
FOLKETINGET



Europaudvalget

Den økonomiske konsulent

EU-note

Til: Udvalgets medlemmer og stedfortrædere

Dato: 13. juni 2012

Vismandsrapporten (maj 2012): Den europæiske statsgældskrise

Sammenfatning

Den finansielle krise i EU er til dels selvforskyldt. Selv i tiden før krisen brød eurolandene spillereglerne for god økonomisk politik, siger de økonomiske vismænd. Det er også tvivlsomt om der kan opnås en tilstrækkelig finansiell ro til, at økonomien kan komme i gang igen.

Vismændene ser ingen anden udvej end at fortsætte de økonomiske opstramninger og strukturreformer i de krisepregede lande i EU. Der er dog en mulighed for, at de ikke-krisepregede lande i EU på koordineret vis lemper en smule på finanspolitikken for at øge efterspørgslen og væksten i EU. Målttede investeringsprojekter i kriselandene er også en god idé.

Fremover er det nødvendigt med en langt skarpere håndhævelse af reglerne for økonomisk politik, hvis økonomien skal rettes op.

*Vismændene anbefaler, at krisen bl.a. klares ved nødlån fra IMF og EU, og **ikke** ved at ECB opkøber statsobligationer. Den første mulighed er nemlig langt mere gennemskuelig.*

Vismændenes seneste rapport (29. maj 2012) indeholder et afsnit om den **europæiske statsgældskrise**, herunder bud på hvordan man eventuelt kan "kurere" krisen. Noten gennemgår afsnittet fra Vismandsrapporten.

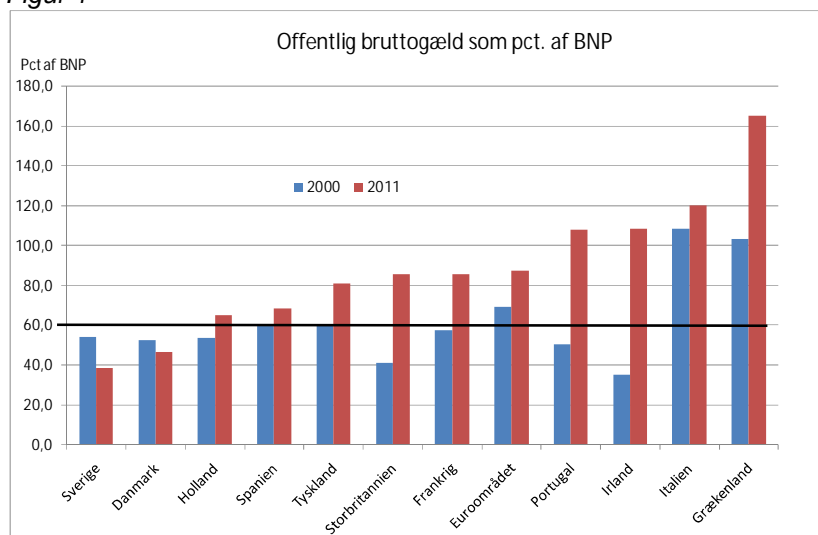
1. Svag konjunkturudvikling i EU

Økonomierne i euroområdet er karakteriseret 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.

Brud på finanspolitiske spilleregler før krisen i 2008

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**. I **figur 1** nedenfor er vist udviklingen i den offentlige gæld fra 2000 til 2011 for udvalgte EU-lande.

Figur 1



Kilde: Eurostat, egen opstilling

Det ses, at mange EU-lande har haft en stor stigning i den offentlige bruttogæld i perioden fra 2000 til 2011.

Flere lande brød i denne periode gentagne gange **EU's finanspolitiske spilleregler**. Bl.a. oversteg bruttogælden i en lang række lande i euroområdet det EU-fastlagte gældloft på 60 pct. af BNP både før og efter krisen, som det fremgår af ovenstående figur.

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 i dag er uholdbare.

Svækket konkurrenceevne i flere sydeuropæiske lande

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 kriser i Italien og Spanien

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.

2. Kriseinstrumenter

Nye midler kan blive nødvendige

Det vurderes, at de påbegyndte finanspolitiske opstramninger i de kriseramte EU-lande i kombination med de besluttede 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. 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.

Boks 1. Kriselån til spanske banker

Specielt Spanien er netop nu i en finansiell krise. De spanske banker er på vej til at **modtage** et lån på 100 mia. euro fra EU for at sikre den finansielle styrke, der kræves for at overleve.

Derudover mangler den spanske stat stadig at få finansieret 36 mia. euro ud af et lånebehov på 86 mia. euro, og der tvivles nu på om det kan lade sig gøre at hente de manglende penge på de frie kapitalmarkeder.

De positive forventninger er skrøbelige

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 dog 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.

Finanspolitisk konsolidering nødvendig

Den politiske modstand kan via negative tillidseffekter medføre et betydeligt økonomisk tilbageslag. **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 **strukturelle reformer** på arbejdsmarkedet og af tilbagetrækningssystemet, der kan styrke de offentlige finanser på længere sigt.

Strukturelle reformer 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.**

Forværringen i den offentlige saldo er nogenlunde ens i EU og 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 samlede finanspolitiske opstramning for EU under et kan ske langsommere jf. nedenfor.

Lande med sunde offentlige finanser kræver mindre opretning

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 gavnnes 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.

EU-finansieret investeringsprojekt

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.

Eurokonstruktionen bliver modarbejdet

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.

3. Behov for nye langsigtede initiativer

Større krav til håndhævelse af reglerne

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 aftalen 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.

Makroøkonomiske ubalancer

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 inden for 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.

Den strukturelle saldo er hensigtsmæssig, dog med forbehold

Finanspagten og six-pack aftalen bygger blandt andet på et mål for den **strukturelle saldo**, der angiver den faktiske offentlige saldo rensset for konjunkturrelle og andre midlertidige forhold. Som udgangspunkt må den strukturelle saldo ikke udvise et underskud, der er større end 0,5 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.

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 konjunkturrelle 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.

Fokus på finanspolitisk 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.

I **tabel 1** nedenfor er anført holdbarhedsindikatoren for udvalgte europæiske lande.

Tabel 1

Land	Holdbarhedsindikator 2011
Tyskland	-5,0
Frankrig	-4,0
Holland	-9,2
Italien	-2,3
Spanien	-12,0
Grækenland	-20,3
Portugal	-8,9
Irland	-15,2
Belgien	-5,2
Danmark	0,2

Kilde: EU-kommissionen, *Vismandsrapporten maj 2012*

Det ses, at kun Danmark har en positiv holdbarhedsindikator af de lande, der er medtaget i tabellen og dermed umiddelbart eneste land, der har en holdbar finanspolitik på lang sigt. Eksempelvis skal Grækenland med en negativ indikator på 20,3 pct. forbedre den primære offentlige saldo 20,3 pct. for at opnå balance på lang sigt.

En langsigtet finanspolitisk holdbarhed kan eksempelvis ske ved, at det kræves, at EU-landene i udarbejdelsen af stabilitets- og konvergensprogrammer skal an vise, 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 langsigts holdbare 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 **foregangs-eksempel**.

Effektive nødberedskaber vigtige

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.

Kan den Europæiske Centralbank klare problemerne?

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 synlige¹.

Støtteopkøbsprogrammer kræver, at der er troværdige og effektive regler, der begrænser de enkelte landes finanspolitik. I fravær af sådanne regler kan systematiske støtteopkøbsprogrammer ikke anbefales. Principielt

¹ 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.

adskiller støtteopkøb fra ECB sig ikke fra nød lån 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.

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 nød lån.

4. I gode tider skal skabes overskud

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.

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 finansielle 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.

Med venlig hilsen

Niels Hoffmeyer (3602)²

² Stud. Scient. Oecon. Sune Clausen og Stud. Polit. Victoria Julie Jessen har medvirket ved notatet.