

# Euroen har brug for bindende regler for gæld og underskud

▼ AF CHEFANALYTIKER TORBEN MARK PEDERSEN, CAND. POLIT., PH.D.

## RESUME

Den europæiske gældskrise har udviklet sig til en trussel mod euroen og den økonomiske og finansielle stabilitet i Europa. Det er derfor af stor vigtighed, at der både findes en løsning på gældskrisen, og at der designes nye institutioner, der kan:

- hindre gældsproblemer i at opstå fremover, og hvis det ikke helt kan undgås:
- hindre at enkelte landes finanspolitiske uansvarlighed påfører andre EU-lande store omkostninger.

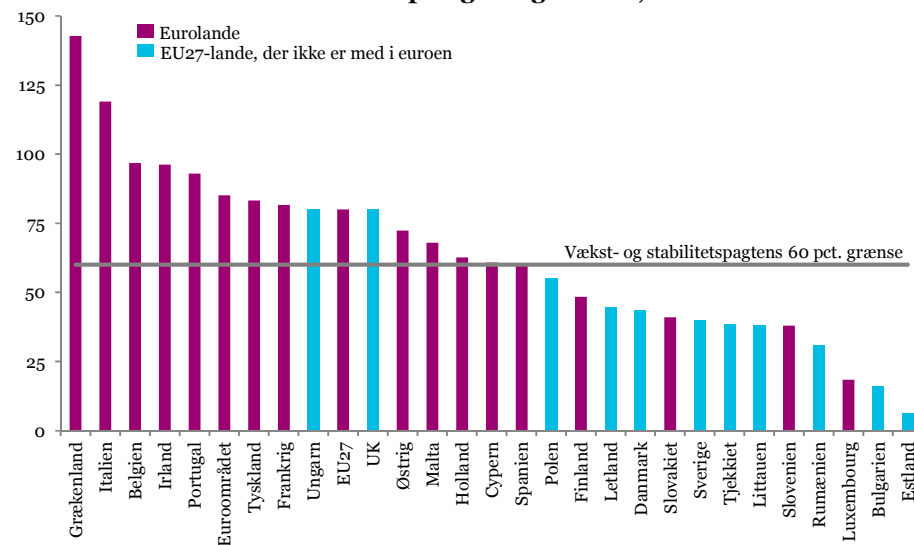
En euroregering er ikke løsningen, men det er nærliggende at foreslå, at Stabilitets- og vækstpagtens *frivillige* regler erstattes af *bindende* regler, der *automatisk* udløser sanktioner ved overtrædelse. Det vil styrke den økonomiske ansvarlighed og samtidig afskærme de økonomisk ansvarlige lande fra de økonomisk uansvarlige.

Bindende regler for gæld og underskud

Det er et økonomisk sundt princip, der også anvendes i pengepolitikken, at pålægge sig bindende regler, der hindrer, at politikerne handler i strid med landenes egne langsigtede interesser.

Figur 1

## EU-landenes overholdelse af 60 pct. gældsgrænsen, 2010





## Behov for en reform af Stabilitets- og vækstpagten

EU står over for to store udfordringer. Dels at finde en løsning på den aktuelle gælds-krise, og dels at designe nye institutioner og regler, der i modsætning til SVP i dag vil kunne:

1. hindre gældsproblemer i at opstå fremadrettet, og hvis det ikke helt kan undgås, så i det mindste
2. hindre at enkelte landes gældsproblemer påfører andre EU-lande store omkostninger.

De nuværende regler i SVP har vist sig at være utilstrækkelige til at hindre en gælds-krise i at opstå. Der har været fremsat mange reformforslag, Frankrig og Tyskland foreslog for et par måneder siden etableringen af en euroregering, og EU har også tidligere i år revideret SVP, men ingen af forslagene synes at tage fat om de tre grundlæggende problemer ved SVP:

1. *Frivillighed*: Reglerne i SVP er frivillige og overlader for stor magt til politikere, der har et incitament til at træffe kortsigtede beslutninger i strid med landenes egne langsigtede interesser.
2. *Manglende automatik i sanktionerne*: Overtrædelse af SVP udløser ikke automatisk sanktioner. Beslutning herom er genstand for politiske forhandlinger, og der er en indbygget systemfejl, når det er de samme politikere, der skal træffe beslutning om eventuelle sanktioner, som bliver genstand for sanktionerne.
3. *Ingen afskrækning*: De mulige konsekvenser af at overtræde SVP's grænser har ikke en tilstrækkelig afskrækkende virkning til at forhindre overtrædelse.

På det finanspolitiske område kunne man lære af pengepolitikken, der er overdraget til en uafhængig centralbank, der traktatmæssigt er bundet til at sikre prisstabilitet. Det vil ikke have nogen gang på jorden at foreslå det samme for finanspolitikken. Dertil er finanspolitikken for central for nationale, politiske prioriteringer. Men princippet om at begrænse friheden til at handle i strid med egne langsigtede interesser ved hjælp af bindende regler er økonomisk sundt og velkendt fra økonomisk teori.

En institutionel reform kunne bestå i at styrke den nationale budgetdisciplin ved at vedtage *bindende* grænser for gældsandel og underskud, hvor en overtrædelse automatisk udløser sanktioner, der er alvorlige nok til at udgøre et effektivt trusselspunkt.

Dobbelt udfordring med at løse gældskrisen og hindre gentagelser

Kan lære af pengepolitikken

## Eurokrisen har politiske rødder

I sig selv vil det ikke true den fælles valuta, om et land som Grækenland indgår en gældssaneringsaftale med sine kreditorer, og Grækenland vil ikke behøve forlade euroen af den grund.

Det vil heller ikke være et stort *økonomisk* problem for euroen, om et land forlader euroen. Hvis der er tale om et af de store lande, vil de økonomiske fordele ved en fælles valuta blive mindre, ligesom det vil skade den finansielle integration, men de økonomiske konsekvenser heraf vil trods alt være relativt beskedne.

Der er først og fremmest *politiske* grunde til, at gældskrisen udgør en trussel mod euroen: Den fælles valuta er en grundsten i etableringen af en Europæisk Union,<sup>ii</sup> og hvis et land skulle vælge at forlade eurosamarbejdet for at genindføre sin nationale valuta, vil det blive betragtet som et nederlag både for euroen og for unionsprojektet.

Politiske grunde til, at gældskrisen er en trussel mod euroen

Det er også primært politiske hensyn, der ligger bag oprettelsen af "European Financial Stability Mechanism" og "European Financial Stability Facility", der indebærer, at skatteborgere i alle eurolande hæfter for en del af gælden i de gældsplagede lande. Målet er at undgå ydmygelsen ved en statsbankerot eller euroudmeldelse, og det viser, hvor langt EU-systemet er parat til at strække sig i den henseende, at redningspakkerne kan tolkes som et brud på Lissabontraktatens "no bail-out" klausul, artikel 125 TEUF, der siger, at Unionen *ikke* må påtage sig forpligtelser indgået af centralregeringer eller andre offentlige myndigheder i en medlemsstat.

Redningspakkerne er brud på Traktaten

Fordi gældskrisen har fået lov til at udvikle sig til et punkt, hvor der er en reel risiko for statsbankerot, er der imidlertid også et vigtigt element af økonomisk "selvforsvar" i redningspakkerne: Det er forhåbningen, at en redning af Grækenland – eller i hvert fald udskydelse af en græsk statsbankerot – kan hindre smitteeffekter, så der er tid til at gennemføre de nødvendige genopretningspolitikker især i Italien og Spanien, der kan bringe de to lande ud af farezonen.

Økonomisk "selvforsvar"

## Gældskrisen truer også ECB

ECB's uafhængighed og pengepolitiske troværdighed er imidlertid også truet af gældskrisen, idet ECB for at bistå de gældsplagede lande har suspenderet egne minimums rating krav til sikkerhed og accepterer lavt ratede græske og portugisiske statsobligationer som sikkerhed for lån. Ydermere har ECB foretaget store opkøb i gældsplagede landes statsobligationer, og ECB's risikable udlån overstiger langt egenkapitalen. I tilfælde af en græsk statsbankerot vil ECB sandsynligvis blive insolvent. Det vil nødvendiggøre en ydmygende rekapitalisering fra eurolandenes nationalbanker og i sidste ende eurolandenes skatteborgere.<sup>iii</sup>

ECB suspenderer egne krav til kreditkvalitet

Når pengepolitikken på den måde underkastes politiske hensyn, rejser det alvorlig tvivl om ECB's uafhængighed, og dermed trues troværdigheden af pengepolitikken i almindelighed. ECB har også selv tilkendegivet for nylig, at en centralbanks finansielle styrke har betydning for troværdigheden af dens pengepolitik.

### Økonomiske grunde til bindende regler

Krisen er imidlertid først og fremmest en gældskrise og kun sekundært en eurokrise, og der er rent økonomiske årsager til, at en gældskrise udgør en økonomisk trussel mod andre lande, specielt i et så økonomisk tæt integreret område som EU.

Såfremt det er et stort land, der går statsbankerot – og specielt hvis det forårsager en global likviditetskrise som efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008 – så vil de økonomiske konsekvenser for andre eurolande blive enorme. Store lande er både "too big to fail" og "too big to save", så der er gode økonomiske grunde til at indføre bindende regler for finanspolitikken i EU – og ikke kun i euroområdet – der kan hindre en sådan situation i at opstå.

Store lande er  
"too big to fail" og  
"too big to save"

De finansielle og makroøkonomiske konsekvenser af statsbankerot rammer i lige så høj grad lande uden for som inden for eurosamarbejdet. Gældskrisen er derfor ikke afgrænset til at være et problem for eurolandene. Det bør en løsning heller ikke være.

### Markedsdisciplin og politisk disciplin

Den europæiske gældskrise er resultatet af et dobbelt politisk svigt: På det nationale plan har politikere ladet de offentlige udgifter vokse, så underskud og gæld er eksploderet, og i eurosamarbejdet har de selvsamme politikere svigtet ved ikke at håndhæve Stabilitets- og vækstpagtens regler for gæld og underskud.

Væksten i de offentlige udgifter skyldes bl.a., at der er en *underskudsbias* indbygget i det politiske system, når politikere vil tækkes vælgerne ved at tilbyde flere velfærdsydelser uden at opkræve højere skatter,<sup>iv</sup> og erfaringen viser, at uafhængige stater fører en mindre ansvarlig økonomisk politik, hvis de ikke er underkastet en stram markedsdisciplin subsidiært politisk disciplin.

**Markedsdisciplin** virker gennem to kanaler:

1. *Valutamarkederne* vil reagere, hvis finanspolitikken ikke er holdbar i lande, der fører en fastkurspolitik over for euroen. Især i tider med finansiell uro er der risiko for, at gældsplagede lande udsættes for spekulative angreb. Lande, der fører en fastkurspolitik, er derfor tvunget til at opføre sig endnu mere økonomisk ansvarligt end eurolandene, der har en fælles valuta.

1. Valutamarkederne

2. *Obligationsmarkederne* vil reagere med stigende renter, hvis kreditrisikoen stiger som følge af store underskud og voksende gæld, men den markedsdisciplinerende effekt heraf er af flere grunde svagere end den markedsdisciplinerende effekt af valutamarkederne:

2. Obligationsmarkederne

For det første fordi rentereaktionen er lille ved ratingmæssige nedgraderinger for højtratede lande. Det er først, når et lands kreditværdighed allerede er lav, at en yderligere nedgradering fører til en markant stigning i kreditspændet.<sup>v</sup>

For det andet har ratingbureauer og finansielle markeder det med at reagere i spring: Selv om problemerne tårner sig op, ignoreres de ofte i lang tid, indtil der pludselig opstår panik, og alle søger ly i sikre aktiver.

Det illustreres af, at de finansielle markeder for længe var utilbøjelige til at skelne mellem eurolandene på trods af store forskelle i gælds niveauer. I 2001-2008 var rentespændet for græske og portugisiske statsobligationer i forhold til tyske næsten ikke-eksisterende.<sup>vi</sup> Også CDS-spændene var små,<sup>vii</sup> og ratingbureauerne nedgraderede ikke de gældsplagede lande før sent i krisen.

Markedsdisciplinen virker nogen gange sent...

Den **politiske disciplin** virker ligeledes gennem to kanaler:

1. *Konvergenskriterierne*: Det traktatmæssige grundlag for den Økonomiske og Monetære Union er Maastricht traktaten fra 1992, og den indeholder fire konvergenskriterier, bl.a. om inflation, lange renter og valutakurs, samt to finanspolitiske kriterier, som lande skal opfylde for at komme med i euroen:
  - a. De offentlige underskud må ikke overstige 3 pct. af BNP.
  - b. Den offentlige ØMU-gæld må ikke overstige 60 pct. af BNP.
2. *Stabilitets- og vækstpagten*: Den politiske disciplin skulle fortsætte efter euromedlemskab ved, at de to finanspolitiske konvergenskriterier går igen i SVP, der blev indført i 1997 på tysk foranledning for at sikre budgetdisciplin.

1. Konvergenskriterierne

2. Stabilitets- og vækstpagten

Som et led i kontrollen af SVP's overholdelse overvåger Kommissionen, om et land har et uforholdsmæssigt stort underskud. Rådet skal underrettes, hvis det er tilfældet, og derefter beslutter et flertal i Rådet, om der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud. Hvis det er tilfældet, skal Rådet rette henstillinger til landet om at rette op på situationen inden en givet frist. Hvis et land ikke følger henstillingerne, kan Rådet vedtage et påbud om at gennemføre en økonomisk genopretning, og hvis det ikke følges, kan Rådet bl.a. beslutte, at landet skal deponere et beløb i ECB, der senere kan blive til en bøde, hvis budgetunderskuddet stadig er for stort efter to år.

"Excessive Deficit Procedure"

## Markedsdisciplin virker - den politiske disciplin gør ikke

Blandt de 27 EU-lande, der i 2010 overholdt SVP's gældsgrænse, var kun 4 eurolande, hvorimod der var 9 ikke-eurolande, og blandt de 4 eurolande er Slovakiet, der først kom med i euroen i 2009, og Luxembourg der på mange måder er atypisk.

Noget kunne tyde på, at både markedsdisciplinen og den politiske disciplin fra konvergenskravene er stærkere for ikke-eurolande end for eurolandene, siden ikke-eurolandene i højere grad overholder gældsgrænsen.

Markedsdisciplinen fra valutamarkederne pålægger lande med en fast valutakurs over for euroen, at de skal opføre sig mere økonomisk ansvarligt end eurolandene for ikke at blive udsat for markedsreaktioner under en krise. Lande, der fører fastkurspolitik, er Danmark, Letland og Bulgarien – samt Estland indtil euromedlemskab i 2011.

Hensynet til en fastkurspolitik virker stærkt disciplinerende

Markedsdisciplinen fra obligationsmarkederne kan også virke stærkere på ikke-eurolande: For det første vil de typisk optage gæld i den nationale valuta, der er et mindre likvidt marked, og for det andet er ratingbureauer og de finansielle markeder mere opmærksomme på forskelle i gældsandele for ikke-eurolande end for eurolande.

Alle EU-lande er ifølge Traktaten forpligtet til at indføre euroen, kun Danmark og England har taget forbehold, og der udarbejdes mindst hver andet år en konvergensrapport om de 9 EU-lande uden forbehold, der endnu ikke er med i euroen. Det skaber et fortsat politisk pres.

Den politiske disciplin fra SVP har imidlertid ikke virket, og Grækenland og Italien har først i de seneste måneder vedtaget større genopretningsplaner, og det er først sket efter, at de er blevet tvunget dertil af markedsdisciplinen fra obligationsmarkederne.

Et økonometrisk studie af Wyplosz bekræfter, at euromedlemskab øger sandsynligheden for gældsproblemer, idet han finder,<sup>viii</sup> at euromedlemskab er en af flere forklarende faktorer:

Økonometrisk studie

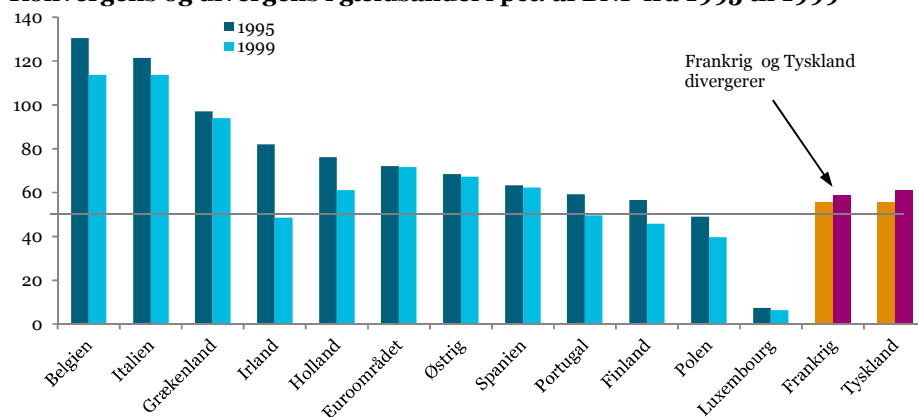
- *Stor offentlig sektor*: Lande med en stor offentlig sektor tenderer til at have en stor gæld i forhold til BNP.
- *Lav økonomisk vækst*: Økonomisk vækst er negativt korreleret med gældsandel. Lavvækstlande formår gennemgående ikke at sætte tæring efter næring, men har ladet de offentlige udgifter stige hurtigere end BNP.
- *Euromedlemskab*: Eurolandene tenderer til at have en højere gældsandel end sammenlignelige ikke-eurolande.

### SVP har ikke sikret konvergens og finanspolitisk disciplin

Konvergenskriterierne virkede i 1992-98, hvor landenes meget varierende inflationsrater og renteniveauer konvergerede, og de fleste lande med gældsproblemer nedbragte deres underskud og gæld, figur 3. Tyskland og Frankrig øgede dog deres gældsandel fra 1995 til 1999, så for euroområdet som helhed var der næsten ingen konvergens, figur 3.

Figur 3

#### Konvergens og divergens i gældsandel i pct. af BNP fra 1995 til 1999



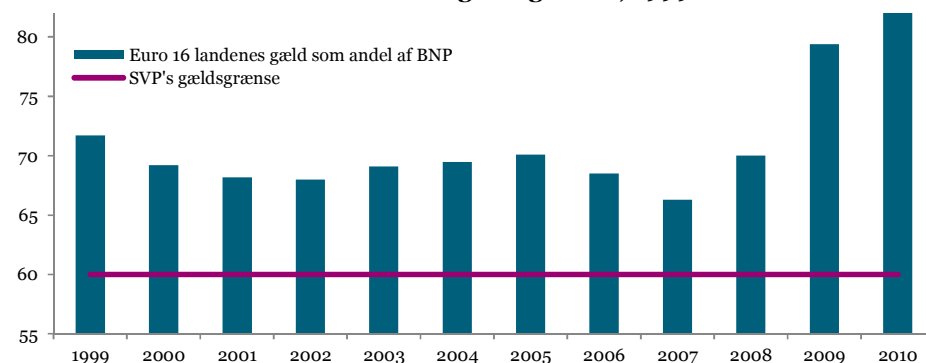
Konvergens og divergens

Kilde: Eurostat

Konvergenskriterierne blev ikke anvendt som adgangskrav, og 8 af de første 11 eurolande opfyldte ikke konvergenskravene i 1999. Det samme gjaldt sidenhen for Grækenland, Slovenien, Cypern og Malta. At konvergenskriterierne ikke er blevet håndhævet strengt kan forklares med, at der netop er tale om *konvergenskriterier* og ikke *adgangskriterier*.

Figur 4

#### Eurolandenes overholdelse af SVP's gældsgrænse, 1999-2010



Kilde: Eurostat

I 1999-2000 fortsatte konvergensen, men derefter begyndte flere lande at divergere,<sup>ix</sup> og for euroområdet som helhed steg gældsandelen fra 2002 til 2005, selv om gældsandelen lå langt over SVP's grænse, figur 4.

Lande begynder at divergere

### ...fordi reglerne aldrig er blevet håndhævet

Da både Tyskland og Frankrig i 2003 overskred SVP's grænser for underskud og gæld, afstod EU-Kommissionen fra at pålægge dem bøder. EU-Kommissionen valgte i stedet at anbefale Tyskland og Frankrig at bringe deres offentlige finanser under kontrol.

Skred i budgetdisciplinen i 2003

Det lykkedes for Frankrig at nedbringe underskuddet til under 3 pct. i årene 2005-7 og for Tyskland i 2006-8, men begge lande har overtrådt gældsgrænsen i alle årene fra og med 2002, figur 5.

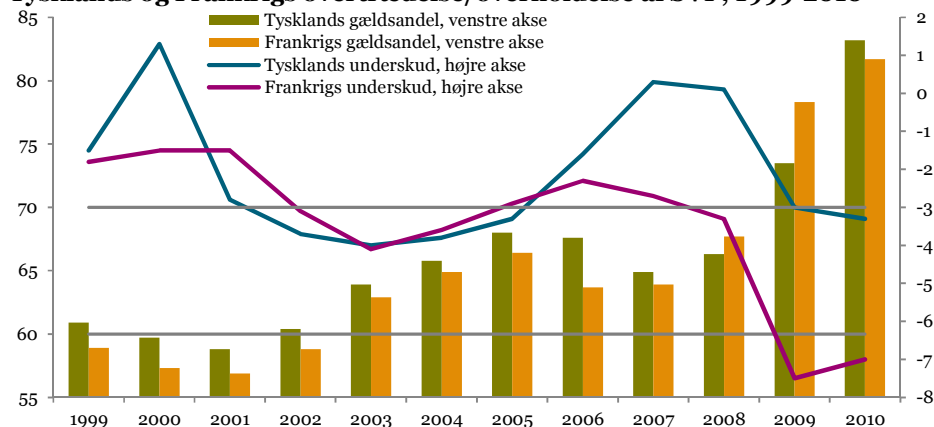
Efter 2003 var det klart, at overtrædelse af SVP ikke fik konsekvenser, og det skabte yderligere *moral hazard* problemer.<sup>x</sup> Den politiske disciplin havde fejlet.

Den politiske disciplin har ikke virket

Selv om underskuds- og gældsgrænserne i SVP formelt er ligestillede, har Kommissionen og ECOFIN overvejende fokuseret på underskuddene, og lande med høj gældsandel har ikke fået henstillinger eller påbud om at rette op. Et lands gældsandel er ellers en bedre indikator for konkurs sandsynlighed end det løbende underskud.

Figur 5

### Tysklands og Frankrigs overtrædelse/overholdelse af SVP, 1999-2010



Kilde: Eurostat

### ECB har kritiseret manglen på finanspolitisk disciplin

Den europæiske centralbank, ECB, skrev i 2005, at den finanspolitiske konsolidering var gået i stå eller ligefrem sat i bagegear, og ECB kritiserer ECOFIN Rådets håndhævelse for ikke at ske i en "rigorous manner".<sup>xi</sup>

I marts 2005 vedtog det Europæiske Råd nye regler for SVP. Der var ikke tale om en opstramning af reglerne, men om en slækkelse. Grænserne for underskud og gæld blev bevaret, men kriterierne for at erklære et land i ”excessive deficit” blev lempet og mere åben for fortolkning – og for politiske forhandlinger.

2005 revisionen af SVP

ECB kritiserede reformen for at slække på kravene og for at øge risikoen for, at underskud ud over grænseværdien ikke ville blive betragtet som ”excessive”. Det var ECB’s vurdering, at reglerne kunne fremme en situation med mere permanente underskud. ECB kritiserede også hele governance-strukturen. For det første har landene et incitament til ikke at håndhæve reglerne, når de selv kan risikere at blive bundet af dem, og for det andet kan et simpelt flertal blokere for en streng håndhævelse af SVP.

...kritiseres af ECB

I marts 2011 blev finansministrene i ECOFIN enige om en række reformforslag. Pladsen her tillader ikke en gennemgang.<sup>xii</sup> Forslagene er langt fra veldefinerede eller transparente, og det vil ikke være let at afgøre, om de overtrædes. Dertil kommer, at der stadig ikke er nogen automatik i konsekvenserne i tilfælde af en overtrædelse. Et af de positive elementer i reformen er, at der skal lægges mere vægt på gældsudviklingen.

Reform i 2011

ECB vurderer, at reformen er et skridt i den rigtige retning, men slet ikke ambitiøs nok, og at erfaringerne fører til den

...støttes, men kritiseres også af ECB

*”...inescapable conclusion that a quantum leap in economic governance is required to appropriately consolidate and reinforce the functioning of EMU.”<sup>xiii</sup>*

ECB anbefaler bl.a. en større grad af automatik og mindre rum for diskretionære beslutninger. Altså en mere regelbaseret økonomisk politik.

### Fordele ved regelbaseret økonomisk politik

Der er fordele ved en økonomisk politik, der er bundet af regler, idet det bidrager til at sikre overensstemmelse mellem kort- og langsigtede mål, kaldet *tidskonsistens*, boks 1. Samtidig vil det øge *troværdigheden* og forudsigeligheden af den økonomiske politik.

Hvis politikregler skal være effektive, så skal de være:

- Veldefinerede i forhold til mål og midler.
- Simple.
- Transparente, let forståelige og let kommunikerbare.
- Det skal være let at afgøre, om reglerne overtrædes.
- Overtrædelse bør automatisk udløse sanktioner.<sup>xiv</sup>

På pengepolitikens område har man for længst indset det fordelagtige i at binde sig til faste regler og overlade pengepolitikken til en uafhængig centralbank, boks 1.

**Boks 1. Pengepolitiske regler og uafhængige centralbanker**

I euroområdet og i de fleste vestlige lande (undtagen USA) føres pengepolitik baseret på en pengepolitisk regel, der skal forebygge den *inflationbias*, der er indbygget i diskretionær pengepolitik:

- Hvis politikere har diskretionære beføjelser i pengepolitikken, så vil de have et incitament til at forsøge at overraske med en ekspansiv pengepolitik for at nedbringe ledigheden på kort sigt, men da forbrugere og erhvervsliv ved dette, forventer de højere inflation, og resultatet vil være højere inflation, men ikke lavere ledighed. Det er den omtalte *inflationbias*.
- Hvis politikerne omvendt kan gøre det troværdigt, at de forpligter sig til at følge en pengepolitisk *regel*, der sikrer en lav inflation, så vil resultatet være bedre: Samme ledighed, men lavere inflation.
- Problemet består i, at de pengepolitiske myndigheder kan have svært ved at skabe troværdighed om, at de *frivilligt* vil føre en inflationsbekæmpelses politik.

I pengepolitikken løses problemet ved at overføre kompetencen til at føre pengepolitik til en uafhængig centralbank, i euroområdet ECB, der er bundet af et (i euroområdet: traktatfæstet) mandat om, at pengepolitikken skal indrettes med det formål at sikre prisstabilitet.

**Kilde:** Kydland and Prescott 1977. "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans," *Journal of Political Economy* 85, 473-490. Barro and Gordon 1983. "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy," *Journal of Monetary Economics* 12, 101-21.

Også på det finanspolitiske område er der en stigende tendens til at anvende regler og måltal, men finanspolitiske regler er sjældent bindende. Et eksempel er det amerikanske gældsloft, der – ligesom SVP's regler – er genstand for politiske forhandlinger.

I Sverige har de dog haft succes med at implementere budgetregler, der inkluderer flerårige udgiftslofter for staten, et krav om balanceret budget for kommunerne, og et mål om offentligt overskud på 2 pct. af BNP i gennemsnit over konjunkturcyklen.

Ideen om frivilligt at lade sig binde til ikke at gøre noget ufornuftig i fremtiden, er lige så gammel som Odysseen, hvori det fortælles, at Odysseus lod sine sømænd binde sig til masten for ikke at blive fristet af sirenerne sang til at styre sit skib på grund på klipperne og lide skibbrud.

Sirenesang

## **Euroen har behov for bindende regler for gæld og underskud – ikke en fælles finanspolitik**

Det har været fremført fra flere sider, at euroens problemer kan løses med en fælles finanspolitik, eller ligefrem en euroregering som foreslået for nylig af de fransk tyske ledere, Sarkozy og Merkel. En fælles finanspolitik vil imidlertid ikke i sigt selv hindre fremtidige gældskriser, og den vil slet ikke afskærme eurolande fra omkostningerne

ved andre landes finanspolitiske uansvarlighed.

Tværtimod er der en risiko for, at en fælles finanspolitik vil fremme uansvarlighed, når omkostningerne kan tørres af på de andre eurolande (moral hazard).

En fælles finanspolitik kan risikere at institutionalisere indkomstoverførsler fra almindelige skatteborgere til velstående obligationsinvestorer, og i Danmarks tilfælde ville der være tale om overførsel fra højtbeskattede danskere til lavt beskattede grækere eller irere. Irlands er tilmed et land, der stadig i 2010 er rigere end Danmark målt ved BNP per capita.

ØMU'en som en "transfer union"?

En fælles finanspolitik og større indkomstoverførsler mellem stater vil gøre det lettere at håndtere kriser, men det primære mål må være at sikre, at kriser ikke opstår, og selv hvis det ikke kan undgås 100 pct., så at beskytte andre lande mod tab, som det også er hensigten med Traktatens "no bail-out" klausul, artikel 125 TEUF.

Målet med en institutionel reform må derfor være at:

- Hindre gældsproblemer i at opstå fremadrettet, og hvis det ikke kan undgås
- Hindre at de påfører andre lande store omkostninger.

Eurolandene har vist, at de ikke har den politiske vilje til at følge frivillige regler, så der er meget, der taler for at erstatte de frivillige regler med *bindende* regler for gæld og underskud, så de ikke kan gøres til genstand for politiske forhandlinger eller ændres af et flertal, når det er politisk opportunt:

1. *Traktatfæstede regler for gæld og underskud*: De præcise grænser for gæld kan være genstand for forhandling, men når de er lagt fast, bør de ikke kunne fraviges. Derfor skal de skrives ind i Traktaten.
2. *Automatiske konsekvenser ved overtrædelser*: Overtrædelse af grænserne skal automatisk udløse sanktioner, eksempelvis i form af en *time-out* for euromedlemskab på mindst 5 år.

Bindende regler

Automatiske sanktioner

Bøder har ikke en tilstrækkelig afskrækkende effekt og er problematiske for lande med underskudsproblemer. Truslen om eksklusion fra euroklubben kan derimod udgøre et mere effektivt trusselspunkt, og det vil gøre det omkostningsfuldt ikke at overholde reglerne. Det vil derfor styrke de enkelte lands budgetdisciplin og forpligtigelse over for euroen.

Samtidig vil det drage en grænse mellem de euroværdige og ikke-euroværdige lande, før markedet gør det, og på den måde inddæmme eventuelle gældsproblemer, før de smitter.

3. *Genopretningsplaner på kort sigt:* På den korte bane skal eurolandene forpligte sig til at følge bindende genopretningsplaner, der sikrer en faldende gældsandel, og når landene er på den sikre side af gældsgrænsen, kan de nye bindende regler træde i kraft. Det vil øge troværdigheden af den planlagte genopretningspolitik.

Tilpasning nødvendig

Disse regler opfylder kravene om at være veldefinerede, simple, transparente, det er let at afgøre, om reglerne overtrædes, og overtrædelse har ufravigelige konsekvenser.

Reglerne kan med fordel suppleres med nationale budgetregler, eksempelvis som i Sverige, der sigter mod balance på de offentlige finanser og gæld over konjunkturyklen, ligesom der vil være behov for overvågning og revision af de nationale budgetter.

Ingen regler kan garantere, at der ikke kan opstå underskudsproblemer som i Irland og Spanien, hvor gældskrisen først og fremmest var resultatet af en stor gældsopbygning i den private sektor, en stor boligprisboble og den økonomiske krise, der førte til regeringsindgreb for at redde nødlidende banker.<sup>xv</sup> Reglerne kan dog under normale omstændigheder hindre, at underskud udvikler sig til en gældskrise. Og de kan hindre, at et enkelt lands økonomiske uansvarlighed bliver til et problem for andre lande.

Ingen garantier...

Der skulle ikke være behov for fleksibilitet i reglerne: Såfremt landene har balance på de offentlige budgetter og gæld over konjunkturyklen, vil en gældsgrænse på 60 pct. være mere end rigelig til at sikre det finanspolitiske råderum i krisetider.

Bindende regler og ufravigelige konsekvenser vil styrke det enkelte lands økonomiske ansvarlighed.

Sikrer makroøkonomisk stabilitet

Selv om Danmark ikke deltager i ØMU'ens tredje fase med den fælles valuta, har vi ligesom alle andre EU-lande en interesse i, at enkelte landes finanspolitiske uansvarlighed ikke skal komme til at udgøre en trussel mod den finansielle og økonomiske stabilitet i hele Europa, for makroøkonomisk og finansiell stabilitet er en helt afgørende rammebetingelse for dansk erhvervsliv.



**▼ OM DENNE UDGAVE**

"Euroen har brug for bindende regler for gæld og underskud" er 46. nummer af Dansk Erhvervs Perspektiv. Redaktionen er afsluttet 10. august 2011.

**▼ OM DANSK ERHVERVS PERSPEKTIV**

Dansk Erhvervs Perspektiv er Dansk Erhvervs analysepublikation, der sætter fokus på aktuelle problemstillinger og giver baggrund og perspektiv på samfundsmæssige problemstillinger. Dansk Erhvervs Perspektiv udkommer ca. 25 gange årligt og henvender sig til beslutningstagere og meningsdannere på alle niveauer. Ambitionen er at udgøre et kvalificeret og anvendeligt beslutningsgrundlag i forhold til væsentlige, aktuelle udfordringer på alle områder, som har betydning for dansk erhvervsliv og den samfundsøkonomiske udvikling.

Det er tilladt at citere fra Dansk Erhvervs Perspektiv med tydelig kildeangivelse og med henvisning til Dansk Erhverv.

**▼ REDAKTION**

Analysechef Geert Laier Christensen (ansv.), cand. scient. pol., underdirektør Søren Friis Larsen, cand. scient. pol., chefanalytiker Torben Mark Pedersen, cand. polit., Ph.D., chefkonsulent Mira Lie Nielsen, cand. oecon., skattepolitisk chef Bo Sandberg, cand. polit., pressekonsulent Lisa Sandager, cand. merc., journalist.

**▼ ISSN NR.: 1904-7894**

Dansk Erhvervs Perspektiv indgår i det nationale center for registrering af danske periodika, ISSN Danmark med titlen "Dansk Erhvervs perspektiv: Analyse, økonomi og baggrund (online)"

**▼ KVALITETSSIKRING**

Troværdigheden af tal og analyser fra Dansk Erhverv er afgørende. Dansk Erhverv gennemfører egne spørgeskemaundersøgelser i overensstemmelse med de internationalt anerkendte guidelines i ICC/ESOMAR, og alle analyser og beregninger gennemgår en kvalitetssikring i henhold til Dansk Erhvervs interne kvalitetsmanual.

Denne analyse er offentlig tilgængelig via Dansk Erhvervs hjemmeside. Skulle der trods grundig kvalitetssikring forefindes fejl i analysen, vil disse blive rettet hurtigst muligt og den rettede version lagt på nettet.

**▼ KONTAKT**

Henvendelser angående analysens konklusioner kan ske til chefanalytiker Torben Mark Pedersen på tmp@danskerhverv.dk eller tlf. 33 74 65 25.

<sup>i</sup> Stabilitets- og vækstpaktens grænser for gæld hhv. underskud er på 3 hhv. 60 pct. af BNP.

<sup>ii</sup> Præambelen til Lissabontraktaten.

<sup>iii</sup> Ruparel and Persson: "A house built on sand?" *Openeurope*, June 2011.

<sup>iv</sup> Morris, Ongena and Schuknecht: "The reform and implementation of the stability and growth pact," ECB Occasional Paper no. 47, June 2006. I papiret gennemgås en række forklaringer på underskudsbias.

<sup>v</sup> Der er lille forskel mellem konkurssandsynlighed og kreditspænd for obligationer rated AAA og AA+, hvorimod der er en større forskel for obligationer rated BBB og BBB-, selv om springet i rating er det samme.

<sup>vi</sup> Valérie Plagnol: European bond markets in the financial crisis: an endurance test. March 2010.

<sup>vii</sup> CDS-spænd svarer til prisen på at forsikre en obligation mod udsteders konkurs. Et CDS-spænd på 10 basispunkter (0,1 procentpoint) betyder, at det koster 1.000\$ at forsikre lån på 1 mio. \$ mod konkurs i fem år.

<sup>viii</sup> Charles Wyplosz: "Why is the debt crisis spreading through the Euro area?" *CEPR, Working Paper*.

<sup>ix</sup> Ionnou and Stracca: "Have Euro area and EU economic governance worked?" ECB WP no. 1344, May 2011, og Morris, Ongena og Schuknecht (2006) citeret ovenfor.

<sup>x</sup> Moral hazard opstår, når de, der optræder uansvarligt, ikke bærer de fulde omkostninger af egne handlinger.

<sup>xi</sup> Når der i det følgende henvises til ECB (2005) er kilden: ECB: "The reform of the Stability and growth pact," Monthly Bulletin August 2005.

<sup>xii</sup> Council of the EU: Council reaches agreement on measure to strengthen economic governance, 15.3.2011. ECB: "The reform of economic governance in the euro area," ECB Monthly Bulletin March 2011.

<sup>xiii</sup> ECB: "The reform of economic governance in the euro area," ECB Monthly Bulletin March 2011.

<sup>xiv</sup> Kopits and Symansky 1998. "Fiscal policy rules," *IMF Occasional Paper 162*. Torben M. Andersen: "Finanspolitiske regler og institutioner," *Samfundsøkonomen* 2008, 1.

<sup>xv</sup> Dansk Erhvervs Perspektiv nr. 45, Stein, 2011: "The diversity of debt crises in Europe," *Cato Journal* 31.