

Nye bøger om Eurokrisen

Claus Vastrup

professor emeritus

Nye bøger om Eurokrisen

Euroen og især eurokrisen er for nylig taget op til nærmere diskussion i 3 lidt forskellige bøger, som omtales og anmeldes nedenfor. Den første har en dansk forfatter, den næste tre forfattere af forskellig europæisk oprindelse og den sidste en amerikansk forfatter. Til sidst følger kort nærværende anmelders egne betragtninger over emnet. Den internationale finanskrisen havde sit udspring i USA i 2007-08, men svækkede også den finansielle sektor i Europa, hvorved krise og recession bredte sig hertil i 2008. Den internationale krise fortsatte fra 2010-11 med en særskilt finanskrisen i Eurozonen og efterfølgende recession i de fleste europæiske lande. Den samlede europæiske recession har således været langvarig, idet det først er i 2015, at det reale BNP i Eurozonen (de oprindelige 13 medlemslande) er kommet tilbage på samme niveau som i 2007 - efter et fald på 4,5 pct. i 2009 og et fornyet fald på 1,2 pct. i 2012-13. For arbejdsløsheden har genopretningen været længere. Den langvarige recession er en vægtig grund til at tage Eurosam arbejdet op til nærmere undersøgelse.

Jespersen, Jesper. *The Euro. Why it Failed*. Palgrave MacMillan (Cham, Schweiz). 2016. (125 s. samt litteraturliste og indeks)

Jesper Jespersen er professor ved Roskilde Universitet, RUC, og har skrevet en kort bog om Euroen og dermed om Den økonomiske og monetære union (ØMU-en). Bogen beskæftiger sig både med Euroens oprindelse og konstruktion samt med krisen i Euro-landene siden 2010, mens de mellemliggende år stort set forbigås i tavshed. Jesper Jespersen udpeger flere ansvarlige for krisen, selvom graden af ansvarlighed for ulykkerne synes at variere gennem bogen. I flæng nævner han graverende fejl i makroøkonomisk teori, mangel på en føderal politisk struktur med gensidige hjælpemekanismer, ensidige krav om balance på de offentlige finanser, manglende opmærksomhed vedrørende betalingsbalancer samt medlemslandenes opgivelse af valutakurs- og pengepolitik som nationale økonomisk-politiske instrumenter.

Bortset fra en omtale af fransk politisk dominans kort efter Berlinmurens fald i 1989 spiller den politiske diskussion mellem medlemslandene ikke nogen rolle i fremstillingen. I Jesper Jespersens fremstilling er det uden modifikationer tysk dominans og den økonomiske argumentation fra Kommissionen i Bruxelles (samt fra Berlin), der spiller en rolle og rammes af hans vurdering og kritik. Bogens emner er desuden en diskussion af økonomisk teori om valutaunioner og finanspolitik, en omtale af hvorfor ØMUen blev etableret, betalingsbalancer, offentlig økonomi og arbejdsløshed, alt sammen i relation til ØMUen og dertil en kort kritik af ECB.

Økonomisk teori og historisk baggrund

Kritik af den økonomiske argumentation vedrørende Euroen tager udgangspunkt i forfatterens kritik af makroøkonomisk teori i almindelighed. Sidstnævnte deler på firkantet vis makroøkonomisk teori op i, hvad der kaldes neoklassisk monetarisme og Keynesiansk Realisme. Førstnævnte omfatter både nykeynesiansk teori, rationelle forventninger, og hvad mange andre kalder monetarisme m.m. Et fælles træk ved alle disse teorier er angiveligt anvendelsen af et identisk ligevægtsbegreb, ligesom alle teorier angives at have stærke selvregulerende kræfter, som hurtigt sikrer overensstemmelse mellem udbud og efterspørgsel på alle markeder, hvorfor der ikke er behov for offentlige indgreb. Keynesiansk Realisme lægger derimod vægt på usikre forventninger, som det ikke er muligt for private agenter indbyrdes at koordinere. Uligevægt angives derfor at være et uomgængeligt vilkår, hvorfor der er behov for offentlige institutioner og politik, herunder især efterspørgselsregulerende politik. Forfatteren opererer ikke med forskellige ligevægtsbegreber eller en opdeling, som giver plads til de store forskelle i teoriopfattelse, som andre mener findes inden for den første gruppe. Debatten mellem de to skoler betegnes som endnu uafgjort, men forfatteren beken-

der sig klart til Keynesiansk Realisme og beskriver andre skoler og især det teori-grundlag, der anvendes af Kommissionen og i Berlin, som forfejlede.

De europæiske tanker om en form for fastkurssamarbejde bliver accentueret af sammenbruddet af det internationale Bretton Woods system i begyndelsen af 1970'erne. Det medførte at vesteuropæiske lande i 1979 etablerede det såkaldte EMS/ERM- samarbejde om faste, men justerbare valutakurser. Da medlemslandene samtidig i et vist omfang benyttede sig af muligheden for at melde sig ud og ind af samarbejdet, var det vanskeligt at undgå spekulation i valutakursændringer. På den baggrund bliver en fælles europæisk mønt ifølge forfatteren et projekt for Europa-kommissionen. Senere så Frankrig i forbindelse med Berlin murens fald i 1989 en mulighed for at styrke det europæiske samarbejde på Tysklands bekostning. På grundlag af Delors-udvalgets betænkning fra samme år blev der på denne dramatiske baggrund opnået politisk enighed om (senest) i 1999 at etablere en økonomisk og monetær union, ØMU'en, med en fælles mønt, Euroen, der fysisk blev realiseret i 2002.

Optagelseskriterierne blev i henhold til nærmere definitioner fastsat til at være prisstabilitet, forudgående stabilitet i valutakursen, stabilitet i den lange rente og endelig stabile offentlige finanser. Jesper Jespersen kritiserer med rette disse kriterier for at være utilstrækkelige. De formelle krav til Eurosamarbejdet er derfor løbende blevet justeret og skærpet. Det gælder dog kun i begrænset omfang i forhold til medlemslandenes betalingsbalancer, og det skete først i 2011 og derfor efter finanskrisen. I praksis holdes kravene stadigvæk ikke i hævd.

Betalingsbalance og offentlige finanser

For så vidt angår de finansielle kriser koncentrerer Jesper Jespersen sig om dem, der kan opstå i forbindelse med underskud på betalingsbalancer. Sådanne underskud udviklede sig i stor størrelse i Sydeuropa i løbet af 2000'erne. De blev finansieret af tilsvarende kapitalimport fra især de nordeuropæiske medlemmer af ØMU'en. Der opstod på den baggrund problemer med den finansielle stabilitet i Europa. Det skete i forlængelse af den finanskrisen, der i 2007-08 ramte USA, og som også svækkede den finansielle sektor i Europa, der foruden tilgodehavender i Sydeuropa og Irland også havde finansielle tilgodehavender og fordringer i USA. Som følge af den oprindelige finanskrisen stoppede finansieringen af landene i den europæiske periferi, hvilket førte til recession i de berørte og andre europæiske lande. Jesper Jespersen angiver kun, at det er finansieringen af betalingsbalancerne, der rammes, og ikke noget om de bagved liggende sektorer, private eller offentlige.

Da underskud på betalingsbalancer på verdensplan nødvendigvis må modsvares af overskud andre steder, har det i hvert fald siden Keynes været diskuteret, hvem der skal skabe tilpasning mod en gensidig ligevægt. Denne diskussion genfindes også i monetære unioner som Eurozonen, der tilnærmelsesvis har ligevægt på sin eksterne betalingsbalance især som følge af en variabel valutakurs i

forhold til omverdenen. Derfor finder diskussionen om fordelingen af tilpasningsbyrden sted mellem især Tyskland, der har overskud, og landene i Sydeuropa, der har (eller har haft) underskud. Bortset fra underskudslandet USA, der som reservevalutaland næsten automatisk modtager indskud fra andre lande, har det som regel været overskudslandene, der som långivere har været de stærkeste i denne armlægning om finansiering og tilpasning, og det er i hvert fald en del af forklaringen på den tyske økonomiske dominans i Europa især efter finanskrisen. Jesper Jespersen betragter den systematisk skæve fordeling af betalingsbalanceoverskud og -underskud i Euro zonen som et ulykkeligt ægteskab og kritiserer, at krav om tilpasning i lande med overskud på betalingsbalancen (Tyskland) ikke har været formuleret af Kommissionen eller Berlin, der i stedet for betalingsbalancer har fokuseret på offentlige finanser.

Finansieringsproblemer i forhold til betalingsbalancen må nødvendigvis være problemer i forhold til enten den offentlige eller den private sektor, men det nævnes ikke. Jesper Jespersen fremhæver, at man skal skelne mellem finansiering af betalingsbalancen og den offentlige sektor, men nævner ikke, at både Grækenland og Portugal har haft finansieringsproblemer - også i forhold til udlandet - for deres offentlige sektor, hvis redressering har været medvirkende til den efterfølgende recession i de pågældende lande. Spanien og Irland har i første omgang været ramt af finansieringsproblemer (for fast ejendom) i den private sektor, hvilket førte til recession. Som følge af store statsgarantier til de irske banker i 2008 har statsfinansielle problemer dog efterfølgende været stærkt medvirkende til finanskrisen og recession.

De finansielle problemer har derfor været mere omfattende end anført af forfatteren og kræver heller ikke nødvendigvis, at eventuelle betalingsbalanceunderskud er strukturelle. Hvis tidligere etableret gæld er tilstrækkelig stor eller labil, kan manglende tillid og midlertidige underskud også give finansieringsproblemer. Finansielle kriser kan også opstå, hvis den finansielle sektor er svag. Finansielle kriser er således et mere generelt fænomen end angivet af forfatteren, hvilket gælder uanset valutakursregime. Men problemerne opstår nok hyppigst og er størst for lande med en fast, men justerbar valutakurs og - på trods af Eurokrisen - mindre udtalt for lande i en valutaunion, hvor i hvert fald valutarisk ustabilitet næsten per definition er udelukket. På trods af sådanne mulige forbehold udpeger forfatteren uden nærmere argumentation Eurokonstruktionen til at være problemet i forhold til den finansielle krise i Eurozonen.

Efterspørgsel og finanspolitik

Arbejdsløshed er en plage, i hvert fald hvis den er ufrivillig som følge af forskel mellem efterspørgsel og udbud. Arbejdsløsheden har siden begyndelsen af 1990'erne været høj i Europa, og efter udbruddet af finanskrisen i 2008 steg den mere i Eurozonen som helhed end i landene udenfor. Med en variabel valutakurs i forhold til omverdenen har Eurozonens samlede betalingsbalance som nævnt

været nogenlunde i balance. Hvis man husker, at eurozonens eksterne eksport og import er forholdsvis begrænset i forhold til dens samlede produktion, kan man derfor, som Jesper Jespersen, godt argumentere for, at ændringer i medlemslandenes indbyrdes konkurrenceevne alene omfordeler produktion og beskæftigelse inden for Eurozonen og ikke ændrer de samlede størrelser. Derfor er det ikke tilstrækkeligt, at Kommissionen og Berlin alene gennem påbud om strukturændringer forsøger at få kriseramte lande i Sydeuropa eller andre til at forbedre deres konkurrenceevne. Der har været (og er fortsat) behov for, at Tyskland og andre lande med betalingsbalanceoverskud, forøger efterspørgslen og dermed den samlede produktion og beskæftigelse.

Netop fordi der har været tale om et nulsums spil mellem Tyskland og andre lande i Eurozonen, mener Jesper Jespersen, at Euroen har fejlet. Alternativet, angiver forfatteren, kan være variable valutakurser mellem landene. Men et sådant forslag vil ligesom passende strukturreformer ved faste valutakurser alene være en anden måde at ændre konkurrenceevnen mellem de berørte lande, og der vil derfor stadig være tale om et nulsums spil. På de angivne præmisser om bortfald af efterspørgsel og et nulsums spil mener anmelderen derfor, at det under alle omstændigheder er nødvendigt at forøge den samlede efterspørgsel ved hjælp af den samlede finanspolitik. I en valutaunion vil man nok have sværere ved at ændre konkurrenceevner, men efter anmelderens opfattelse er en sådan union ensbetydende med, at man undgår de destabiliserende kræfter, der med stor sandsynlighed følger med frie kapitalbevægelser og variable eller justerbare valutakurser.

I en monetær union er finanspolitik helt afgørende for størrelsen af produktion og beskæftigelse, så længe der er ufrivillig arbejdsløshed. Euro-konstruktionen, Kommissionen og især Berlin kritiseres af Jesper Jespersen for ikke at have forstået, at de kræfter, som fører til et finansielt overskud i den private sektor i form af større opsparing end reale investeringer, også medfører arbejdsløshed. En ekspansiv pengepolitik kunne afhjælpe denne misere, men angiveligt sker det ikke, fordi denne alene styres af hensynet til prisstabilitet. Anmelderen kan tilføje, at finanskrisen og en allerede ekspansiv pengepolitik har medført, at renten i Eurozonen et stykke tid har været tilnærmelsesvis nul, hvilket er tegn på, at en samlet ekspansiv finanspolitik burde have taget over med henblik på at stabilisere den realøkonomiske udvikling.

Længerevarende arbejdsløshed og betalingsbalanceproblemer efter introduktion af Euroen og dermed afskaffelsen af nationale valutakurs- og pengepolitikker får Jesper Jespersen til igen at konkludere, at Euroen har fejlet. Til sidst oprides forslag til en form for redning af samarbejdet ved etablering af mulighed for nationale valutaer med variable valutakurser, en parallel valuta for hele EU og en ændret stabilitetspagt, som inkluderer overgrænser for et lands overskud på betalingsbalancen og dets udenlandske nettotilgodehavende.

Afslutning om Jesper Jespersen og Euroen

Årsagen til, at man ikke bevidstløst bør kræve balance på de offentlige finanser, følger af mangel på stærke selvregulerende kræfter i den private sektor, der kan eliminere ufrivillig arbejdsløshed. På den baggrund kritiserer Jesper Jespersen EU-Kommissionen, Tyskland og andre for bevidstløst at kræve stramninger af finanspolitikken gennem overskud, genopretning eller balancering af de offentlige finanser. En sådan rimelig kritik har dog også behov for at tage hensyn til den gældsdyamik, som både med og uden stramninger følger af, at fortsatte underskud og rentetilskrivninger akkumulerer til større gæld. Det gælder for gæld i forhold til både udland og offentlige finanser. Begge former for gældsdyamik kan i værste fald føre til finansielle kriser og efterspørgselsbortfald. Den rette finanspolitik er derfor en balancegang med flere aspekter og hensyn end alene de af Jesper Jespersen anførte bortfald af efterspørgsel og ufrivillig arbejdsløshed. Den manglende interesse for gældsdyamik skyldes måske, at Jesper Jespersen ikke gør meget ud af de finansielle aspekter og andre årsager til finansiell uro andet end vanskeligheder ved finansiering af betalingsbalanceunderskud. Hans hovedinteresse er det realøkonomiske og finanspolitikken.

Brunnermeier, M. K., James H., og Landau J.-P., The Euro and the Battles of Ideas, Princeton University Press (Princeton and Oxford). 2016 (390 s. samt noter og indeks)

Tre internationalt anerkendte økonomer med lidt forskellig faglig baggrund og – som de selv gør opmærksom på – forskellig national oprindelse (tysk, engelsk og fransk) har med udgangspunkt i, hvad man kan kalde en idehistorisk fremstilling, redegjort for de sidste 7-10 års Eurokrise. Markus Brunnermeier er monetær og finansiel økonom, Harold James er økonomisk historiker med interesse for internationale monetære forhold – begge er nu professorer på Princeton – mens Jean-Pierre Landau er tidligere viceguvernør i den franske centralbank.

Bogen giver en indgående fremstilling af afgørende vendepunkter og indgreb i den europæiske finanskrisen samt de holdninger og synspunkter, som især Frankrig og Tyskland har haft til diskretionær kontra regelbaseret politik, til solvens kontra likviditet samt til stramninger kontra konjunkturpolitik. Foruden kriseindgreb i den finansielle sektor bliver der også plads til udførlige fremstillinger af Italiens, ECB's, IMF's og de angelsaksiske landes synspunkter.

Hovedopdelingen i Brunnermeier m.fl. er efter tema, og først derefter kommer en opdeling efter det tidmæssige forløb. Der er derfor ikke tale om en fuldt kronologisk fremstilling af udviklingen og krisen i eurosamarbejdet. Tillige med en mere udførlig talmæssig belysning af den økonomiske udvikling kunne man derfor have ønsket sig en kort, fuld kronologisk oversigt over udviklingen i den europæiske finanskrisen, men den kan selvfølgelig findes andetsteds. Der er imidlertid tale om en meget omhyggelig, detaljeret og interessant fremstilling af de økonomisk-politiske argumenter og indgreb, og fremstillingen er ofte ledsaget af redegørelser for de økonomiske mekanismer.

Forholdet mellem de politiske aktører

Allerede i første del af den internationale finanskrisen var der i 2008 i forholdet til f.eks. Irland tegn på, at EU's initiativer på det finansielle område var ved at glide Kommissionen og andre EU-organer af hænde til fordel for medlemslandene og her især Tyskland og Frankrig. Denne bevægelse blev mere udtalt fra 2010 i forbindelse med den græske krise, hvor det var Tyskland, der f.eks. til sidst insisterede på, at IMF skulle deltage i udredninger og beslutninger samt i de forskellige låne- og støtteordninger til eurolande i krise. Et første og afgørende vendepunkt i udviklingen af den europæiske del af finanskrisen kommer ifølge Brunnermeier m.fl. som følge af aftalen mellem den tyske kansler, Angela Merkel, og den franske præsident, Nicolas Sarkozy, i Deauville i Normandiet i oktober 2010. Til overraskelse for alle opgav Tyskland sit hidtidige krav om forudgående kontrol med offentlige budgetter i de europæiske lande, og til nærmest forfærdelse for ECB og de finansielle markeder accepterede Frankrig princippet om Private Sector Involvement (PSI), således at private fordringshavere herefter skal bidrage i stedet for

skatteyderne, ofte fra andre lande, i tilfælde af, at offentlig gæld bliver nødlidende.

Princippet om PSI er ensbetydende med, at medlemslandenes statslige gæld og obligationer ikke længere vil være fuldt sikrede for private investorer, og at renten derfor vil afhænge af de finansielle markeders vurdering af risikoen. Derfor bliver gæld fra lande i krise herefter handlet til underkurs eller med såkaldt haircut (i forhold til tyske og dermed fuldt sikre obligationer). Sådanne ændringer har foruden direkte betydning for den offentlige gæld også betydning for soliditet, likviditet og smitteeffekter hos bankerne og i resten af den finansielle sektor og dermed for den finansielle stabilitet i det hele taget.

Berlin-Paris aksens besluttede således, at finansmarkederne skulle bære tab, hvilket forøgede forskellen mellem renter på statsobligationer i Eurozonen. Da rentespænd naturligt vurderes i forhold til den lavest forrentede statsgæld, og fordi Tyskland samtidig er den økonomisk stærkeste magt i Eurozonen, mener Brunnermeier m.fl., at denne beslutning via markedet flyttede det reelle beslutningscentrum til Berlin ved udbruddet af den selvstændige Eurokrise. Det sidste gælder især for forhandlinger og aftaler med Grækenland, der åbent har været i økonomiske vanskeligheder siden 2010, men også for økonomisk hjælp og politiske betingelser i forhold til Portugal, Spanien og Irland. Set i et lidt længere perspektiv kan man som anmelderen være af den opfattelse, at markedets disciplinering af eurolandene er genopstået som følge af PSI-princippet og Eurokrisen, men flyttet fra pres på valutakurserne i forhold til DM under det tidligere ERM-system med faste, men justerbare valutakurser til et pres på rentemarginaler i forhold til den tyske rente i Euro-samarbejdet.

Det andet vendepunkt i den europæiske finanskrisen kom med ECB-præsident Mario Draghi's offentlige tilsagn (givet med den tyske regerings accept) i juli 2012 om, at den europæiske centralbank vil gøre alt ("whatever it takes") for at redde Euroen gennem støtteopkøb af medlemslandenes statsobligationer. Disse opkøb indsnævrede rentespændet mellem de kriseplagede lande og Tyskland, forøgede likviditeten i markedet samt de kriseplagede landes mulighed for i det hele taget at finansiere deres offentlige underskud. Et tredje vendepunkt i den europæiske finanskrisen kom måske i marts 2013 i forbindelse med forhandlingerne om bankkrisen i Cypern, hvor de europæiske lande efter canadisk forbillede blev enige om at introducere et bail in princip i forbindelse med etableringen af en bankunion, hvorefter ikke alene ansvarlig kapital, men også forskellige typer af fordringshavere i nødlidende banker skal deltage i redninger af disse i form af nedskrivninger, således at de respektive statskasser friholdes. Der er dog endnu ikke sikkerhed for, om princippet og bankunionen bliver fuldt implementeret.

Forskelle i økonomisk filosofi

Forhandlingerne om foranstaltninger i forbindelse med den europæiske finanskrise er selvfølgelig foregået med udgangspunkt i medlemslandenes økonomiske interesser, men ifølge Brunnermeier m.fl. også med baggrund i mere generelle træk i den politisk-økonomiske opfattelse i de pågældende lande. Som følge af markedskræfternes rolle på finansmarkederne har Tyskland som nævnt haft væsentlig indflydelse på resultaterne, mens Frankrig i mange sammenhænge har optrådt som modpart til Tyskland og til tider - især mens François Hollande var fransk præsident - også som talsmand for de sydeuropæiske lande. Generelle træk i den politisk-økonomiske opfattelse i Tyskland og Frankrig har derfor spillet en stor rolle i forhandlingerne, mens tankesættet hos Kommissionen kun har haft begrænset betydning.

Tysk økonomisk politik har ifølge forfatterne siden 2. verdenskrig været styret af ønsker om regler, stramhed og konsistens med henblik på at undgå moral hazard og derfor undgå indgreb med henblik på redning af økonomiske enheder, der er kommet i vanskeligheder på grund af dårlig adfærd. Det sker for gennem sådanne indgreb og hjælp ikke at opfordre til uansvarlig og dårlig adfærd. Ansvar for egen situation er derfor væsentlig ifølge tysk opfattelse. I det franske tankesæt lægger man derimod vægt på fleksibilitet, tilpasning og innovation i en omskiftelig og uforudsigelig verden og dertil solidaritet som følge af gensidig afhængighed. Der er således tale om to modstående holdninger, som også kendes fra økonomers diskussion af "rules versus discretion".

Den franske holdning er (ligesom den angelsaksiske) derfor præget af et keynesiansk tankesæt med anvendelse af stabiliseringspolitik til udjævning af konjunktursvingninger og afhjælpning af balanceproblemer, herunder långivning til afhjælpning af likviditetsproblemer uden forventet økonomiske tab. I den tyske optik er solvensproblemer derimod i centrum, således at der ved afhjælpning af et problem både vil opstå økonomiske tab og moral hazard med risiko for yderligere tab. Begge forhold skal forebygges og undgås ved at sætte tæring efter næring gennem regler, ansvar og incitamenter så som renteforskelle, alt sammen til disciplinering af bl.a. regeringer og deres økonomiske politik.

Disse forskelle i økonomisk opfattelse afspejler ifølge Brunnermeier m.fl. de forskelle i måder, hvorpå den offentlige sektor er organiseret i de to lande. Tyskland er en forbundsstat med behov for en slags retlig kontrol med forholdsvis selvstændige delstater, mens Frankrig er et samfund centralstyret af regeringen i Paris og derfor med mulighed for at anvende fleksible ordninger og regler. Denne opbygning og fordeling af holdninger har ikke været konstant gennem tiden, men er i Tyskland en følge af et behov for at undgå misbrug og arbitrære regeringshandling efter uhyrlighederne op til og under den 2. verdenskrig, mens holdningen i Frankrig er en følge af den opfattelse af svaghed, der opstod som følge af manglende fleksibilitet i den økonomiske politik under den tredje republik i optakten til den 2. verdenskrig. I perioden mellem de to verdenskrige var

opfattelserne omvendt fordelt og er således ikke evigtvarende, men afhængig af nogle langsigtede behov og strukturer.

I valutapolitikken har Tyskland og Frankrig ifølge forfatterne også haft forskellige opfattelser. Tyskland havde op til Maastricht forhandlingerne et ønske om frie kapitalbevægelser og en variabel valutakurs, mens Frankrig ønskede faste valutakurser og gerne restriktioner på de internationale kapitalbevægelser. Begge sæt af foranstaltninger sikrer en vis grad af autonomi i pengepolitikken. Maastricht traktaten var på dette valuta- og pengepolitiske plan et kompromis om fasthed i de indbyrdes valutakurser og frie kapitalbevægelser, hvilket medfører en fælles pengepolitik, som en uafhængig og ikke en tysk centralbank blev sat til at styre efter en forholdsvis tysk målsætning om ingen eller lav inflation.

Men Maastricht traktaten fandt ikke en løsning på andre og - har det senere vist sig - betydningsfulde forskelle i opfattelsen af den rette økonomiske politik. Selvom flere af disse forhold blev diskuteret op til etableringen af Euroen, blev der ifølge Brunnermeier m.fl. ikke etableret en fælles forståelse af, hvordan man i en monetær union behandler balanceproblemer ved anvendelse af penge- og finanspolitik på den politisk mindst omkostningsfyldte måde. Maastricht traktaten forudsatte også på for simpel vis, at finansiel stabilitet kan opnås ved en simpel regel om prisstabilitet og disciplinering gennem en no bail out bestemmelse. De senere etablerede begrænsninger på medlemslandenes finanspolitikker i Stabilitets- og Vækst Pakten har heller ikke været tilstrækkelige til at sikre denne stabilitet. På samme vis blev der ifølge anmelderen heller ikke plads til betalingsbalancer, selvom f.eks. store tyske betalingsoverskud i 1970'erne havde givet anledning til kraftige spændinger i Bretton Woods fastkursssystem.

De europæiske forhandlinger

Forskelle i opfattelsen af likviditet contra solvens har ifølge Brunnermeier m.fl. haft betydning i forhandlingerne om oprettelsen af kriseinstitutterne EFSF (European Financial Stability Facility) og den permanente ESM (European Stability Mechanism), som på grundlag af låntagning yder lån til medlemslande og europæiske banker i finansielle vanskeligheder. Afgørende for især den sidstnævnte konstruktion har været forskelle i opfattelser mellem Tyskland og Frankrig om omfang og betingelser for sikkerhed, men også andre medlemslande har deltaget i diskussionerne. På grund af den restriktive tyske holdning til disse udlån har der i tilknytning hertil været et fransk pres for og modsvarende en tysk modvilje mod at lade ECB yde likviditetsstøtte til medlemslandene. Mens bankerne i Eurozonen mod sikkerhed har haft ubegrænset adgang til likviditet i ECB siden 2008, blev en tilsvarende ordning først etableret for stater så sent som i 2015 i form af ECB's opkøb af obligationer, men kun for obligationer udstedt af stater, som har indgået aftaler med EFSF og ESM med dertil knyttede betingelser.

På samme vis har der været stærkt modstridende opfattelser af behovet for at pålægge medlemslandene restriktioner på finanspolitikken i form af bl.a. grænser

for størrelsen af underskud på de offentlige finanser og den offentlige gæld. Denne diskussion fandt også sted i forbindelse med forhandlinger om Maastricht traktaten og siden ved etableringen af Stabilitets- og Vækst Pagten i 1997, men efter en afdæmpning i forbindelse med Tysklands og Frankrigs brud på pagtens grænser for offentlige underskud i 2003 tiltog ifølge forfatterne de tyske krav om overholdelse og stramninger af pagten i kølvandet på den europæiske finanskrise og de store underskud i denne forbindelse. I 2009 vedtog Tyskland en såkaldt "schuldenbremse" med henblik på at begrænse den offentlig gældsudstedelse og balancere de offentlige budgetter. Samtidig ønskede man disse begrænsninger overført til europæisk niveau, fordi man anså den offentlige gæld også i mange andre lande for at være for høj i forhold til BNP og udtryk for et strukturelt problem. Samtidig er Tyskland af den opfattelse, at en finanspolitisk ekspansion kun har en meget kortsigtet aktivitetsevirkning og samtidig vil dække over uløste strukturelle problemer.

I februar 2010 blev G7-landene enige om, at verdensøkonomien syntes at have kommet sig ovenpå finanskrisen i 2007-08, og rettede i stedet blikket mod en konsolidering af de offentlige finanser. I september 2010 annoncerede Kommissionen en såkaldt "six-pack" mekanisme til identificering og korrektion af makroøkonomiske ubalancer, der formelt blev implementeret i november 2011. Tillige vedtog Det europæiske Råd i november 2011 at oprette en fælles regeringsoverenskomst om en "Fiscal Compact" og i marts 2012 havde alle EU's medlemslande (minus UK og Tjekkiet) underskrevet det tilhørende dokumentet, som bl.a. lægger begrænsninger på medlemslandenes offentlige underskud, mens "six pack" også medtager begrænsninger på deres betalingsbalanceoverskud. Tyskland lægger vægt på det første og har brudt den sidste begrænsning, mens det omvendte er tilfældet for Frankrig og de andre sydeuropæiske lande.

Spørgsmålet om finanspolitikens aktivitetsevirkninger er ligesom andre økonomiske forhold ifølge anmelderen grundlæggende et empirisk spørgsmål. Men spørgsmålet om aktivitetsevirkninger omhandler hele økonomien, hvor udgifter derfor bliver til indtægter, således at en makroøkonomisk tilgang er nødvendig. Ligeledes er det nødvendigt at skelne mellem udbud og efterspørgsel, som kan være forskellige på grund af strukturelle forhold. Et væsentligt eksempel på sidstnævnte er fra en keynesiansk synsvinkel informationsproblemer og -omkostninger, som bl.a. medfører, at producenter og andre prisfastsættere kun trægt tilpasser priser og lønninger til ændrede vilkår, hvilket giver anledning til en form for mængderationering. Herved fremkommer mængdevirkninger og dermed realøkonomiske virkninger på aktivitet og beskæftigelse af konjunkturstød og finanskriser, men også af finans- og pengepolitiske indgreb bl.a. med henblik på en reduktion af forskelle mellem efterspørgsel og udbud.

Den tyske skole lægger også vægt på strukturelle forhold eller forvriddninger, men primært sådanne som er skabt og derfor kan udbedres af politikere og som derfor i princippet er midlertidige. Den skelner derfor ikke mellem udbud og en

til tider konjunkturbestemt efterspørgsel, men lægger i den økonomiske politik vægt på politisk skabte forvriddinger og en disciplinering af sådanne og antager derfor, at udbud hurtigt skaber sin egen efterspørgsel. Tyskerne er ifølge Brunnermeier m.fl. også af den opfattelse, at væsentlige strukturreformer af politiske grunde er næsten umulige at gennemføre i økonomisk gode tider.

Som eksempel på politisk skabte forvriddinger nævner forfatterne Grækenland, hvor BNP fra 2000 til 2008 i Grækenland voksede med 69 pct. og i resten af de 27 EU-lande kun med 36 pct. Samtidig viste det græske underskud på de offentlige finanser sig i 2010 at være på 16 pct. af det høje BNP. Der var derfor ikke alene tale om passiv græsk konvergens mod situationen i andre europæiske lande, men aktiv og uholdbar økonomisk politik og vækst. Mange keynesianere vil formentlig medgive den tyske skole, at finans- og pengepolitik selvfølgelig kan misbruges til andet end stabilisering, hvorefter diskussionen mellem de to skoler hurtigt ender med at være en diskussion om betydningen af økonomiske kræfters styringsfejl versus betydningen af politiske styringsfejl.

Det er som nævnt nemt at finde eksempler på politiske styringsfejl og moral hazard. Men uden politiske indgreb er det heller ikke muligt at udelukke ufrivillig arbejdsløshed som følge af de forskelle mellem udbud og efterspørgsel, der kan opstå på grund af markedsimperfektioner. Samtidig viser empirien, at penge- og finanspolitik har væsentlige aktivitetsmæssige virkninger. Det har bl.a. vist sig, at USA med en mere aktiv konjunktur- og finansiel politik er kommet beskæftigelsesmæssigt og realøkonomisk hurtigere gennem finanskrisen end Europa, herunder især Eurozonen, der har ført en væsentlig mere passiv konjunkturpolitik. Det gælder også, at efterspørgselsbortfald sammen med en passiv efterspørgselsregulerende politik kan føre til varig reduktion (hysteresis) i elementer på udbudssiden så som produktivitet, uddannelse, arbejdsudbud og kapitalapparat. Ifølge anmelderen og andre er en sådan effekt ensbetydende med at manglende efterspørgsel skaber sit eget lavere udbud.

Det er stadig et uafklaret spørgsmål, om en gældsbyrde bedst reduceres gennem en reduktion af gælden eller ved vækst i BNP, men den tysk inspirerede regelbaserede tilgang for etablering af troværdighed om begrænsninger af offentlige underskud er i hvert fald i praksis blevet cementeret i forbindelse med den europæiske finanskriser. Empiri har ifølge Brunnermeier m.fl. samtidig vist, at en sådan troværdighed bedre opnås gennem en reduktion af offentlige udgifter end gennem skatteforhøjelser. I tilfælde af recession er der samtidig et godt argument for at udsætte en finanspolitisk konsolidering, hvis der i øvrigt er eller på anden vis kan skabes troværdighed om holdbarheden i udviklingen på de offentlige finanser. Af hensyn til troværdigheden skal evt. aktivitets- og vækstrettede skattelettelser (og forøgelse af offentlige udgifter) ifølge forfatterne samtidig være lette at redressere. Dette har vist sig vanskeligere at gennemføre i Europa end i USA. Endelig kan det være en god ide at kombinere strukturreformer med lidt finanspolitisk stimulans til efterspørgslen.

Den finansielle sektor

Den finansielle sektor voksede betydeligt i perioden efter Maastricht traktaten og op til finanskrisen. Den ændrede samtidig karakter, idet det blev almindeligt for større banker at finansiere sig kort på engros markedet, samtidig med at en større del af aktiverne blev marked-to-market, dvs. prissat til øjeblikkelig kursværdi. Begge forhold forøger ifølge forfatterne muligheden for hurtige og store udsving på de finansielle markeder og dermed bankernes risici i almindelighed. Det samme gælder smitteeffekter, som kan fremkomme ved fælles eksponering til det samme aktiv eller som følge af manglende eller asymmetrisk information om andre bankers eksponering. En del europæiske banker havde også påtaget sig en betydelig risiko ved at besidde offentlig udstedte obligationer, som, hvis de bliver nødlidende, i værste fald kan udløse først bankfallitter og dernæst offentlige udgifter til bankredninger. En rundtur mellem banker og offentlig gæld kan også begynde med bankfallitter og offentlige udgifter til bankredninger og dernæst tab på offentlige obligationer, men begge rundture understreger det finansielle systems behov for afstand mellem den offentlige sektor og banksektoren. Det kræver bl.a. etablering af et nyt risikofrit aktiv til brug som likviditetsreserve for banker og til erstatning for kriselandenes offentlige gæld, der mange steder hidtil har været anvendt til dette formål.

Også i forhold til regulering af bankerne er der ifølge Brunnermeier m.fl. store forskelle på den tyske og franske holdning. Tyskland har tradition for en skarp adskillelse mellem centralbank og banktilsyn ud fra et ønske om, at centralbankens pengepolitik ikke skal påvirkes af ønsker om en stabilisering af bankerne. Frankrig har af hensyn til en smidig informationsudveksling derimod foretrukket en centralisering af de to funktioner hos centralbanken. Resultatet af Maastricht forhandlingerne blev et kompromis med en meget begrænset centralisering og opsyn hos ECB, således at langt det meste af tilsynet blev hos medlemslandene. Som følge af mulighederne for national forskelsbehandling af grænseoverskridende banker er det i forbindelse med finanskrisen blevet klart, at en sådan delegering til medlemslandene kan være uheldig. Derfor er det i forbindelse med etableringen af en bankunion i EU besluttet at centralisere tilsynet med i hvert fald de store banker i ECB's regi.

Offentlige garantier og rekapitalisering af kriseramte banker har været betydningsfulde indgreb under og efter finanskrisen. Direkte offentlig rekapitalisering har været anvendt i bl.a. Tyskland, Irland og Spanien, og i de to sidste tilfælde medførte det efterfølgende behov for international støtte. Igen er der ifølge forfatterne forskel på medlemslandenes holdning til redning af banker gennem offentlig intervention. Finanskrisen har derfor endnu ikke givet et entydigt eller fælles svar på, hvordan risikoen skal fordeles mellem henholdsvis aktieejere, private fordringshavere og det offentlige. Der er tilhængere af den tyske opfattelse, som lægger vægt på moral hazard problemer, og som derfor frygter, at offentlige garantier og redninger vil tilskynde bankerne til at slække på kreditstandarder og

herved lægge op til den næste finanskriser. Omvendt lægger tilhængere af den franske tradition vægt på aggressiv kriseintervention med bl.a. likviditetsstøtte til hindring af private tab og dermed konjunkturtilbageslag.

Det politiske krav til Maastricht traktaten var, at der skulle opstilles minimale betingelser for en funktionel og stabil valutaunion uden væsentlig politisk integration og derfor også med minimale eller ingen muligheder for omfordeling mellem medlemslandene. Men netop på det finansielle område åbner grænseoverskridende banker muligheder for, at et medlemsland kan skubbe problemer og tab over til andre medlemslande, uanset at meningen er, at centralbank og finansministerium i det medlemsland, hvor en likviditetsramt henholdsvis nødlidende banks hovedkvarter er registreret, skal stå for og bære byrden ved den relevante hjælp.

En sådan skubben rundt med byrderne kan bl.a. finde sted, ved at nationale myndigheder forsøger at sikre deres tilgodehavende i grænseoverskridende bankers aktiver i eget land. En sådan aktivitet kan, hvis man skal tro Brunnermeier m.fl., vælte i sig selv sunde banker, og hvis man i en valutaunion med tværgående banker vil forhindre dette, kræver det i hvert fald et fælles banktilsyn og muligvis også fælles regler og midler til rekapitalisering af sådanne banker. De første planer om en sådan indsats fremkom allerede i 2009, men implementeringen blev trukket i langdrag formentlig af den fælles europæiske stresstest af større europæiske banker i 2010, som først blev opfattet som utroværdige og siden også viste sig at være hvidvaskning. Den europæiske stresstest blev gentaget i sommeren 2011, hvor 8 banker faldt igennem, mens en af de banker (belgisk-franske Dexia), som passerede testen, allerede i oktober 2011 gik fallit og måtte reddes bl.a. som følge af tab på græske statsobligationer.

I modsætning til de europæiske stresstest var de amerikanske test i marts 2010 stringente og derfor troværdige, ligesom de blev fulgt op af krav om enten privat eller offentlig rekapitalisering og samtidig med midler til sidstnævnte. Det forhold, at USA så hurtigt kom ud af den finansielle del af finanskrisen, tilskriver mange denne stringente adfærd. Det har som nævnt ikke været tilfældet i Europa, og på grund af modstridende interesser er man heller ikke her færdig med at implementere en fuld bankunion med fælleseuropæisk både tilsyn, rekapitalisering og indskydergaranti. Det første er delvis gennemført og det andet kun i ringe omfang, mens det sidste nærmest er opgivet.

ECB

Som følge af truslen om finansiell nedsmeltning og fraværet af ekspansive finanspolitiske initiativer i de store Eurolande har en ekspansiv penge- og likviditetspolitik spillet en afgørende rolle for genopretningen af europæisk økonomi efter den europæiske finanskriser. Foruden til sidst at sænke den korte markedsrente til nul har ECB også involveret sig i store opkøbsprogrammer for først privat og siden offentligt udstedte obligationer samt i diverse låneprogrammer. Det indtil da

største opkøbsprogram blev som nævnt annonceret af Mario Draghi i juli 2012 og sat i værk kort efter, selvom der har været intern opposition fra det tyske medlem af centralbankens ledelse. De tyske indvendinger mod opkøbsprogrammerne har ifølge Brunnermeier m.fl. i almindelighed været, at der har været tale om monetær finansiering af offentlige underskud i strid med Maastricht traktaten og derfor, hvad kritikerne har kaldt, finanspolitiske foranstaltninger. Også fra periferilandsene har der været bitre angreb på ECB over betingelserne for låne- og opkøbsprogrammerne. Selvom ECB har bidraget væsentlig til en løsning af den europæiske finanskriser, har det således været tydeligt, at der er grænser for, hvilke initiativer en centralbank kan tage.

Der er som følge af den finansielle uro opstået store kapitalbevægelser fra periferilandsene til især Tyskland, og derfor har kriselandene via ECB's betalingsystem for mellemværender mellem banker (Target2) forholdsvis automatisk fået etableret en stor gæld i Tyskland. Med andre ord har Tyskland som følge af den fælles mønt via centralbanken været tvunget til i hvert fald delvis at finansiere kapitaludstrømningen som følge af kriserne i Spanien, Irland, Grækenland og Portugal.

Som nævnt ovenfor var ECB stærkt betænkelig ved Deauville-aftalen fra 2010 om PSI og dermed muligheden for, at medlemslande kunne gå fallit med deres offentlige gæld. Betænelighederne ved PSI viste sig velbegrundet, idet følgen blev finansielle spændinger. ECB har også haft betæneligheder i forhold til banker, idet disse siden 2008 har haft ubegrænset adgang til likviditet mod at stille sikkerhed i bl.a. offentlige obligationer. Det har derfor været afgørende både for den finansielle stabilitet og for finansieringen af offentlige underskud, hvilke betingelser ECB stiller til strukturreformer i de kriseramte lande for at belåne bankernes obligationer. Det gælder i forhold til Italien (Berlusconi i 2011), og det har også været relevant i forhold til Spanien, Irland, Cypern og Grækenland. Herved har ECB ifølge Brunnermeier m.fl. haft det sidste og afgørende ord i beslutningen om Euroens overlevelse.

Offentlige obligationer har også været genstand for mange andre overvejelser, fra forslag om opgivelse af nul-risiko vægten for offentlige obligationer på bankernes balance over forslag om udstedelse af offentlige obligationer med fælles eurozone garantier til forslag om rentesatser for offentlige obligationer, som varierer med BNP-væksten. Dertil kan ifølge forfatterne føjes forslag om opkøb af puljer af privat udstedte obligationer, hvor kun de sikre trancher sælges til banker og derfor som sikre og stabile fordringer (ESBies) til erstatning for offentlige, men til tider usikre obligationer. I forbindelse med tanker og trusler om Grækenlands exit fra Eurozonen i 2012 og 2015 har problemer ved ændring af valutaten for græsk gæld og obligationer også været på dagsordenen.

Afslutning om Brunnermeier m.fl. og Euroen

Hovedsynspunktet i Brunnermeier m.fl. vedrørende årsagen til den langstrakte europæiske finanskriser er, at Maastricht traktaten kun var gennemtænkt for så vidt angår pengepolitikken (herunder valutakurspolitik og kapitalbevægelser), men ikke for så vidt angår især finansiell stabilitet og understøttende fiskale implikationer. Dette forhold og den langsomme og utilstrækkelige reaktion på den europæiske finanskriser skyldes manglende overensstemmelse mellem især tyske holdninger om ansvarlighed og fast regelsæt og franske holdninger om fleksibilitet og konjunkturregulering.

På den baggrund er det naturligt, at forfatterne mener, at der er behov for kompromisser, der rammer en rimelig balance mellem behovet for hurtige økonomiske indgreb og skabelsen af en robust og langsigtet ramme for den økonomiske udvikling i Eurozonen. Sådanne kompromisser bør angiveligt også indtage synsvinkler, der har et bredere fundament end det nationale. Til illustration nævnes, at Eurozonen i 2015 havde et lavere underskud på de samlede offentlige finanser (IMF-estimat 2,0 pct. af samlet BNP) end USA (3,7 pct.), UK (4,4 pct.) og Japan (5,2 pct.). De tilsvarende tal for nettogælden er også lavere i Eurozonen end i de andre lande (69,4 pct. henholdsvis 80,6 pct., 80,7 pct. og 128,1 pct.). De færreste vil mene, at USA og UK har en uholdbar fiskal position, og det er derfor også forventeligt, at Eurozonen som helhed heller ikke har eller måske retteligen ville have et problem med dens samlede offentlige finanser, hvis disse skulle vurderes som et samlet hele.

Meget i en krisesituation afhænger af finanspolitikken, især når renten er nul. For de velkonsoliderede lande er det ikke problemer med troværdigheden, som forhindrer ekspansive tiltag. Med en no bail out bestemmelse er gældsplagede lande derimod i et dilemma, idet stramninger kan være ødelæggende for aktivitet og muligvis gældsbyrde, mens eftergiveness og ekspansion kan underminere troværdigheden i løfter om fremtidige stramninger. Eventuelle ekspansive tiltag skal derfor være udformet med særlig hensyntagen til troværdighed. Den finansielle stabilitet bør i øvrigt sikres, ved at centralbanken kombinerer en politik, der tilgodeser pengeinstitutternes behov for likviditet med grænser for den finansielle sektors risikoeksponering i form af f.eks. lånegrænser i forhold til værdien af sikkerhedsstillelsen. Der bør også etableres et stabilt og likvidt aktiv, som banker kan investere i til erstatning for periferilandenenes offentlige obligationer.

Stiglitz, Joseph E., *The Euro. How a Common Currency threatens the Future of Europe*. W.W.Norton (New York). 2016. (326 s. samt noter og indeks).

Joseph Stiglitz er nobelpristager og professor ved Columbia University og har på baggrund af et stort kendskab til Europa skrevet en kritisk bog om Euroen og Eurokrisen. Stiglitz er kendt for sine bidrag til økonomisk teori om prisme-kanismens markedesfejl f.eks. muligheden for, at den kan etablere kreditrationering. Med bred pensel forklarer han, at Euroen aldrig burde have været etableret og beskriver den økonomiske politik og årsagerne til Eurokrisen og dens virkninger. Han lægger ikke vægt på at beskrive den politiske proces, men går direkte til udsagn om, hvad Europa ikke har opnået ved etableringen af Euroen. Tilsvarende er der flere skarpt formulerede udsagn om, at økonomiske ideologier og politik er tæt sammenvævet, og at især Tysklands holdning til det økonomiske har ødelagt projektet med store omkostninger til følge. Ifølge Stiglitz mangler fejlbehæftede ideologier om sparepolitik, balancering af offentlige budgetter samt en urokkelig tro på prisme-kanismens fortræffeligheder forståelse for prisme-kanismens begrænsninger og hvad der kræves for at få denne til at virke for at skabe vækst og velstand. Forfatteren slutter med flere forslag til en anden politik og et stort note-apparat.

Krise, håb og realiteter

Når europæiske lande med meget forskellige økonomiske strukturer gennem en fælles mønt etablerer indbyrdes faste valutakurser og gennem frie kapitalbevægelser en fælles rente, kræver det ifølge Stiglitz betydelig fleksibilitet i anvendelsen af regler. En sådan fleksibilitet ville have været i overensstemmelse med princippet om subsidiaritet, der tilsiger, at EU i så vid udstrækning som muligt overlader offentlig regelfastsættelse og politik til medlemsstaterne. Denne frihed har ikke været til stede som følge af stærke begrænsninger på eurolandenes anvendelse af underskudsfinansiering af offentlige budgetter, hvilket begrænser mulighederne for at skabe forøget beskæftigelse. Forfatteren mener, at det tilsvarende gælder for den ensidigt fastsatte målsætning for ECB's pengepolitik om at skabe en fælles, lav inflation uden hensyn til beskæftigelsen.

Finanskrisen var et asymmetrisk stød til Eurozonen og ikke et problem alene for enkeltlande i krise. Euroens snærende fiskale regler er ikke tilstrækkelige og formentlig heller ikke nødvendige for at skabe fælles velstand, men fører ifølge Stiglitz i stedet til, at de stærke lande vinder på bekostning af de svage. Det samme gjaldt konvergenskriterierne for fiskale og andre positioner, der blev opstillet som betingelse for optagelse i Eurosamrådet. De bidrog ikke til konvergens, men snarere til divergens blandt de deltagende lande og cementerede Tysklands position som den dominerede økonomi i Europa. Det er samtidig uheldigt, at Grækenland i 2010 var det første land i krise, idet det gav Tyskland og andre mu-

ligheden for at fokusere på den græske ryggeløshed i fiskal henseende og ignorere årsagerne til de problemer, der næsten samtidig ramte f.eks. Spanien og Irland, som begge havde offentlige overskud og lav offentlig gæld før krisen. Det uheldige forløb har ført til krav om stramning af offentlige budgetter og struktur-reformer, der ikke har givet de ramte lande deres vækst og gamle velstand tilbage. Tyskland har siden 2007 også kun været en vækstsucces, hvis man sammenligner med andre Eurolande.

Det tyske argument for krav om lave offentlige underskud og tilsvarende gæld i alle medlemslande hviler ifølge Stiglitz på en tro om, at der i modsat fald vil opstå pres på den fælles centralbank for at skabe inflation til reduktion af den reale byrde ved offentlig gæld. Angiveligt er der ikke realiteter bag en sådan frygt og heller ikke bag en frygt for afsmitning til andre (medlems-) lande, så længe der er tale om moderate gældskvoter. Der er derimod tydelige negative virkninger på andre lande, når Tysklands som f.eks. i 1990'erne forbedrer sin konkurrenceevne gennem lavere løn ved økonomisk-politiske indgreb.

Andre forhold peger ifølge forfatteren også på et behov for bedre forståelse af økonomiske sammenhænge. Det gælder f.eks. det velkendte forhold, at ikke enhver reform i retning af et perfekt marked er velfærdsforøgende, så længe det perfekte marked ikke bliver fuldt realiseret. Noget tilsvarende gælder en reduceret, men ikke fuldt elimineret risiko alene på enkeltområder som f.eks. etablering af troværdighed om faste valutakurser. Denne troværdighed alene på et begrænset område sendte sammen med frie kapitalbevægelser ved etableringen af Euroen megen kapital ind i periferilandene, og markederne eliminerede i den forbindelse fejlagtigt risikovurderingen af den offentlige gæld i disse lande indtil finanskrisens udbrud.

Forskellige målsætninger i forbindelse med selv identisk forståede sammenhænge sætter også spørgsmålstejn ved behovet for en fælles økonomisk politik. Stiglitz mener således, at der er grund til at sætte spørgsmålstejn ved mange udsagn om forøget velfærd ved etableringen af en fælles mønt. Valutakursændringer angives at være bedre i mange tilfælde. Dertil kommer demokratiske problemer ved at gennemtvinge en bestemt politik i lande med en afvigende opfattelse. Politisk integration bør derfor gå forud for økonomisk integration, også fordi det modsatte medfører, at de nødvendige institutioner og den nødvendige solidaritet for at føre en fælles økonomisk politik, i så fald ikke er blevet etableret.

Alle eller næsten alle økonomier kommer sig efter en recession. Det afgørende ved vurderingen af økonomisk politik er derfor ikke, om væksten kommer igen, men længden og dybden af tilbageslaget, og hvad tilbageslaget betyder for væksten på lang sigt. Hvis man tager udgangspunkt i 2007, fik de 13 lande, som dengang var med i Euroen, først i 2015 et højere samlet reelt BNP (samlet kun 0,6 pct. højere), og den samlede finansielle krise i Eurozonen har således varet 8 år. Dertil kommer, at den fremtidige vækst på grund af lavere eller ingen investeringer i menneskelig og anden kapital, forskning og udvikling formentlig vil blive lavere

end, hvis recessionen havde været kortere eller var undgået. I Europa har ikke-Eurolande haft en noget højere vækst end Eurozonen. På samme vis har USA med 10 pct. fremgang i perioden haft en væsentlig højere vækst. Også sammenlignet med årene op til krisen har der været tale om et kraftigt tilbageslag i Eurozonen. Udviklingen er overbevisende også i tal for arbejdsløshed, BNP pr. indbygger, produktivitet og indkomstfordeling. Recessionen i Eurozonen efter 2007 har således været dyb og især meget langvarig, hvilket Stiglitz med Grækenland som eksempel mener skyldes manglende fleksibilitet i valutakurserne som følge af Eurokonstruktionen. Finanspolitikken nævnes ikke.

Økonomisk politik i Euroen

Markeder alene sikrer ikke fuld beskæftigelse. Dertil kræves økonomisk politik, hvor rente og valutakurser i amerikansk optik længe har været de væsentligste instrumenter. Ifølge Stiglitz er det derfor omkostningskrævende at opgive kontrollen med disse instrumenter til fordel for en fælles rente og en fast valutakurs, således som eurolandene har gjort. Eurolandenes i princippet individuelle finanspolitik har stort set ikke spillet anden rolle end at skabe arbejdsløshed gennem stramninger for at opfylde først konvergenskravene og siden bestemmelserne om maksimale grænser for underskud på de offentlige finanser. I princippet kunne såkaldt interne devalueringer have erstattet valutakursændringer i lande med betalingsbalanceunderskud, men på grund af stivheder i løndannelse og mulighed for fald i produktiviteten virker de angiveligt ikke efter hensigten. Tilpasningsbyrden bør derfor ligge hos lande med betalingsbalanceoverskud, men Stiglitz diskuterer ingen steder systematisk den økonomiske politik i lande med betalingsbalanceoverskud, men især lande med betalingsbalanceunderskud eller underskud på de offentlige finanser. I Eurozonen er de store udfordringer i den økonomiske politik at sikre fuld beskæftigelse i alle lande, og at ingen lande vedvarende har uligevægt på betalingsbalancen.

Ved at fastlåse valutakurserne og alene fokusere på at reducere underskuddene på de offentlige finanser har Eurozonen ifølge Stiglitz gjort sig sårbar over for negative stød, som kan give recession. Stød er ofte af finansiell karakter, som kommer fra finansiering af underskud og dermed fra gæld i både den private og offentlige sektor. Det første var tilfældet i Spanien og Irland og det sidste i bl.a. Grækenland, og alle steder blev situationen forværret af, at de berørte lande ikke selv kontrollerer likviditetsskabelse og seddelpresse, hvilket er overladt til den fælles centralbank, ECB. For betalingsbalancer gælder, at summen af overskud og underskud på verdensplan er lig med nul, hvilket stort set også er tilfældet i en stor valutaunion som den europæiske. Derfor kan man klandre såvel underskuds- som overskudslande for situationer med uligevægt på betalingsbalancerne. I Eurozonen er det som bekendt især Tyskland og Holland, som har et meget stort overskud, mens andre lande har underskud.

Kapitalbevægelser må ideelt set forventes at flyde til lande med et relativt lille kapitalapparat og dermed et relativt højt afkast fra lande med et tilsvarende stort kapitalapparat og dermed lavt afkast. Det skete også i Eurozonen, indtil markerne opdagede, at de heraf følgende betalingsbalanceunderskud blev uholdbart store i lande med kapitaltilstrømning, i Spanien og Irland på grund af boliginvesteringer og i Grækenland på grund af offentlige underskud. Kapitalen forlod derfor underskudslandene og deres banker, der måtte indstille långivningen, hvilket fik produktion og beskæftigelse til at falde. De frie kapitalbevægelser og finanskrisen førte således til, at divergens erstattede den første konvergens i den økonomiske udvikling i medlemslandene.

Fælles EU regulering af de finansielle markeder er nødvendig, hvis man vil have fri bevægelighed for finansielle produkter og stabilitet, og samtidig undgå, at medlemslande konkurrerer om at tilbyde de letteste vilkår. Noget lignende gælder for arbejdskraftens frie bevægelighed, hvor forskelle i offentlig gældsbyrde eller formue og dermed forskelle i skattebetaling mellem lande samtidig kan føre til migration. Begge og tilsvarende forhold har ført til en divergerende udvikling mellem periferi- og centerlandene. Den mest oplagte foranstaltning til at forhindre en sådan divergerende udvikling, mener Stiglitz, er etablering af en bankunion med fælles ansvar for en indskydergarantiordning, men også industripolitik og infrastrukturinvesteringer kan bidrage hertil. Sparepolitikken har bidraget til divergensen, fordi den efter tysk krav sigter mod en balancering af de offentlige finanser og ikke en balancering af den samlede økonomiske udvikling i kriselandene.

ECB betragtes som en af de stærkeste institutioner i Eurozone og EU. Stiglitz er meget kritisk over for den målsætning for ECB om lav inflation, som er opstillet i Maastricht traktaten. Den betegnes som ensidig, fordi den ikke tilgodeser et hensyn til beskæftigelsen, således som tilfældet er i USA. Det sker på trods af den ekspansive politik, som ECB har ført under det meste af finanskrisen og den nulrentepolitik, som om end lovlig sent er blevet etableret. Den ensidige målsætning for ECB kritiseres også for at have forhindret, at ECB tilgodeså hensynet til finansiell stabilitet. ECB er heller ikke underlagt et demokratisk ansvar, hvilket ifølge Stiglitz har været et problem især i forbindelse med Trojkaens formulering af betingelser for hjælp til periferilandene og her især Grækenland.

Men også fra en økonomisk synsvinkel kritiseres Trojkaens betingelser for at være forkerte, idet fokus har været på et ønske om at genåbne de kriseramte landes adgang til kapitalmarkederne og derfor tilbagebetaling af deres offentlige gæld og ikke på et ønske om at genskabe vækst og levestandard i de pågældende lande. Som følge af de stillede betingelser gik de kriseramte lande ind i en dyb økonomisk nedtur for siden i bedste fald at komme langsomt tilbage.

De nedslående resultater har angiveligt altid været en overraskelse for Trojkaen, hvis økonomiske forståelse derfor har været forkert. Det gælder den makroøkonomiske politik, hvor kravene om at skabe balance på de offentlige finanser

gennem skrappe spareforanstaltninger primært fører til mindre vækst, færre offentlige indtægter og højere offentlige udgifter. Men kritikken rammer ifølge Stiglitz også en del af kravene til strukturreformer, hvor Trojkaen især har fokuseret på udbudssiden, selvom sådanne problemer ikke har været årsag til krisen, idet strukturproblemer modsat finanskrisen ikke opstår pludseligt. Tværtom voksede nogle af landene, som kom i krise, hurtigere end andre lande i årene før krisen. Samtidig har nogle af de krævede strukturreformer haft den modsatte virkning af det ønskede f.eks. ved at erstatte indenlandsk produktion med udenlandske leverancer. Anmelderen mener dog, at det havde været rimeligt at nævne, at i den udstrækning hysteresis som følge af efterspørgselsbortfald forringer forhold på udbudssiden, kræver en genopretning også reformer på udbudssiden – ligesom der, som nævnt af Stiglitz, kan være positive virkninger af reformer i den finansielle sektor.

Det var Draghi's tilsagn i 2012 om ECB's støtte til markedet for offentlige obligationer, som skabte stabilitet på de finansielle markeder og væsentligt reducerede forskellen mellem kriselandenes rente og den lavere tyske rente – selvom dette tilsagn senere viste sig at være betinget af kriselandenes accept af Trojkaens krav til den økonomiske politik. Der har således (alene) været tale om et spil med forventninger og multiple ligevægte om finansmarkedernes tillid.

Stiglitz er i amerikansk tradition af den opfattelse, at gældssanering er en essentiel del af kapitalismen, som ikke er blevet indrømmet kriselandene i Eurozonen. Gevinsten herved er angiveligt tilfaldet bankerne i bl.a. Tyskland og Frankrig, hvorfor kriselandenes gæld i forhold til BNP er steget væsentligt. I Grækenland er gælden således steget fra 103 pct. til 178 pct. og i Irland fra 24 pct. til 95 pct. af BNP. Et af problemerne ved international sanering af offentlig gæld er, at der ikke er etableret internationale retsregler på området. Anmelderen og f.eks. Brunnermeier m.fl. er også af den formening, at det var den fransk-tyske enighed om gældssanering med privat deltagelse (PSI) og derfor med tab også til bankerne, som var årsag til den europæiske finanskrisen i 2010-11 med efterfølgende og dermed fornyet recession.

Afslutning om Stiglitz og Euroen

Efter en fremstilling og diskussion med betydelig kritik af det nuværende Euro-samarbejde er det forventeligt, at Stiglitz også fremkommer med forslag til ændringer. Det sker da også og i forskellige rammer, der spænder fra et styrket Euro-samarbejde til en hel eller delvis opløsning af samarbejdet. Et styrket samarbejde skal indeholde bl.a. en fleksibelt administreret bankunion med særlig regulering af kreditgivning, fordi opretholdt kreditgivning er vigtig i en recession, og den samtidig bør begrænses i en situation med f.eks. bobler. Der er angiveligt også behov for et fælleseuropæisk ansvar for offentlige obligationer samt fælleseuropæiske, automatiske stabilisatorer på det fiskale område tillige med blødere budgetregler og en fælleseuropæisk solidaritetsfond, alt sammen med henblik på

at skabe fuld beskæftigelse i alle medlemslande. Samtidig bør ECB's mandat udvides med henblik på at inkludere samme formål. Dertil kommer forslag om ændringer i erhvervslovgivning og krisehåndtering. Om betalingsbalancer gælder, at Eurozonen som helhed typisk har omtrent ligevægt i forhold til omverdenen, og at overskud derfor modsvares af underskud inden for samarbejdet. I en sådan situation bør tilpasningsbyrden ved manglende balance mellem medlemslandene (især) pålægges overskudslandene gennem krav om en ekspansiv løn- og finanspolitik, men som nævnt uden at Stiglitz giver en fremstilling af den økonomiske politik og udvikling i overskudslandene. En del af forslagene er inspireret af græske erfaringer.

Efter at have diskuteret muligheden for, at Grækenland eller Tyskland og andre nordeuropæiske lande forlader Eurosamarbejdet, skitserer Stiglitz et nyt Eurosystem med variable valutakurser, hvis variabilitet begrænses af bl.a. restriktioner på omsættelige beviser for import og eksport og af grænser for medlemslandenes uligevægt på deres handelsbalance. Dette er i overensstemmelse med holdningen andre steder i bogen, som udpeger medlemslandenes konkurrenceevne og især valutakurs, som afgørende for betalingsbalancerne. Finanspolitikken spiller i den forbindelse, som tidligere nævnt, en meget begrænset eller ingen rolle, hvilket kan undre, men formentlig er denne mangel en følge af en amerikansk og dermed et stort lands synsvinkel, selvom den europæiske diskussion vedrører væsentligt mindre lande. Det er måske det samme forhold, der gør sig gældende, når politiske uoverensstemmelser ved en samordning af valutakurser mellem de europæiske lande eller betydningen af markedsufuldkommenheder på valutamarkeder heller ikke spiller nogen rolle i fremstillingen.

I det sidste kapitel kritiseres Trojkaens og Tysklands behandling af den græske krise. Denne er også behandlet andre steder i bogen, men en særskilt omtale og vurdering af finanskrisen i Grækenland – som ganske vist klart har haft den største recession - forekommer anmelderen at falde uden for en behandling af Eurokrisen, hvis denne opfattes som en systemisk krise og ikke som en krise i en samling af enkeltlande.

Egne betragtninger om Eurokrisen

Den særskilte Eurokrise begyndte med en græsk gældskrise i 2010, hvortil kom finansielle spændinger som følge af gældsproblemer og arbejdsløshed i andre periferilande (Irland, Portugal, Spanien og Italien). Disse spændinger blev forøget efter en tysk-fransk erklæring i Deauville i oktober 2010 om privat medfinansiering (PSI) af offentlige gældssaneringer. Spændingerne viste sig især ved renteforskelle i forhold til tyske obligationer, hvilket formentlig også har været et af formålene med PSI, der er en form for no bail out og således det modsatte af fælleseuropæisk hæftelse for medlemslandenes offentlige gæld. De spændinger og renteforskelle, der ramte Eurozonens periferilande, omfattede også bankerne på grund af deres store beholdninger af offentlige obligationer. De forøgede finansielle spændinger fik i 2. halvår 2011 den økonomiske vækst i Eurozonen til først at aftage og siden falde. Spændingerne i forhold til alle periferilande blev efterfølgende forøget bl.a. i forbindelse med en tredje hjælpe- og nedskrivningspakke til Grækenland i februar 2012.

Den negative økonomiske udvikling som følge af de finansielle spændinger blev forstærket af den "Fiscal Compact", der på tysk foranledning i november 2011 blev vedtaget af EU's medlemslande, og som bl.a. begrænsede de offentlige underskud, hvilket i Eurozonen som helhed medførte en stramning af finanspolitikken. Som følge af de finansielle spændinger og denne stramning af finanspolitikken var den økonomiske vækst i Eurozonen negativ i årene 2012 og 2013. Det hjalp formentlig heller ikke på den økonomiske aktivitet, at ECB to gange i løbet af 2011 kortvarigt hævede sin interventionsrente. Den økonomiske aktivitet nåede dog bunden i 2. halvår 2013, efter at de finansielle spændinger i hvert fald delvis blev afhjulpet efter tilsagnet i Mario Draghis tale i juli 2012 om ECBs støtte til de finansielle markeder.

Det er således nærliggende at antage, at recessionen i Eurozonen i de første år efter 2007 - ligesom i USA - skyldes den oprindelige og internationale finanskriser, mens udviklingen i årene 2012-13 med negativ vækst i Eurozonen - men ikke i USA - skyldes både virkningerne af de finansielle spændinger i forhold til de europæiske periferilande som følge af også det uventede forslag om PSI og dertil virkningerne af den stramning af finanspolitikken, der med henvisning til offentlige gældsproblemer blev gennemført i EU i forbindelse med "Fiscal Compact". Svaghederne før og under den europæiske finanskriser var samtidig skævt fordelt både hvad angår de offentlige underskud og gæld samt svaghederne i den finansielle sektor. Derfor blev de forøgede finansielle spændinger og dermed det finansielle stød fordelt asymmetrisk indenfor Eurozonen, idet det ramte Grækenland, Irland, Portugal og Spanien og delvis Italien. Et asymmetrisk, negativt finansielt stød medfører et tilsvarende asymmetrisk bortfald af efterspørgsel.

Det realøkonomiske svar på bortfald af efterspørgsel i Eurozonen kræver ikke nødvendigvis en fælleseuropæisk finanspolitik, men med en rimelig fortolkning af Maastricht-traktaten kan svaret i første omgang være en lempelse af pengepolitikken. Kun i situationer, hvor stødet er så kraftigt og pengepolitikken lempet så meget, at den nominelle rente er blevet reduceret til nul, vil der være behov for, at finanspolitikken overtager ansvaret for at forøge den samlede efterspørgsel. Det kan i så fald ske ved enten en fælleseuropæisk finanspolitik eller ved koordinerede tiltag gennem medlemslandenes finanspolitikker. Men i alle tilfælde er der ved et asymmetrisk bortfald af efterspørgsel behov for en asymmetrisk reaktion med henblik på at forøge efterspørgslen i det berørte område.

Fordelen ved et koordineret tiltag i modsætning til en fælles finanspolitik er, at det i hvert fald politisk formentlig er nemmere at udforme det efterspørgselsforøgende tiltag asymmetrisk, ligesom man herved nemmere undgår de forkætrede direkte indkomstoverførsler mellem lande. I tilfælde af en forholdsvis ligelig fordelt finanspolitisk eller pengepolitisk ekspansion skal efterspørgslen ved et asymmetrisk stød samtidig omfordeles gennem relevante ændringer i medlemslandenes indbyrdes konkurrenceevne. Sådanne kan imidlertid ikke stå alene, idet ændringer i medlemslandenes (relative) konkurrenceevne primært omfordeler den samlede efterspørgsel mellem medlemslandene i Eurozonen og ikke forøger den.

Med de nuværende rammevilkår og som følge af uligevægt på betalingsbalancerne i Eurozonen ville det have været en oplagt mulighed for en asymmetrisk reaktion, hvis medlemslandene primært gennem finanspolitik hver især havde sigtet mod ligevægt mellem deres indenlandske udbud og indenlandske efterspørgsel og dermed sigtet mod ligevægt på deres respektive betalingsbalancer. Herved ville negativ nettoefterspørgsel efter hjemmeproducerede varer i lande med betalingsbalanceoverskud være blevet trukket op af en ekspansiv hjemlig finanspolitik, mens en positiv nettoefterspørgsel efter hjemmeproducerede varer i nogle underskudslande muligvis skulle have været reduceret af en svagt kontraktiv finanspolitik, men størrelser og sammensætning skulle have været således, at den samlede finanspolitiske ekspansion i Eurozonen var blevet positiv og netop stor nok til at skabe den ønskede ændring i den samlede efterspørgsel.

En sådan asymmetrisk reaktion i 2011-13 som følge af de finansielle spændinger ville have været ensbetydende med ekspansiv finanspolitik i Tyskland og Holland, hvilket ville have haft en ekspansiv og ikke depressiv virkning også på de øvrige lande i Eurozonen. Isoleret set og løseligt anslået ville det nævnte omsving i tysk og hollandsk efterspørgsel samlet have været på godt 2 pct. af Eurozonens BNP og den årlige vækst i Eurozonen derfor på i hvert fald 1-2 pct. i hvert af årene 2012 og 2013, hvor der har været negativ vækst. I den sandsynlige situation, hvor ligevægt på alle betalingsbalancer ikke havde ført til fuld beskæftigelse i

nogle af landene, skulle denne beskæftigelse primært have været nået gennem ændringer i periferilandenenes konkurrenceevne og dermed ved relevante strukturændringer. Samtidig ville der, som tilfældet har været, også være behov for generelt at styrke den finansielle sektor, ligesom de offentlige finanser i periferilandene meget sandsynligt ville have haft behov for et langsigtet eftersyn. Men den kortsigtede fokus på balancering af de offentlige finanser har været forkert, idet den højere vækst i underskuds- og periferilandene som følge af forøget eksport til overskudslandene også ville have forbedret periferilandenenes offentlige finanser.

Den samlede europæiske recession 2008-15 har været dyb og især så langvarig, at det er naturligt at spørge, om der er noget galt med fastkursarrangementet som sådan eller med udførelsen af den økonomiske politik inden for rammerne af dette arrangement. Det har klart været en mangel, at man i rapporten fra Delorsudvalget og i Maastricht-traktaten ikke tog højde for, at finansielle kriser kunne opstå og kræve fælles løsninger. Som følge af mangel på fælles forståelse og holdning til den økonomiske politik har det også betydet, at fælles europæiske foranstaltninger i forbindelse med den særskilte Eurokrise 2010-15 ikke har været adækvate og samtidig forsinkede i forhold til behovet for indsats, modsat den hurtige reaktion på internationalt plan i 2008-09, da USA og UK var med, og Tyskland også var ramt af recession.

Med vedtagelsen af "Fiscal Compact" efter de finansielle spændinger i 2010-11 - der bevidst blev forøget med introduktionen af PSI - valgte EU på kort sigt at skabe ligevægt eller overskud på de offentlige finanser ved at stramme finanspolitikken i stedet for at satse på mere direkte at skabe samfundsøkonomisk ligevægt. Bestræbelserne med hensyn til de offentlige finanser omfattede også alle medlemslande og ikke kun medlemslande i krise med alvorlige offentlige finansieringsproblemer. Man differentierede ikke tilstrækkeligt efter fiskalt behov og lagde ikke vægt på gennem en forøgelse og fordeling af den samlede efterspørgsel i Eurozonen at balancere samfundsøkonomien i medlemslandene. I stedet gennemførte man generelle finanspolitiske stramninger, der har gjort den europæiske recession dybere og længere varende end nødvendigt. Der har været tale om en begrænset fælles forståelse eller villighed til økonomisk først at analysere Eurozonen som en helhed og siden implementere et koordineret indgreb asymmetrisk i forhold til medlemslandene.

Krav om finanspolitiske stramninger kan i forhold til de kriseramte lande have været et ønske om at skabe et politisk pres for at få gennemført strukturreformer. Disse har sandsynligvis også været nødvendige, dog især med henblik på at øge beskæftigelsen. Men et tilsvarende politisk pres for at føre ekspansiv finanspolitik i lande med betalingsbalanceoverskud og derfor specielt i Tyskland har manglet. Man har ikke reageret koordineret og derfor ikke i forhold til det samlede system,

men alene i forhold til enkeltlande i krise og har her på misforstået vis især lagt vægt på at balancere de offentlige finanser. Men dette er ikke en fejl ved den europæiske valutaunion og Euroen som sådan, men en følge af mangel på politisk forståelse og vilje i Nordeuropa til at reagere adækvat på asymmetrisk bortfald af efterspørgsel. Denne fejltagelse har sammen med den første og internationale del af finanskrisen ført til en 7-årig og dermed den længste recession i Europa siden den store depression i 1930erne.