er tale om midlertidige og ekstraordinære forhold[a)] vil kommissionen indstille til ECOFIN-rådet, at der gives en henstilling til det pågældende land. Rådet kan vælge at følge indstillingen, hvorefter det pågældende land vil modtage en henstilling om at iværksætte virkningsfulde tiltag, der kan rette op på underskuddet inden for en given frist. Som udgangspunkt skal finanspolitikken planlægges efter at opnå en årlig forbedring af den strukturelle saldo på mindst ½ pct. af BNP. Manglende efterlevelse af henstillingen kan resultere i et pålæg fra Rådet om, at landet skal nedbringe underskuddet. I sidste ende kan en manglende efterlevelse af et pålæg af et euroland blive fulgt op af sanktioner, der kræver en aktiv beslutning fra Rådet. I foråret 2012 er 23 EU-lande i EDP.

Mellemfristede budgetmål (MTO)
SVP indeholder også krav om udarbejdelsen af årlige stabilitets- og konvergensprogrammer, hvor der skal opstilles mellemfristede budgetmål. De *mellemfristede budgetmål* er udtrykt som krav til den strukturelle saldo. I den oprindelige SVP var kravet, at denne skulle være "tæt på balance eller i overskud på mellemlang sigt". Med 2005-reformen blev budgetmålene gjort landespecifikke, og specielt gav høj potentiel vækst og lav initial gældskvote mulighed for at afvige fra balancekravet. Det landespecifikke mellemfristede budgetmål må ikke overstige et underskud på 1 pct. af BNP, og det skal indeholde en sikkerhedsmargin, så underskuddet under normale konjunkturer ikke overstiger 3 pct. af BNP.

a) Der er ikke helt veldefinerede kriterier for, hvornår forholdene kan siges at være ekstraordinære. En betingelse for, at underskuddet kan opfattes som ekstraordinært, er, at der er tale om et alvorligt økonomisk tilbageslag eller en anden usædvanlig begivenhed, der ligger uden for landets kontrol.

Reglerne sikrede ikke overskud i gode tider

Med statsgældskrisen blev det åbenbart, at de finanspolitiske rammer måtte strammes. Problemet med de hidtidige regler var ikke mindst, at de ikke havde sikret en tilstrækkelig sund udvikling på de offentlige finanser under de gunstige konjunkturer, der herskede i perioden op til statsgældskrisen. Derfor blev der vedtaget en række tiltag i løbet af efteråret 2011 i form af den såkaldte six-pack, og nogle måneder senere fulgte finanspagten.

Six-pack og finanspagt

Stramninger, men de helt grundlæggende krav er som før

Hensigten med ændringerne var helt overordnet at øge troværdigheden omkring finanspolitikken, mindske risikoen for, at nye tillidskriser opstår, og sikre, at finanspolitikken føres med udgangspunkt i at tilvejebringe overskud i konjunkturmæssigt gode tider. Troværdigheden er søgt styrket gennem en bredere mulighed for at iværksætte sanktioner og øget sandsynlighed for, at sanktioner iværksættes ved overskridelser. Selvom der er sket betydelige ændringer og opstramninger med six-pack og finanspagten, er underskudskravet på 3 pct., gældgrænsen på 60 pct. samt de mellemfristede mål for den strukturelle saldo basalt set uændrede. Der gives også fortsat mulighed for at afvige fra underskudskravet ved alvorlige konjunkturtilbageslag.

Troværdige rammer kræver sanktioner

Ifølge SVP er sanktioner kun mulige ved overtrædelser af underskudskriteriet for den faktiske saldo. Iværksættelsen af sanktioner krævede samtidig, at et kvalificeret flertal af landenes finansministre støttede dette. Med finanspagten er det aftalt, at der fremover skal være et kvalificeret flertal *imod* iværksættelsen af sanktioner, hvis sanktionerne ikke skal træde i kraft.

Sanktioner ved manglende overholdelse af gældskriterie

Med six-pack blev der også åbnet for sanktioner ved overskridelse af gældskriteriet. Gældskriteriet har været et krav siden ikrafttrædelsen af SVP, men der har ikke været knyttet sanktioner til kravet. Dette skyldes blandt andet, at der ikke var regler for, hvor hurtigt gældskvoten skulle tilpasses grænsen på 60 pct. Med vedtagelsen af six-pack specificeredes det, at gældskvoten årligt skal nedbringes med mindst 1/20 af overskridelsen i forhold til gældsloftet på 60 pct. af BNP. Det betyder, at eksempelvis Grækenland med en gældskvote på godt 160 pct. skal nedbringe sin gæld i forhold til 2011-niveauet med godt 5 pct. af BNP hvert år

for at opfylde kravet. Der kan indledes en procedure for overskridelser af gældsloftet, hvilket kan ende med, at et land påføres sanktioner.

Udgiftsregel operationaliserer krav til strukturel saldo

Et andet element i six-pack er introduktionen af en udgiftsregel, der har til hensigt at sikre overholdelsen af det landespecifikke mellemfristede budgetmål. Udgiftsreglen indebærer, at lande, der ikke opfylder kravet til den strukturelle saldo, skal begrænse væksten i de offentlige udgifter, medmindre de modsvares af tilsvarende skattestigninger. Lande, der ikke overholder udgiftsreglen, kan hurtigere blive pålagt sanktioner ved overtrædelser af den faktiske underskudsgrænse.

Vedtagelse af finanspolitisk pagt

Finanspagten blev vedtaget i januar 2012, og der er udsigt til, at 25 ud af de 27 EU-lande vil tilslutte sig pagten. Et hovedformål med finanspagten er øget fokus på den underliggende stilling på de offentlige finanser. Dette skal blandt andet ske gennem et krav om vedtagelse af nationale budgetlove, jf. boks II.4.

Automatisk korrektions-mekanisme

De nationale budgetlove skal indeholde en *automatisk* korrektionsmekanisme, der træder i kraft, hvis det strukturelle underskud forventes at overskride det relevante krav, der som udgangspunkt ikke må være større end ½ pct. af BNP. Korrektionsmekanismen skal beskrive, hvor hurtigt og hvor meget underskuddet vil blive reduceret. Loven udformes nationalt i henhold til retningslinjer fra EU-Kommissionen. Kravet til den strukturelle saldo kan fraviges i tilfælde af ekstraordinære omstændigheder på linje med retningslinjerne i SVP om overskridelse af underskudsgrænsen for den faktiske saldo.

Boks II.4 Finanspagten

I januar 2012 blev Traktaten om Stabilitet, Samordning og Styring i den Økonomiske og Monetære Union vedtaget på et EU-topmøde. Den såkaldte finanspagt ("Fiscal Compact") er en del heraf. Traktaten, som er en mellemstatslig aftale, indeholder blandt andet følgende punkter:

1) Landene skal overholde de landespecifikke mellemfristede budgetkrav for den strukturelle saldo. Det strukturelle underskud må som hovedregel ikke overstige ½ pct. af BNP, og landene skal i tilfælde af overskridelse af målet sikre hurtig[a)] konvergens mod det mellemfristede mål. Der kan tillades et strukturelt underskud på 1 pct. af BNP, hvis gælden er væsentligt[b)] under 60 pct., og den langsigtede risiko for uholdbare finanser er lav. Afvigelser fra det mellemfristede budgetmål eller tilpasningen hen imod dette skal udløse en korrektionsmekanisme. Et land kan afvige fra det mellemfristede budgetmål midlertidigt, men kun under ekstraordinære forhold
2) Kravene til den strukturelle saldo såvel som korrektionsreglerne skal indføres som national lovgivning, der skal være retningsgivende for den finanspolitiske budgetproces.
3) Eurolande i en EDP forpligtes til at støtte forslag eller anbefalingerne fra EU-Kommissionen

a) Det er ikke fastlagt, hvad der menes med *hurtig* konvergens.
b) Det er ikke klart, hvad der lægges i begrebet *væsentligt*.

Kommissionen kan få direkte indflydelse på finanspolitik for lande i EDP

For eurolande, der er i EDP som følge af brud på underskudskriteriet, indeholder finanspagten en skærpelse i forhold til SVP, idet EU-kommissionens anbefalinger og forslag aktivt skal støttes af de pågældende lande. Det er dog ikke fastlagt, hvad konsekvenserne af manglende efterlevelse af Kommissionens anbefalinger vil medføre, og det udestår at se praksis omkring anbefalinger og opfølgning.

Makroøkonomiske ubalancer

Potentielle farer for finanspolitisk holdbarhed

De finanspolitiske problemer, som statsgældskrisen er udtryk for, er i høj grad forårsaget af en uhensigtsmæssig finanspolitik. En række faktorer relateret til den generelle økonomiske udvikling har imidlertid været stærkt medvirkende til den markante forværring af de offentlige finanser og tilliden hertil. Eksempelvis har dårlig udvikling i konkurrenceevnen, ubalancer i den finansielle sektor, bobleagtig

udvikling på ejendomsmarkedet og stor gældsopbygning i virksomheder og husholdninger været medvirkende til, at investorernes mistillid til statsfinanserne i en række lande er øget.

Varslings-mekanisme

I erkendelse af, at opbygningen af makroøkonomiske ubalancer kan føre til voldsomme påvirkninger af de offentlige finanser, sættes der med six-pack fremover øget fokus på den mulige opbygning af sådanne ubalancer. Dette sker blandt andet i form af en *varslingsmekanisme*, der kan signalere fare for, at de enkelte lande ikke kan overholde kravet om finanspolitisk holdbarhed. Varslingsmekanismen indeholder indikatorer for forhold, der kan tænkes at påvirke de offentliges finanser i fremtiden.[4] Varslingsmekanismen er ikke i sig selv udslagsgivende for, om det kan fastslås, at der er udviklet en uforholdsmæssig stor makroøkonomisk ubalance. Hertil kræves en dybdegående rapport udarbejdet af Kommissionen, der analyserer udviklingen nærmere.

Sanktioner ved store ubalancer

Hvis EU-kommissionen vurderer, at der i et land udvikler sig makroøkonomiske ubalancer, der truer stabiliteten i EU, kan kommissionen indstille til ECOFIN-Rådet at vedtage henstillinger og indlede en *procedure i forbindelse med uforholdsmæssigt store ubalancer*. En medlemsstat, der er omfattet af en sådan procedure, skal fremlægge en handlingsplan, der skal angive, hvordan ubalancerne korrigeres. Planen vil blive undersøgt af Rådet, der så fastlægger en frist for de korrigerende foranstaltninger. Hvis et land i euroområdet gentagne gange ikke træffer de nødvendige foranstaltninger, risikerer landet sanktioner.

4) Varslingsmekanismen indeholder en såkaldt resultattavle, der skal indeholde indikatorer og grænseværdier, for udviklingen i makroøkonomiske balancer. Disse består dels af *eksterne* balancer, dels *interne* balancer. Som indikatorer er valgt betalingsbalancens løbende poster, udlandsgæld, den reale effektive valutakurs, eksportandele, enhedsomkostninger, privat og offentlig gæld, kreditudvidelser, ejendomspriser og arbejdsløshedsprocenten.

II.4 Kriseinstrumenter

Tillidskriser kan være selvopfyldende

Tillid til de offentlige finanser er afgørende for, at investorer er villige til at købe et lands statsobligationer. Finanspolitiske rammer bidrager til at skabe tillid til de offentlige finanser, men er ingen garanti herfor. Der kan – berettiget eller uberettiget – opstå tvivl om det enkelte lands evne og villighed til at servicere sin gæld. Dette kan eksempelvis ske, hvis der opstår en markant svækkelse af den offentlige saldo i et land – og der måske er tvivl om den politiske vilje til at gennemføre de reformer og stramninger, der er nødvendige for at efterleve de finanspolitiske regler. Mistilliden kan føre til stigende renter, som vil forværre den offentlige saldo yderligere. Dette kan forstærke mistilliden, og i sidste ende kan forløbet blive selvopfyldende: Staten kan helt eller delvis ikke leve op til sine forpligtelser og vælge at gå bankerot.

Krisestrategi kan reducere risikoen

Uanset hvor gode de finanspolitiske spilleregler er, kan det ikke udelukkes, at der kan opstå nye kriser i fremtiden, hvor der vil være behov for en hurtig reaktion. Det er derfor relevant at overveje, hvordan sådanne situationer håndteres. En velovervejet krisestrategi kan både bidrage til at reducere sandsynligheden for, at en ny krise opstår, og til at afbøde virkningerne af en krise, hvis den måtte opstå. Med en krisestrategi påvirkes investorernes forventninger under en krise i positiv retning, hvorved en panikreaktion bedre kan forebygges. Der kan imidlertid også være ulemper ved på forhånd og ubetinget at melde en konkret kriseløsning ud.

Afsnitsindhold

I dette afsnit beskrives dels det permanente udlånsberedskab, ESM, dels muligheden for kvantitative lempelser fra ECB. Begge instrumenter kan bidrage til at afbøde virkningerne af den aktuelle krise. Samtidig kan de bidrage til at øge troværdigheden omkring de finanspolitiske rammer og dermed reducere sandsynligheden for, at nye kriser opstår. Begge instrumenter har imidlertid også nogle begrænsninger og ulemper.

Den europæiske stabilitetsmekanisme – ESM

ESM er en krisefond

Den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) får virkning fra sommeren 2012 og erstatter dermed den midlertidige konstruktion, EFSF, som er nærmere beskrevet i afsnit II.2. Formålet med ESM er primært at yde lån til kriseramte eurolande. De berørte lande undgår herved at skulle finansiere sig med salg af statsobligationer til så høje renter, at yderligere stigning i underskuddet i praksis er uundgåeligt. Modtagelsen af lån fra ESM kan være en forudsætning for, at de berørte lande kan gennemføre en kontrolleret genopretning af de offentlige finanser, og lånene fra ESM kan dermed øge sandsynligheden for, at de ramte lande rent faktisk kan komme ud af krisen uden, at landets regering bliver tvunget til/vælger at misligholde gælden. Dermed kan lån fra ESM bidrage til at øge de private investorers villighed til at yde lån, dvs. købe statsobligationer. Alene eksistensen af ESM og bevidstheden, om at ramte lande kan opnå lån til en moderat rente, bidrager derved til at reducere sandsynligheden for, at der opstår en tillidskrise. Samtidig kan eksistensen af lånemulighederne i ESM imidlertid tilskynde til en mindre disciplineret finanspolitik i medlemslandene. Derfor er det vigtigt, at lån fra ESM følges op med betingelser om budgetforbedrende tiltag.

ESM yder lån på betingelser

ESM finansierer udlånene gennem udstedelse af obligationer med sikkerhed i indskudt kapital fra alle landene. Den nuværende lånekapacitet er på 500 mia. euro, svarende til 5,3 pct. af eurolandenes BNP i 2011. ESM yder lån på betingelse af, at der udarbejdes et tilpasningsprogram. Tilpasningsprogrammet indeholder krav om tiltag, der forbedrer de offentlige finanser, så det kriseramte land kan genoprette den finanspolitiske holdbarhed. Et element i tilpasningsprogrammet kan være, at private bidrag i form af restrukturering af gæld kan nedbringe det kriseramte lands finansieringsbehov. Renten på lånene fra ESM fastsættes som finansieringsomkostningerne plus en rentemarginal. Rentemarginalen gør, at landet har en interesse i at vende tilbage til markedsfinansiering af den offentlige gæld så hurtigt som muligt. ESM er nærmere beskrevet i boks II.5.

Boks II.5 European Stability Mechanism (ESM)

I juni 2011 blev det endeligt vedtaget at oprette en permanent fond, der kan yde lån til nødlidende eurolande. Fonden var oprindelig planlagt til at kunne påbegynde udlån i juli 2013, men efterfølgende er den planlagte start rykket et år frem. ESM skal erstatte de midlertidige konstruktioner, EFSF og ESFM.

Bestyrelsen for ESM består af finansministrene fra euromedlemslandene samt observatører fra EU-Kommissionen og ECB. Eurolandene udpeger medlemmerne af direktionen.

ESM etableres med indskud af kapital på 80 mia. euro fra euromedlemmerne i en fordeling baseret på deres initiale indskud i ECB. På basis heraf kan ESM udlåne op til 500 mia. euro. Opstår der tab, der reducerer fondens kapital, har landene forpligtet sig til at indskyde ekstra kapital. En indskyders pligt til at bidrage med kapital bortfalder ikke, hvis landet bliver berettiget til eller modtager finansiel støtte fra ESM. Rammen for ekstra kapital skal vedtages i enighed af bestyrelsen af ESM.

ESM udsteder obligationer for at finansiere lån ydet til landene. Betingelserne for, at et land kan opnå lån fra ESM, er, at der skal være tale om en generel krise, og at lånet skal være nødvendigt for at sikre euroområdets stabilitet. I forbindelse med tildeling af lån skal der udformes og implementeres et makroøkonomisk tilpasningsprogram. Godkendelse af lån sker ved enighed blandt bestyrelsens medlemmer med stemmeret. Lån ydes med en rente svarende til finansieringsomkostningerne plus en margin.

En betingelse for at modtage lån fra ESM kan være, at der gennemføres en restrukturering af den eksisterende statsgæld, sådan at de eksisterende kreditorer bidrager til genopretningen af de offentlige finanser gennem en nedskrivning af deres tilgodehavender. Fra januar 2013 skal alle nyudstedelser af eurolandes statsværdipapirer med løbetid over et år indeholde en såkaldt *Collective Action Clause* (CAC). Formålet hermed er at gøre restruktureringer af gæld til private investorer lettere.

Bøder, der pålægges eurolande, som overskrider betingelser i stabilitets- og vækstpagten eller finanspagten, vil fremover tilfalde ESM.

ESM indebærer fælles hæftelse

En fordel ved at yde lån gennem ESM frem for bilaterale lån er, at finansieringsomkostningerne reduceres. Dette skyldes for det første, at der er fælles hæftelse blandt eurolandene for lån optaget af ESM. For det enkelte land er hæftelsen begrænset til landets andel af fondens samlede kapital. Den fælles hæftelse betyder, at der er større sikkerhed for investorerne, og dermed bliver renten lavere. En anden oplagt fordel for det kriseramte land er, at der kun skal udarbejdes ét tilpasningsprogram, som specificerer de krav til budgetforbedringer, der er en forudsætning for lån.

Fælles obligations-udstedelse

Det har som alternativ eller supplement til ESM været diskuteret, om der skal være mulighed for, at alle lande, der deltager i ØMU'en, kan udstede en vis mængde obligationer med fælles hæftelse – de såkaldte euroobligationer. EU-Kommissionen har blandt andet skitseret en model, hvor de enkelte lande kan finansiere gæld, der udgør op til 60 pct. af BNP, med fælles obligationer.[5] Den fælles hæftelse vil gøre renten på denne del af gælden mindre afhængig af de enkelte landes økonomiske situation og dermed mindske finansieringsbyrden, især for nødlidende lande. For gæld udover den givne grænse vil det imidlertid være det enkelte land, der er fuldt ansvarlig for at servicere gælden. På den sidste del af gælden vil aktørerne på de finansielle markeder kræve en risikopræmie, der afhænger af det enkelte lands situation. Denne præmie vil sandsynligvis være meget høj for kriseramte lande. Dermed fastholdes incitamentet på marginalen til at nedbringe gælden mod de 60 pct. af BNP, samtidig med at der gives en væsentlig lempelse i rentebetalingerne på de nederste 60 pct. Den fælles hæftelse vil indebære, at de øvrige lande i sidste ende kan blive ansvarlige for dele af gæld stiftet af et andet land, hvilket øger risikoen for, at nogle lande fører en uansvarlig finanspolitik. Til forskel fra ESM, hvor relativt billige lån ydes mod betingelser, vil den finanspolitiske disciplin i modellen med euroobligationer komme via risikoen for, at renten på de nationale obligationer (dvs. den gæld der overstiger 60 pct. af BNP) stiger.

5) Se *Green paper on the feasibility of introducing stability bonds*, EU-Kommissionen, november 2011.

Kapacitet skal dække bruttofinansierings-behovet

Lånebehovet for et land, der kommer ud i en statsfinansiel krise og dermed får behov for støtte fra ESM, er landets bruttofinansieringsbehov. Bruttofinansieringsbehovet er lig med det løbende underskud på den offentlige saldo plus værdien af de statsobligationer, der forfalder og dermed skal refinansieres i en given periode. Hvis ESM skal kunne sikre servicering af gæld i et land, der som følge af manglende tillid ikke kan sælge statsobligationer på markedet, må fonden som udgangspunkt have en udlånskapacitet, der svarer til den del af det pågældende lands gæld, der forfalder i løbet af krisen plus det løbende underskud i den samme periode.

ESM har kapacitet til at støtte Irland, Portugal og Grækenland

ESM's samlede lånekapacitet svarer som nævnt til godt 5 pct. af eurolandenes samlede BNP. Vurderet ud fra gældens størrelse og sammensætning ved udgangen af 2011 er dette eksempelvis tilstrækkeligt til at kunne dække finansieringsbehovet frem til 2014 for Irland, Portugal og Grækenland, jf. tabel II.3.[6]

Begrænset kapacitet

Selvom ESM har en kapacitet, der svarer til finansieringsbehovet i lande som Grækenland, Irland og Portugal, kan der opstå problemer, hvis lande som Italien eller Spanien, får brug for lån. ESM's fulde udlånskapacitet svarer eksempelvis til, at Spaniens finansieringsbehov i 2012 og 2013 kan dækkes. Tilsvarende er Italiens finansieringsbehov alene i 2012 næsten lige så stort som hele ESM's udlånskapacitet.[7] ESM's samlede udlånskapacitet er afgørende for den tillidsskabende effekt – og dermed for, i hvilket omfang konstruktionen bidrager til at forebygge kriser, der skyldes mistillid fra investorerne.

Udvidelse i marts 2012

I slutningen af marts 2012 traf eurogruppen beslutning om den samlede kapacitet i den periode, hvor ESM og EFSF

6) Irland, Portugal og Grækenland har fået dækket deres finansieringsbehov frem til 2013 fra EFSF mv. Vurderingen her udtrykker således kun en illustration af ESM's størrelse i en tænkt fremtidig situation, der ligner situationen, som den så ud ultimo 2011.

7) Italien og Spanien har dækket noget af finansieringsbehovet for 2012 i årets første måneder. Vurderingen tager således udgangspunkt i en fremtidig tænkt situation, der ligner situationen ultimo 2011.

fungerer sideløbende. Eurogruppen valgte at fastholde en samlet effektiv låneramme på 500 mia. euro udover de allerede bevilgede lån fra EFSF, som beløber sig til i alt 200 mia. euro. Disse lån omfatter lånene til Irland, Portugal og Grækenland. Den samlede kapacitet for EFSF og ESM er dermed, indtil EFSF's udløb medio 2013, på 700 mia. euro, hvorefter EFSF udfases med forfald af de udstedte lån. Inkluderer man den udbetalte del af EFSM-lån (49 mia. euro) og de bilaterale lån fra den græske lånefacilitet (53 mia. euro) fås en samlet aktuel låneramme ("firewall") på ca. 800 mia. euro.

Lån på betingelser kan også opnås hos IMF

Nødlidende lande har udover lån i ESM under visse betingelser også mulighed for at opnå lån hos IMF. Som svar på blandt andet statsgældskrisen har IMF forøget sine reserver for at øge tilliden og muligheden for at yde støtte. Medlemslandene i IMF har således forpligtet sig til at yde et samlet ekstra bidrag på 430 mia. dollar eller godt 325 mia. euro. Lægges det beløb, som dog ikke er forbeholdt eurolandene, sammen med ESM's lånekapacitet på 500 mia. euro, er der tale om en ny udlånskapacitet på ca. 8¾ pct. af eurolandenes BNP. Dette ville eksempelvis kunne dække Spaniens bruttofinansieringsbehov i 3-4 år.

Tabel II.3 Bruttofinansieringsbehov og bruttogæld, udvalgte eurolande

	Bruttogæld ultimo 2011	2012	2013	2014
		Bruttofinansieringsbehov		
	Pct. af BNP	Pct. af eurolandenes BNP		
Italien	120,7	4,8	4,0	4,1
Spanien	68,3	2,4	2,5	2,3
Irland[a)]	104,6	0,3	0,3	0,3
Portugal[a)]	100,9	0,5	0,2	0,2
Grækenland[b)]	165,8	1,3	0,3	0,4
Tyskland	80,9	2,4	2,3	1,6
Frankrig	85,9	3,8	4,1	3,8
ESM og EFSF[c)]	7,4			
ESM [c)]	5,3			

a) Indeholder reformkrav fra tilpasningsprogrammet.

b) Indeholder effekten af restruktureringsaftalen med private investorer og reformer i tilpasningsprogrammerne.

c) Pct. af eurolandenes samlede bruttonationalprodukt.

Anm.: Bruttofinansieringsbehovet udtrykker refinansiering af forfalden gæld samt årets underskud på den offentlige saldo. Tallene for 2013 og 2014 er baseret på antagelser om, at kortfristet gæld i 2012 og 2013 refinansieres med kortfristet gæld, der udløber i 2013 og 2014. Løbetiden for ny finansiering antages at ske med fordelingen af gælden i 2011.

Kilde: IMF (Fiscal Monitor, April 2012) og tilpasningsprogrammer for Grækenland (The second economic adjustment programme for Greece, marts 2012), Portugal (The economic adjustment programme for Portugal, third review – Winter 2011/2012) og egne beregninger.

Kvantitative lempelser

Centralbankens opkøb af statsobligationer

Et alternativ til direkte lån til udsatte stater baseret på en konstruktion som ESM, kan være, at centralbanken foretager opkøb af statsobligationer i markedet. En centralbanks opkøb af obligationer er udtryk for en såkaldt kvantitativ lempelse, hvor likviditeten øges. Centralbankens opkøb øger efterspørgslen efter obligationer, hvilket betyder, at det alt andet lige er lettere for den udstedende stat at finansiere sit lånebehov. Ved opkøbet presses renten på statsobligationer ned, og dermed reduceres de berørte staters omkostninger til at finansiere gælden.

Normal pengepolitik: Udlån mod sikkerhed

Kvantitative lempelser er ikke en del af ECB's normale instrumentarium. Et af ECB's vigtigste pengepolitiske instrumenter i relation til at styre likviditeten og den korte rente i euroområdet er de såkaldte markedsoperationer. Markedsoperationerne er auktioner, hvor ECB stiller likviditet til rådighed for private banker typisk i 7 dage eller 3 måneder. En betingelse for at kunne opnå lån i ECB er, at bankerne stiller sikkerhed, eksempelvis i form af statsobligationer. Det typiske pengepolitiske instrumentarium består således af kortfristede udlån mod sikkerhed, hvilket betyder, at ejerskabet af de papirer, der stilles som sikkerhed, forbliver de private bankers. Som led i de pengepolitiske lempelser under krisen er kravene til sikkerhedsstillelse mindsket. Den lempelige pengepolitik har bidraget mærkbart til opretholdelse af likviditeten i euroområdet.

Midlertidige 3-årige udlån øger efterspørgslen efter statsobligationer

I slutningen af 2011 valgte ECB at åbne for, at de private banker får mulighed for at opnå lån med en løbetid på op til tre år. Denne nye udlånsmulighed er begrundet i ønsket om at give bankerne mulighed for længere finansiering i en situation, hvor bankernes mulighed for at skaffe finansiering er vanskelig. Muligheden for at opnå relativt lange lån i centralbanken giver de private banker mulighed for at beholde og opkøbe statsobligationer. De nye lån fra ECB har derved indirekte øget efterspørgslen efter statsobligationer. Da det er de private banker, der foretager opkøbene af statsobligationer, er det også disse banker, der påtager sig den direkte risiko for tab (og mulighed for gevinst) på statsobligationerne. Indirekte påtager ECB sig dog en risiko, idet sikkerheden, som bankerne stiller for at få lånene i høj grad netop er statsobligationer. Hvis bankerne ender med at lide så store tab, at de går konkurs – eksempel som følge af store tab på statsobligationer – kan en del af tabet derfor ende hos ECB.

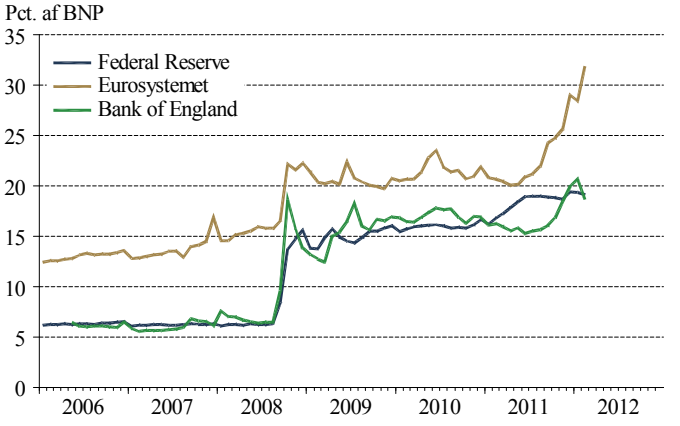
ECB må ikke støtte medlemsstaterne …

Ifølge EU-traktaten er det ikke tilladt for ECB at yde finansiel støtte til medlemsstaterne. Dette kan også formuleres som, at det er forbudt at monetarisere den offentlige gæld. Dette forbud skyldes ønsket om at eliminere risikoen for, at ECB kommer til at understøtte en uansvarlig finanspolitik.

… men ECB har opkøbt obligationer i et vist omfang

Når ECB alligevel i et vist omfang har opkøbt obligationer fra de kriseramte lande, er det blevet begrundet med hensynet til den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Et udtryk for den ekspansive pengepolitik ført af ECB, den amerikanske centralbank (FED) og Bank of England (BoE) fremgår af den kraftige balanceudvidelse siden 2008, jf. figur II.19. ECB har købt både virksomhedsobligationer (covered bonds) og statsobligationer fra blandt andet Italien og Spanien, mens den kraftige stigning i slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012 især skyldes de nye 3-årige lånefaciliteter.

Figur II.19 Centralbankers samlede balancesum



Anm.: Eurosystemet består af ECB og de nationale centralbanker i euroområdet. Balancesummen er værdien af de samlede aktiver (eller passiver). Seneste observation er marts 2012.

Kilde: EcoWin og Nationalbanken.

Kvantitative lempelser bruges strategisk

ECB's opkøb af statsobligationer under krisen har ikke været baseret på en på forhånd klart annonceret strategi. Dette hænger uden tvivl sammen med, at mulighederne for ECB for at handle aktivt på dette område som nævnt er begrænset af EU-traktaten. En fordel ved ikke at have en på forhånd klart annonceret strategi kan være, at det giver centralbanken direkte eller indirekte mulighed for at lægge et vist pres på politikerne for at få gennemført reformer og opstramninger i de kriseramte lande. Til gengæld indebærer fraværet af klar kommunikation om bankens strategi, at forventningsdannelsen blandt aktører på de finansielle markeder ikke påvirkes i så høj grad.

Lempelser kan påvirke forventningerne på de finansielle markeder

Ønsker en centralbank at påvirke forventningsdannelsen på de finansielle markeder, er der behov for en klar og på forhånd kendt strategi. Denne kan eksempelvis bestå i, at centralbanken på forhånd annoncerer, at den vil foretage et opkøb af en given mængde af statsobligationer inden for en given periode. Da en centralbank har ubegrænsede muligheder for opkøb, kan en centralbank i princippet vælge at annoncere, at den vil foretage ubegrænsede opkøb, hvis renten stiger over en vis tærskelværdi.[8] Hvis markedsdeltagerne forventer, at centralbanken altid vil opkøbe obligationer, såfremt renten når et vist niveau, vil denne forventning i sig selv bidrage til, at renten ikke overstiger dette niveau, og centralbanken kan derigennem modvirke ubegrundede tillidsbrud. Afgørende for dette argument er, at centralbanken har en meget stor kapacitet til at bakke forventningen om intervention op. Selv om centralbanken principielt har ubegrænset kapacitet, vil en sådan politik i praksis let komme i konflikt med et mål om prisstabilitet. En anden årsag til, at det i praksis er vanskeligt at annoncere ubetingede og ubegrænsede opkøb af obligationer er, at det vil øge de omfattede landes mulighed for at føre en uansvarlig finanspolitik.

8) En sådan strategi svarer til konstruktionen omkring den danske kronekurs, hvor Nationalbanken (med støtte fra ECB) har annonceret, at den vil holde kronekursen inden for et meget snævert bånd.

Lempelser øger aktiviteten i hele valutaområdet

Som udgangspunkt vil kvantitative lempelser, som nævnt, alt andet lige reducere renten og øge likviditeten. Lavere rente og større likviditet kan bidrage til, at investeringer og forbrug stimuleres og kan på kort sigt trække væksten op i valutaområdet. Dette kan være en fordel, hvis hele valutaområdet er i en lavkonjunktur, men hvis der er tale om større forskelle i konjunktursituationen, kan dette give anledning til problemer.

Kvantitative lempelser er ikke gratis

Et grundlæggende problem ved kvantitative lempelser er som nævnt, at centralbanken påtager sig en risiko for tab, hvis tillidskrisen, trods alle forsøg på at undgå det, ender med en statsbankerot. Det er derfor en forudsætning, at centralbanken har tiltro til, at de berørte stater rent faktisk vil kunne komme ud af krisen uden at misligholde gælden. Noget lignende gælder i forbindelse med udlån til bankerne, herunder eksempelvis de nye 3-årige lån til bankerne, som ECB har gennemført. En forudsætning for, at kvantitative lempelser kan komme på tale er derfor, at der på det mellemlange sigt er en betydelig tillid til de offentlige finanser i de lande, hvis statsobligationer omfattes af opkøbene. Hvis denne tillid generelt er til stede blandt aktørerne på de finansielle markeder, er der ikke behov for opkøb fra centralbankens side. Hvis tilliden blandt markedsdeltagerne er meget svag, og centralbanken med stor sikkerhed vurderer, at den svigtende tillid enten er ubegrundet eller begrundet i andre forhold end en utroværdig finanspolitik, kan centralbanken vælge at bruge sin større tiltro til at gennemføre opkøb af statsobligationer.

Specifikt problem for ECB

Et problem for den fælles europæiske centralbank i forhold til centralbankerne i eksempelvis USA, Storbritannien og Japan er, at euroområdet består af en række selvstændige stater, der hver især kan stifte gæld. Dette betyder, at der er et stort koordineringsbehov i relation til indretningen af finanspolitikken i euroområdet, hvilket de finanspolitiske rammer, der blev beskrevet i afsnit II.3, også er udtryk for. Erfaringen viser, at det er meget vanskeligt at sikre overholdelsen af disse rammer, hvilket begrænser anvendeligheden af kvantitative lempelser i euroområdet. I praksis er det nemmere at skabe fælles forståelse mellem én centralbank og én regering end mellem én centralbank og 17 regeringer.

Kvantitative lempelser og risiko for inflation

En ulempe ved kvantitative lempelser kan være en forøget risiko for høj inflation. Likviditetsudvidelsen, der følger af en kvantitativ lempelse, vil alt andet lige øge efterspørgslen efter såvel varer som finansielle aktiver. Hvis konjunkturs-situationen i udgangspunktet er normal, vil dette føre til øget inflation og stigende priser på finansielle og reale aktiver.

Øget likviditetsbehov kan reducere inflationsrisiko

I den nuværende situation, hvor efterspørgslen generelt er meget lav, er risikoen for inflation imidlertid stærkt begrænset. Den lave risiko for inflation i den nuværende situation hænger også sammen med, at bankerne i meget stor udstrækning har valgt at placere det øgede udbud af likviditet, som ECB har stillet til rådighed, som indskud netop i ECB. Dermed er den øgede likviditet ikke slået igennem i form at en større pengemængde i euroområdet. Mere generelt vil en kvantitativ lempelse, der sker simultant med et stigende behov for likviditet fra de private banker, ikke indebære nogen reel inflationsrisiko.

Der kan opstå problemer med tilbagesalg af obligationer

En væsentlig udfordring i forbindelse med kvantitative lempelser er, at de kræver en inddragelse af likviditeten igen, når situationen normaliseres. Risikoen består i, at centralbanken af den ene eller anden grund ikke får trukket den øgede likviditet tilbage i tide via tilbagesalg af statsobligationer, efterhånden som konjunkturerne normaliseres. I givet fald er der en risiko for, at den større likviditet slår ud i højere prisniveau eller stigende aktivpriser. En årsag til, at centralbanken ikke får inddraget likviditeten tilstrækkeligt hurtigt, kan være, at der er frygt for at slå et gryende opsving i valutaområdet ned. En pengepolitisk stramning i takt med normalisering af konjunkturerne burde dog kunne gennemføres af en uafhængig centralbank. En mere fundamental fare kan være, at en statsbankerot umuliggør tilbagesalg af de opkøbte statsobligationer til kurser svarende til købskurserne. Dette understreger, at den potentielle fare ved de kvantitative lempelser hidrører fra en grundlæggende manglende evne eller vilje hos stater (eller banker) til at sikre tilstrækkelig solvens på mellemlang sigt.

Sammenligning af ESM og kvantitative lempelser

Grundlæggende ligheder i virkninger af de to instrumenter

Opkøb af kriseramte landes statsobligationer – kvantitative lempelser – ligner på mange måder den støtte, der ydes via lån fra ESM. Begge tiltag bidrager til, at de berørte lande kan finansiere deres underskud og forny gæld, der forfalder, til lavere renter end ellers. I det ene tilfælde foretages finansieringen af den berørte stat selv ved obligationsudstedelse, mens centralbanken gennem opkøb bidrager til, at renten på de udstedte obligationer holdes nede. Med ESM dækkes finansieringsbehovet gennem lån, der baserer sig på kapitalindskud fra alle eurolande. I begge tilfælde er det i sidste ende de øvrige eurolande, der vil lide tab, hvis operationen mislykkes. Tabet vil enten fremkomme som tab i ECB (som ejes af staterne), eller ved, at kapitalen i ESM mistes.

Gode og solide finanspolitiske rammer er en forudsætning

Et fælles problem ved ESM og kvantitative lempelser er, at alene eksistensen af sådanne kriseinstrumenter reducerer incitamentet for de enkelte lande til at undgå at komme i krise. Hvis der af den ene eller anden grund opstår mistillid til et lands finanspolitik, er omkostningen mindre, når muligheden for enten at få lån eller blive hjulpet af centralbankopkøb eksisterer. Dermed øger eksistensen af sådanne kriseinstrumenter alt andet lige risikoen for, at krisen opstår, i modstrid med den oprindelige hensigt om at skabe større tillid. Dette forstærker behovet for finanspolitiske regler, der er det grundlæggende værn mod mistillid til de offentlige finanser. Det betyder imidlertid også, at når først de statsfinansielle problemer opstår (på trods af de finanspolitiske regler), er betingelserne i forbindelse med de relevante hjælpeforanstaltninger afgørende. Her er et organ som ESM langt mere velegnet til at stille betingelser om eksempelvis stram finanspolitik, end ECB er.

Behov for transparens i finansierings-omkostninger

Der er også andre forskelle mellem de to instrumenter. En ligger i transparensen af omkostningerne, og hvem der bærer disse. Opfattes et kriseinstrument af beslutningstagerne fejlagtigt som relativt omkostningsfrit, øges risikoen for, at de grundlæggende finanspolitiske rammer brydes. Et ikke transparent kriseinstrument, hvor omkostningerne ved anvendelsen er uklare, er dermed mindre effektivt til at forebygge kriser.

ESM er mest transparent

En fordel ved ESM er, at tabsrisikoen er klar og tydelig. Tabet består i, at den indskudte kapital mister værdi, hvis et kriseramt land går bankerot. Ved kvantitative lempelser rammer et eventuelt tab i første omgang ECB. Da ECB i sidste ende er ejet af de enkelte stater i ØMU'en, er dette imidlertid indirekte et tab for de deltagende lande. Det betyder, at omkostningernes størrelse og fordeling ved kvantitative lempelser er mere uklare.

II.5 Sammenfatning

Svag aktivitetsudvikling i euroområdet

Økonomierne i euroområdet er karakteriserede ved en svag konjunktursituation, og der er betydelig usikkerhed om udviklingen i den kommende tid. Udsigten til fortsatte finanspolitiske stramninger og bekymring for konsekvenserne af statsgældsproblemerne bidrager til en svag efterspørgselsudvikling. Den manglende tillid til de offentlige finanser og den generelle økonomiske situation har manifesteret sig ved høje renter på statspapirer, svag forbruger- og erhvervstillid, direkte BNP-fald i flere betydningsfulde europæiske lande og markante nedjusteringer af vækstskønnene for de kommende år.

Baggrunden for statsgældskrisen: For lempelig finanspolitik i de gode år …

Under den finansielle krise og det efterfølgende tilbageslag blev de offentlige finanser kraftigt svækket. Store underskud og stigende gæld har ført til bekymring for, om de offentlige finanser er holdbare, og om de berørte lande vil være i stand til at servicere den stadigt stigende gæld. Krisen bidrog til de store underskud, men underskuddene er i lige så høj grad resultat af, at der i mange eurolande blev ført en alt for lempelig finanspolitik i en årrække frem til krisens start i 2008. Flere lande brød i denne periode gentagne gange EU's finanspolitiske spilleregler. Den lempelige finanspolitik har bidraget til gældsopbygningen i flere lande og er en af hovedårsagerne til statsgældskrisen og mere generelt til, at de offentlige finanser i de fleste eurolande er uholdbare.

... men også opbygning af andre ubalancer

De statsfinansielle problemer blev i flere lande forstærket af, at den økonomiske politik tillod opbygning af ubalancer, blandt andet i form af uholdbar boligprisvækst, kraftig

kreditvækst og oppustning af byggesektoren. Perioden frem mod 2007 var samtidig præget af konkurrenceevneforværringer og opbygning af store betalingsbalanceunderskud i en række, særligt sydeuropæiske, lande. Den svækkede konkurrenceevne har bidraget til, at flere sydeuropæiske lande ikke i lige så høj grad som de nordeuropæiske har kunnet drage fordel af det opsving i verdensøkonomien, der blev påbegyndt omkring forsommeren 2009. I fraværet af et eksportdrevet opsving har flere sydeuropæiske lande oplevet en meget svag aktivitetsfremgang eller ligefrem tilbagegang, hvilket har hindret en genopretning af de offentlige finanser.

Frygt for statsgældskrise også i større eurolande har ført til tillidskrise

Igennem 2011 og dele af 2012 bredte der sig en frygt for, at statsgældskriser som kendt fra Grækenland, Irland og Portugal også ville ramme større eurolande som Spanien og Italien. Rentespændet i forhold til Tyskland steg for disse to lande, og frygten for en mere omfattende krise bidrog til fald i forbruger- og erhvervstilliden og i aktiekurserne. Statsgældskrise i et land kan sprede sig til andre lande, blandt andet via solvensproblemer i banksektorerne som følge af tab på beholdninger af statsobligationer fra de udsatte lande. Dette er naturligvis særlig alvorligt, når frygten for statsbankerot vedrører de større økonomier.

Finanspolitiske stramninger ventes at bidrage til styrket privat efterspørgsel

Det vurderes, at den påbegyndte finanspolitiske opstramning i kombination med de beskrevne EU-, IMF- og ECB-initiativer vil bidrage til en gradvis genopretning af tilliden til de offentlige finanser i euroområdet, herunder også i de mest udsatte lande, jf. også konjunkturvurderingen præsenteret i kapitel I. Der er dog risiko for, at der vil opstå perioder, hvor mistilliden til et eller flere landes offentlige finanser blusser op igen. Det kan derfor ikke udelukkes, at der bliver behov for nye initiativer, eksempelvis i form af nye nødlån. Genopretningen af tilliden til de offentlige finanser ventes derfor kun at ske langsomt i de kommende år. Efterhånden som frygten for bankerotter aftager, vil den private efterspørgsel udvikle sig mere positivt og bidrage til et opsving. Dette er hele forudsætningen for et opsving, men der er altså kun udsigt til, at det vil ske langsomt og med bump på vejen.

Folkelig modstand er en ubekendt faktor

Den vigtigste, men samtidig mest skrøbelige, forudsætning bag denne relativt positive forventning er de udsatte landes egne finanspolitiske opstramninger og strukturreformer. Uden disse vil tilliden til de offentlige finanser ikke vende tilbage på trods af EU- og IMF-initiativer. Tilstrækkelig stærk folkelig og politisk modstand vil kunne forhindre stramninger og reformer. Resultatet af det nyligt afholdte græske valg viser, at dette ikke bare er en teoretisk mulighed. Et isoleret græsk nej til memorandummet indgået med EU og IMF og en eventuel efterfølgende fuld statsbankerot og/eller udtrædelse af ØMU'en vurderes ikke i sig selv at ville ryste den øvrige europæiske økonomi alvorligt. Dertil er den græske økonomi for lille, og det græske problem er i forvejen nogenlunde indkapslet. De private kreditorer har således allerede afskrevet store dele af deres græske tilgodehavender. Derimod vil en tilstrækkelig stærk folkelig og politisk modstand i andre og større af de udsatte lande kunne få statsgældskrisen til at blusse yderligere op. Dette kan via negative tillidseffekter medføre et betydeligt økonomisk tilbageslag.

Finanspolitiske opstramninger nødvendige i de mest udsatte lande

Finanspolitisk konsolidering i de mest udsatte lande er afgørende for at genskabe tilliden til de offentlige finanser i disse lande og dermed for at muliggøre en styrkelse af den private efterspørgsel i euroområdet og det øvrige EU. Opstramningen af finanspolitikken vil imidlertid i sig selv bidrage negativt til efterspørgslen og konjunktursituationen. For de udsatte lande er det ikke desto mindre afgørende, at de offentlige finanser forbedres på kort sigt, samtidig med at der gennemføres strukturreformer på arbejdsmarkedet og af tilbagetrækningssystemet, der kan styrke de offentlige finanser på længere sigt. Strukturreformer har ikke samme negative aktivitetseffekt på kort sigt som traditionelle besparelser og skattestigninger. Situationen er desværre, at en uansvarlig økonomisk politik i de nu mest udsatte lande i en årrække op til krisens udbrud har medført så store problemer, at der på nuværende tidspunkt ikke er nogen "gode" løsninger. Finanspolitiske opstramninger er nødvendige, selvom der konjunkturmæssigt er behov for det modsatte.

Finanspolitisk opstramning langsommere i USA

For EU som helhed var forværringen af den offentlige saldo i forbindelse med finanskrisen gennem 2009 og 2010 af nogenlunde samme størrelsesorden som forværringen i USA. Den hidtidige opstramning af finanspolitikken har dog, i særdeleshed i 2011, været betydeligt kraftigere i EU end i USA, og dette forventes også at blive tilfældet i 2012. Det er derfor relevant at overveje, om den finanspolitiske opstramning for EU under et kan ske langsommere.

Mere lempelig finanspolitik i de relativt stærke EU-lande?

For lande med relativt sunde offentlige finanser er behovet for yderligere opstramninger mindre, og det kan for disse lande være relevant at overveje en langsommere konsolidering end hidtil planlagt, såfremt dette suppleres af reformer, der styrker de offentlige finanser på længere sigt. IMF har argumenteret for en sådan linje, hvor finanspolitikken lempes i forhold til det nu planlagte i EU-lande med relativt sunde offentlige finanser og gode eksterne balancer. Dette skulle via den vækst, lempelsen genererer, indirekte komme de sydeuropæiske lande med særlige problemer til gode. I givet fald bør en sådan indsats ske koordineret på EU-niveau via ændrede henstillinger og stabilitets- og konvergensprogrammer for de stærkere lande. Selv om dette godt kan være del af en relevant indsats, rummer strategien problemer, hvis formålet primært er at skabe vækst i de mest udsatte, sydeuropæiske lande. Disse vil nemlig kun gavnes via de afledte effekter, der for fleres vedkommende vil være ganske svage, blandt andet fordi de pågældende lande ikke eksporterer så meget til de stærkere nord- og centraleuropæiske lande. Hertil kommer, at flere af de relativt få EU-lande med nogenlunde stærke offentlige finanser – herunder Tyskland og Sverige – kun har et mindre selvstændigt behov for finanspolitisk stimulans.

Direkte EU-midler målrettet investering og vækst i de mest udsatte lande er at foretrække

En anden mulighed for i en vis grad at kompensere for aktivitetsvirkningen af de markante finanspolitiske opstramninger i de mest berørte lande kunne bestå i mere direkte at øge omfanget af EU-finansierede investeringsprojekter i disse lande. Dette kunne eksempelvis være infrastrukturprojekter, der er aktivitetsforøgende på kort sigt, og som på længere sigt har gavnlige effekter på produktiviteten. Sådanne projekter kan eksempelvis finansieres ved at lande med relativt sunde offentlige finanser i en

periode forøger deres bidrag til EU's strukturfonde, og at projekterne bliver målrettet lande i alvorlige økonomiske problemer. Det er afgørende, at sådanne ekstra overførsler til lande, der er særligt ramt af statsfinansielle problemer, ikke svækker den grundlæggende indsats for at forbedre de offentlige finanser. En målrettet og direkte investeringsindsats er at foretrække frem for generelle finanspolitiske lempelser i de relativt stærke lande, da der herved opnås en større væksteffekt i de kritiske lande. Det er dog uvist, om de nuværende europæiske rammer i praksis er gearede til en sådan konjunkturbetinget omfordeling af investeringsmidler. En direkte vækststrategi, som den beskrevne, hvor EU fra centralt hold finansierer investeringer i specifikke lande repræsenterer et skridt imod en fælles EU-finanspolitik.

Stabilitets- og vækstpagten har fejlet

Udviklingen igennem de seneste ti år har illustreret, at eurokonstruktionen og i særdeleshed stabilitets- og vækstpagten ikke har været tilstrækkeligt effektive til at sikre den finanspolitiske disciplin. En møntunion kræver en vis samordning af finanspolitikken, blandt andet for at sikre, at lande ikke bare spekulerer i, at andre lande i møntunionen i sidste ende vil redde dem. Stabilitets- og vækstpagten indeholder begrænsninger på medlemslandenes finanspolitik først og fremmest i form af underskuds- og gældsmål. Reglerne er imidlertid blevet overtrådt gentagne gange, uden det har medført sanktioner. Dette har svækket tiltroen til den finanspolitiske disciplin. Overskridelser har været helt systematiske for nogle lande, herunder Grækenland, men også overskridelser af underskudsreglen af de to største lande i eurosamarbejdet, Frankrig og Tyskland, tilbage i 2002-03, har bidraget væsentligt til den svækkede troværdighed. EU har hidtil aldrig effektueret de økonomiske sanktioner, der er en del af systemet.

Finanspagt og six-pack sigter mod troværdig håndhævelse af stort set de samme regler

Den europæiske statsgældskrise har tydeligt illustreret, at der er behov for reformer af stabilitets- og vækstpagten, i særdeleshed med henblik på at skærpe håndhævelsen af reglerne. De nye krav til den økonomiske politik i finanspagten og six-pack er ikke så væsentligt forskellige fra de i forvejen gældende krav, men håndhævelsen forsøges skærpet via eksempelvis forstærkede sanktionsmuligheder, blandt andet i form af bøder, hvis et land ikke overholder

kravene. Samtidig skal landene i deres nationale lovgivning indbygge krav til den strukturelle saldo og en korrektionsmekanisme, der specificerer en plan for, hvordan de offentlige finanser skal forbedres i tilfælde af, at kravet ikke overholdes. Disse elementer kan bidrage til at gøre overskridelser af reglerne mere synlige og omkostningsfulde. Det primære sigte med særligt finanspagten er at forhindre, at EU-lande igen skal opbygge store offentlige underskud i gunstige tider, hvor der ikke er nogen konjunkturmæssig begrundelse for ikke at have balance. Denne hensigt er ubetinget positiv. Om de nye tiltag kommer til at virke efter hensigten og bliver opfattet som troværdige vil i høj grad afhænge af, hvordan de nye regler vil blive administreret i praksis, hvilket det naturligvis ikke er muligt at vurdere på nuværende tidspunkt.

Fokus på ubalancer er hensigtsmæssigt

EU-landenes fokus på makroøkonomiske ubalancer er yderligere et skridt i den rigtige retning for at sikre sunde offentlige finanser. De statsfinansielle problemer i flere eurolande er til dels et udslag af opbyggelsen af ubalancer på boligmarkedet og på de finansielle markeder samt en skævvridning af konkurrenceevnen indenfor euroområdet. Opbygningen af ubalancerne betød, at staternes finanser blev bebyrdet udover de sædvanlige, konjunkturmæssige forværringer fra de automatiske stabilisatorer, da konjunkturerne vendte. Det er derfor vigtigt at opdage og korrigere ubalancer, så hurtigt som muligt.

Større vægt på strukturel saldo har fordele …

Finanspagten og six-pack bygger blandt andet på et mål for den strukturelle saldo, der angiver den faktiske offentlige saldo renset for konjunkturelle og andre midlertidige forhold. Som udgangspunkt må den strukturelle saldo ikke udvise et underskud, der er større end ½ pct. af BNP. Fokus på den strukturelle saldo er grundlæggende hensigtsmæssig, da man herved lægger større vægt på den underliggende sundhedstilstand for de offentlige finanser. Overholdelse af kravet om et strukturelt underskud på højest ½ pct. af BNP vil indebære, at der i økonomisk gode tider vil være et overskud på den faktiske saldo. Der vil derfor være plads til, at de automatiske stabilisatorer kan slå fuldt igennem i dårlige tider. Det er dermed ikke nødvendigt at stramme

finanspolitikken i et konjunkturtilbageslag for at undgå at bryde med underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP.

… men også ulemper

Der er imidlertid også problemer forbundet med brugen af den strukturelle saldo. Et problem knytter sig til, at opgørelsen af den strukturelle er forbundet med praktiske og metodiske problemer. Grundlæggende er det en meget vanskelig opgave og forbundet med betydelig usikkerhed at rense den faktiske saldo for konjunkturelle og andre midlertidige forhold. En anden problemstilling er, at en ensidig fokus på den strukturelle saldo kan lægge begrænsninger på anvendelsen af aktiv finanspolitik. De finanspolitiske rammer tillader, at kravet til den faktiske og strukturelle saldo kan afviges i ekstraordinære tilfælde, f.eks. et kraftigt konjunkturtilbageslag. Hvis finanspolitikken er tilrettelagt, så den i udgangspunktet netop overholder kravet til den strukturelle saldo, er der imidlertid ikke plads til aktive lempelser i tilfælde, der ikke opfattes som ekstraordinære. Ønskes rum for en mere aktivistisk finanspolitisk linje, må finanspolitikken tilrettelægges med udgangspunkt i en målsætning om strukturel balance eller overskud. Hvorvidt det er ønskeligt og nødvendigt at planlægge efter en sådan stabiliseringspolitisk margin, afhænger af mange ting, herunder hvordan begrebet "ekstraordinære omstændigheder" vil blive fortolket i praksis.

Stabilitets- og konvergensprogrammer bør anvise tiltag, der sikrer holdbarhed

De nye krav til finanspolitikken afviger som nævnt ikke voldsomt fra de i forvejen kendte fra stabilitets- og vækstpagten. Det kan diskuteres, om kravene er fyldestgørende. I forbindelse med reformen af pagten i 2005 kom der i højere grad fokus på mål for den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Til forskel fra gælds- og underskudsmål indeholder holdbarhedsmål information omkring den (forventede) fremtidige udvikling i de offentlige finanser. Holdbarhed kan på ingen måde stå alene, blandt andet fordi holdbarhedsbegrebet er stærkt afhængigt af, om en række forudsætninger overholdes. Det bør dog alligevel overvejes, om der skal sættes yderligere fokus på den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Dette kan eksempelvis ske ved, at det kræves, at EU-landene i udarbejdelsen af stabilitets- og konvergensprogrammer skal anvise, hvordan de har tænkt sig at sikre finanspolitisk holdbarhed. Dette vil synliggøre

de voldsomme holdbarhedsproblemer i mange europæiske økonomier og bidrage med et grundlæggende rigtigt sigte mod langsigtsholdbare offentlige finanser. Den finanspolitiske styring i Danmark igennem de seneste ca. femten år, hvor der har været fokus på mellemfristede planer med vurderinger af den langsigtede balance mellem offentlige indtægter og udgifter, kan være et foregangseksempel.

Redningsfond ikke stor nok til Spanien og Italien

Selvom gode finanspolitiske regler kan reducere risikoen for, at nye kriser opstår, er det i praksis umuligt med sikkerhed at undgå, at der opstår problemer i fremtiden. Det er derfor vigtigt, at der findes et effektivt nødberedskab. Oprettelsen af krisefaciliteterne, EFSM og EFSF, og deres afløser, ESM, har muliggjort, at lande, der kommer i alvorlige statsfinansielle problemer, i en periode kan få lettet deres finansieringsbyrde under forudsætning af, at landene samtidig forpligter sig til at gennemføre finanspolitiske stramninger. Irland og Portugal modtager i øjeblikket nødlån fra den europæiske redningsfond, der også er involveret i finansieringen af lån til Grækenland. Den begrænsede størrelse af ESM bevirker imidlertid, at det er usikkert, om fonden kan dække behovet, hvis større lande som Italien eller Spanien kommer ud i længerevarende og alvorlige statsfinansielle problemer, som de ikke selv er i stand til at håndtere.

ECB's opkøb af statsobligationer kan være en mulighed …

Det har været diskuteret, om ECB mere systematisk bør kunne opkøbe statsobligationer fra lande i alvorlige statsfinansielle problemer. I princippet har ECB ubegrænsede ressourcer, hvilket betyder, at centralbanken teoretisk kan købe alle de obligationer, som de private aktører ikke er villige til at aftage. Selv et mere begrænset opkøb kan betyde, at renten på de udsatte landes statsobligationer holdes nede. ECB foretager allerede opkøb, men dette gøres på en måde, der ikke er særligt transparent eller systematisk. En væsentlig fordel ved at yde lån til kriseramte lande direkte gennem ESM (frem for indirekte gennem ECB's opkøb) er, at risikoen og de mulige omkostninger er meget synlige.

… men har betydelige problemer

Støtteopkøb af statsobligationer ved ECB er samtidig forbundet med en række indbyggede problemer. Systematiske opkøb af statsobligationer forudsætter en fundamental forståelse mellem centralbank og regering om, at finanspolitikken ultimativt tilrettelægges på en måde, der ikke udgør en fare for målsætninger om inflation og finanspolitisk holdbarhed. Denne forståelse er vanskelig at opnå i en møntunion som ØMU'en, hvor finanspolitikken bestemmes af 17 selvstændige stater. Støtteopkøb har samtidig den uheldige sideeffekt, at incitamentet til at konsolidere finanspolitikken svækkes. Det svagere incitament til konsolidering hænger sammen med, at den disciplinerende virkning, som de finansielle markeders reaktion på en uholdbar finanspolitik medfører, delvist neutraliseres med støtteopkøb. Støtteopkøbsprogrammer kræver derfor, at der er troværdige og effektive regler, der begrænser de enkelte landes finanspolitik. I fravær af sådanne regler kan systematiske støtteopkøbsprogrammer ikke anbefales. Principielt adskiller støtteopkøb fra ECB sig ikke fra nødlån ydet af ESM, men i praksis er et organ som ESM langt mere velegnet til at stille betingelser for opkøb eller lån, end ECB er.

Styrkelse af ESM bedre end udvidede opkøbsprogrammer ved ECB

En styrkelse af ESM er under de nuværende rammevilkår for den europæiske møntunion at foretrække frem for, at ECB annoncerer og gennemfører et udvidet og mere systematisk opkøbsprogram for statsobligationer. De potentielle tab i forbindelse med statsbankerotter er de samme ved de to strategier (om end til dels forskelligt fordelt), men ESM må forventes at være bedre til at forhindre statsbankerotter i kraft af, at der mere effektivt kan stilles skrappe betingelser for tildeling af nødlån.

Krisen har vist, hvor vigtigt det er at spare op i gode tider

En vigtig lære fra krisen er, at gode tider bør anvendes til at skabe et tilstrækkeligt stort overskud på de offentlige finanser. Dette vil medvirke til at fastholde og skabe tillid til landets offentlige finanser, og samtidig er sunde offentlige finanser en forudsætning for, at det er muligt at gennemføre større finanspolitiske lempelser under alvorlige konjunkturtilbageslag.

Problemer i den private sektor kan belaste offentlige finanser

En anden vigtig lære fra krisen er, at problemerne med underskud på de offentlige finanser ikke udelukkende forårsages af uansvarlig finanspolitik. Opbygning af ubalancer i form af stigende eksternt underskud, voldsomme stigninger i prisen på fast ejendom og kraftig vækst i de finansielles institutioners udlån er forhold, der direkte eller indirekte kan have betydning for statens finanser. En stabilitetsorienteret politik med opmærksomhed på udviklingen på boligmarkedet og den finansielle sektor kan bidrage til at reducere risikoen for, at der opstår problemer med de offentlige finanser.