

Eurozone eller Farezone?

Divergens i Den Økonomiske og Monetære Union



Karina Slots Pedersen - 20114083

Patrick Egeberg Carlsen - 20113925

13.06.2016 – 10. Semester Oecon, Aalborg Universitet

Vejleder: Mogens Ove Madsen

Speciale
10. Semester 2016
Aalborg Universitet

Cand.oecon.
Karina Slots Pedersen – 20114083
Patrick Egeberg Carlsen – 20113925



Titelblad

Patrick Egeberg Carlsen

Karina Slots Pedersen

Titel på engelsk:

”Eurozone or danger zone – an analytical approach to divergence in the Eurozone”

Antal anslag /antal normalsider:

Aalborg Universitet – 13.06.2016

10. Semester Oecon



Abstract

The purpose of the thesis "Eurozone or danger zone – an analytical approach to divergence in the Eurozone" is to investigate the causes of lack of convergence that in recent years have been present in context of the Eurozone. The report concludes that divergence in interest rates is a consequence of differences in trust among investors caused by some Eurozone countries failing to comply with the fiscal restrictions, which according to the Maastricht Treaty and the Stability and Growth Pact, is a prerequisite for participation in the union.

Despite that a large proportion of the Eurozone countries fail to comply with these restrictions, it is nonetheless just a few of them whose interest rate experiences an increase. Spain, Italy, Portugal and Ireland are the countries who experience an increase in interest rate which leads to a fall and stagnation in GDP growth.

This leaves these economies in a particularly undesirable condition where they, in the context of stagnation in GDP growth and investments, have to reduce their public spending instead of increasing the intensity of their expansionary fiscal policy, which offsets the impact of the lack of aggregate demand. These conditions ensure countries that experience a raise in their interest rate also experience a reinforcing effect of the crisis or cycle, which worsens their financial and economic conditions.

The fiscal restrictions of both budget and debt are caused by an extensive focus on a stable development of the monetary parameters. An expansionary fiscal policy that exceeds 3 % of GDP and an increase in the debt of the country to a level beyond 60 % of GDP is to be considered undesirable in context of the Eurozone because of an increased risk of inflation.

In the context of a fall and stagnation in GDP a Keynesian approach suggests an occasionally dynamic fiscal policy. This would provide an economic development among the countries that is considered more stable due to a stable development in aggregate demand. At the same the unilateral focus on monetary parameters is considered inappropriate in the context of a high degree of macroeconomic instability.

The divergence in the development of both interest rates and GDP growth could have been avoided according to the OCA theory, in the case of either a fiscal union or the possibility for the countries to pursue an unrestricted expansionary fiscal policy. In the case of a fiscal union this would reallocate resources inside the union, while an unrestricted fiscal policy allows the countries to work against a decline in aggregate demand or an insufficient monetary policy.



Forord

Dette projekt repræsenterer Patrick Carlsen og Karina Pedersens afhandling i forbindelse med afslutningen på Kandidatuddannelsen i Samfundsøkonomi (cand.oecon) på Aalborg Universitet.

Omdrejningspunktet i denne rapport er divergens i Eurozonens økonomiske parametre. En belysning af dette er aktuelt i kølvandet på finanskrisen, hvor en del af landene oplever divergens i blandt andet rente og vækst.

Formålet med projektet er således at skabe en form for evaluering af Eurozonen med udgangspunkt i konvergens, og undersøge under hvilke vilkår denne opstår.

Projektet er udarbejdet i forårssemestret 2016, og fremstår som et selvstændigt produkt af egne teoretiske og empiriske undersøgelser, og herunder interviews af relevante aktører.

Der skal i denne forbindelse lyde et stort tak til Henning Christophersen, Niels Thygesen og Niels Helveg for et indblik i deres fortælling, historie og viden inden for området, uden hvilket dette projekt havde været af mindre original karakter. Samtidig også et stort tak til Mogens Ove Madsen for kyndig vejledning og støtte undervejs i perioden.



Indholdsfortegnelse

1.0 Introduktion	4
1.1 Problemformulering	6
1.2 Projektets metode	6
2.0 Vejen mod en økonomisk og monetær union	9
2.1 Delors-rapporten	11
2.2 Maastricht-traktaten	15
3.0 Er Eurozonen baseret på generel økonomisk teori?	19
3.1 Robert Mundell	19
3.2 Ronald I. McKinnon	21
3.3 Peter B. Kenen	24
3.4 Mundells reevaluering	28
3.5 Opsummering af OCA	31
4.0 Politisk og økonomisk afklaring	34
5.0 En generel evaluering af Eurozonen	37
5.1 Maastrichtkriterierne & Stabilitets- og Vækstpagten	38
5.1.1 Konvergens i niveauet for den lange rente	38
5.1.2 Det lange renteniveau og den offentlige saldo	47
5.1.3 Konvergens i gæld	52
5.1.4 Konvergens i inflation	56
5.2 En Keynesiansk tilgang	61
5.2.1 Vækst i BNP	62
5.2.2 Ledighed	63
5.2.3 Konkurrenceevne	63
5.2.4 Keynesiansk finanspolitik	65
5.3 Opsummering	69
6.0 Eurozonen - i en individuel kontekst	71
6.1 Tyskland	72
6.1.1 BNP	72
6.1.2 Ledighed og NAIRU	73
6.1.3 Inflation	74
6.1.4 Budgetsaldo	75
6.1.5 Bruttogæld	76
6.1.6 BNP gap og strukturel saldo	77
6.1.7 Opsummering	78
6.2 Belgien	79
6.2.1 BNP	79
6.2.2 Ledighed og NAIRU	79
6.2.3 Inflation	81
6.2.4 Budgetsaldo	82
6.2.5 Bruttogæld	82
6.2.6 BNP gap og strukturel saldo	84
6.2.7 Den lange rente	85
6.2.8 Gældstype	86
6.2.9 Opsummering	86
6.3 Irland	87



6.3.1 BNP	87
6.3.2 Ledighed og NAIRU	88
6.3.3 Inflation	89
6.3.4 Budgetsaldo	90
6.3.5 Bruttogæld	92
6.3.6 BNP gap og strukturel saldo	93
6.3.7 Den lange rente	95
6.3.8 Opsummering	96
6.4 Italien	97
6.4.1 BNP	97
6.4.2 Ledighed og NAIRU	98
6.4.3 Inflation	99
6.4.4 Budgetsaldo	100
6.4.5 Bruttogæld	101
6.4.6 BNP gap og strukturel saldo	102
6.4.7 Den lange rente	104
6.4.8 Opsummering	105
6.5 Spanien	105
6.5.1 BNP	106
6.5.2 Ledighed og NAIRU	107
6.5.3 Inflation	108
6.5.4 Budgetsaldo	110
6.5.6 BNP gap og strukturel saldo	112
6.5.7 Den lange rente	114
6.5.8 Opsummering	114
6.6 Portugal	115
6.6.1 BNP	115
6.6.2 Ledighed og NAIRU	116
6.6.3 Inflation	118
6.6.4 Budgetsaldo	119
6.6.5 Bruttogæld	120
6.6.6 BNP gap og den strukturelle saldo	121
6.6.7 Den lange rente	123
6.6.8 Opsummering	123
6.7 Opsummering	124
7.0 Konklusion	128
8.0 Litteraturliste	135
9.0 Appendix	
9.1 Supplerende landeanalyser	Error! Bookmark not defined.
9.1.1 Frankrig	Error! Bookmark not defined.
9.1.2 Holland	Error! Bookmark not defined.
9.1.3 Luxembourg	Error! Bookmark not defined.
9.1.4 Finland	Error! Bookmark not defined.
9.1.5 Østrig	Error! Bookmark not defined.
9.2 Udregning vedr. Maastrichtkriterierne (inflation og den lange rente)	Error! Bookmark not defined.
9.3 Data benyttet i den individuelle landeanalyse	Error! Bookmark not defined.
9.3.1 Portugal	Error! Bookmark not defined.
9.3.2 Tyskland	Error! Bookmark not defined.
9.3.3 Irland	Error! Bookmark not defined.



9.3.4 Frankrig	Error! Bookmark not defined.
9.3.5 Holland	Error! Bookmark not defined.
9.3.6 Spanien	Error! Bookmark not defined.
9.3.7 Østrig	Error! Bookmark not defined.
9.3.8 Belgien	Error! Bookmark not defined.
9.3.9 Italien	Error! Bookmark not defined.
9.3.10 Finland	Error! Bookmark not defined.
9.3.11 Luxembourg	Error! Bookmark not defined.
9.4 Enhedslønomkostninger – egne udregninger	<i>Error! Bookmark not defined.</i>
9.5 Udvikling i BNP som indekstal	<i>Error! Bookmark not defined.</i>
9.6 Interviews	<i>Error! Bookmark not defined.</i>



*“It’s not just that a currency area is limited to a one-size-fits-all monetary policy; even more important is the loss of a mechanism for adjustment”
Paul Krugman, 2012¹*

1.0 Introduktion

Euroen har eksisteret som fysisk betalingsmiddel siden 1. januar 2002, og repræsenterer i en nutidig kontekst et valutasamarbejde, nærmere betegnet Eurozonen, der har eksisteret siden januar 1999. Implementeringen af en fælles valuta i 1999 blev på daværende tidspunkt gennemført som prikken over i’et på det indre marked, der kort efter indførelsen, dokumenterede en konvergens i monetære parametre, herunder den lange rente og inflation², der foruden det indre marked, blev betragtet som et formål og en forudsætning for samarbejdets hensigtsmæssighed. På denne måde har Eurozonen eksisteret som valutaområde, med en fælles valuta, i 17 år, hvor det i nyere tid er bemærkelsesværdigt, at den opnåede konvergens ikke på nuværende tidspunkt er aktuel for samtlige medlemslande. Både inflation og den lange rente illustrerede tilfælde af divergens i årene efter finanskrisen i 2008³, hvor særligt de sydeuropæiske lande siden har oplevet tilstande hvoraf konsekvenserne i denne sammenhæng, og af nogle økonomer, er sammenlignelige med krisen i 30’erne⁴. Denne krisetid indeholder både den svære gældskrise i Grækenland, den høje arbejdsløshed i Italien, og adskillige andre uhensigtsmæssige niveauer i de økonomiske parametre blandt medlemslandene, kombineret med andre forhold som eksempelvis Englands debat og afstemning vedrørende et muligt exit fra Den Europæiske Union(Brexit) samt Danmarks klare ”nej tak” ved folkeafstemningen den 3. december 2015⁵.

En sådan længere varig krisetilstand leder, med et økonomisk udgangspunkt, naturligvis frem til en spekulation omkring optimaliteten og hensigtsmæssigheden af Eurozonen som valutasamarbejde, da det netop er disse forhold, der afgør om valutaområdet består – i hvert fald under forudsætning af at Eurozonens eksistens betragtes i en økonomisk og teoretisk kontekst. Samtidig er det særligt i forbindelse med krisehåndtering, at et samarbejde har mulighed for at bevise, at dette er i stand til at håndtere sådanne tilfælde, hvilket ikke konsekvent synes at være tilfældet for Eurozonen. Denne

¹ Krugmans (2012)

² Gough (2012)

³ Gough (2012)

⁴ Stockhammer (2015), side 1

⁵ Corfixen (2015)

konstatering opstår som følge af divergens i området, men også på baggrund af en iagttagelse af USA, der umiddelbart har formået at håndtere finanskrisen på mere hensigtsmæssig vis, end hvad tilfældet er det for Eurozonen, uden anden sammenligning med USA i øvrigt⁶. USA førte i kølvandet på finanskrisen en omfattende ekspansiv politik, hvor Eurozonen bibeholdte budget- og gældskriterierne fra Stabilitets- og Vækstpagten, senere efterfulgt af mere ekspansive politikker i EU regi, som eksempelvis quantitative easing⁷ og senest, Junckers Investeringsplan⁸. En sådan observation skaber en spekulation omkring den type politik, medlemslandene i Eurozonen er underlagt, der foruden en særligt forventning om disciplin, skaber øvrige begrænsninger i en både finans- og pengepolitisk kontekst. Med Eurozonens nuværende efterspørgselskrise taget i betragtning, vil dette projekt undersøge hvorvidt der eksisterer empirisk evidens på at en pagt som Stabilitets- og Vækstpagten, kombineret med de i 1999 adgangsgivende kriterier, er en hensigtsmæssig måde at håndtere en krise, bestående af et længere varigt chok, der i denne forbindelse må betragtes som værende temporært, på en sådan måde, at dette sikrer en stabil udvikling i medlemslandenes BNP.

I Eurozonen er hensigten at finanspolitisk disciplin skal sikre en konvergens i parametrene – det er imidlertid ikke klart i Delors rapporten eller senere Stabilitets- og Vækstpagt, hvorfor lige netop konvergens er en afgørende faktor, og hvordan markedskræfterne i Eurozonen, skal sikre at der på lang sigt opstår konvergens i relevante parametre. I denne kontekst er udfordringen særligt, med hvilket afsæt en sådan analyse skal foregå, da Eurozonen ikke klart tager afsæt i én tidligere beskrevet teori, og af denne årsag kan være besværlig at analysere på et niveau, der udelukkende betragtes i en teoretiske forståelse af begrebet optimalt. Samtidig vil det sandsynligvis ikke give et retmæssigt billede af samarbejdet, da det alt andet lige, må betragtes som misvisende at analysere et valutaområde med udgangspunkt i en række teoretiske forudsætninger og vilkår, Eurozonens grundlæggere bevidst valgte fra. Af denne årsag må en dybere analyse af under hvilke forhold denne konvergens i Eurozonens økonomiske parametre skal opnås – og således også en forklaring på hvorfor denne konvergens i perioder udebliver.

⁶Stockhammer (2015), side 17

⁷Den Europæiske Centralbank (22.01.2015)

⁸Europa-Kommissionen (26.11.2014)



1.1 Problemformulering

Ovenstående introduktion danner baggrund for den problemformulering, dette projekt vil beskæftige sig med:

Konvergens i medlemslandenes økonomiske parametre er, jf. Delors-rapporten, en forudsætning for ØMU'ens eksistens – alligevel er der 24 år efter vedtagelsen af Maastricht-traktaten forskel på disse. Hvad kan dette skyldes?

1.2 Projektets metode

En problemformulering som denne åbner op for adskillige tilgange, hvoraf tilgangen i dette projekt primært fokuserer på den empiriske del med afsæt i Delors rapporten, Stabilitets- og Vækstpagten samt elementer fra Finanspagten, kombineret med udviklingen i de 11 oprindelige medlemslandes relevante parametre.

Delors-rapporten må i en historisk kontekst betragtes som værende grundstenen i Den Økonomiske og Monetære Union, hvilket naturligvis leder frem til en interesse i hvilke teoretiske, og så vidt det er tilfældet, empiriske overvejelser, der ligger til grund for denne. Interessen opstår især som konsekvens af, at samarbejdet ikke umiddelbart har en endegyldig sammenhæng med teorien omkring Optimal Currency Area, der eksisterede som en anerkendt økonomisk teori da Delors-rapporten blev udarbejdet i 1989. Denne observation, sammenholdt med konstateringen om at ophavsmanden til lige netop OCA-teori, Robert Mundell, i 2012 anerkender, at Delors komiteen i sin tid gjorde ret i ikke ubetinget at følge lige netop denne teori, øger nødvendigheden af at undersøge hvilke vilkår og forudsætninger der var og er til stede i Eurozonen, i en teoretisk såvel som empirisk kontekst.

Resultatet af Delors-rapporten bliver efterfølgende politisk besluttet i Maastricht-traktaten, der fremstiller konvergenskriterierne med krav om konvergens i landenes monetære parametre, herunder niveauet for den lange rente⁹, inflation¹⁰ og valutakurs, kombineret med restriktioner vedrørende landenes budgetsaldo og bruttogæld, der bekræftes i Stabilitets- og Vækstpagten. Perioden dette projekt dækker over er 1990-2015, så vidt data tillader det, da denne periode indeholder årene op mod implementeringen af euroen, en periode hvor data primært konvergerer, efterfulgt af en periode hvor der opstår divergens samt indførelsen af Finanspagten. Projektet afgrænser sig i denne forbindelse fra kriteriet vedrørende valutakurs, da overgangen fra national

⁹I dette projekt bestemt ved et gennemsnit af de tre lande med lavest niveau

¹⁰I dette projekt bestemt ved et gennemsnit af de tre lande med lavest niveau

valuta til euro, ifølge flere økonomer, som eksempelvis Paul De Grauwe¹¹ og Henning Christophersen¹², foregik ubesværet.

Afklaringen af det omfattende fokus på lige netop konvergens, og de meget konkrete værdier for budgetsaldo og gæld, har imidlertid været særligt besværlig at finde dokumentation på i allerede eksisterende empiri, hvorfor en afklaring af denne karakter, har fundet sted gennem interviews med Niels Thygesen, medlem af Delors komiteen, samt Henning Christophersen, næstformand for Europa Kommissionen i 1985-1995. For at undersøge implementeringen i en mere politisk kontekst, har et interview med Niels Helveg, tidligere økonomi¹³- og udenrigsminister¹⁴, desuden fundet sted. Disse interviews har således dannet rammen om en økonomisk og politisk afklaring.

Det vil med udgangspunkt i relevante parametre, blive undersøgt i hvilket omfang medlemslandene i sin tid overholdte kriterierne, og hvorvidt værdierne efterfølgende er konvergeret eller divergeret. På trods af at Delors-rapporten primært fokuserer på monetære parametre, vil både BNP, ledighed og enhedslønsmkostninger blive medtaget i evalueringen, for at undersøge hvordan det omfattende fokus på monetære forhold, kommer til udtryk i de reale parametre¹⁵. Eksempelvis virker det ikke usandsynligt at nogle lande, i forsøget på at sænke inflationen til det i Maastricht-traktaten krævede niveau, vil opfylde netop denne betingelse på bekostning af en højere ledighed, hvilket således er en faktor der skal medtages i en samlet evaluering. De lande hvis udvikling betragtes som bemærkelsesværdig, eksempelvis ved en højere grad af divergens i en eller flere af Maastrichtkriterierne, er Belgien, Irland, Italien, Spanien og Portugal. Foruden disse lande vil også Tyskland blive evalueret i en individuel kontekst, da lige netop Tyskland gennem konvergenskriterierne, stillede omfattende krav til værdierne af disse, i forbindelse med etableringen af Den Økonomiske og Monetære Union. De resterende af medlemslandene vil ligeså blive analyseret i en individuel kontekst, der er tilgængelig i appendix.

I forlængelse af rationale bag Maastrichtkriterierne samt Stabilitets- og Vækstpagten, hvor særligt det lange renteniveau bliver tildelt en afgørende og korrigerende rolle, da denne afspejler hvorvidt et land formår at opretholde den finanspolitiske disciplin, undersøges det hvorvidt der empirisk er

¹¹De Grauwe (2012), side 140

¹²Christophersen (2016) 23:45

¹³1988-1990

¹⁴1993-2000

¹⁵Gough (2012)



indikationer på, at en mere keynesiansk inspireret og mindre disciplinær tilgang til både gældstiftelse og budgetsaldo, vil medføre en mere stabil udvikling i de udvalgte landes parametre i forbindelse med konjunktur- og efterspørgselsændringer. Denne del af analysen foretages med udgangspunkt i BNP gap, der beskriver forholdet mellem aktuel BNP og potentiel BNP, samt den strukturelle saldo, der er korrigeret for konjunkturændringer, og således giver et mere retvisende billede af, hvilken type finanspolitik et land fører. Udviklingen i disse vil blive undersøgt i perioden 2005-2015, for at analysere hvorledes landene hver især håndterer den vedholdende krise, der især er sktuel i Sydeuropa.

På denne måde tager dette projekt en kvalitativ tilgang, og herunder en kombination af OCA teori, klassiske dokumenter samt et indblik i udarbejdelsen af Maastricht-traktaten og Stabilitets- og Vækstpagten gennem interviews med relevante aktører, da besvarelsen af vores problemformulering kræver indblik i politiske såvel som økonomiske overvejelser, der ikke kan belyses gennem en økonometrisk analyse. Udarbejdelsen af denne kvalitative analyse foregår med en bevidsthed om, at fravalget af en økonometrisk tilgang øger risici for at antage sammenhænge der umiddelbart eksisterer empirisk, men i en økonometrisk analyse ikke betragtes som signifikante.

2.0 Vejen mod en økonomisk og monetær union

Udviklingen frem mod der hvor Den Økonomiske og Monetære Union befinder sig i dag, har været adskillige årtier, og båret præg af diverse politiske forhold. Samtidig er det en proces der i nedenstående beskrivelse må betragtes som værende politisk bestemt, frem for økonomisk, på trods af at samarbejdet ofte betragtes i en økonomisk optik. Netop denne vej mod en økonomisk og monetær union i Europa, vil dette afsnit beskæftige sig med – i en historisk såvel som en politisk kontekst.

I 1969 blev statsoverhovederne for samtlige af de daværende medlemsstater enige om, at der skulle udarbejdes en konkret plan for hvordan en økonomisk og monetær union skulle implementeres. Initiativet til denne rapport opstod på baggrund af de resultater EF som union på daværende tidspunkt havde skabt – herunder en komplet toldunion, en fælles landbrugspolitik og selve skabelsen af et system, der formåede at udnytte egne ressourcer. Samtidig med dette viste det daværende Bretton Woods system tegn på tilbagegang, hvilket lagde op til drøftelser om hvorvidt der skulle etableres en ny form for valutasamarbejde eller ej¹⁶. I 1970 blev Werner-rapporten udgivet, hvilket indeholdte en plan for virkeliggørelsen af en økonomisk og monetær union, og allerede i 1971 udtrykte samtlige medlemsstater, med afsæt i Werner-rapporten, et politisk ønske om at etablere en økonomisk og monetær union¹⁷.

Det betyder således at grundlaget for en økonomisk og monetær union som konkret, politisk ønske i EF blev dannet i årene omkring 1970, næsten 20 år før Delors-rapporten blev udgivet. Samtidig blev beslutningen truffet på et andet grundlag end hvad Delors-rapporten repræsenterer; nemlig Werner-rapporten.

Ifølge Werner-rapporten indebar en økonomisk og monetær union i Europa, at vigtige økonomiske beslutninger blev truffet på EF-niveau, og dermed også at hver nation afgiver suverænitet, i form af finanspolitiske beslutninger, der efter indførelsen varetages af et institutionelt arrangement i EU¹⁸. På denne måde er en fælles finanspolitik et centralt element i forbindelse med indførelsen af en økonomisk og monetær union, og Werner-rapporten erkender således unionen som en politisk beslutning.

Foruden en beslutning om fælles økonomisk politik, medfører en monetær union en fuldstændig og uigenkaldelig konvertibilitet nationernes valuta imellem. Med dette følger en eliminering af

¹⁶Delors (1989), side 7

¹⁷Delors (1989), side 7

¹⁸Werner (1970), side 26

marginer og fluktuation i valutakurser, en endegyldig fastlåsning af paritetsforhold og en fuldkommen liberalisering af kapitalmobilitet. Det bliver i denne sammenhæng understreget, at dette ikke nødvendigvis medfører indførelsen af en fælles mønt, selvom det af psykologiske og politiske årsager vil være at foretrække, for at sikre forståelsen af, at indførelsen er irreversibel. Det betyder at der i forbindelse med etableringen, ifølge Werner-rapporten, er behov for to nye institutioner som minimum – en institution der varetager de fælles økonomiske beslutning og et system der håndterer centralbankerne¹⁹, hvor disse må arbejde sammen om at nå fælles målsætninger. Foruden fokus på monetær- og økonomisk politik, er der i rapporten desuden fokus på politik med udgangspunkt i nationernes budgetmæssige koordinering og harmonisering – nationernes budgetmæssige procedurer skal synkroniseres, med afsæt i individuelle vurderinger²⁰. På trods af at Werner-rapporten aldrig blev realiseret, som følge af en forværring af diverse kriselignende tilstande op gennem 1970'erne, som eksempelvis to oliekriser, har Werner-rapporten stadig fungeret som inspirationskilde til Delors-rapporten, der beskrives senere i dette afsnit.

I kølvandet på ovenstående begivenheder fulgte endnu en række hændelser, der var afgørende for grundlæggelsen af et økonomisk og monetært samarbejde i EF. I 1972 blev valutaslangen etableret. Valutaslangen var et økonomisk valutasamarbejde mellem seks af EFs medlemslande, hvor hver økonomis valutakurs måtte svinge med 2.25 % i forhold til hinanden. Dette er et af de første eksempler på et europæisk valutasamarbejde i nyere tid, hvilket betyder at valutaslangen må betragtes som vigtig erfaring i denne sammenhæng. Foruden dannelse af dette valutasamarbejde, blev også European Monetary Cooperation Fund(EMCF) dannet i samme år, der som institution havde som formål at stabilisere medlemslandenes valutakurs, og varetog dermed en af de roller der på nuværende tidspunkt er tillagt Den Europæiske Centralbank. Efterfølgende besluttede Det Europæiske Råd i 1974 at de ønskede en høj grad af konvergens i samarbejdet, og etablerede i den forbindelse Direktoratet for stabilitet, vækst og fuld beskæftigelse. Det betyder dermed at forestillingen om konvergens i EU blev introduceret halvandet årti før end Delors rapport blev udgivet – faktisk blev tanken om monetær integration præsenteret allerede i 1957, hvor grundlaget for nutidens EU blev etableret²¹.

I 1979 blev processen for monetær integration relanceret gennem etableringen af Det Europæiske Monetære System(EMS) med European Currency Unit(ECU) som valutaenhed. Her blev ECU'en

¹⁹Werner (1970), side 26

²⁰Werner (1970), side 19

²¹Europa-Kommissionen (22.08.2014)

primært benyttet på papiret i forbindelse med transaktioner landene imellem og i EU-institutionerne, hvor hvert medlemslands valuta blev opgjort per ECU og justeret jævnlige. Det betyder således, at ECU som valutaenhed på intet tidspunkt blev benyttet som fysisk betalingsmiddel. Den succes EMS'en oplevede på daværende tidspunkt, i form af en øget monetær stabilitet, medførte yderligere fremskridt i retningen mod et monetært integreret EU, med oprettelsen af det indre marked og den fælles europæiske akt i 1985, hvoraf sidstnævnte består af en ændring af Rom-traktaterne, hvis formål er at afvikle virkeliggørelsen af det indre marked²². Dette må betragtes som værende en klar udmelding om etableringen af et egentligt marked, hvilket samtidig bekræfter at markedstankegangen var det primære. Dette stiller i sin natur krav til blandt andet mobilitet, herunder eksempelvis kapitalmobilitet, der kræver en konvergens i landenes renteniveau, og mobilitet i arbejdskraft, der i teorien vil vandre mod områder med de bedste vilkår og dermed sikre et ensrettet lønniveau. Disse forhold betyder at det indre marked vil fungere optimalt, under forudsætning af at implementeringen nivellerer uensartetheder, hvilket således også må betragtes som intentionen bag indførelsen af det indre marked.

Med indførelsen af Fællesakten må det antages samarbejdet bekræfter integrationsprocessen fortsætter, hvilket ledte til nedsættelsen af Delors-komiteen, der udarbejdede den såkaldte Delors-rapport under titlen "Report on economic and monetary union in the European Community". Delors-komiteen bestod af repræsentanter fra hvert medlemslands centralbank samt et fåtal af eksperter, som eksempelvis den danske økonom Niels Thygesen, under direktion af daværende formand for Europa Kommissionen: Jaque Delors²³. Selve sammensætningen af denne komité understreger, at det monetære aspekt i et økonomisk og monetært samarbejde må være det væsentligste, som følge af at de nationale repræsentanter er tilknyttet hver deres nationalbank.

I 1988 bekræftede Det Europæiske Råd formålet med den økonomiske og monetære union. I kølvandet på denne udmelding, udarbejdede et særligt udvalg i overensstemmelse med sit mandat, den rapport der dannede grundlaget for Den Økonomiske og Monetære Union²⁴.

2.1 Delors-rapporten

Forud for præsentationen af hvilke elementer en økonomisk og monetær union, inklusiv implementering, indeholdte, præsenterede komiteen i sin rapport, forhold de i denne forbindelse

²²Den Europæiske Union (17.02.1986)

²³Hoffmeyer (1989), Side 161

²⁴Delors (1989), side 12

var særligt opmærksomme på. Herunder beskriver rapporten at implementeringen af en økonomisk og monetær union kræver adskillige tiltag forud for virkeliggørelsen af det indre marked, særligt i forhold til den fælles politik, der skal udvikles på en sådan måde, at den skaber en mere balanceret, økonomisk struktur i medlemslandene. Denne type fællespolitik havde som formål at forebygge eksistensen af regionale og sektorbestemte ubalancer, der kunne, og fortsat kan, true levedygtigheden af en økonomisk og monetær union²⁵.

Dette formål betragtes i Delors-rapporten som særligt vigtig, med udgangspunkt i at adoptionen af permanent faste valutakurser eliminerer en vigtig indikator på politiske uoverensstemmelser medlemslandene imellem, samtidig med at valutakursen ikke længere kan benyttes som makroøkonomisk instrument. Hvis der i samarbejdet opstår en form for økonomisk ubalance hos et af medlemslandene, skal dette i stedet udlignes gennem politik der påvirker strukturen i økonomi- og produktionsomkostninger, således at regionale forskelle i output og beskæftigelse kan undviges. Det må i forbindelse med rapporten antages at konvergens i de afgørende parametre, skal indtræffe i de 12 år der ligger forud for indførelsen af fælles valuta i fase tre.

I disse forbindelser anerkender Delors-komiteen således, at det er en udfordring for medlemslandene, at de ikke kan benytte en aktiv og selvstændig pengepolitik ved økonomiske uligheder. Samtidig fastlår komiteen, at denne udfordring faktisk ikke er en der skal håndteres udelukkende på regionalt niveau, men at problematikken i stedet skal løses gennem denne fælles politik, der ændrer struktur- og produktionsomkostninger i landet.

En økonomisk og monetær union forudsætter ifølge Delors-rapporten indførelsen af et indre marked – det vil sige fuldkommen fri bevægelighed for borgere, varer, services og kapital, hvorefter disse forhold kombineres med en uigenkaldelig fast valutaurs medlemslandene imellem, forbundet gennem en fælles valutaenhed. Dette indebærer, ifølge rapporten, krav om en fælles monetær politik og kræver foruden dette, en høj kompatibilitet mellem landenes andre politiske områder – og herunder særligt inden for det finanspolitiske område²⁶. Det skal her bemærkes at der ikke i lige så høj grad er tale om en fælles, integreret finanspolitik i Delors-rapporten, som tilfældet var i Werner-rapporten. Samtidig bygger Delors-rapporten til dels på en ”bottom-up” udgave af det i Werner-rapporten beskrevne valutaområde, da det i dette tilfælde er det indre marked der er en forudsætning

²⁵Delors (1989), side 12

²⁶Delors (1989), side 13

for at skabe en fælles valuta, hvor det i Werner-rapporten nærmere er den fælles valuta og fælles finanspolitik, der danner rammerne for det indre marked.

Delors tilkendegiver efterfølgende i sin rapport at fællesskabet, med en bevidsthed om at hver nation består af forskellige økonomiske, sociale, kulturelle og politiske karakteristika, ønsker at bibeholde denne diversitet. Tilstedeværelsen og bevarelsen af denne diversitet og pluralitet medlemslandene imellem, kræver at den politik der føres i medlemslandene til en hvis grad kan betragtes som uafhængig. Det betyder samtidig at Den Økonomiske og Monetære Union, ifølge rapporten, ikke kan tage udgangspunkt i allerede eksisterende føderale stater, og Delors udtrykker derfor behovet for, og nødvendigheden af, at udvikle en innovativ og unik tilgang til Den Økonomiske og Monetære Union som et valutasamarbejde²⁷. Hvorvidt afsættet i stedet burde tages i en form for økonomisk teori fremstår ikke klart i denne sammenhæng – derfor må udgangspunktet være, at en innovativ og unik løsning betyder en løsning, der ikke allerede eksisterer hverken teoretisk eller empirisk. På daværende tidspunkt var anerkendt økonomisk teori tilgængelig inden for optimale valutaområder – hvorvidt der kan trækkes paralleller mellem denne teori, der mere specifikt betegnes Optimal Currency Area, og rapporten, beskrives imidlertid senere i projektet. Samtidig medfører disse forhold spekulationer i retningen af den økonomiske politik i unionen som værende en opgave, der umiddelbart virker paradoksal – på den ene side skal finanspolitikken nationerne i mellem være kompatibel, og på den anden side skal hver nation beholde sine karakteristika.

Et andet punkt i Delors-rapporten som dette projekt vil beskæftige sig med, er begrebet ”konvergens i økonomisk performance” der i rapporten benyttes flittigt, under ønsket og målet om at der opstår konvergens medlemslandene imellem. Hvad dette begreb helt konkret dækker over, konkluderes ikke åbenlyst heri, men begrebet konvergens benyttes særligt i forbindelse med konvergens i økonomisk performance, vedrørende den økonomiske politik, og konvergens i renteniveauet i forbindelse med den monetære integration²⁸. Samtidig specificeres det i rapporten ikke hvad parametrene skal konvergere mod, hvorfor dette projekt betragter det som en catching-up proces, hvor de værre stillede økonomier indhenter de bedre stillede økonomier. I dette projekts analyse antages det at den konvergens rapporten omtaler, for de 11 økonomier der indledningsvist var en del af Eurozonen, burde være indtruffet. Dette sker på baggrund af rapportens antagelse om at hastigheden hvormed konvergens i nationernes renteniveau vil indtræffe, afhænger af tempoet

²⁷Delors (1989), side 13

²⁸Delors (1989), side 15



hvormed samfundets økonomiske agenter indser at indførelsen af euroen er irreversibel – og efterfølgende kan handle med denne viden in mente.

Indførelsen af en permanent, fast valutakurs, betyder at hver enkelt nation mister deres individuelle mulighed for at benytte valutakurs som et makroøkonomisk instrument, til at korrigere mulige ubalancer i økonomien. Med fraværet af valutakurs som automatisk stabilisator, er det ifølge Delors-rapporten arbejdsmarkedet der skal overtage denne rolle i samarbejdet²⁹. Dette skal ske gennem en fælles politik der sikrer en effektiv ressourceallokering i de økonomiske og geografiske områder, hvor markeds kræfterne skal komplimenteres eller har behov for forstærkning, således at velfærden spredes til hele fællesskabet. Denne allokering og fælles politik skal medføre at diversiteten i de regionale og strukturelle forhold formindskes, og sikre en balanceret udvikling medlemslandene imellem.

Ifølge Delors-rapporten kan denne omfordeling opstå som følge af at regioner med et lavere lønniveau, har mulighed for at tiltrække moderne og hurtigt-vækstende services- eller produktionsvirksomheder, for hvem den geografiske placering er mere eller mindre underordnet, og ikke bestemt af transportomkostninger, færdigheder eller markedstæthed. Delors erkender i denne sammenhæng, at den historiske erfaring indikerer en risiko for at lige netop transportomkostninger og stordriftsfordele presser den økonomiske aktivitet til mere udviklede og centralt placerede regioner, under fraværet af en fælles politik der skaber yderligere incitament, hvorfor det kræver en særlig indsats fra Den Økonomiske og Monetære Union, for at sikre dette ikke bliver udfaldet. Af denne årsag virker forslaget om lønstruktur som automatisk stabilisator paradoksalt, da komiteen beskriver ét forhold, for efterfølgende at indikere at historisk erfaring taler i mod, at dette udfald vil blive en realitet. Rapporten understreger i denne forbindelse, at denne fælles, regionale politik ikke skal stilne mod at udligne uligheden i levestandard gennem indkomstoverførsler og lignende, men i stedet gennem tiltag som eksempelvis investeringsprogrammer, der udligner forskelle i produktionsforudsætninger regionerne imellem³⁰. Det betyder dermed at denne del af Delors-rapporten understreger, at Den Økonomiske og Monetære Union på ingen måde skal betragtes som værende en omfordelings- eller socialunion, men nærmere et valutasamarbejde der er opstået for at fremme det indre marked.

I forbindelse med udligning af regionale forskelle, tildeles lønfleksibilitet og arbejdskraftmobilitet en afgørende rolle – disse forhold er nødvendige, før end de regionale forskelle i konkurrenceevne

²⁹Delors (1989), side 19

³⁰Delors (1989), side 19

kan elimineres. Hvis ikke disse er til stede, vil der opstå et stort fald i både output og beskæftigelse i områder med lav produktivitet, som følge af fraværet af valutakursen som økonomisk instrument. Dette punkt leder således frem til konstateringen om, at arbejdsmarkedsforhold og fleksibiliteten i denne sammenhæng, tildeles en omfattende rolle i etableringen af Den Økonomiske og Monetære Union – dette fører naturligvis frem til spekulation omkring, hvorvidt arbejdsmarkedet formår at fungere som dette stabiliserende makroøkonomiske værktøj, og dermed fremmer fremkomsten af konvergens efter hensigten. Med konstateringen om at denne arbejdsmarkedsfleksibilitet, i en nutidig kontekst, ifølge adskillige økonomer ikke er tilstrækkelig³¹, afgrænser dette projekt sig fra yderligere beskæftigelse med dette område.

2.2 Maastricht-traktaten

Efter offentliggørelsen af Delors-rapporten er næste interessante begivenhed udarbejdelsen og vedtagelsen af Maastricht-traktaten i Den Europæiske Union, hvis formål blandt andet var at indføre Den Økonomiske og Monetære Union på baggrund af Delors-rapporten. Som beskrevet i denne rapport, suppleres det indre marked med indførelsen af Den Økonomiske og Monetære Union og herunder en fælles økonomisk og monetær politik. Den økonomiske politik indeholder ifølge Europa Kommissionen tre elementer; at medlemsnationerne sikrer en koordinering og multilateral overvågning af landets førte økonomiske politik, at medlemsnationerne er underlagt regler om finansiell disciplin, lige så vel som tilfældet er det i forhold til budgetdisciplin³². Med indførelsen af en fælles monetær politik, er formålet at implementere en fælles valuta medlemslandene imellem, hvor stabilitet sikres gennem prisstabilitet og hensyntagen til markedskonominen, gennem tre faser. Foruden dette lægger traktaten vægt på, at den monetære politik er baseret på Det Europæiske Centralbanksystem(ESCB), der består af ECB og de nationale centralbanker, hvoraf begge er uafhængige af nationale politiske myndigheder. Disse elementer kommer desuden til udtryk i Maastrichtkriterierne, som er de krav hver nation skal opfylde for at blive optaget i samarbejdet³³:

- At landets inflation i året forud for tredje fases begyndelse, ikke er højere end 1.5 procentpoint, sammenlignet med de tre lande der har den laveste inflation³⁴ (0.82 %³⁵).

³¹Stockhammer (2015), side 16

³²Den Europæiske Union (1992)

³³Kommissionen For De Europæiske Fællesskaber (1992), side 41

³⁴De Grauwe (2012), side 134

³⁵Appendix, side 188



- At renten på de lange statsobligationer i det foregående år, ikke er mere end 2 % højere end i de tre lande med den laveste rente³⁶ (4.6 %³⁷).
- At landets valuta i mindst to år forud for tredje fases begyndelse, har befundet sig inden for det normale valutabånd med udgangspunkt i EMS³⁸.
- At det offentlige budgetunderskud ikke bør overstige 3 % af BNP, og at den samlede offentlige gæld ikke overstiger 60 % af BNP³⁹.

I forbindelse med en fuld implementering af Den Økonomiske og Monetær Union, består første fase af en liberalisering af kapitalbevægelser, der ifølge traktaten begyndte per 1. juli 1990. Anden fase er muligheden for konvergens i medlemslandenes økonomiske politik med start 1. januar 1994 og tredje fase, bestående af indførelsen af en fælles valuta mellem landene, samt oprettelsen af Den Europæiske Centralbank, blev implementeret 1. januar 1999.

Hvad det økonomiske rationale var, og er, bag ovenstående Maastrichtkriterier, fremgår ikke tydeligt af Delors-rapporten eller traktaten selv – men der er ingen tvivl om, at nøglebegreberne i denne sammenhæng er konvergens og prisstabilitet. I forhold til inflationskravet må formålet i denne forbindelse være stabilitet i forbindelse med indførelsen af en fælles valuta, sikret gennem et stabilt prisniveau, og efterfølgende frygt for inflations-bias, hvoraf konvergens i national valutakurs i årene op mod indførelsen af euro, renteniveauet samt gælds-og budgetrestriktioner ligeså må antages at være at forhold der forventes at sikre denne monetære stabilitet og konvergens i parametrene. På denne måde fokuserer disse kriterier primært på monetær konvergens, i modsætning til økonomiske teori (OCA), der i højere grad sigter mod konvergens i reale parametre, hvorfor det i denne forbindelse er både interessant og relevant at undersøge, hvad rationalet bag det omfattende fokus på konvergens, og generel afstandtagen fra national gældssætning, tager afsæt i. Samtidig skal det i forbindelse med konvergenskriterierne bemærkes, at disse oprindeligt udelukkende var restriktioner, der var aktuelle i forbindelse med optagelse i Den Økonomiske og Monetære Union.

Efter beslutningen vedrørende Eurozonens konvergenskriterier blev truffet, var de relevante aktører opmærksomme på, at der var behov for en efterfølgende håndhævelse af disse regler. Denne

³⁶De Grauwe (2012), side 134

³⁷Appendix, side 188

³⁸De Grauwe (2012), side 134

³⁹De Grauwe (2012), side 134

håndhævelse kom til udtryk gennem Stabilitets- og Vækstpagten der blev vedtaget i Amsterdam i 1997⁴⁰, og således havde som formål at sikre en finans- og budgetmæssig disciplin blandt medlemslandene efter deres optagelse i Den Økonomiske og Monetære Union. Pagten består både af en forebyggende og en korrigerende del, hvoraf den forebyggende del skal sikre at medlemslandene kun gældssætter sig i henhold til gælds- og budgetrestriktionerne i Maastricht-traktaten, hvor den korrigerende del skal korrigere de lande, der allerede har optaget for høj en gæld i forhold til reglementet. Efterfølgende er der tilføjet yderligere til pagten, gennem tiltag som eksempelvis ”six-pack” og ”two-pack”.

Hvorvidt Stabilitets- og Vækstpagten har haft den ønskede effekt er imidlertid usikkert, da den nuværende kontekst dokumenterer at dele af Eurozonen lider under hvad der af flere økonomer, betragtes som en svær gældskrise⁴¹. Disse forhold leder frem mod en spekulation i hvorvidt politikker karakteriseret ved austerity-forhold, der pålægger staten at reducere sit budgetunderskud⁴², og omfattende fokus på finansiell disciplin, herunder Finanspagten, er den rette sti for Eurozonen som valutaområde, under forudsætning af at økonomisk konvergens er målet.

På baggrund af ovenstående kan det konkluderes at Den Økonomiske og Monetære Union, i form af Eurozonen, nærmere må betragtes som et politisk samarbejde frem for et økonomisk samarbejde. Foruden dette har Werner-rapporten ét udgangspunkt, som i højere grad må betragtes som et økonomisk projekt, hvor en fælles finanspolitik tildeles større opmærksomhed, end i Delors-rapporten, hvor det indre marked, efterfulgt af en fælles valuta, er omdrejningspunkt. Samtidig kan det opsummeres at dette projekt i forestående analyse primært vil beskæftige sig med fire områder:

- Den Økonomiske og Monetære Union i forhold til økonomisk teori med udgangspunkt i Optimal Currency Area (OCA) teori, og herunder en analyse af, hvorvidt en manglende sammenhæng mellem disse kan være årsag til divergens.
- Formålet bag Maastrichtkriterierne er at skabe både stabilitet og konvergens – men det er uklart hvad baggrunden i økonomisk teori, og rationalet generelt, er i forbindelse med udarbejdelsen af de kriterier, der er relevant i både Maastricht-traktaten og Stabilitets- og Vækstpagten. Det vil i denne forbindelse blive undersøgt hvilke mekanismer og forhold, der danner grundlag for disse kriterier.

⁴⁰Christophersen (2016) 11:40 og EU-oplysningen

⁴¹Mitchell (2015), side 15

⁴²Buttonwood (2015)

- Begrebet om konvergens i økonomisk performance samt hvorvidt denne konvergens, jf. konvergenskriterierne, er indtruffet i årene forud for implementeringen af fase tre. Samtidig vil dette projekt undersøge hvordan udviklingen i konvergens, og de økonomiske parametre i øvrigt, har udviklet sig efter indførelsen af euro, og hvilke markeds kræfter der med udgangspunkt i Eurozonen, forventes at skabe denne konvergens og stabilitet, og således korrigere de lande, der ikke udviser tilstrækkelig finanspolitisk disciplin.
- Forud for analysen kan det konstateres, at der i perioder opstår divergens medlemslandene imellem. Med udgangspunkt i en empirisk analyse vil det blive undersøgt hvad fraværet af konvergens har som årsag. I forbindelse hermed vil det blive undersøgt hvorvidt en finanspolitisk tilgang der i mindre grad er præget af disciplin i forhold til gæld og budget, i højere grad vil skabe stabilitet og konvergens mellem medlemslandene. Denne del af analysen vil ikke kun beskæftige sig med de parametre der er aktuelle i Maastricht-traktaten, men suppleres af udviklingen i BNP, ledighed og enhedslønsmkostninger, samt landenes udvikling i BNP gap og den strukturelle saldo, for således at undersøge effekten af ændringer i finanspolitik på udviklingen i reale parametre.

Disse fire punkter er således de områder dette projekt primært vil beskæftige sig med, i udarbejdelsen af en evaluering af Eurozonen som konstruktion, med særligt fokus på fænomenet konvergens. Denne analyse vil finde sted med udgangspunkt i de 11 lande, der som udgangspunkt indførte euro per 1. januar 1999; Belgien, Tyskland, Irland, Spanien, Frankrig, Italien, Luxembourg, Holland, Østrig, Portugal og Finland. Dette projekt afgrænser sig således fra følgende af unionens nuværende medlemslande: Danmark, Storbritannien, Grækenland, Slovenien, Malta, Cypern, Slovakiet, Estland, Letland og Litauen.

3.0 Er Eurozonen baseret på generel økonomisk teori?

Når det politisk besluttes at danne et valutaområde, må udgangspunktet være at de fordele der opstår i forbindelse med et monetært samarbejde, opvejer den suverænitet de enkelte stater afgiver – en teori der beskæftiger sig med dette område er OCA teori⁴³. I afklaringen af eventuelle sammenfald mellem OCA teori og Delors-rapporten, vil de tre grundlæggende teoretikere; Robert Mundell, Ronald I. McKinnon og Peter B. Kenen blive beskrevet i det følgende. Det vil med udgangspunkt heri bliver undersøgt, hvorvidt fraværet af konvergens kan være forårsaget af manglende hensyntagen til de kriterier, der i OCA teori er nødvendige i etableringen af et optimalt valutaområde.

3.1 Robert Mundell

Selve teorien om optimale valutaområder blev dannet i starten af 1960'erne af Robert Mundell i artiklen "A Theory of Optimum Currency Areas", hvori han beskriver hvilke forhold der skal gøre sig gældende, før end et valutaområde kan betragtes som optimalt.

Mundell undersøger indledningsvist hvorvidt områdets valg af valutaregime, har betydning for områdets optimalitet. For at vurdere dette opstiller Mundell en simpel model med to lande, eller to regioner, alt efter om der er valgt et valutaregime med fast valutakurs eller fælles valuta. Ud fra denne model konkluderer han, at ingen af disse to regimer kan forhindre både inflation og arbejdsløshed, der er to afgørende parametre med udgangspunkt i Mundell, hvilket betyder at optimaliteten ikke afhænger af det valgte valutakursregime. I stedet konkluderer Mundell at optimalitet i stedet må afhænge af valutaområdets sammensætning, og herunder særligt faktormobilitet, hvilket er ensbetydende med, at et optimalt valutaområde på ingen måde kan omfatte hele verden.

Hvis ovenstående skal relateres til Delors-rapporten, har denne en klar antydning om, at de problemer der eksisterer eller må forekomme i valutaområdet, vil blive løst med indførelsen af en fælles valuta, blandt andet som følge af, at en fælles valuta er en forudsætning for konvergens i renteniveauet⁴⁴. Det betyder at rapporten, modsat Mundell, indikerer at det i allerhøjeste grad er relevant for lige netop Eurozonen som valutasamarbejde at indføre en fælles valuta.

⁴³Krugman (1992) side 188

⁴⁴Delors (1989), side 15

I forbindelse med et valutaområdes optimalitet skriver Mundell at begge former for valutaområde, hvad end dette er fastkurs eller fælles valuta, skal indeholde en høj grad af faktormobilitet medlemslandene imellem. Det betyder at arbejdskraft- og kapitalmobilitet skal flyde frit inden for området, hvilket med udgangspunkt i Eurozonen, er en forudsætning for det indre marked. Årsagen til at faktormobilitet er afgørende for optimaliteten, er i tilfælde af at et land eller en region i valutaområdet oplever et asymmetrisk chok. I denne situation vil arbejdskraft og kapital bevæge sig henholdsvis væk fra, og til, området. Arbejdskraften vil i teorien søge mod de dele af valutaområdet, hvor efterspørgslen ikke har oplevet et negativt chok, samtidig med at kapital vil søge mod området, som følge af lavere produktionsomkostninger, jf. eksempelvis et fald i lønniveauet. Dermed vil området bevæge sig tilbage mod fuld beskæftigelse, som følge af den mindskelse af arbejdsstyrken der vil opstå, når arbejdskraften søger mod de overskudsregioner der mangler arbejdskraft. Denne forudsætning bygger på at valutaområdet er karakteriseret ved perfekt mobilitet, hvor arbejdskraften ingen præferencer har, og således bevæger sig efter ændringer i lønniveauet. En sådan antagelse stiller store krav til lønflexibiliteten og arbejdskraftmobiliteten i valutaområdet.

Faktormobilitet er ligeså omtalt i Delors-rapporten som værende en afgørende faktor, der kan modvirke de eventuelle ubalancer der vil forekomme i Eurozonen⁴⁵. Det betyder at der med faktormobilitet som specifikt eksempel, er sammenfald mellem økonomisk teori og Delors-rapporten.

I både Delors-rapporten⁴⁶, samt rapporten ”One market, one money”⁴⁷ udgivet af Europa Kommissionen i 1990, erkender begge at arbejdskraftmobiliteten er lav i det kommende valutasamarbejde, hvilket desuden, ifølge ”One market, one money”-rapporten, anses som værende Eurozonens største udfordring på daværende tidspunkt.

Såfremt et valutaområde er karakteriseret ved en høj grad af faktormobilitet internt mellem landene, men ikke mellem regionerne, er det ifølge Mundell sandsynligvis ikke et optimalt valutaområde, og landene i området kan muligvis have større gavn af en selvstændig valuta – det betyder at Mundell, med udgangspunkt i faktormobilitet, sandsynligvis ikke vil betragte Eurozonen som et optimalt valutaområde⁴⁸.

⁴⁵Delors (1989), side 17

⁴⁶Delors (1989), side 18

⁴⁷Europa-Kommissionen (1990), side 28

⁴⁸Mundell (1961), side 661

På nuværende tidspunkt har arbejdskraftsmobiliteten i Eurozonen aldrig været mindre, som følge af landenes individuelle nationalfølelse og sprogbarrierer⁴⁹, hvilket desuden afspejles i den politiske fremgang, adskillige medlemslandes nationalpartier har oplevet i den seneste tid⁵⁰.

3.2 Ronald I. McKinnon

Ovenstående afsnit præsenterer således den første offentlige formulering af OCA teori. Senere har andre økonomer suppleret denne formulering, som eksempelvis Ronald I. McKinnon gjorde i 1963, i form af artiklen "Optimum currency areas". McKinnon giver i artiklen udtryk for, at han vil supplere OCA teorien, med betydningen af økonomiernes åbenhed. Denne åbenhed definerer McKinnon som ratioen mellem handelsbare og ikke-handelsbare goder, med henblik på at skabe balance både internt og eksternt ved et stabilt prisniveau⁵¹.

Åbenhed mellem økonomier i et valutasamarbejde, er ikke et fænomen der bliver yderligere uddybet i Delors-rapporten, omend det ifølge McKinnon er et afgørende element.

McKinnon definerer desuden et optimalt valutaområde som et sted hvor monetær- og fiskal politik, samt den fleksible eksterne valutakurs, er instrumenter der kan benyttes til at løse tre målsætninger:

- Opretholdelse af fuld beskæftigelse
- Opretholdelse af betalingsbalancen
- Opretholdelse af et stabilt internt, gennemsnitligt prisniveau⁵²

Med udgangspunkt i disse tre målsætninger, er der til dels sammenfald mellem McKinnon og Delors-rapporten, da Delors-rapporten i sit ønske om konvergens i økonomiske performance, udtrykker et ønske om stabilitet i de økonomiske parametre, hvilket i Maastricht-traktaten blandt andet defineres som inflation, hvilket er et centralt element ifølge McKinnon. Med udgangspunkt i McKinnons punkt vedrørende opretholdelse af fuld beskæftigelse må det antages, at konvergens i økonomisk performance i Delors-rapporten, dækker over en ledighed der nærmer sig det naturlige niveau, omend ledighed tildeles en større opmærksomhed i McKinnons definition af et optimalt valutaområde, hvor den naturlige ledighed opstår som resultat af penge- og finanspolitik. Teoretisk og empirisk er der indikationer på, at en del af landene sænker deres inflation til det i samarbejdede ønskede niveau på 2 %, på bekostning af en stigning i ledighed, omend samtlige lande har en ledighed der fluktuerer omkring NAIRU i størstedelen af perioden, NAIRU værende det

⁴⁹Mitchell (2015), side 176

⁵⁰Røndbjerg-Christensen (2014)

⁵¹McKinnon (1963), side 717

⁵²McKinnon (1963), side 717



ledighedsniveau, der sikrer en stabil udvikling i inflation, og således ikke det niveau for fuld beskæftigelse, der sikrer et output niveau der nærmer sig det potentielle niveau. Det kan altså i denne forbindelse konkluderes, at der er væsentlige forskelle i hvorledes McKinnon og samarbejdet definerer det optimale ledighedsniveau i en valutaunion.

Efterfølgende opstiller McKinnon en model, hvis formål er at undersøge hvorvidt en ekstern fleksibel valutakurs eller en intern penge- og finanspolitik, bedst formår at opretholde den eksterne balance. McKinnon fremlægger to "cases", hvor det undersøges hvilken betydning eksportfluktuationer, skabt af skift i efterspørgslen, har i forhold til landets prisstabilitet. Han konkluderer at en økonomi, i transitionen fra en lukket økonomi til en åben økonomi, vil opleve at en fleksibel valutakurs bliver mindre effektiv som instrument til at kontrollere den eksterne balance⁵³, samtidig med at en fleksibel valutakurs vil være ødelæggende for den interne prisstabilitet. Det betyder derfor, at det for åbne økonomier er penge- og finanspolitik der er det instrument, som bedst formår at opretholde den eksterne balance, hvorfor en fastlåsning af valutaen, eller en fælles valuta, i denne kontekst vil være hensigtsmæssig for åbne økonomier⁵⁴.

Økonomiernes åbenhed har, med afsæt i McKinnons videreudvikling af OCA teori, betydning for hvorvidt et land skal deltage i et valutaområde eller ej. Derfor består et optimalt valutaområde udelukkende af åbne økonomier, som handler indbyrdes med hinanden, hvorfor området tilnærmelsesvist kan betragtes som lukket over for omverden.

I forhold til Eurozonen og Delors-rapporten bliver der ikke lagt direkte vægt på samhandel og åbenhed som faktorer der skal skabe den fornødne konvergens. Dog må oprettelsen af det indre marked betragtes som et forsøg på at øge samhandlen i Eurozonen.

Udviklingen i samhandel fremgår at Tabel 1, der illustrerer eksporten fra Eurozonen til Eurozonen og eksporten fra Eurozonen til resten af verdenen.

⁵³Under forudsætning af at økonomien befinder sig tæt på fuld beskæftigelse

⁵⁴ McKinnon (1963), side 719

	1989	1991	1993	1995	1997	1999		
Eurozonens totale eksport	766,512	931,590	966,431	1211,816	1438,715	1619,175		
Eksport indenfor Eurozonen	598,317	646,237	630,085	780,957	897,781	1130,192		
Eksport i % af samlet handlet	78.06%	69.37%	65.2%	64.45%	62.40%	69.80%		
Eksport udenfor Eurozonen	168,195	285,353	336,346	430,859	540,934	488,983		
Eksport i % af samlet handel	21.94%	30.63%	34.8%	35.55%	37.60%	30.20%		

	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014
Eurozonens totale eksport	2036,226	2153,188	2330,897	2751,99	3047,801	2921,579	3347,661	3409,236
Eksport indenfor Eurozonen	1403,931	1475,365	1610,198	1880,368	2062,602	1903,594	2086,782	2142,584
Eksport i % af samlet handlet	68,95%	68,52%	69,08%	68,33%	67,68%	65,16%	62,34%	62,85%
Eksport udenfor Eurozonen	632,2951	677,8239	720,6988	871,6218	985,1994	1017,986	1260,879	1266,652
Eksport i % af samlet handel	31,05%	31,48%	30,92%	31,67%	32,32%	34,84%	37,66%	37,15%

Tabel 1: Eurozonens interne eksport og eksport til ikke-eurozonelande fra 1989-2014. Opgjort i mia. euro.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO^{55 56}.

Tabel 1 demonstrerer samhandlen mellem Eurozonens første 11 deltagerlande, både internt i Eurozonen og mellem Eurozonen og omverdenen. Tabellen viser udviklingen fra 1989-1999, hvor første og anden fase træder i kraft, samt 2000-2014, hvor tredje og sidste fase implementeres, hvilket betyder at samtlige forudsætninger for en øget samhandel og konvergens, jf. Delors-rapporten, burde være til stede. Da udviklingen i tabellen er forholdsvis stabil i sin trend, og dermed uden væsentlige, årlige udsving, er værdierne for eksport, for overblikkets skyld, noteret for hvert andet år.

Første del af tabellen dokumenterer at udviklingen i eksport internt i Eurozonen er faldende fra 78.06% i 1989 til 62.40% i 1997, hvilket betyder at andelen af den samlede handel der foregik internt i området, var højere ved udarbejdelsen af Delors-rapporten, da denne siden har en faldende tendens. Fra 1997-1999, hvor fase tre implementeres i 1999, stiger eksporten med omtrent 7 procentpoint fra 62.40 % i 1997 til 69.8 % i 1999, hvilket kan være forårsaget af implementeringen af en fælles valuta, omend samhandlen fra 1989-1999 er faldet med næsten ti procentpoint. I tabellen fremgår det ligeså at den interne samhandel i år 2000 svarer til 68,95 % af den samlede eksport. Denne andel stiger frem mod 2004 hvor eksporten internt i Eurozonen når 69,08 % hvorefter den interne samhandel falder, og i 2014 svarer til 62,85 % af den samlede handel.

⁵⁵ AMECO, "Exports of goods (FOB) intra-EU (DXGI)"

⁵⁶ AMECO, "Exports of goods (FOB) Extra-EU (DXGE)"

Denne nedadgående trend kan tyde på at samhandlen i Eurozonen ikke er tilstrækkelig med udgangspunkt i OCA, og kan således indikere, at de forudsætninger det indre marked har i Eurozonen, ikke er tilstrækkelige i forhold til at opnå en øget handel. Denne stigning i handel med lande uden for Eurozonen, og fald i handel indbyrdes i Eurozonen, indikerer således også, at Eurozonen, med udgangspunkt i McKinnons bidrag, ikke kan betragtes som et optimalt valutaområde, med en samhandel der fra 1989-2014 er faldet med cirka 16 procentpoint.

3.3 Peter B. Kenen

Den sidste af de tre teoretikere der bliver beskrevet i dette afsnit er Peter B. Kenen. Kenen skrev i 1969 artiklen ”The theory of optimum currency areas - an eclectic view” hvori han videreudviklede den allerede eksisterende OCA teori.

Kenen var af den overbevisning, at den del af teorien der eksisterede på daværende tidspunkt, led under fraværet af et finanspolitisk aspekt. Kenen argumenterer i sin artikel for at et valutaområde, før end dette kan betragtes som værende optimalt, kræver tilstedeværelsen af et optimalt mix af penge- og finanspolitik. I implementeringen af dette mix af penge- og finanspolitik, er det nødvendigt at danne en institution, hvis formål er at varetage de finanspolitiske opgaver, såsom at modvirke de økonomiske konsekvenser i tilfælde af et asymmetrisk chok. Denne fiskale union skal således samarbejde eller modarbejde de enkelte centralbanker, afhængigt af hvorvidt disse fører den ønskede pengepolitik⁵⁷.

Såfremt ideen om et penge- og finanspolitisk mix sammenholdes med Eurozonen og grundlaget for samme, fremgår det at den monetære politik for området er formet af ECB, og gælder for samtlige lande i Eurozonen. Med hensyn til det finanspolitiske område er denne bestemt ved konvergenskriterierne som optagelseskrav, Stabilitets- og Vækstpagten samt Finanspagten, og gælder for Eurozonen som en helhed. Delors-rapporten forholder sig ikke direkte til en fælles finanspolitik, men lægger vægt på at de budgettære forhold skal være i balance⁵⁸, samtidig med at en konvergens i landenes finanspolitik er nødvendig⁵⁹, for at sikre der ikke opstår spændinger mellem landene, som følge af store forskelle i budgetunderskud, der således vil pålægge den monetære politik en uforholdsmæssig stor byrde⁶⁰.

Såfremt landene ikke overholder budgetkravene, skal de pålægges sanktioner – på trods af at flere

⁵⁷Kenen (1969), side 63

⁵⁸Delors (1989), side 19-20

⁵⁹Delors (1989), side 8

⁶⁰Delors (1989), side 8



lande har undladt at overholde disse budgetære forhold, har der endnu ikke været en situation hvor sanktionerne rent faktisk er trådt i kraft⁶¹.

Desuden erkendes det i Delors-rapporten at landene i samarbejdet er forskellige og at denne diversitet er ønskelig. På trods af dette fører Eurozonen alligevel en "one size fits all"-politik, såvel finans- som pengepolitisk, der ikke tager højde for lige netop denne diversitet, hvilket til dels kan betragtes som paradoksalt, samtidig med det, jf. de finanspolitiske restriktioner, ikke nødvendigvis er muligt at føre en finanspolitik, der modarbejder den politik centralbankerne fører. Hvis Den Økonomiske og Monetære Union var bygget op omkring OCA teori, ville det ifølge Kenen være nødvendigt med en form for større fiskal union i sikringen af et finanspolitisk bidrag, frem for det tilnærmelsesvist ensidige fokus på pengepolitik, der er tilfældet for Eurozonen på nuværende tidspunkt.

Kenens andet bidrag til teorien består i hvilke forhold der i øvrigt skal være tilstede, før end et valutaområde kan betragtes som optimalt. Først og fremmest retter Kenen en kritik mod arbejdskraftmobilitet som endegyldig indikator, og understreger i denne forbindelse vigtigheden af den erhvervsmæssige mobilitet, da Kenen ikke mener at arbejdskraftmobilitet kan benyttes som direkte indikator for optimaliteten i et valutaområdet. I denne sammenhæng er den erhvervsmæssige mobilitet mere retvisende, da typer af arbejdskraft ikke kan erstatte hinanden, uanset vilkår og forudsætninger. Samtidig er Kenen af den overbevisning, at det er yderst sjældent at perfekt mobilitet forekommer, hvorfor det er uhensigtsmæssigt at lægge for stor vægt på denne som indikator for optimalitet. I stedet argumenterer han for, at det er nødvendigt at indføre andre kriterier for, hvad der er afgørende for om et valutaområdet kan betragtes som optimalt. Herunder er et diversificeret produktmix, hvilket betyder at landene i området skal producere flere forskellige typer produkter, mere relevant for optimalitet end arbejdskraftmobilitet er⁶².

Kenens første pointe beskriver, at jo flere forskellige produkter et land producerer, jo mindre er risikoen for at asymmetriske choks påvirker alle producerede goder, hvorfor det for en vel-diversificeret økonomi, sjældent er nødvendigt at foretage ændringer i bytteforholdet. På denne måde mindsker en vel-diversificeret økonomi risikoen for, og konsekvenserne ved, asymmetriske choks.

⁶¹EU-oplysningen

⁶²Kenen (1969), side 65

Kenens anden pointe er tæt relateret til den første pointe, men er mere orienteret mod hvilke fordele en vel-diversificeret økonomi oplever efter et asymmetriske chok er indtruffet.

Såfremt chokket er udtrykt i eksportfluktuationer, vil en vel-diversificeret økonomi, hvad enten denne er stor eller lille, være bedre stillet mod chokket. Dette skyldes at vare-diversifikation, i følge Kenen, fungerer som et skjold for arbejdsstyrken⁶³. Det betyder at såfremt der opstår eksportfluktuationer, vil en diversificeret økonomi opleve et fald på ét eksportområde, men sandsynligvis synkront med en tilsvarende stigning på et andet eksportområde, hvilket gør at den aggregerede eksport stadig er på samme niveau, jf. første pointe.

I Kenens tredje pointe kombinerer han den første pointe, omhandlende fordelene ved eksportdiversitet, med tidligere bemærkning om linket mellem efterspørgslen på eksport og stabilitet i kapitaldannelsen. Denne pointe er relevant for en økonomi på grænsen af en overophedning⁶⁴, hvor Kenen argumenter for at effekten af en diversificeret eksport på et asymmetrisk chok, i høj grad afhænger af kapitalintensiteten i økonomiens industrier, og investorernes vurdering af omfanget på forstyrrelsen i eksport⁶⁵.

På denne måde er Kenens basale pointe, at en diversitet i eksport beskytter en økonomi mod eksterne choks, og er medvirkende til at stabilisere kapitaldannelsen, hvilket letter byrden for den interne politik.

I rapporten ”One market, one money”, der er udgivet umiddelbart efter Delors-rapporten, vurderes det at eksportdiversifikation er høj blandt landene i EU, med undtagelse af Portugal og Grækenland, der i rapporten forventes at blive støttet gennem det indre marked⁶⁶. Samtidig beskriver Delors-rapporten, at regionale ubalancer skal modarbejdes gennem fælles tiltag, der skal medføre en mere balanceret økonomisk struktur medlemslandene imellem, således forskelle i output og beskæftigelse undgås. Hvorvidt denne indbefatter en høj eksportdiversifikation, der på denne måde kan modvirke effekten af asymmetriske choks, er ikke nærmere beskrevet i teksten. I Figur 1 er udviklingen i eksportdiversifikation fra 1985-2010 beskrevet. Denne periode er interessant, da denne medtager perioden før og efter oprettelsen af Den Økonomiske og Monetære Union.

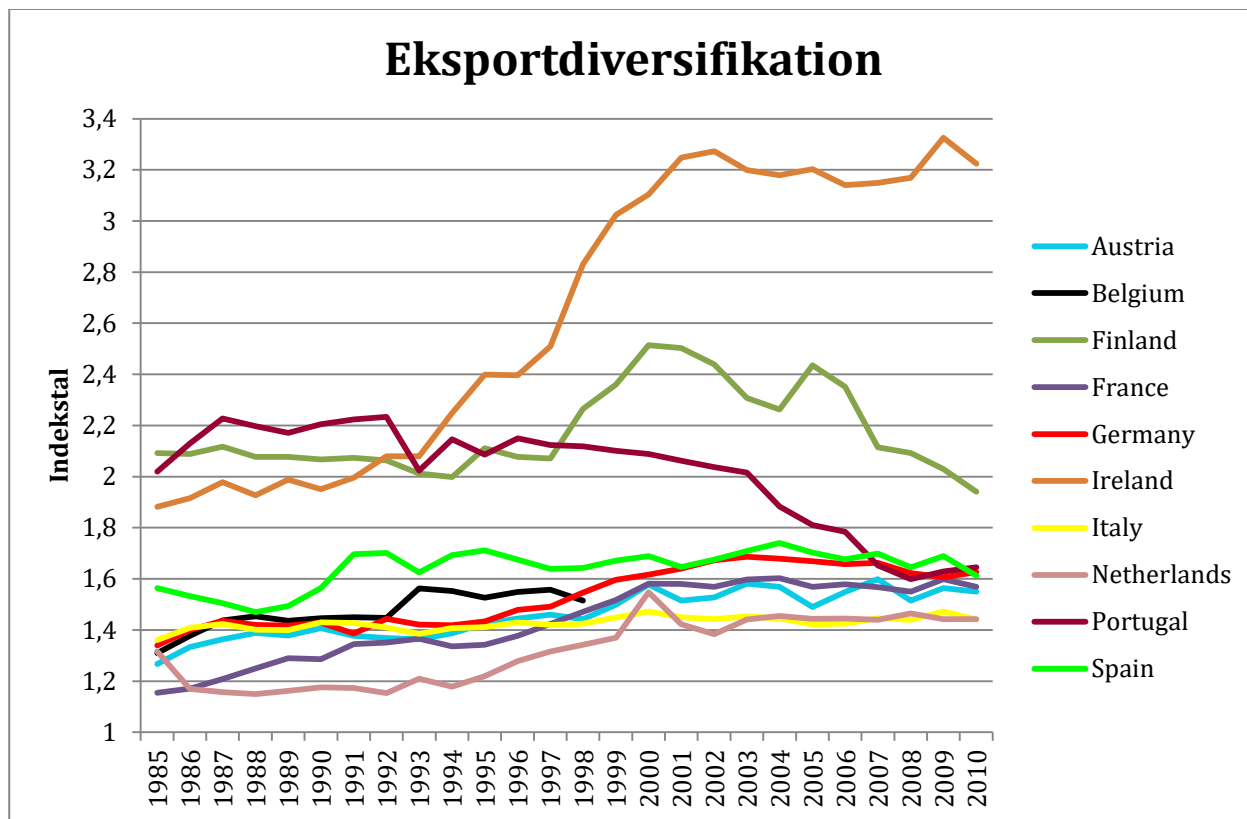
⁶³Kenen (1969), side 67

⁶⁴I følge Kenen: når en økonomi arbejder på højtryk

⁶⁵Kenen (1969), side 67

⁶⁶Europa-Kommissionen (1990), side 142

I figuren er et højt indekstal lig med en lav diversifikation i eksport. Desuden er Luxembourg ikke medtaget i grafen som følge af manglende værdier, hvilket til dels også gør sig gældende for Belgien, der kun har tilgængelige værdier frem mod 1998.



Figur 1: Eksportdiversifikation efter land og årstal.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra IMF⁶⁷.

Kurverne i Figur 1 illustrerer at Holland, Italien, Østrig, Frankrig, Tyskland og Spanien gennem hele perioden har en stabil og høj diversifikation i deres eksport, med et indekstal der befinder sig mellem 1.15 og 1.74. Hvis fokus i stedet rettes mod Portugal, har de fra 1985 og frem mod 2003 en lavere diversifikation end de førnævnte lande, hvorefter Portugal oplever en form for konvergens mod de lande med en høj eksportdiversifikation, hvis niveau Portugal når i 2007. Ligeledes har Finland en lav grad af diversifikation fra 1985 og frem, hvorefter Finland, ligesom Portugal, oplever en form for konvergens mod de resterende Eurozonelande fra omkring år 2005. Værdien når ikke samme niveau som de førnævnte lande frem mod 2010, men bevæger sig trods dette, mod en højere diversifikation, i form af et lavere indekstal. Det sidste land der illustreres i figuren er Irland, der i 1985 har en moderat grad af diversifikation sammenlignet med de resterende Eurozonelande. Irlands diversifikation i eksport er faldende gennem perioden, og når i 2009 den højeste værdi af

⁶⁷International Monetary Fund, "Export Diversification Database"

samtligte lande – det betyder dermed at Irland i perioden oplever, at diversifikationen i deres eksport forværres i takt med at indekstallet stiger.

Den samlede tendens må som udgangspunkt være at der i Eurozonen er en høj grad af eksportdiversifikation, hvilket således hæmmer effekten og hyppigheden af asymmetriske choks. Det skal i denne forbindelse bemærkes at begrebet diversifikation i eksport både dækker over produktdiversifikation og antal lande en nation eksporterer til – det betyder at en forbedring af eksportdiversifikationen ikke nødvendigvis betyder at der eksporteres flere typer produkter.

I forhold til ovenstående OCA teori, Eurozonen og Europa Kommissionens ”One market, one money”-rapport, havde sidstnævnte blandt andet som formål, at fungere som en form for cost-benefit analyse af ØMU-systemet. I denne forbindelse vurderer Europa Kommissionen blandt andet at ældre OCA teori (Mundell, McKinnon og Kenen) ikke længere er brugbar, da det i denne sammenhæng betragtes som værende forældet. ’Ny’⁶⁸ empirisk fakta og økonomiske analyser viser i følge rapporten, at der er langt større gevinst forbundet med Den Økonomiske og Monetære Union end hvad ovenstående OCA teori vedkender⁶⁹. Samtidig argumenterer rapporten for at fordelene ved en stabil inflation, påvirker både forventninger, den politiske troværdighed og institutionernes omdømme, positivt. Ligeså viser simulationer af området at denne vil opleve en gevinst gennem dynamisk vækst⁷⁰. Af disse årsager vælger Europa Kommissionen at se bort fra den oprindelige OCA teori, og egen dokumentation på fravær af arbejdskraftmobilitet, og retter i stedet deres fokus mod konvergens og finanspolitiske disciplin.

3.4 Mundells reevaluering

I forlængelse af denne forkastelse af OCA teori i forbindelse med implementeringen af ØMU-samarbejdet, udtalte Robert Mundell i 2012, at Delors-komiteen ikke begik en fejl, da de i sin tid valgte at se bort fra omfattende dele af OCA teorien, og at årsagen til de udfordringer Eurozonen står over for i denne tid, i højere grad kan tildeles manglende finanspolitisk disciplin hos Grækenland, Portugal og Irland⁷¹.

Med udgangspunkt i denne udmelding, anskuer Mundell euroen som en politisk revolution i Europa, der uden tvivl er kommet for at blive. Dette kan umiddelbart virke paradoksalt, eftersom Mundell betragtes som grundlæggeren af OCA teori. Mundell anerkender at Eurozonen som

⁶⁸Data der i 1990 blev betragtet som ny data

⁶⁹Europa-Kommissionen (1990), side 28-29

⁷⁰Europa-Kommissionen (1990), side 28-29

⁷¹Corcoran (2011)

valutaområde har udfordringer der skal bearbejdes, men understreger samtidig også, at verden på intet tidspunkt har omfattet et valutaområde, der dækker så stor en del af verdensøkonomien, og samtidig har oplevet så succesfuld en vækst, som Eurozonen har gennemgået de seneste 25 år. Mundell lægger i sin forklaring særligt vægt på, at den krise dele af Europa befinder sig i på nuværende tidspunkt, ikke er forårsaget af euroen, men i stedet skyldes det store budgetunderskud og den høje gældsætning, der på nuværende tidspunkt præger dele af Sydeuropa, som følge af fraværet af finanspolitiske disciplin. Samtidig beskriver Mundell, at skabelsen af euroen skal betragtes som en politisk begivenhed, der var af stor betydning for integrationen i Europa – euroen er hvad der binder Eurozonelandene sammen i det indre marked og den europæiske union generelt, og er således ikke et fænomen der udelukkende skal vurderes ud fra kriterier, der er afgørende for et optimalt valutasamarbejde. Dette indikerer at Mundell, i en nuværende kontekst, erkender at Delors-komiteen gjorde ret i at se bort fra det økonomiske aspekt, i form af teori omkring optimale valutaområder i dannelsen af Eurozonen som monetær og økonomisk union. På trods af afsættet ikke blev taget i den type økonomisk teori er Eurozonen, ifølge Mundell, en økonomisk succes, som følge af at euroen som valuta, betragtes som den mest troværdige valuta næst efter dollaren. Samtidig lægger Mundell vægt på, at det oprindelige formål med EU var at skabe fred mellem de deltagende lande, hvilket en fælles valutaenhed efterfulgt af en øget integration, sikrer i en højere grad, end hvad tilfældet var forud for indførelsen.

Med udgangspunkt i arbejdsmarkedsmobilitet, der i 1961 var en afgørende forudsætning for et optimalt valutaområde, argumenterer Mundell at han på daværende tidspunkt ikke afgjorde hvor høj graden af mobilitet skulle være, for at nå et tilstrækkeligt niveau. Dette, under hensyntagen til at beliggenhed, kulturelle præferencer, sociale sikringsordninger m.m. medfører, at der aldrig vil være perfekt arbejdskraftmobilitet – og svaret er, og var i 1961, ifølge Mundell, at så længe omkostningerne ved at deltage i en monetær union er mindre end de fordele samme skaber, hvilket med Eurozonen som kontekst er tilfældet, er valutaområdet optimalt, og tilføjer desuden at det er en omfattende fejlslutning at antage, at Grækenland og andre sydeuropæiske landes finansielle problemer, skyldes manglende arbejdskraftmobilitet mellem landene. Samtidig forklarer Mundell at hans udgave af optimale valutaområder på daværende tidspunkt ikke tillagde en fælles finanspolitisk union nogen særlig værdi, som følge af at en sådan institution sjældent optræder på empirisk niveau.

Det fremstår klart af ovenstående at Mundell i en nutidig kontekst, anskuer Eurozonen som værende en politisk succes – hvilket ikke er ensbetydende med en økonomisk teoretisk succes. Han



anerkender at Eurozonen indeholder politiske aspekter, eksempelvis i form af en øget integration, som Mundell ikke selv medtog i udviklingen af sin teori i 1961, men understreger samtidig, at der stadig er forhold der kræver yderligere konvergens, som eksempelvis de finansielle markeder.

Det skaber naturligvis spekulation omkring kompatibiliteten af OCA, når dennes oprindelige forfatter vælger at negligere dele af teorigrundlaget, som eksempelvis arbejdskraftmobilitet i ovenstående, der i den oprindelige udgave af OCA teori, og af Europa-Kommissionen selv, blev anerkendt som en vigtig faktor i Eurozonen som valutaområde. På den anden side skaber denne udtalelse til dels en anderkendelse af at økonomierne og den europæiske økonomis vilkår og forudsætninger har udviklet og ændret sig, i forhold til det tidspunkt hvor Mundell formulerede sin teori.

3.5 Opsummering af OCA

Konkluderende vil Tabel 2 illustrere en skematisk opsummering af afsnittets pointer.

Valutaområde/teori og empiri	Robert Mundell	Ronald I. McKinnon	Peter B. Kenen	Delors-rapporten / Den Økonomiske og Monetære Union
Faktormobilitet	Faktormobiliteten, og særligt arbejdskraftmobiliteten, skal være høj.	Der skelnes mellem geografisk- og industriel faktormobilitet, et optimalt mix af disse skaber optimalitet.	Skelner mellem erhvervsmæssig mobilitet og arbejdskraftmobilitet, hvoraf førstnævnte er en forudsætning for optimalitet.	Ønsker høj grad af arbejdskraftmobilitet og kapitalmobilitet, som implementeres via det indre marked.
Størrelse	Et mindre område, der sikrer en høj arbejdskraftmobilitet.	Mindre betydning, så længe de deltagende lande har en høj indbyrdes handel.	Omtaler ikke denne direkte, men kritiserer Mundells tilgang	Tildeles intet særligt fokus - udgangspunktet er lande inden for Europa, og var oprindeligt tiltænkt 6 ¹ lande og ikke de 11 oprindelige ØMU-lande ⁷² .
Samhandel	Samhandel omfordeler fra overskudsregion til underskudsregion, gennem en ændring i bytteforhold.	Graden af samhandel er afgørende for et valutaområdes optimalitet.	Samhandel benyttes, under forudsætning af en høj eksportdiversifikation, til at modvirke chok.	Element der tildeles opmærksomhed gennem etableringen af det indre marked. En øget samhandel bekræftes i perioden ikke empirisk.
Fiskal union	Forholder sig ikke direkte til en fiskal union. Mundell har senere udtalt, at dette skyldes mangel på empiriske eksempler på daværende tidspunkt.	Forholder sig ikke til en fiskal union, med mener at finans- og pengepolitik skal sikre opretholdelse af fuld beskæftigelse, betalingsbalance og et internt stabilt prisniveau.	Optimaliteten afhænger af en overordnet fiskal instans, der kan omfordele likvider ved mindre chok.	Ingen komplet fiskal union. Finanspolitiske restriktioner, gennem Stabilitets- og Vækstpagten. Eurozonens formål er ikke at fungere som en omfordelingsunion ¹ .
Pengepolitik	Konkluderer at valutaregimet (fælles valuta eller fastkurs) ikke har indflydelse på optimaliteten.	Kombinationen af penge- og finanspolitik, skal sikre opretholdelse af fuld beskæftigelse, betalingsbalance og et internt stabilt prisniveau.	Optimalt mix af penge- og finanspolitik.	Pengepolitik er et centralt element, kontrolleret af ECBs inflationære målsætning på 2 %, samt et ønske i samarbejdet om konvergens i renteniveau.
Eksportdiversifikation	Beskæftiger sig ikke med eksportdiversitet som afgørende for et optimalt valutaområde.	Beskæftiger sig ikke med eksportdiversitet som afgørende for et optimalt valutaområde.	Eksportdiversifikation afhjælper asymmetriske choks.	Tildeles ingen særlig opmærksomhed. Er empirisk høj for størstedelen af medlemslandene.
Asymmetriske choks	Asymmetriske choks håndteres gennem en høj faktormobilitet. Udligninger i løn og ledighed afhjælper disse chok.	Asymmetriske choks håndteres gennem en høj samhandel, samt et optimalt mix af geografisk og industriel faktormobilitet.	Risiko for, og konsekvens ved, asymmetriske choks dæmpes gennem en høj produktdiversitet. Desuden vil en fiskal union medføre en omfordeling af likvider, hvilket afhjælper de individuelle konsekvenser.	Korrigeres via faktormobilitet, såfremt disse er permanente. Ved temporære choks, håndteres disse med en ekspansiv politik der nærmer sig de finanspolitiske restriktioner.

Tabel 2: Opsummerende skema vedrørende OCA teori og Den Økonomiske og Monetære Union.
Kilde: Egen tilvirkning.

⁷²Christophersen (2016) 02:17

Ud fra afsnit tre vedrørende OCA teori, og med udgangspunkt i Tabel 2, er det umiddelbart svært at konkludere en komplet sammenhæng mellem teori om optimale valutaområder og Delors-rapporten, omend der uden tvivl eksisterer sammenfald. De opstillede kriterier OCA teorien bidrager med, er ikke umiddelbart til stede i Eurozonen, og kun enkelte findes nævnt i Delors-rapporten. Eksempelvis er faktormobiliteten, som Mundell i 1961 mente var en afgørende faktor i betragtningen af et optimalt valutaområde, lav i Eurozonen, til trods for at denne står nævnt i Delors-rapporten som værende af betydningsfuld karakter. Samtidig er dette en del af samarbejdet som Mundell efterfølgende har tillagt mindre værdi, da han med Eurozonen som kontekst, i stedet fokuserer på de politiske fordele valutasamarbejdet har skabt.

Hvis fokus i stedet rettes mod samhandel i Eurozonen, der ifølge McKinnons er et afgørende kriterium, er denne i følge Tabel 1 ikke omfattende, samtidig med at trenden i den indbyrdes samhandel er faldende fra 1989-2014. Her skal det bemærkes at netop samhandel ikke er direkte nævnt i Delors-rapporten som en faktor der kan skabe konvergens i Eurozonen, men i stedet en faktor der er afgørende for etableringen af det indre marked. Med udgangspunkt i dette må samhandel, alt andet lige, være afgørende for succesen af Eurozonen som valutaområde, da fordelene ved et valutaområde blandt andet findes i fraværet af transaktionsomkostninger og andre handelsbarriererne. Det er i denne forbindelse overraskende, at der er kræfter der er større, og således trækker den indbyrdes handel væk fra Eurozonen.

De sidste OCA-kriterier som dette projekt beskæftiger sig med er de kriterier Kenen opstiller. Blandt disse kriterier er et optimalt mix af penge- og finanspolitik, hvilket desuden er udtrykt i Delors-rapporten som værende afgørende, da denne lægger vægt på, at en monetær politik ikke kan stå alene i Eurozonen som valutasamarbejde. Modsat Kenens forslag, medfører de finanspolitiske restriktioner, at det kun i et begrænset omfang, er muligt at modarbejde pengepolitiske konsekvenser gennem en aktiv finanspolitik. Kenen finder det nødvendigt med en form for fiskal institution, hvis formål er at føre en kontraktiv eller ekspansiv finanspolitik efter behov. Til trods for at finanspolitikken er nævnt som en nødvendighed for Eurozonen, bliver finanspolitikken samtidig, til dels, negligeret i Delors-rapporten, da denne kun føres i budgetært regi, og i et minimalt omfang – blandt andet som følge af uoverensstemmelser blandt de nationale aktører. Især Frankrig var på daværende tidspunkt fortalende for at føre en mere dynamisk finanspolitik, end hvad udfaldet blev⁷³. Et andet område Kenen beskæftiger sig med, er graden af eksport-diversifikation. Denne fremstilles empirisk i Figur 1 som værende forholdsvis høj inden for Eurozonen, hvilket i

⁷³ Christophersen (2016) 12:45

følge Kenen betyder at økonomierne er mindre modtagelige over for eksterne choks. Det skal her bemærkes at eksport-diversifikation ikke er direkte nævnt i Delors-rapporten, men omtales i rapporten "One market, one Money" som værende en af de faktorer, der modvirker den manglende arbejdskraftmobilitet.

Et valutaområde skal foruden dette, og med udgangspunkt i Tabel 2, være i stand til at modstå og undgå asymmetriske choks, hvilket er en central del i alle tre teorier, og samtidig et område der tildeles opmærksomhed i Delors-rapporten. Hvorledes et asymmetrisk chok håndteres er imidlertid forskelligt i teorierne, hvor håndteringen i Den Økonomiske og Monetære Union foregår via en faktormobilitet, der ikke er til stede, eller gennem en begrænset, ekspansiv finanspolitik.

Det kan sammenlagt konkluderes at Delors-komiteen ikke entydigt har benyttet sig af allerede eksisterende teori i udarbejdelsen af Delors-rapporten, der efterfølgende lå til grund for Maastrichtkriterierne, men i stedet har søgt en innovativ tilgang, med udgangspunkt i at Eurozonen som valutaområde var et unikt samarbejde. Især forholdene vedrørende en fælles fiskal union og håndteringen af asymmetriske chok, er punkter hvor Delors-rapporten og det efterfølgende samarbejde, tager afstand fra teori, og således, i en teoretisk optik, kan være årsag til divergens i udviklingen mellem økonomierne, samtidig med samhandlen og faktormobiliteten empirisk viser sig at være lav. En fælles fiskal union er ikke eksisterende – omend der stadig er opstillet finanspolitiske begrænsninger – og en sådan institution i flere tilfælde, er omtalt som værende en mulig løsning på den gældskrise, flere af de sydeuropæiske økonomier befinder sig i. Frygten i denne sammenhæng fokuserer særligt på risikoen for moral hazard, og den manglende fælles historie, der gør sig gældende blandt økonomierne. På trods af dette, har Europa Kommissionen på nuværende tidspunkt igangsat et initiativ, hvis formål er at bidrage med finanspolitiske anbefalinger på individuel plan, der således også vil bidrage til håndteringen af asymmetriske chok⁷⁴.

Hvad denne unikke og innovative tilgang til Eurozonen konkret indebærer og var forårsaget af på daværende tidspunkt, vil blive beskrevet i følgende afsnit.

⁷⁴ Juncker (2015), side 14

4.0 Politisk og økonomisk afklaring

Den unikke tilgang til Eurozonen som valutaområde tager, ifølge Niels Thygesen, medlem af Delors-komiteen, og Niels Helveg, tidligere økonomi- og udenrigsminister, udgangspunkt i Monnet-metoden⁷⁵. Monnet-metoden, hvoraf navnet er inspireret af Jean Monnet, er en metode der er karakteriseret ved en funktionalistisk tilgang, hvor eventuelle udfordringer og problematikker løses efterhånden som disse opstår. Med afsæt i lige netop denne tilgang, er det ifølge både Helveg og Thygesen vigtigt at understrege at Eurozonen nærmere skal betragtes som et eksperiment end et, i teoretisk forstand, optimalt valutaområde^{76 77}. Denne konstatering underbygger nødvendigheden af en politisk afklaring, da en økonomisk metode, i sagens natur, præsenterer en økonomisk tilgang, der således ikke formår at medtage forhold af politisk karakter.

Det er ligeså værd at bemærke at samarbejdet i udgangspunktet kun var tiltænkt et samarbejde mellem seks af Europas lande; Danmark, Belgien, Tyskland, Frankrig, Holland og Luxembourg, der alt andet lige må antages i højere grad at være strukturelt sammenlignelige, end hvad tilfældet er for de 11 oprindelige medlemslande⁷⁸. Uanset strukturel sammenligning, er der en klar udmelding om, at samtlige af Europas lande potentielt kan deltage i samarbejdet, under forudsætning af at de formår at udvise tilstrækkelig finanspolitisk disciplin. På samme måde er det umiddelbare indtryk at det er uhensigtsmæssigt at forsøge at få Eurozonen til at passe ind i nogle rammer, der ikke er egnet til et valutasamarbejde som dette – fagfolk skal ikke forsøge at definere Eurozonen ved et begreb der ikke var formålet i udgangspunktet. Denne indstilling er i overensstemmelse med Henning Christophersens tilgang til Eurozonen, der understreger at den nuværende krise på ingen måde har afsæt i euro-forhold, men nærmere er forårsaget af det faktum, at de besværede økonomier ikke har evnet at opretholde en tilstrækkelig finanspolitisk disciplin⁷⁹.

I interviewet med de tre informanter blev det desuden understreget, at begrebet konvergens ikke udelukkende skal forstås i ordets klassiske og bogstavelige forstand, men samtidig er et udtryk for stabilitet, hvor parametrene konvergerer mod samme punkt, eller oplever en konsekvent form for stabilitet i deres udvikling. Årsagen til det omfattende fokus på konvergens, opstod i forbindelse med Tysklands krav om at samtlige medlemslande skulle bevise, at de var i stand til at føre en ansvarlig finanspolitik, og har således hverken afsæt i OCA teori eller anden konkret økonomisk

⁷⁵Helveg (2016) 18:18

⁷⁶Thygesen (2016) 34:00

⁷⁷Helveg (2016) 40:15

⁷⁸Christophersen (2016) 02:17

⁷⁹Christophersen (2016) 18:40

teori. Tyskland var på daværende tidspunkt finansielt udfordret, som følge af sammenlægningen af Øst- og Vesttyskland, på baggrund af hvilket, kravet om konvergens blev indført som en form for entrébillet til samarbejdet, for således at forhindre et pres på inflationen⁸⁰.

For at sikre den finanspolitiske disciplin fremadrettet blev Stabilitets- og Vækstpagten efterfølgende etableret, i form af kravet om en bruttogæld på maksimalt 60 % og et budgetunderskud der ikke må overskride 3 % af BNP. Årsagen til at valget i sin tid faldt på netop disse procentsatser er at disse værdier svarede til Frankrigs udvikling på daværende tidspunkt⁸¹. Samtidig er kriterierne begrundet med at en økonomisk vækst på 1 %, svarende til en vækst i nominel BNP på 3 %⁸², kombineret med et budgetunderskud på maksimalt 3 % af nominel BNP, medfører at den samlede bruttogæld enten stabiliseres eller sænkes⁸³. Forklaringen tager udgangspunkt i at et lands budgetunderskud i procent af BNP, skal svare til vækstraten i samme – af denne årsag arbejder det resterende at dette projekt under antagelsen om, at et budgetunderskud på 3 % af BNP, retfærdiggøres gennem en tilsvarende vækst i BNP. Det er i denne forbindelse bruttogælden, gælden opgøres i, da nettogælden i nogle tilfælde kan være misvisende, da denne ikke formår at tage hensyn til om nogle aktiver/investeringer er mere fordelagtige end andre⁸⁴.

Det må umiddelbart antages, at budgetkriteriet er inspireret af den velkendte formel, der bestemmer hvilket budgetunderskud der behøves, for at stabilisere et lands gæld⁸⁵;

$d=gb$, hvor b angiver hvilket niveau gælden ønskes stabiliseret på, angivet i procent af BNP, g er vækstraten i nominel BNP og d er budgetunderskuddet opgjort som procent af BNP.

Hvorvidt disse værdier fortsat er hensigtsmæssige i en nutidig kontekst er en kompleks, men relevant, undren, der afhænger af hvorvidt landene formår at overholde de finanspolitiske restriktioner, ledsaget af en vækst på minimum 3 % af BNP.

I forbindelse med Stabilitets- og Vækstpagten fulgte også vilkåret om sanktioner, der træder i kraft såfremt et medlemsland gentagne gange, og efter en række advarsler, fortsat overskrider budgetkriteriet på 3 % af BNP⁸⁶. Dette fravær af økonomiske sanktioner er ikke et faktum

⁸⁰Christophersen (2016) 10:18 og 11:14

⁸¹Thygesen (2016) 08:40

⁸²Forudsat en inflation på 2 %

⁸³Christophersen (2016) 16:05

⁸⁴Christophersen (2016) 16:55

⁸⁵De Grauwe (2012), side 138

⁸⁶Europa-Kommissionen (30.07.2015)



Eurozonen i en nutidig kontekst lider under, da valutaområdets markeds kræfter i sig selv fungerer som en korrigerende stabilisator, der straffer de lande der ikke formår at udvise den nødvendige finanspolitiske disciplin⁸⁷. Markeds kræfternes korrigerende effekt, kommer til udtryk ved at et medlemsland, såfremt dette gentage gange overskrider budgetkriteriet, gældskriteriet eller begge, vil opleve et voksende mistillid fra investorerne, der i et sådan tilfælde, afspejles i landets lange renteniveau. Når niveauet for den lange rente stiger, er der sandsynligvis færre investorer der vil holde aktiver i landet, hvilket er forbundet med udfordringer, da landene i en sådan situation vil have problemer med både antallet af investeringer og finansiering af gæld gennem statsobligationer. Disse forhold vil betyde at medlemslandene øger deres finanspolitiske disciplin, og således sænker deres budgetunderskud og gæld, og på denne måde vender tilbage til de i Stabilitets- og Vækstpagten bestemte kriterier, uden brug af bøder⁸⁸, og således genoptager konvergens i det lange renteniveau.

Ovenstående beskriver således de politiske og til dels økonomiske tanker Delors-rapporten, og udarbejdelsen af Maastrichtkriterierne, i sin tid byggede på. Disse er konstrueret med et særligt fokus på Tysklands frygt for inflation, der udtrykkes gennem det omfattende behov for finanspolitisk disciplin og prisstabilitet i både Maastricht-traktaten samt Stabilitets- og Vækstpagten. Samtidig består Eurozonen i en selvregulerende kontekst, hvor markeds kræfterne, i form af divergens i renteniveauet, vil straffe de lande, der ikke formår at udvise tilstrækkelig finanspolitisk disciplin. På denne måde fungerer de enkelte landes ønske om, og behov for, konvergens i det lange renteniveau, som incitament for at overholde den finanspolitiske disciplin⁸⁹, og fungerer samtidig som en forklaring på fraværet af konvergens.

Ovenstående viden er relevant i en nærmere beskrivelse af hvilket økonomisk teoretiske rationale, der danner baggrund for Eurozonen restriktioner.

⁸⁷Christophersen (2016) 37:08

⁸⁸Christophersen (2016) 43:15

⁸⁹Christophersen (2016) 43:15

5.0 En generel evaluering af Eurozonen

Med konklusionen om fraværet af OCA teori som udgangspunkt, er det nærliggende at undersøge hvad det økonomiske rationale, udover beskrivelsen i afsnittet ”Politisk og Økonomisk afklaring”, var for udarbejdelsen af Delors-rapporten, og herunder særligt de konvergenskriterier, der udgjorde afsættet for Eurozonen som valutaområde. Samtidig er det interessant at undersøge, i hvilket omfang denne konvergens i parametrene, rent faktisk er indtruffet.

Analysen er i dette projekt delt op i to – del et fungerer som en teoretisk, empirisk og generel vurdering af tilstedeværelsen af konvergens i Eurozonen, med udgangspunkt i Maastricht-traktaten samt Stabilitets- og Vækstpagten, og undersøger hvilke teoretiske mekanismer der i denne sammenhæng kan forårsage, eller forhindre, den ønskede konvergens. Afsnittet vil tage udgangspunkt i rationale bag konvergens i det lange renteniveau, inflation samt landenes budget- og gælds begrænsninger.

I del to af analysen vil de oprindelige medlemslande, der skiller sig særligt ud i analysens første del, blive undersøgt i en individuel kontekst, for på denne måde at klarlægge hvilke lande der som udgangspunkt har overholdt optagelseskravene, og efterfølgende har, eller ikke har, indfriet den ønskede konvergens, samt hvilke økonomiske mekanismer der i hvert af landene har været, og er, aktuelle. Samtidig vil denne del af analysen undersøge hvilken effekt budget- og gældsrestriktionerne har haft på den individuelle mulighed landene har, i håndteringen af efterspørgselschoks til økonomien, og hvorvidt der umiddelbart findes en form for sammenhæng mellem udviklingen internt i parametrene og indbyrdes mellem landene.

Som tidligere nævnt mister et land, ved deltagelse i en monetær union, sin monetære uafhængighed, hvilket kan hæmme de instrumentelle muligheder landet har i forbindelse med asymmetriske chok. Fraværet af denne monetære selvstændighed betyder, at hvert medlemsland ikke længere kan stimulere økonomien gennem en ændring af valutakurs, eller finansiere deres budgetunderskud gennem egen valuta, men i stedet gennem den fælles valuta, som hvert medlemsland ikke har kontrol over. Det betyder dermed også, at såfremt et medlemsland oplever et budgetunderskud, bliver den pågældende gæld stiftet i en valuta landet ikke kan kontrollere. På denne måde medfører deltagelsen i en monetær union, at de finansielle markeder underlægges en standard, der ikke ville eksistere såfremt nationerne stadig rådede over egen valuta. Med indførelsen af en fælles monetær union der er opbygget som i Eurozonen, hvor hvert land beholder hver deres uafhængige

nationalbank, underlagt Den Europæiske Centralbank, betyder det at disse selv administrerer landets obligationer og statsobligationer, hvilket således medfører at landene kan divergere i deres lange renteniveau, på trods af at den monetære politik er fælles. Med udgangspunkt i ovenstående må det samtidig konkluderes, at Den Økonomiske og Monetære Unions opbygning tillægger konvergens i de monetære parametre, herunder inflation, valutakurs og renteniveauet, en større værdi, end konvergens i reale parametre, som eksempelvis udviklingen i ledighed, BNP og konkurrenceevne, omend sidstnævnte er defineret implicit, gennem forestillingen om en vækst i BNP der gennemsnitligt svarer til 3 % af BNP. På denne måde må det antages, at Den Økonomiske og Monetære Union, til dels tager afstand fra den keynesianske antagelse om at fuld beskæftigelse svarer til det ledighedsniveau, hvor alle der ønsker at arbejde er i arbejde, og i stedet omfavner den neoliberalistiske antagelse om, at fuld beskæftigelse udtrykkes i det niveau, NAIRU, der sikrer en stabil udvikling i inflation⁹⁰. I forbindelse med finanskrisen er afstandtagen til budgetunderskud bemærkelsesværdig, da lige netop en keynesianske tilgang, hvor staten pålægges ansvaret for at opretholde niveauet for efterspørgslen i økonomien, viste sig i forbindelse med Den Store Depression i 1930'erne, at forbedre tilstanden på daværende tidspunkt⁹¹.

5.1 Maastrichtkriterierne & Stabilitets- og Vækstpagten

Med udgangspunkt i den forgående del af projektet, vil dette afsnit fremlægge et teoretisk rationale bag Maastrichtkriterierne samt Vækst- og Stabilitetspagten, for at undersøge hvad der i udgangspunktet skaber konvergens, og hvilke forhold der gør sig gældende i tilfælde af divergens.

5.1.1 Konvergens i niveauet for den lange rente

Med udgangspunkt i Maastrichtkriteriet vedrørende det lange renteniveau, er der ved indtrædelse i Eurozonen, et ønske om en stabil og synkron udvikling i niveauet for den lange rente mellem medlemslandene. Det antages i denne forbindelse, at det i tankegangen bag Eurozonen, kombineret med den korrigerende rolle det lange renteniveau er pålagt, blev forventet at konvergens i det lange renteniveau, vil sikre en konvergens i de resterende økonomiske parametre⁹². På trods af at det lange renteniveau kun optræder direkte i Maastrichtkriterierne, var der ved udarbejdelsen af lige netop kriteriet vedrørende det lange renteniveau, et ønske om at denne konvergens var permanent, medmindre et medlemsland ikke formår at leve op til kravet om finanspolitisk disciplin, i hvilke

⁹⁰Mitchell (2015), side 185

⁹¹Mitchell (2015), side 142

⁹²Regan (2012)



tilfælde en stigning i renten vil fungere som korrigerende faktor⁹³. Hvordan udsving i det lange renteniveau kan opstå og påvirke de økonomiske parametre indenlandsk og udenlandsk, vil første del af analysen beskæftige sig med, der således beskriver det teoretiske rationale bag en stabil udvikling i det lange renteniveau, og i forbindelse hermed, undersøge udviklingen i den lange rente for de 11 oprindelige medlemslande, i årene forud for implementeringen af euroen i 1999 og frem mod 2015.

I beskrivelsen af rationale bag konvergens i det lange renteniveau, er det afgørende at undersøge, hvordan den lange rente reagerer i et land, der er en del af en monetær union, kontra et land der ikke er en del af en monetær union. I dette teoretiske tilfælde benyttes to lande, England og Spanien, hvoraf England repræsenterer et land der ikke er en del af en monetær union. Analysen illustrerer hvorledes disse to typer lande reagerer på at der opstår en mistillid blandt landenes investorer, der skaber tvivl omkring landenes kreditværdighed, hvor lige netop denne kreditværdighed afspejles i niveauet for den lange rente.

Såfremt England i en årrække oplever et gentagende underskud på sin betalingsbalance, hvilket kræver at England øger sin gæld, kan der, blandt de investorer der har investeret i engelske statsobligationer, opstå en frygt for at England misligholder denne gæld. Såfremt denne frygt opstår, vil en del af disse investorer sandsynligvis sælge ud af sine engelske statsobligationer. Denne handling vil presse renten til et højere niveau end tidligere, for at kompensere for den øgede risiko der er opstået ved at holde engelske statsobligationer. Efter investorerne har solgt disse obligationer, øges deres beholdning af engelske pund, som efterfølgende afsættes på det udenlandske valutamarkedet. På det udenlandske valutamarkedet vil prisen på engelske pund dernæst falde, indtil kursen når det punkt, hvor andre er villige til at opkøbe dem. På denne måde fungerer både valutakurs og renteniveau som en mekanisme, der sikrer at pengemængden i England holdes uændret, som følge af at det højnede renteniveau stimulerer indestående i banken, og den lavere kurs på valutaen modvirker investorernes salg af engelsk valuta⁹⁴. En del af disse engelske pund vil sandsynligvis blive geninvesteret i engelske værdipapirer, men selvom dette ikke er tilfældet, og den engelske stat ikke kan finde midlerne til at refinansiere deres gæld til et rimeligt renteniveau, vil Bank of England sandsynligvis forsyne staten, således denne kan udbetale til

⁹³Christophersen (2016) 20:30

⁹⁴De Grauwe (2012), side 7-8

obligationsejerne⁹⁵. I denne sammenhæng fungerer Bank of England (BOE), som ”lender of last resort”.

Med Eurozonen som kontekst ønsker flere økonomer, her iblandt Paul Krugman, at Den Europæiske Centralbank fungerer som ”lender of last resort”, og på denne måde kan agere som en redning for trængte økonomier. Denne rolle strider imod bankens fokus på inflationen, da en forøgelse af pengemængden på sigt vil øge inflationen, og således besværliggør fastholdelsen af en inflation på 2 %. Dette scenarie er specielt uønsket af Tyskland, der i en historisk kontekst nærer en frygt for at en ændring i inflationen kan skabe hyperinflation⁹⁶. På trods af disse konsekvenser ved en ekspansiv pengepolitik, fører den Europæiske Centralbank, i kraft af sit quantitative easing program, lige netop denne type politik, der som følge af fraværet af efterspørgsel i eurozonen, endnu ikke har haft de ønskede inflationære konsekvenser.

Udfaldet er væsentligt anderledes for et land som Spanien, der i dette eksempel er medlem af en monetær union. Såfremt der blandt investorerne, som tilfældet var det i eksemplet med England, opstår en form for mistillid mod den spanske regering, vil investorerne sælge ud af deres spanske statsobligationer, og på denne måde hæve renteniveauet. I dette tilfælde øger investorerne ved dette salg deres beholdning af euro. Til forskel fra eksemplet med England, vil de investorer som råder over euro investere disse andetsteds, såsom Tyskland, der har samme valutaenhed, frem for at afsætte deres euro på det internationale valutamarked. På denne måde mister det spanske banksystem euro, til fordel for det tyske banksystem, som følge af at der ikke er noget udenlandsk valutamarked eller en fleksibel valutakurs til at modvirke denne hændelse. Det betyder at det spanske pengeudbud falder, hvilket ikke ville være tilfældet, såfremt Spanien i stedet rådede over egen valuta. Samtidig har den spanske regering ikke mulighed for at tvinge den spanske centralbank til at forsyne dem med de midler de skal bruge, til at refinansiere deres gæld til et rimeligt renteniveau. Dette lader Spanien i risiko for en likviditetskrise – Den Europæiske Centralbank er i denne konstellation den institution der har mulighed for at forsyne Spanien med tilstrækkelig likviditet, men er samtidig også en institution, Spanien ikke har nogen kontrol over⁹⁷. Såfremt den likviditetskrise Spanien, eller ethvert andet land i en monetær union, oplever, er omfattende nok, kan dette sende den spanske regering i betalingsstandsning, som følge af at de ikke kan udbetale afkast til investorerne.

⁹⁵De Grauwe (2012), side 8

⁹⁶Pidd (2011)

⁹⁷De Grauwe (2012), side 8

På denne måde er fraværet af rente og valutakurs som makroøkonomisk instrument i et monetært samarbejde, et faktum der kan skabe særlige udfordringer for et medlemsland i et valutasamarbejde, og kan medføre at samarbejdet bliver skrøbeligt og omkostningsfuldt. Med en højere rente vil landets gældsbyrde forøges, hvilket underlægger landets regering at dæmpe deres finanspolitik, og øge skatteindtægterne – en påtvungen austerity-politik af den karakter betragtes i høj grad som værende politisk omkostningsfuld, og kan være skadelig for økonomien. Den Europæiske Centralbank forsøger at imødekomme disse u hensigtsmæssige udsving i renten, der som beskrevet øger landets gældsbyrde, ved i 2012 at ændre deres opkøbspolitik, således de har mulighed for at opkøbe nationale statsobligationer i lande inden for Eurozonen, og derigennem manipulere renten ved en øget efterspørgsel. Dette stiller de udsatte økonomier bedre i en økonomisk optik, men forværrer samtidig de vilkår den stabiliserende effekt renten, jf. tidligere afsnit, er tildelt i Eurozonen, da de lande i princippet, og med udgangspunkt i Eurozonens politiske og økonomiske grundlag, mister incitamentet til at udvise finanspolitisk disciplin.

5.1.1.1 Den lange rente og asymmetriske chok

Den skrøbelighed der beskrives i ovenstående, kommer i et monetært samarbejde særligt til udtryk i forbindelse med asymmetriske choks, der af denne årsag vil blive beskrevet i det følgende.

I beskrivelsen af konsekvenserne ved et asymmetrisk chok benyttes to lande i et teoretisk eksempel; Tyskland og Frankrig. I dette tilfælde er det Frankrig der oplever et negativt chok til efterspørgslen, hvilket medfører et fald i output og beskæftigelse⁹⁸.

Effekten af denne hændelse på den franske regerings budget er et umiddelbart fald i skatteindtægterne, som konsekvens af faldet i landets BNP. Som følge af at skatteindtægterne i Frankrig er progressive, vil tabet sandsynligvis være større, end hvad faldet er i landets BNP. Samtidig med et fald i indtægterne, stiger statens udgifter i forbindelse med en øget ledighed. Dette eksempel antager, at disse to effekter sammenlagt medfører, at Frankrig i forbindelse med dette asymmetriske chok til efterspørgslen, vil opleve et budgetunderskud⁹⁹.

Hvis faldet i efterspørgslen i Frankrig er højt nok, kan stigningen i det franske budgetunderskud betyde at Frankrigs investorer begynder at tvivle på Frankrigs kreditværdighed. Som beskrevet i eksemplet med Spanien og England, betyder dette at investorerne vil sælge ud af deres franske

⁹⁸De Grauwe (2012), side 9

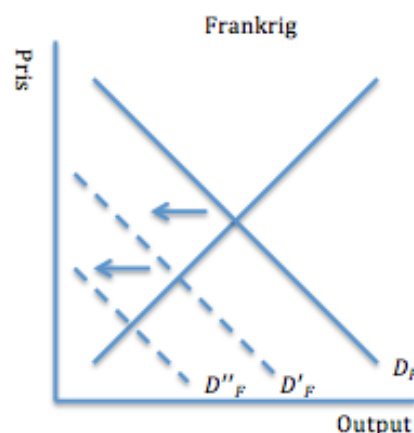
⁹⁹De Grauwe (2012), side 9

statsobligationer, hvilket medfører at renten stiger, i takt med at risikoen for en likviditetskrise stiger. De makroøkonomiske konsekvenser af dette scenarie er illustreret i Figur 2.

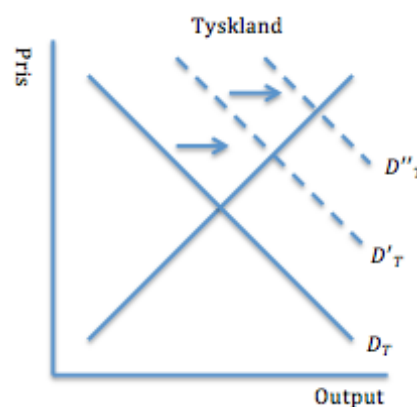
Af Figur 2 fremgår det, at det negative chok til efterspørgslen i Frankrig, medfører at efterspørgselskurven, D_F , rykker til venstre mod D'_F , hvilket resulterer i et lavere output samt et lavere prisniveau. Efterfulgt af dette skift i efterspørgslen bidrager gældskrisen, jf. tidligere nævnt likviditetskrise, med endnu et skift i efterspørgselskurven mod venstre, hvilket betyder at D'_F bliver til D''_F , og således indikerer et yderligere fald i efterspørgslen som reaktion på det øgede renteniveau, der dæmper det private forbrug og investeringer. På denne måde forstærker gældskrisen effekten af et asymmetrisk chok til efterspørgslen, i kraft af en stigning i renteniveau¹⁰⁰.

Dette er således konsekvenserne for Frankrig ved et negativ chok til efterspørgslen – men på trods af at dette negative chok er rettet mod Frankrig, har dette også en effekt på Tysklands økonomi, som følge af at de sammen udgør en monetær union¹⁰¹.

I det øjeblik de franske investorer beslutter sig for at sælge ud af deres franske statsobligationer, frigør denne hændelse likvide midler, som investorerne sandsynligvis vil ønske at geninvestere – i denne teoretiske beskrivelse antages det, at de ønsker at geninvestere beløbet i nye statsobligationer. Som følge af Frankrigs situation, vælger investorerne denne gang at investere deres midler i tyske statsobligationer. Denne stigning i efterspørgslen på tyske statsobligationer øger prisen på samme, samtidig med det sænker udbyttet for investorerne. Effekten af denne likviditetsflugt fra franske statsobligationer mod tyske statsobligationer er et rentefald i Tyskland. Dette fald i renten medfører en stigning i efterspørgslen i Tyskland. Effekten af denne stigning i efterspørgslen illustreres i Figur 3. Den umiddelbart positive effekt på efterspørgslen, fra D_T til D'_T , suppleres i dette tilfælde af en



Figur 2: Asymmetrisk chok.
Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra De Grauwe, Poul, 2012, s. 10



Figur 3: Asymmetrisk chok.
Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra De Grauwe, Poul, 2012, s. 10

¹⁰⁰De Grauwe (2012), side 9

¹⁰¹De Grauwe (2012), side 9

yderligere stigning i efterspørgslen, fra D'_T til D''_T , som følge af det lavere renteniveau, stigningen i efterspørgslen på tyske statsobligationer, skaber.

Pointen i ovenstående er, at et asymmetrisk chok til et land i en monetær union, der efterfølgende medfører en gældskrise i samme land, som i dette tilfælde er Frankrig, også har en forstærkende efterspørgselseffekt på de resterende lande i et monetær samarbejde, der i dette konkrete eksempel er repræsenteret ved Tyskland. Denne forstærkende effekt opstår som følge af ændringer i renteniveauet landene imellem, hvilket betyder at renten har en destabiliserende effekt, frem for en stabiliserende effekt – og således intensiverer justeringsudfordringerne i begge lande¹⁰².

Dette kan i et makroøkonomisk og teoretisk perspektiv, være en af årsagerne til ønsket om konvergens mellem landenes lange renteniveau, og samtidige afstandtagen fra gæld.

Dette afspejler sig direkte i indførelsen af Stabilitets- og Vækstpagten, hvis hensigt er at sikre at en øget gæld i et medlemsland, ikke har en negativ effekt på de resterende medlemslande, samt i Maastricht-traktaten, og herunder rentekriteriet¹⁰³.

Ovenstående analyse og teoretiske afklaring beskæftiger sig med et asymmetrisk chok som en permanent hændelse, forårsaget af en permanent ændring i forbrugspræferencer. I adskillige tilfælde er disse asymmetriske chok ikke nødvendigvis en permanent hændelse, men en temporær hændelse. Såfremt det antages at chokket, og dermed bevægelserne i Figur 2 og Figur 3 fra D-kurverne til D'-kurverne, er et resultat af en recession i Frankrig og et boom i Tyskland, er konsekvenserne anderledes. Denne hændelse burde i teorien ikke være nogen større udfordring i en monetær union, som følge af at Frankrig efterfølgende vil opleve samme boom som Tyskland, og Tyskland med tiden vil opleve en recession, sammenlignelig med den Frankrig oplever. Det betyder at det ikke er nødvendigt for hverken Frankrig eller Tyskland, at forsøge at justere økonomien gennem løn- og prisændringer, eller gennem en emigrering af franske medarbejdere til Tyskland, da de automatiske stabilisatorer i staternes budgetter træder i kraft, og således stabiliserer konjunkturcyklussen¹⁰⁴.

Frankrig vil i forbindelse med recession opleve et budgetunderskud, modsat Tyskland, som i forbindelse med det boom de oplever, vil have et budgetoverskud. Denne budgetmekanisme vil medføre at intensiteten af både recessionen i Frankrig og boom'et i Tyskland, falder. Dette hænder under antagelsen om at investorerne ikke mister tilliden til at den franske regering har kapacitet til at

¹⁰²De Grauwe (2012), side 10

¹⁰³De Grauwe (2012), side 10

¹⁰⁴De Grauwe (2012), side 10-11

håndtere dette budgetunderskud, og af denne årsag, ikke er nødt til at hæve renteniveauet, i forsøget på at kompensere for en højere risiko. Med udgangspunkt heri, er investorerne villige til at opkøbe de ekstra statsobligationer, budgetunderskuddet skaber.

Ovenstående forudsætter dermed, at renteniveauet i Frankrig forbliver uændret. Samtidig forårsager overskuddet i Tyskland, at Tyskland trækker en del af deres statsobligationer tilbage fra markedet, som følge af at de ikke har et underskud der skal finansieres. Det betyder dermed at udbuddet af tyske statsobligationer falder, samtidig med at udbuddet af franske statsobligationer stiger. Såfremt markedet udviser lige stor tillid til de franske statsobligationer som til de tyske statsobligationer, er investorerne villige til at opgive en del af deres tyske obligationer, til fordel for flere franske statsobligationer, som følge af at disse i teorien betragtes som perfekte substitutter. På denne måde har den franske regering ingen særlige udfordringer forbundet med at finansiere deres underskud gennem udstedelsen af statsobligationer.

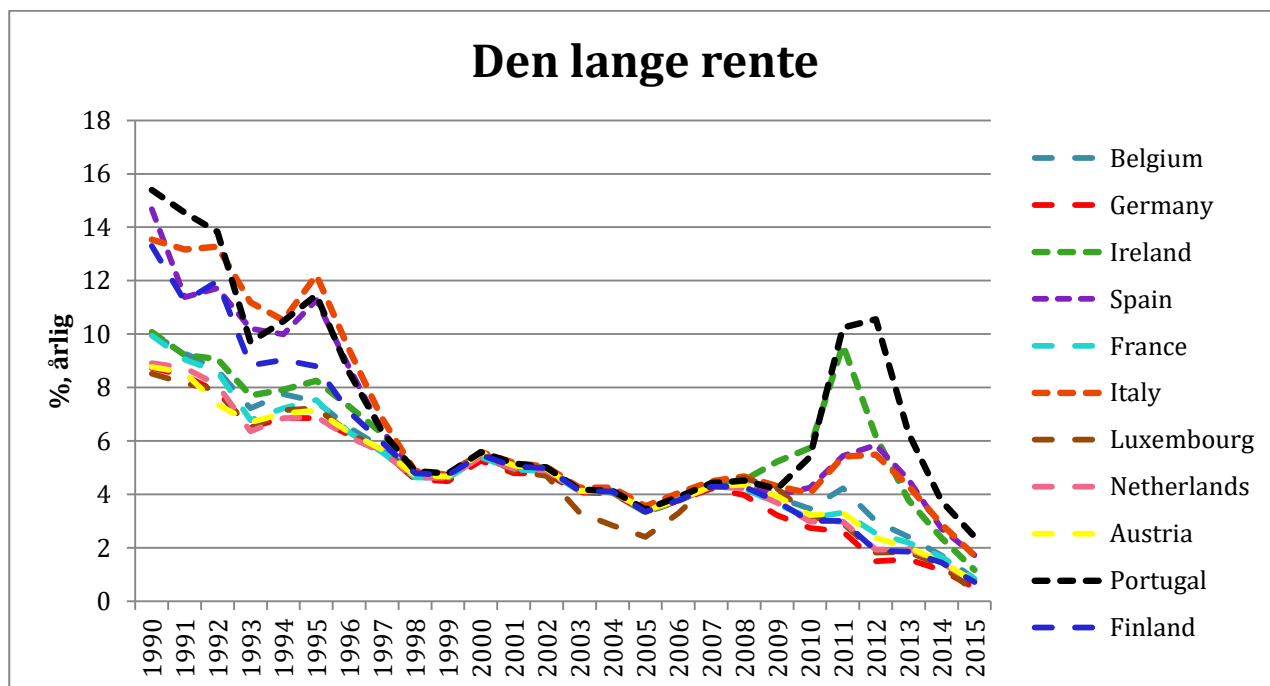
Såfremt disse forudsætninger er til stede i Eurozonen, burde disse forhold, i tråd med rentekravet i Maastrichtkriterierne, medføre en form for konvergens eller stabilitet i det lange renteniveau i Eurozonens medlemslande. Et eksempel på dette, der står uden for denne analyse, er Grækenland, der som medlem af Eurozonen har et særdeles højt renteniveau, som følge af at investorerne, i kraft af Grækenlands omfattende gældskrise, anser græske statsobligationer som værende forbundet med en ekstraordinær høj risiko¹⁰⁵. Samtidig indikerer ovenstående teori, at den krise Eurozonen befinder sig i på nuværende tidspunkt, der må betragtes som et temporært chok til økonomien, frem for en permanent ændring i eksempelvis forbrugspræferencer, ikke burde have en effekt på det lange renteniveau. Dette viser sig imidlertid ikke at være tilfældet, da der empirisk er flere eksempler på divergens i renteniveauet – denne divergens kan enten være forårsaget af at der blandt investorerne opstår tvivl om, hvorvidt den nuværende krise efterhånden kan karakteriseres som mere eller mindre permanent, eller som følge af de markeds kræfter, der i Eurozonen træder i kraft, når et land ikke udviser tilstrækkelig finanspolitisk disciplin.

5.1.1.2 Den lange rente og Eurozonen

Figur 4 illustrerer udviklingen i det lange renteniveau for de Eurozonelande, der deltog ved implementeringen af euroen som fælles valuta i 1999. Det skal i forbindelse med Figur 4 bemærkes,

¹⁰⁵Munk (2012)

at pointen er at identificere de lande der oplever divergens, hvorefter det kan antages, at de resterende lande oplever konvergens.



Figur 4: Udvikling i den lange rente fra 1990-2015 for de 11 oprindelige medlemslande.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁰⁶.

Figur 4 illustrerer at disse lande, frem mod 1999, alle oplever et faldt i niveauet for deres lange rente, hvorefter samtlige lande, bevæger sig mere eller mindre synkront frem mod finanskrisen i 2008. Samtidig illustrerer figuren, at samtlige lande formår at overholde rentekriteriet med en rente på maksimalt 6.61 % i året forud for indførelsen af euro.

Denne synkrone udvikling i niveauet indikerer at medlemslandenes statsobligationer i denne periode, er blevet betragtet som substitutter af investorerne, og den i Delors-rapporten ønskede konvergens i det lange renteniveau, for en tid, er opnået. Årsagen hertil findes sandsynligvis i Delors-rapportens klare budskab om at indførelsen af euroen, og således deltagelsen i samarbejdet, betragtes som en irreversibel handling. Ud fra dette er det sandsynligt at investorerne har antaget, at et medlemsland under disse forudsætninger, kan betragtes som en sikker investering, fordi Eurozonen ikke kan tillade, at et land går konkurs eller forlader samarbejdet.

Samtidig må faldet i niveau, alt andet lige, indikere at samtlige landes statsobligationer i perioden bliver forbundet med lavere risiko, end før landene dannede en monetær union, hvilket også kan være en konsekvens af Delors-rapportens klare udmelding om euroen som en irreversibel handling.

¹⁰⁶AMECO, "long term nominal (ILN)"



Fra 2008 til 2012 oplever især Portugal, Irland, Italien og Spanien en stigning i deres lange renteniveau, hvorefter niveauet for samtlige lande falder stødt fra 2012, og umiddelbart konvergerer mod samme niveau frem mod 2015.

Med udgangspunkt i denne empiri og teori, indikerer stigningen i renten for de førnævnte lande, at tilliden til disse, ikke formår at matche de resterende landes, hvilket må betyde at disse landes situation, jf. tidligere beskrevet teori, forværres i form af en øget risiko for en likviditetskrise og et øget renteniveau, der hæmmer investeringer og det private forbrug. Det er i denne sammenhæng bemærkelsesværdigt, at renteniveauet for både Italien og Spanien først opstår i 2010, to år efter finanskrisens indtræden. Denne forsinkede reaktion fra investorernes side, indikerer at de, i dette konkrete tilfælde, brugte to år på at ændre deres forventninger til begge lande under antagelsen om, at investorerne frem mod 2010, ikke havde nogen ekstraordinær risiko forbundet med investeringer i netop disse to Eurozonelande. Samtidig er det sandsynligt at der blandt en del af investorerne opstod en frygt for, at det først var muligt at få udbetalt de respektive beløb efter det pågældende land havde betalt sin resterende gæld af, hvilket har som konsekvens, at investorerne efterspørger et højere renteniveau¹⁰⁷. Foruden dette er det bemærkelsesværdigt, at renteniveau i samtlige af disse lande, oplever en faldende tendens, efter Den Europæiske Centralbank i 2012 gør det muligt at opkøbe nationale statsobligationer blandt medlemslandene, for lige netop at afværge denne renteforskel, og samtidig forstyrre det korrigerende element renten skal fungere som.

Det skal i denne kontekst bemærkes at den finanskrisen der indtraf i 2008, ikke kan sidestilles med et asymmetrisk chok i klassisk og teoretisk forstand, hvor et land oplever et fald i efterspørgslen og et andet oplever en stigning/uændret tilstand i efterspørgslen, da finanskrisen i højere grad må betragtes som en kollektiv recession, med Eurozonen som kontekst, hvor graden af faldet i efterspørgslen, og deraf forøgelse af gæld, differerer. Som følge af at den lange rente i Portugal, Irland, Italien og Spaniens tilfælde oplevede en stigning, indikerer dette, at investorerne i forbindelse med det chok finanskrisen bragte, ikke formåede at bibeholde samme tillid til disse lande, som de resterende medlemslande. Dette kan betyde, at landene ikke har samme forudsætninger for at håndtere en krise i valutaområde. Dette kommer til udtryk gennem stigningen i det lange renteniveau i forbindelse med finanskrisen, hvor disse lande således oplever et endnu større fald i efterspørgslen, end de lande hvor renteniveauet er uændret, eller bærer præg af en

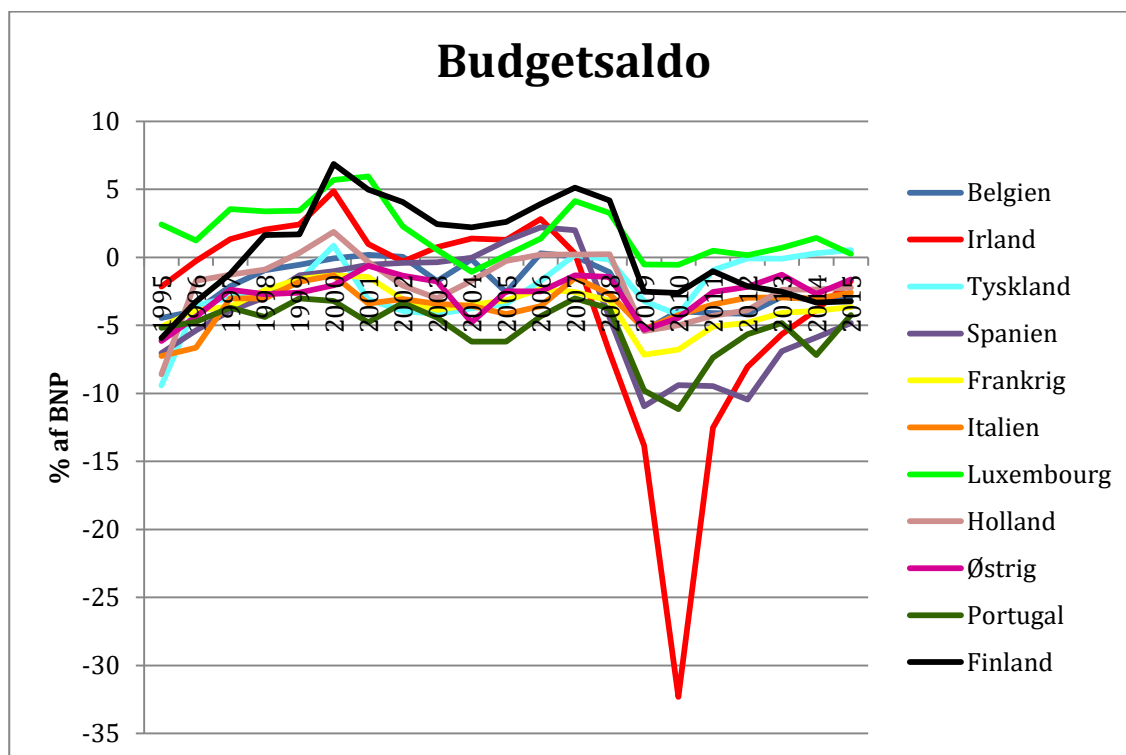
¹⁰⁷Caporaso og Rhodes (2016), side 64

mindre stigning. På denne måde kan fluktuationer i det lange renteniveau Eurozonens medlemslande imellem, medføre en øget divergens i medlemslandenes strukturelle og økonomiske parametre, og herunder eksempelvis BNP og ledighed.

5.1.2 Det lange renteniveau og den offentlige saldo

Med udgangspunkt i ovenstående teori vil differensen i tillid til landene, opstå i konteksten af et budgetunderskud og dermed øget gæld i det pågældende land i forbindelse med choks til økonomien, hvor finanskrisen er et eksempel på et sådan, af mere vedholden karakter.

Det skal i denne forbindelse bemærkes, at budgetsaldoen afspejler forskellen på statens indkomst og udgifter, og således ikke endegyldigt indikerer karakteren af statens finanspolitiske gøren. Statens intention kan eksempelvis være at bremse væksten i økonomien gennem et overskud på den offentlige saldo, men såfremt økonomiens tilstand er svag, vil tabet af skatteindtægter, skubbe den fiskale balance i underskud frem for overskud. Af lige netop denne årsag, vil medlemslandenes strukturelle saldo blive beskrevet i den individuelle analyse¹⁰⁸.



Figur 5: Udvikling i medlemslandes budgetsaldo fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁰⁹.

¹⁰⁸Mitchell (2015), side 183-184

¹⁰⁹AMECO, "net lending (B9) (UBLG)"

Figur 5 illustrerer udviklingen i medlemslandenes budgetsaldo, og viser at de tre lande, der i årene omkring finanskrisen oplevede det højeste udsving i niveauet for deres lange rente, desuden er de tre lande der har det største udsving i budgetunderskud i perioden, og således må optage gæld; Portugal, Irland, Spanien. Efterfølgende falder landenes budgetunderskud, der i Figur 5 er afspejlet i en forbedring af budgetsaldoen, og konvergerer mod samme område som størstedelen af de resterende medlemslande befinder sig i, hvilket desuden afspejles i disse tre landes lange renteniveau, som efter år 2012 falder. Samtidig oplever Frankrig en mindre forværring af budgetsaldoen, uden dette afspejles i et større udsving i niveauet for den lange rente. Det betyder dermed, at antagelsen i teorien om at det lange renteniveau afspejler en øget risiko der opstår i forbindelse med landenes optagelse af gæld, bortset fra Frankrigs tilfælde, umiddelbart bekræftes i den empiriske udvikling i Eurozonen, og således underbygger tidligere bemærkning om, at landenes statsobligationer ikke betragtes som perfekte substitutter.

Forud for optagelsen i Den Økonomiske og Monetær Union er der, som tidligere beskrevet, fremsat konkrete krav til landenes budgetære udvikling i årene op mod indførelsen af euroen. Et land kan optages til trods for at disse krav ikke er fuldkomment opfyldt, under forudsætning af at landets gæld og budgetunderskud har en nedadgående tendens. Tabel 3 viser landenes budgetsaldo i årene op mod indførelsen af euroen.

	1997	1998	1999
Belgien	-2,1249375	-0,9479722	-0,5508832
Finland	-1,2091604	1,6356266	1,683698
Frankrig	-3,6260511	-2,4066807	-1,5783374
Holland	-1,2730127	-0,9046659	0,3261514
Irland	1,3258835	2,0267132	2,4177208
Italien	-3,0108265	-3,0200992	-1,8037894
Luxembourg	3,5404217	3,3674138	3,4189317
Portugal	-4,5515959	-4,1655323	-2,245402
Spanien	-3,9131434	-2,9488739	-1,322697
Tyskland	-2,9451118	-2,5318224	-1,6982101
Østrig	-2,3888894	-2,7243626	-2,59688

Tabel 3: Budgetoverskud/budgetunderskud i % af BNP fra 1997-1999.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹¹⁰.

På trods af at medlemslandenes gælds niveau tildeles opmærksomhed af både Delors-komiteen i Delors-rapporten, Europa Kommissionen, m.fl., fremgår det af Tabel 3, at nogle af landene ikke har overholdt det finanspolitiske konvergenskrav ved implementeringen af fase tre¹¹¹. Disse lande er Italien, Portugal, Spanien og Frankrig, hvilket må betragtes som værende paradoksalt, eftersom

¹¹⁰AMECO, "net lending (B9) (UBLG)"

¹¹¹Dvs. indførelsen af euro

budgetsaldo og gæld, både i det tidlige arbejde bag Eurozonen og i nyere tid, er blevet udpeget som et af områdets særlige fokusområder. Det er i denne sammenhæng bemærkelsesværdigt, at tre af disse lande; Frankrig, Portugal og Spanien desuden er de lande, der oplever det største udsving i forbindelse med finanskrisen, jf. Figur 5, samtidig med at Spanien, Irland og Portugal, er de lande der har haft størst udsving i niveauet for deres lange rente, jf. Figur 4. Med forsigtighed kan dette indikere, at de tre sidstnævnte lande, med udgangspunkt i den fremlagte empiri, muligvis ville være økonomisk bedre stillet, uden for dette samarbejde. Dette kan skyldes at økonomiernes strukturelle opbygning eller generelle tilstand, ikke har optimale vilkår under et valutasamarbejde som Eurozonen. Omvendt er landene, i kraft af deres geografiske placering, kandidater på niveau med den resterende del af Eurozonen, under forudsætning af at de udviser finanspolitik disciplin¹¹².

For at vende tilbage til det teoretiske eksempel med Tyskland og Frankrig, og det scenarie hvor investorerne taber tillid til Frankrig i forbindelse med en temporært chok, med budgetunderskud og en øget gæld som konsekvens, er det i tilfælde som dette, at der blandt investorerne kan opstå tvivl om recessionens længde og karakter. Dette medfører en likviditetsflugt fra Frankrig mod Tyskland, hvor investorerne sælger ud af deres franske statsobligationer til fordel for opkøb af tyske statsobligationer, på trods af at de danner et monetært samarbejde. Denne likviditetsflugt skaber en stigning i niveauet for den lange rente i Frankrig og et fald i samme for Tysklands vedkommende – det vil sige at renteniveauet divergerer, som tilfældet er det i de nævnte perioder i Figur 4. Denne stigning i renten betyder for Frankrigs vedkommende at den aggregerede efterspørgsel forringes yderligere, hvilket i sig selv skaber en dybere recession i landet, samtidig med at den aggregerede efterspørgsel i Tyskland forbedres yderligere. I denne forbindelse formår investorerne, gennem deres forventninger, at forårsage en dybere recession for Frankrigs vedkommende. Dette er dermed et eksempel på, at ændringer i investorerne tillid, påvirker konjunkturbevægelserne, og er således et eksempel på, at lande der tilsammen udgør en monetær union, kan medføre en øget volatilitet i output og beskæftigelse gennem ændringer i niveauet for den lange rente.

Dette kan til dels sammenlignes med ovenstående empiriske eksempel med Eurozonen og finanskrisen – bortset fra at dele af samarbejdet i det teoretiske eksempel oplever et fald i efterspørgslen hvor andre oplever en stigning, og denne empiriske situation i stedet er karakteriseret ved en differens i hvor ekstremt et negativt chok landene oplever i efterspørgslen¹¹³. Hvorvidt

¹¹²Christophersen (2016) 18:50

¹¹³De Grauwe (2012), side 10-11



finanskrisen i teoretisk forstand betragtes som et permanent eller temporært asymmetrisk chok, med udgangspunkt i at denne hændelse overvejende betragtes som en global finanskrise, vil denne opgave ikke uddybe yderligere, omend udsvinget i en del af landenes lange renteniveau, indikerer at finanskrisen i disse landes tilfælde, må betragtes som værende temporær, med usikkerhed omkring graden af recession, eller en permanent ændring – hvoraf førstnævnte i denne kontekst, må betragtes som værende mest plausibel, som følge af finanskrisen i udgangspunktet betragtes som en krise og dermed en form for chok til økonomierne.

Hvis Frankrig og Tyskland i det teoretiske eksempel, i stedet havde valgt ikke at deltage i en monetær union, kunne begge lande have undgået ovenstående destabiliserende tendenser. Såfremt Frankrig havde beholdt sin egen valuta, skulle de investorer der ville sælge deres franske statsobligationer, gennem det internationale valutamarked for at gennemføre dette. Det betyder at de ville sælge franske franc og købe tyske mark, hvilket medfører en depreciering af den franske franc i forhold til den tyske mark. En depreciering af den franske franc vil øge efterspørgslen, samtidig med at efterspørgslen på tyske varer, som følge af stigningen i værdien for den tyske mark, vil falde. På denne måde vil valutakurserne fungerer som stabilisatorer, hvilket er en stabilisator der er fraværende, i tilfælde af en monetær union¹¹⁴.

Med udgangspunkt i Delors-rapporten, bør arbejdsmarkedets fleksibilitet overtage denne stabiliserende rolle. Foruden arbejdsmarkedets rolle, tildeles også den finanspolitiske disciplin en rolle, der til en hvis grad kan betragtes som stabiliserende. Såfremt en økonomi oplever et negativt chok til efterspørgslen, har økonomien et råderum svarende til 3 % af BNP for den offentlige saldo, eller 1 % af den strukturelle saldo, under antagelsen af et gælds niveau under 60 %, til at modvirke dette chok til økonomien. Før end dette er plausibelt, antages det at landet i forbindelse med højkonjunktur fører en politik der nærmer sig finanspolitisk konsolidering, og i forbindelse med en lavkonjunktur, benytter sig af muligheden for et budgetunderskud. Såfremt økonomien formår at holde den finanspolitiske disciplin budget- og gældskriteriet afspejler, vil dette betyde at landet ikke oplever det supplerende fald i efterspørgslen som er tilfældet i Figur 2, da den finanspolitiske disciplin og deltagelsen i valutasamarbejdet, medfører at niveauet for den lange rente holdes uændret. På denne måde kan medlemslandene i Eurozonen således afhjælpe et negativt chok til landets økonomi, dette være sig symmetrisk eller asymmetrisk.

¹¹⁴De Grauwe (2012), side 10-11

Med konstateringen om at det fald i efterspørgslen, dele af Eurozonen oplever på nuværende tidspunkt, betragtes som temporært, med usikkerhed omkring chokkets karakter og længde, kombineret med fraværet af arbejdsmarkedsfleksibilitet som stabilisator, og et begrænset finanspolitisk budget, er det imidlertid besværligt at klarlægge hvordan den aktuelle tilstand skal forbedres. Under antagelsen om at dette er gennem finanspolitisk disciplin, hvilket Finanspagten i øvrigt afspejler, virker dette paradoksalt, da et land i forbedringen af sin strukturelle saldo, vil være nødsaget til at stramme sin finanspolitik, og på denne måde forstærke den krisetilstand, der på nuværende tidspunkt er aktuel. På den anden side er denne disciplin i princippet nødvendig, før end landene kan opnå konvergens i det lange renteniveau – der alligevel er en korrigerende effekt, Den Europæiske Centralbank har modarbejdet i sin ekspansive pengepolitik, uden dette umiddelbart har haft den ønskede effekt. Dette leder frem til spekulationer om, hvorvidt en finanspolitik af mindre restriktiv karakter vil være den mest effektive løsning – denne konstatering vil blive uddybet i den individuelle del af analysen, med udgangspunkt i BNP gap og landenes strukturelle saldo.

Igennem ovenstående udtrykkes en teoretisk og delvis empirisk tilgang til Eurozonen, med afsæt i Maastrichtkriteriet om konvergens i det lange renteniveau, hvor et fravær af denne konvergens umiddelbart kan fremstå som en destabiliserende effekt i en monetær union. Manglen på konvergens skyldes at medlemslandenes statsobligationer ikke betragtes som perfekte substitutter af investorerne, og af denne årsag, i perioder betragtes med forskellige niveauer af risiko, der således afspejler sig i landenes lange rente niveau. Dette er ifølge tidligere afsnit¹¹⁵ lige netop pointen med det lange renteniveau – når enkelte landes lange renteniveau divergerer, er dette udtryk for en laissez-faire tilgang til finanspolitikken.

En af årsagerne til fraværet af investorerne betragtning af landenes statsobligationer som substitutter, kan være forskelle i medlemslandenes institutionelle set-up, og herunder differens i eksempelvis arbejdsmarkedsinstitutioner og retssystemer. Som udgangspunkt må det antages at Delors-komiteen, i sin udarbejdelse af Delors-rapporten, har været opmærksom på, at der i Eurozonen kan opstå denne type kapitalflugt fra et medlemsland til et andet, som følge af differens i tillid, på trods af at landene har samme monetære politik og samme valuta.

Dette kan, som tidligere nævnt, være en del af motivationen bag lige netop rentekravet som en del af Maastricht-traktaten, og samtidig være en del af baggrunden for det omfattende fokus og

¹¹⁵Politisk og økonomisk afklaring



bekymring for landenes budgetsaldo, der kommer til udtryk gennem de finanspolitiske restriktioner i både Maastricht-traktaten og Stabilitets- og Vækstpagten.

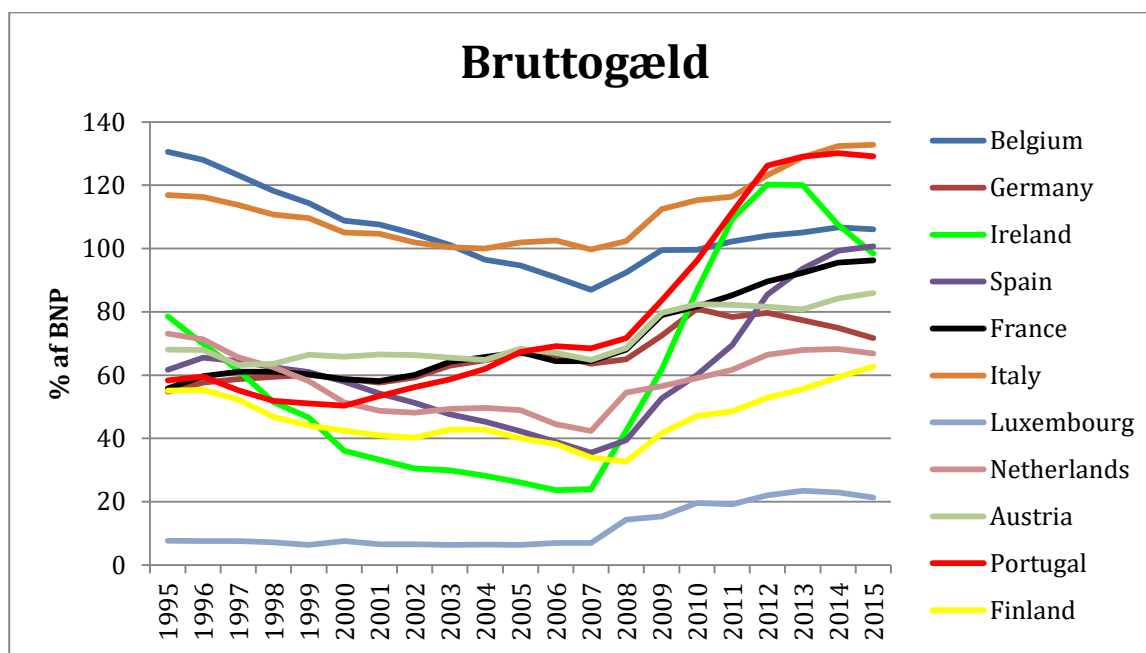
Med udgangspunkt i den foreløbige empiriske analyse, kan det konkluderes at der kun delvist er opstået konvergens, både i form af ordets bogstaveligste forstand eller gennem en fuldkommen synkron eller stabil udvikling i medlemslandenes niveau for den lange rente. Dette kan, jf. landenes empiriske udvikling, være en særlig udfordring for Portugal, Irland, Spanien og Italien, der empirisk oplever et større udsving i renteniveauet, sammenlignet med de resterende lande, i forbindelse med finanskrisen. Med antagelsen om det lange renteniveau som stabilisator i forbindelse med misligholdelse af den finanspolitiske disciplin, er divergens i lige netop disse landes lange renteniveau, et element hvis formål er skabe et incitament for landene til at forbedre deres offentlige saldo, der jf. Figur 5 ikke konsekvent formår at holde sig inden for det ønskede niveau.

En måde at håndtere denne divergens i tilliden til landene på, er gennem en fiskal union, og herunder indførelsen af en fælles budgetær union. Behovet for dette udtrykkes både af Kenen, jf. afsnittet om OCA, og af Europa-Kommissionen selv¹¹⁶, der desuden anerkender at forskelle i investorernes tillid, er en del af årsagen til den øgede divergens i landenes reale parametre.

5.1.3 Konvergens i gæld

Medlemslandenes budgettære forhold skal naturligvis sammenholdes med udviklingen i bruttogæld, der med udgangspunkt i gældskriteriet, ikke må overstige 60 % af BNP. Udviklingen i landenes samlede gæld illustreres i Figur 6.

¹¹⁶Juncker (2015), side 11



Figur 6: Udvikling i de oprindelige Eurozonelandes gæld som % af BNP fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹¹⁷.

Det fremgår af Figur 6 at størstedelen af landene ved indførelsen af Euroen i 1999, og i årene op til, har en gæld under eller omkring 60 % af BNP. I denne forbindelse skiller Italien og Belgien sig ud, med en samlet bruttogæld på henholdsvis 110.77 % og 118.20 % i 1998, året inden indførelsen af euroen. Foruden Portugal har samtlige lande en nedadgående eller stabil udvikling i deres gæld frem mod 2007/2008, hvorefter gælden konsekvent stiger for medlemslandene, og i 2015 er Luxembourg det eneste land, der med en bruttogæld på 21.33 % af BNP, formår at holde sig under grænseværdien på 60 %. Denne udvikling i gæld bekræfter således den tidligere paradoksale observation om, at der i Eurozonen, trods omfattende opmærksomhed, ikke er mange der formår at overholde kriteriet. Dette leder naturligvis frem til spekulationer; både omkring hvorvidt en samlet bruttogæld på 60 % er et hensigtsmæssigt niveau og om hvor skadelig et lands gæld er i empirisk forstand – hvis et gælds niveau på over 60 % er uhensigtsmæssigt, som antaget i samarbejdet, burde dette uden tvivl have konsekvenser for landenes BNP og andre strukturelle parametre, som eksempelvis arbejdsløshed. Omvendt burde et lands gæld i princippet ikke defineres gennem en konkret procentsats, da et bæredygtigt gælds niveau i højere grad handler om omfanget og karakteren af gæld et land kan håndtere uden at øge risikoen for konkurs, nærmere end en one-size-fits-all løsning på 60 % af BNP¹¹⁸. Denne tilgang bliver til dels mødt af Stabilitets- og Vækstpagtens ”six pack”, der medfører at et land kan overskride grænsen på 60 % for en tid,

¹¹⁷AMECO, “Gross Public Debt (UDGG)”

¹¹⁸Ragot (2015), side 1

efterfulgt af en gældsreduktion, således landet sænker sin gæld til et maksimum på 60 % på sigt¹¹⁹. En nærmere analyse af enkelte oprindelige medlemslandes gældsudvikling, følger i anden del af analysen.

Årsagen til at disse konvergenskrav er indført, findes i frygten for at inflation fra et land med en høj gæld/BNP-rate overføres til de lande med en lav gæld/BNP-rate. Såfremt et land har en høj gæld/BNP-rate, som eksempelvis Italien, jf. Figur 6, medfører denne høje gæld et øget incitament for den Italienske stat, til at skabe en overraskelsesinflation. Dette skyldes at en del af Italiens obligationer er langsigtede, hvilket betyder at renten på disse obligationer er fastsat efter en tidligere forventning til udviklingen i inflation. Såfremt den Italienske regering formår at skabe en overraskende stigning i inflationen, medfører denne stigning, at den reale værdi af obligationerne vil falde, og at investorerne af disse obligationer ikke vil blive kompenseret tilstrækkeligt for denne uforudsete stigning i niveauet for inflation. Dette medfører at investorerne udsættes for et tab, og den italienske regering vinder i udbetalingen af afkast på disse obligationer¹²⁰. Det skal i denne forbindelse bemærkes at investorerne, såfremt disse er rationelle, ikke fortsat vil investere i italienske obligationer, medmindre de gennem renteniveauet kompenseres for denne stigning i inflation, hvilket også er årsagen til, at disse overraskende stigninger i inflation ikke kan hænde systematisk.

Ovenstående medfører således, at en monetær union, bestående af både højt og lavt gældsatte lande, skaber bekymring for de lande der ikke har en høj gæld, som følge af at landet med den høje gæld har et øget incitament til at skabe en kortvarig øget inflation. Dette øgede incitament for inflation, og risiko for likviditetskrise i det pågældende land, jf. forskelle i det lange renteniveau, er årsagen til at de lande med et lavere gælds niveau, kan forlange at nye medlemslande, inden de indtræder i Eurozonen, nedsætter deres gæld.

Et forhold ovenstående, samt niveauet for gæld på 60 %, ikke umiddelbart tager hensyn til, er de muligheder der i forbindelse med særlige typer af gæld, opstår i forbindelse med afbetalingen af samme. I tilfælde hvor et land ikke er en del af en monetær union og besidder egen valuta, har landet mulighed for selv at trykke gældsbeløbet i egen valuta. Denne mulighed arbejder tidligere teoretiske beskrivelse og problemstilling med, under afsnittet vedrørende konvergens i det lange

¹¹⁹Ragot (2015), side 10

¹²⁰De Grauwe (2012), side 137

renteniveau, med investorernes frygt for misligholdelse af gæld i eksemplet med England. En sådan udligning af gæld har en øget inflation som konsekvens, hvilket i sig selv sænker værdien af den reale gæld, men samtidig også har et udfald i form af en forværret konkurrenceevne. Som følge af landene i Eurozonen har fælles valuta, og at seddelpressen i øvrigt administreres egenrådigt af Den Europæiske Centralbank, er netop denne type udligning af gæld ikke relevant i denne kontekst. En anden måde en regering kan optage gæld på, er gennem landets private sektor. I dette tilfælde låner landet i princippet penge af sig selv, der til enhver tid kan inddrages gennem et øget skatteniveau, og efterfølgende afbetales til ejerne af statsobligationerne. I denne forstand kan gælden håndteres internt i landet, hvorfor der i dette tilfælde ikke er lige så høj risiko forbundet med gældssætningen, som hvis denne er optaget på det internationale kapitalmarked. Et eksempel på sidstnævnte er Japan der i 2015 havde en statsgæld på 246.2 % af BNP¹²¹, hvoraf hovedparten er indenlandsk ejet¹²². Et andet eksempel er Belgien med en gæld på 106 % i år 2015, hvoraf den indenlandske gæld udgør 46 %¹²³.

Pointen med ovenstående typer af gæld, er at det imidlertid ikke er gælden i sig selv der er en udfordring, men hvilken type af gæld landet har optaget. På denne måde er et lands gælds niveau ikke velbeskrevet alene ved gældens størrelse opgjort i bruttoværdi, hvorfor en betragtning af kreditorerne og landets øvrige aktiver bør holdes in mente, såfremt der skal tegnes et retvisende billede af et lands gæld. Omvendt er argumentet for at benytte bruttogæld frem for nettogæld, at det i opgørelsen af nettogæld er besværligt at medtage de risici der er forbundet med landets investeringer¹²⁴.

I forlængelse af Maastricht-traktaten i 1992, fulgte Stabilitets- og Vækstpagten i 1998, hvis formål blandt andet var at håndhæve den i Maastricht-traktaten bestemte budgetrestriktion. Når medlemslandene ikke overholder disse restriktioner, skal de i princippet sanktioneres – dette har, trods adskillige overskridelser dokumenteret i ovenstående, vist sig ikke at være tilfældet. Dette kan indikere at disse sanktioner primært skal fungere som en signalværdi over for medlemslandene, der af frygt for disse sanktioner og den ydmygelse en sådan vil bringe, opmuntres til at overholde restriktionerne. Samtidig bliver disse sanktioner ikke fremstillet ved Den Europæiske Domstol, men blandt medlemslandenes ministre, hvilket skaber udfordringer, når landene mere eller mindre

¹²¹Simonsen (2015)

¹²²Udenrigsministeriet, "Info om Japan"

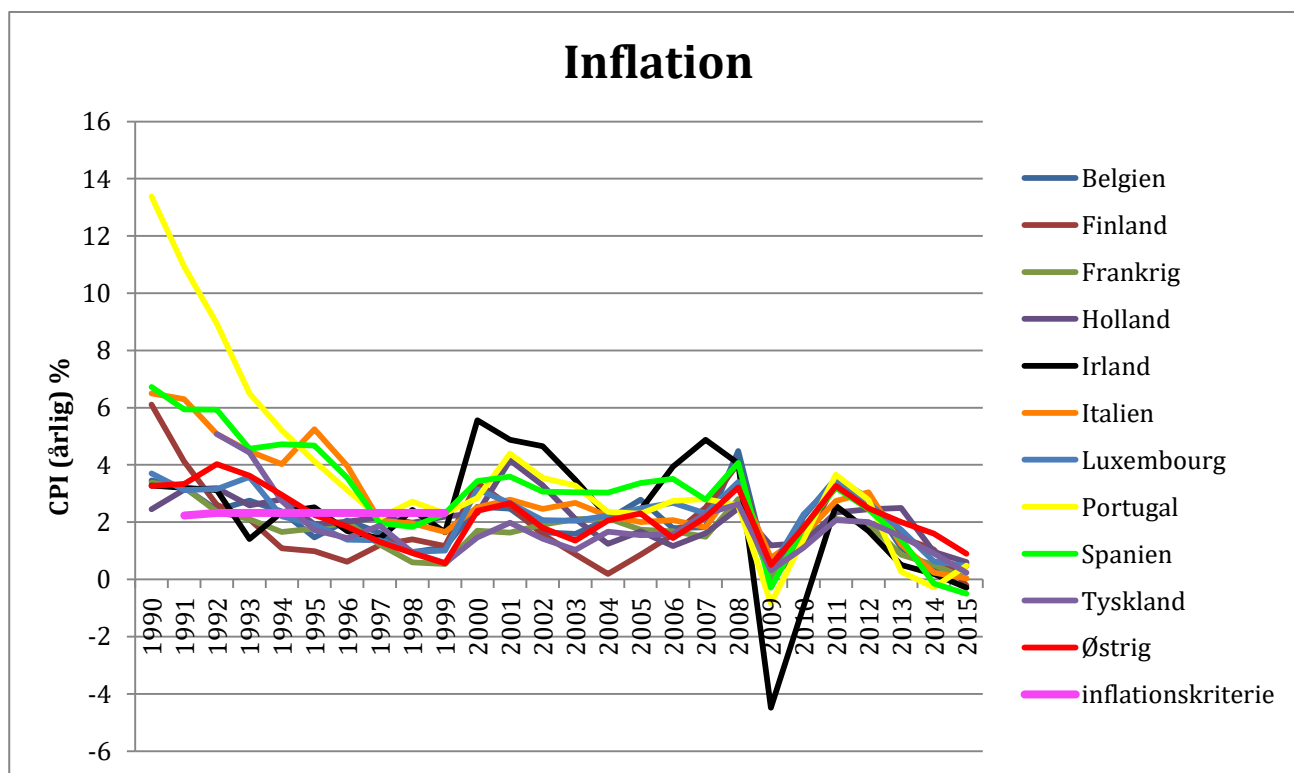
¹²³NBB, "Breakdown of consolidated gross debt"

¹²⁴Christophersen (2016) 16:55

kollektivt, i forskellige perioder, ikke har overholdt budgetrestriktionen på 3 %. Dette fravær af sanktioner vil sandsynligvis ændre sig, hvis sanktionerne i stedet blev bestemt ved domstolen. Med indførelsen af sanktioner i Stabilitets- og Vækstpagten understreges samtidig et behov for disciplin i samarbejdet, efterfulgt af spørgsmålet om, hvorvidt en Stabilitets og Vækstpagt under lige netop disse vilkår, skaber de tilstrækkelige og nødvendige betingelser og forudsætninger for at skabe stabilitet.

5.1.4 Konvergens i inflation

Ved indtrædelse i Eurozonen og indførelsen af euroen, var en stabil inflation et af adgangskriterierne jf. Maastricht-traktaten, hvilket også afspejles i rentekriteriet og budgetkriteriet, jf. ovenstående analyse. Mere nøjagtig var det påkrævet at hvert land, i året forud for tredje fases begyndelse, havde en inflation der var højst 1.5 % højere end gennemsnittet for de tre lande, der havde den laveste inflationsrate blandt Eurozonelandene. I 1998, der betragtes som det år der går forud for de 11 oprindelige medlemslandes indtrædelse i Eurozonen, er Frankrig, Tyskland og Østrig de lande med den laveste inflation, hvilket medfører et inflationskriterium på 0.82 %.

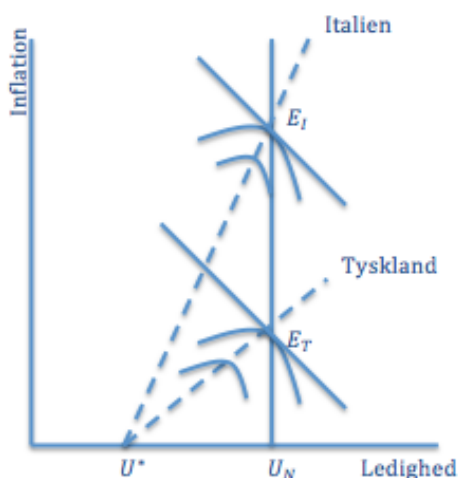


Figur 7: Udvikling i inflation fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning med data fra The World Bank¹²⁵.

¹²⁵The World Bank, "Inflation, consumer prices (annual %)"

Figur 7 viser udviklingen i medlemslandenes inflation, hvoraf inflationskriteriet er markeret ved en pink streg. Det fremgår af denne figur, at de eneste to lande der ikke formår at overholde inflationskriteriet er Portugal og Irland, hvor især Portugal har en inflation der i årene forud for implementeringen af fase tre er bemærkelsesværdig høj, hvilket indikerer Portugal sandsynligvis må sænke sin inflation, på bekostning af en stigning i ledighed.

Inflationskriteriet er indført for at sikre Den Økonomiske og Monetære Union ikke udsættes for et inflationsbias. Baggrunden for denne frygt beskrives bedst gennem Barro-Gordon modellen, der med Tyskland og Italien som teoretisk eksempel, er illustreret i Figur 8.



Figur 8: Barro-Gordon modellen viser ligevægt mellem inflation og ledighed, med Italien og Tyskland som teoretiske eksempler.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra De Grauwe, side 136.

Barro-Gordon modellen tager i udledningen udgangspunkt i den forventningsudvidede

Phillipskurve, beskrevet ved:

$$U = U_N + a(\dot{p}^e - \dot{p}),$$

hvor U er ledighedsraten, U_N er den naturlige ledighed, \dot{p} er den observerede inflationsrate og \dot{p}^e er den forventede inflationsrate. Denne formel tager udgangspunkt i, at kun uventet inflation påvirker ledigheden. Det betyder, at når den faktiske inflation er højere end den forventede inflation, falder ledigheden til under det naturlige niveau. Samtidig antages forudsætningen om rationelle forventninger, hvilket betyder at de økonomiske agenter medtager alt relevant information i deres forudsigelse, og af denne årsag, ikke kan tage systematisk fejl. På denne måde er den forventede inflation i gennemsnit lig den faktiske og ledighedsniveauet er i gennemsnit lig det naturlige niveau¹²⁶.

¹²⁶De Grauwe (2012), side 40-41

I Figur 8 repræsenterer den vertikale linie den langsigtede Phillipskurve, som illustrerer alle de punkter, hvor den forventede inflation er lig den faktiske inflation, og dermed definerer den naturlige arbejdsløshedsrate, der i dette projekt er beskrevet ved NAIRU. De konkave kurver i figuren beskriver landenes indifferenskurver. Indifferenskurverne illustrerer hvorledes de monetære myndigheder prioriterer mellem inflation og ledighed, hvor de lande, hvis primære fokus er på ledighed har stejle indifferenskurver og de lande hvis primære fokus er på inflation, har mere flade indifferenskurver¹²⁷.

Med udgangspunkt i Figur 8 og Tyskland og Italien som eksempel, antages det at disse to lande er identiske, bortset fra deres monetære myndigheders præferencer. Som figuren illustrerer er Italiens indifferenskurver stejle, hvilket indikerer et fokus på ledighed frem for inflation, hvor Tysklands indifferenskurver er fladere, og således angiver et fokus på inflation, på bekostning af ledighed. Dette medfører to ligevægtpunkter; E_T for Tyskland og E_I for Italien, hvor inflationen i Italien er gennemsnitligt højere, end tilfældet er i Tyskland, uden dette medfører en gevinst i ledighed for Italiens vedkommende¹²⁸.

Når disse to lande skal danne en monetær union, indebærer dette at en ny fælles centralbank implementeres. Det betyder at landet med det lave inflationsniveau, Tyskland, oplever en reducere af landets velfærd, som følge af at den nye centralbank, sandsynligvis vil reflektere de gennemsnitlige præferencer blandt de deltagende lande – dette betyder, at inflationsraten i Tyskland stiger, til et niveau mellem E_T og E_I . Det skal her bemærkes at dette tab af velfærd for Tysklands vedkommende, opstår endogen i modellen, og medtager således ikke eksterne fordele, som eksempelvis lavere transaktionskostninger, etc., hvilket betyder at landet ved en endelig opgørelsen, forhåbentligt, og samlet set, oplever en velfærdsgavn frem for et tab, således unionen i en teoretisk forstand kan betragtes som optimal.

Med udgangspunkt i Tysklands velfærdstab, vil Tyskland ikke deltage i en monetær union, medmindre Tyskland kan indføre betingelser. Med afsæt i Figur 8 må disse betingelser være, at den fælles centralbank arbejder med samme præferencer som den tyske Bundesbank. Dette kan med Eurozonen som kontekst opnås gennem to scenarier; enten må Den Europæiske Centralbank være

¹²⁷De Grauwe (2012), side 40-41

¹²⁸De Grauwe (2012), side 135-136

en tæt kopi af den tyske Bundesbank, eller gennem forudsætningen om, at de lande der deltager i Eurozonen, ved indtrædelsen har samme præferencer som Tyskland¹²⁹.

Med udgangspunkt i første scenarie, hvor Den Europæiske Centralbank bliver en tæt kopi af Bundesbank, er der risiko for at repræsentanterne i Den Europæiske Centralbank har inflationspræferencer der er forskellige fra Tysklands, hvilket betyder at de tyske repræsentanter kan sættes i mindretal, og ligevægtsniveauet for inflation således overstiger den tyske. For at undgå dette scenarie, valgte Tyskland ved oprettelsen af Eurozonen, at kontrollere indtrædelsen i unionen på en sådan måde, at kun de lande med samme præferencer, havde mulighed for at slutte sig til samarbejdet. Denne kontrol må antages at være implementeret gennem inflationskriteriet, der blev besluttet i forbindelse med indførelsen af Maastricht-traktaten, hvor de resterende lande bliver pålagt et inflationsniveau, der blandt andet er bestemt af det tyske inflationsniveau, såfremt de ønsker at deltage i den monetære union. For at nedbringe inflationen, som Figur 7 dokumenterer samtlige lande, bortset fra Portugal og Irland formåede, krævede dette sandsynligvis, at landene måtte øge deres ledighed midlertidigt, hvilket Tyskland således opfattede som dokumentation på, at landene var villige til at bekæmpe deres inflationsniveau¹³⁰ – dette indikerer således på samme måde som budgetrestriktionen, at disciplin i forbindelse med Eurozonen er en afgørende faktor. Også selvom denne disciplin, i dette teoretiske tilfælde, kan medføre ustabilitet, i form af en midlertidig stigning i ledigheden.

En udfordring i forbindelse med en pengepolitik hvor inflation prioriteres over de resterende forhold, er imidlertid risikoen for at undergrave vækst, i en situation hvor bankerne må hæve renteniveauet, for at sænke inflationen¹³¹. En sådan situation er ikke relevant i den periode dette projekt beskæftiger sig med, men kan være en tilstand der opstår på sigt, som følge af den ekspansive pengepolitik Den Europæiske Centralbank fører på nuværende tidspunkt, hvis konsekvens må være, at inflationen stiger i takt med efterspørgslen.

I forhold til det efterfølgende inflationsniveau i landene, og Den Europæiske Centralbanks inflationsmål på 2 %, fluktuerer inflationen i de fleste landes tilfælde omkring dette niveau frem mod finanskrisen i 2008. Enkelte lande, som Portugal og Irland, hvis fluktuationer i Figur 7 er karakteriseret ved større udsving end de andre ni oprindelige medlemslande, hvoraf begge lande

¹²⁹De Grauwe (2012), side 135-136

¹³⁰De Grauwe (2012), side 137

¹³¹Mitchell (2015), side 166

desuden ikke opfyldte inflationskriteriet i 1998, skaber indikationer på, at både Portugal og Irland, inden samarbejdet havde en stejl indifferenskurve, hvor ledighed blev prioriteret på bekostning af en højere inflation, hvilket medfører, at landene ved indtrædelsen i Eurozonen, oplevede udfordringer med at tilpasse sig de tyske præferencer. Samtidig indikerer denne udvikling i inflation som parameter, at Portugal og Irland efter indtrædelsen i Eurozonen, sandsynligvis har måtte affinde sig med et højere ledighedsniveau, på bekostning af en lavere udvikling i inflation. Efter finanskrisen i 2008 er der ikke umiddelbart en empirisk indikation på en inflation der nærmer sig 2 %¹³², men nærmere en trend, der med udgangspunkt i Figur 7, bevæger sig ned mod og omkring en inflation på 0 %, eller mere ekstremt, deflation. For april 2016 opgiver Den Europæiske Centralbank et inflationsniveau på -0.2 %, der således bekræfter den nedadgående trend Figur 7 indikerer¹³³.

Det lave inflationsniveau der på nuværende tidspunkt er aktuelt i Eurozonen, skal sammenholdes med den pengepolitik Den Europæiske Centralbank fører. Siden 2012 har de, efter godkendelse fra Tysklands kansler Angela Merkel, haft mulighed for at opkøbe statsobligationer inden for Euroområdet, og herunder italienske og spanske statsobligationer, for således at afsætte en del af deres gæld¹³⁴. Årsagen til at Den Europæiske Centralbank i 2012 beslutter det er muligt at støtte Eurolandenes gæld gennem opkøb af statsobligation, er i forsøget på at sikre en stabilitet og konvergens i disse landes lange renteniveau. Som ovenstående empiri dokumenter, har eksempelvis Italien og Spanien udfordringer med konvergens i det lange renteniveau i årene efter krisen i 2008, hvilket giver et udsving i renteniveauet, der således kan afskrække investorer. Det er i tilfælde som dette, at Den Europæiske Centralbank har mulighed for at opkøbe statsobligationer, såfremt de vurderer at der er alvorlige forstyrrelser på finansmarkedet, der afføder en ubegrundet frygt for landenes likvide tilstand på obligationsmarkedet¹³⁵.

Denne type pengepolitik virker umiddelbart som en politik der modvirker Eurozonens markeds kræfter, hvor lige netop en rentestigning opstår, for at underlægge landene en finanspolitisk disciplin, der efterfølgende vil medføre en konvergens i renteniveauet, og således tiltrække investorer. I stedet opkøber centralbanken statsobligationer, hvilket i princippet manipulerer med renteniveauet, således medlemslandet ikke oplever et øget incitament til at opretholde disciplin på

¹³²Gough (2012)

¹³³Den Europæiske Centralbank, "Inflation rate"

¹³⁴Dyrskjøt (2012)

¹³⁵Hansen (2012)

de offentlige finanser. Hvis fokus i stedet rettes mod Italien og Spaniens udvikling i ledighed og BNP, ville disse parametre opleve en mere stabil udvikling i kølvandet på finanskrisen, såfremt Den Europæiske Centralbank, i forbindelse med en rentestigning i begge lande, supplerer med et opkøb af landenes statsobligationer der medfører et fald i renten, således niveauet for investeringer holdes uændret. Foruden denne mulighed for opkøb af medlemslandenes statsobligationer i 2012, indfører centralbanken i 2014/2015 et opkøbsprogram, blandt andet for at sikre, at Eurozonens periode med lav inflation er midlertidig¹³⁶.

Disse ekspansive pengepolitiske foretagender, burde i princippet medføre en stigning i inflationen, hvilket på nuværende tidspunkt ikke er tilfældet. Dette skyldes at dele af Eurozonen befinder sig i en tilstand hvor der på trods af lav inflation, lavt renteniveau og ekspansiv pengepolitik, hvis formål er at stimulere investeringer og inflationen, ikke har en udvikling i BNP, der svarer til niveauet før den overophedning, der kulminerede i finanskrisen. Denne ekspansive pengepolitik kan, foruden en stigning i inflation, medføre en forbedring af Eurozonens konkurrenceevne, hvilket således kan medføre en stigning i efterspørgslen.

Hvorvidt denne særligt kritiske tilstand Italien, Portugal, Spanien og Irland befinder sig i, med udgangspunkt i ovenstående empiriske observationer, kan løses¹³⁷ gennem finanspolitisk disciplin, vil den individuelle analyse af disse lande beskæftige sig med.

5.2 En Keynesiansk tilgang

Med udgangspunkt i en keynesiansk tilgang er udviklingen i en økonomi bestemt af efterspørgslen, hvilket således afspejler et skift i fokus fra en stabil inflation, og herunder budgetrestriktioner, til en stabil udvikling i efterspørgslen, der forhindrer u hensigtsmæssige udsving i ledigheden. Dette indebærer at en lavere løn ikke skaber tilstrækkeligt med jobs, under fraværet af efterspørgsel¹³⁸, hvilket leder frem til udviklingen i den reale konvergens, frem for den monetære, og herunder konvergens i vækst, beskæftigelse og konkurrenceevne, da Eurozonen ikke kan betragtes i en kontekst der udelukkende er baseret på offentlige besparelser, men desuden kræver en tilgang, med fokus på makroøkonomiske ubalancer. Lige netop disse ubalancer, og herunder forskelle i BNP og ledighed, opstår blandt andet på baggrund af forskelle i konkurrenceevne, der øger budgetunderskuddet. Omvendt vil en forbedret konkurrenceevne medføre en faldende ledighed, og

¹³⁶Den Europæiske Centralbank, "Asset purchase programmes"

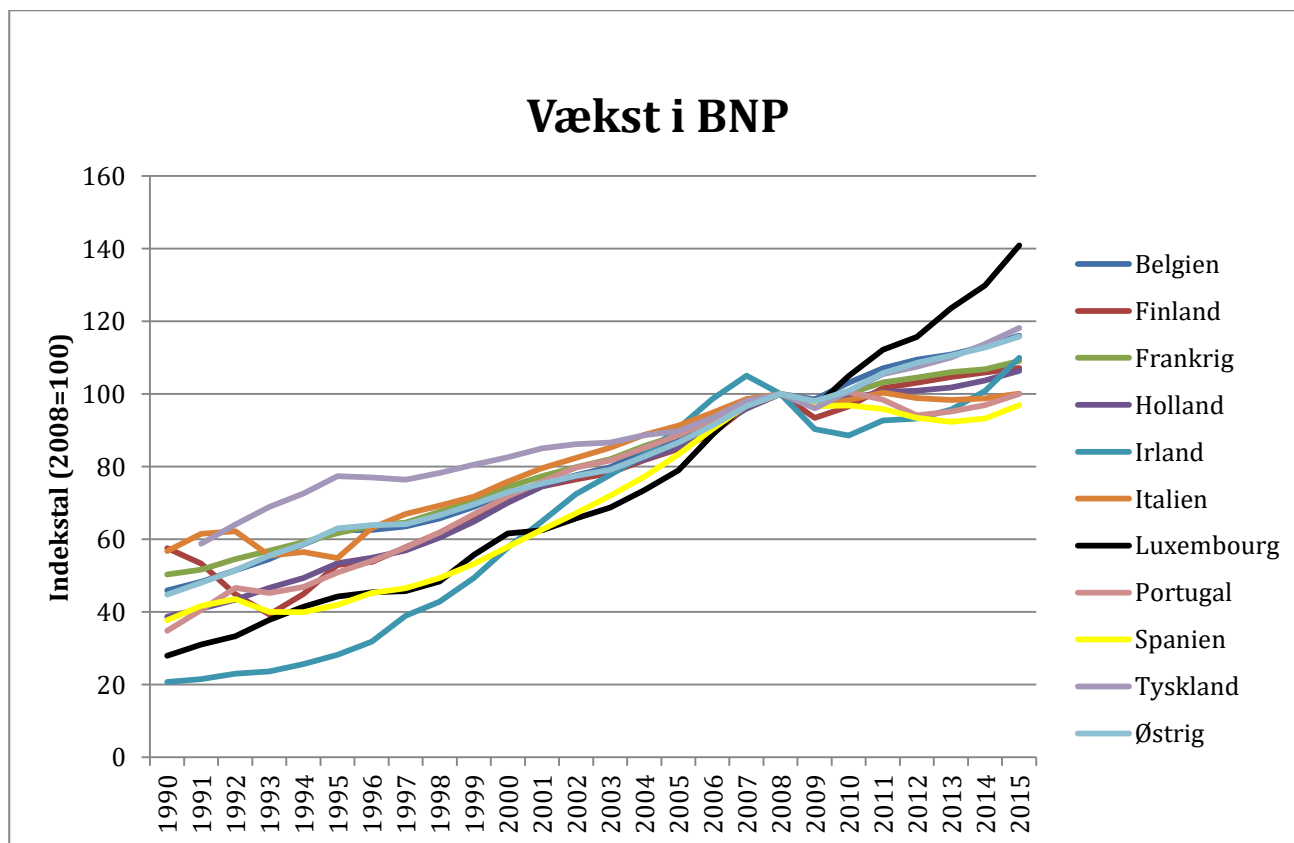
¹³⁷En løsning der sikrer stabilitet og konvergens

¹³⁸Jespersen (2012), 10

dermed sænke medlemslandenes budgetunderskud¹³⁹. Dette understreger en sammenhæng mellem Eurozonens fokus på budgetunderskud og den reale konvergens, hvor årsagssammenhængen i denne forbindelse, må betragtes som værende afgørende.

5.2.1 Vækst i BNP

For at undersøge udvikling i vækst, der må betragtes som værende en indikator for efterspørgslen i økonomien, vil udviklingen i de oprindelige medlemslandes BNP blive illustreret i Figur 9.



Figur 9: Indekstal for vækst i BNP (2008=100).
Kilde: Egen tilvirkning¹⁴⁰, med data fra AMECO¹⁴¹.

Figur 9 illustrerer som forventet et sammenfald mellem de lande der oplever divergens i renten, og de lande der oplever det største fald og stagnation i BNP, samtidig med at figuren dokumenterer en forskel i medlemslandenes udvikling i BNP. Det fremgår af figuren at Irland, Italien, Portugal og Spanien er de fire lande, der har den laveste vækst i BNP efter finanskrisen i 2008. Dette er sandsynligvis forårsaget af tidligere teoretiske beskrivelse om at en stigning i renten hæmmer

¹³⁹ Jespersen (2012), 41-42

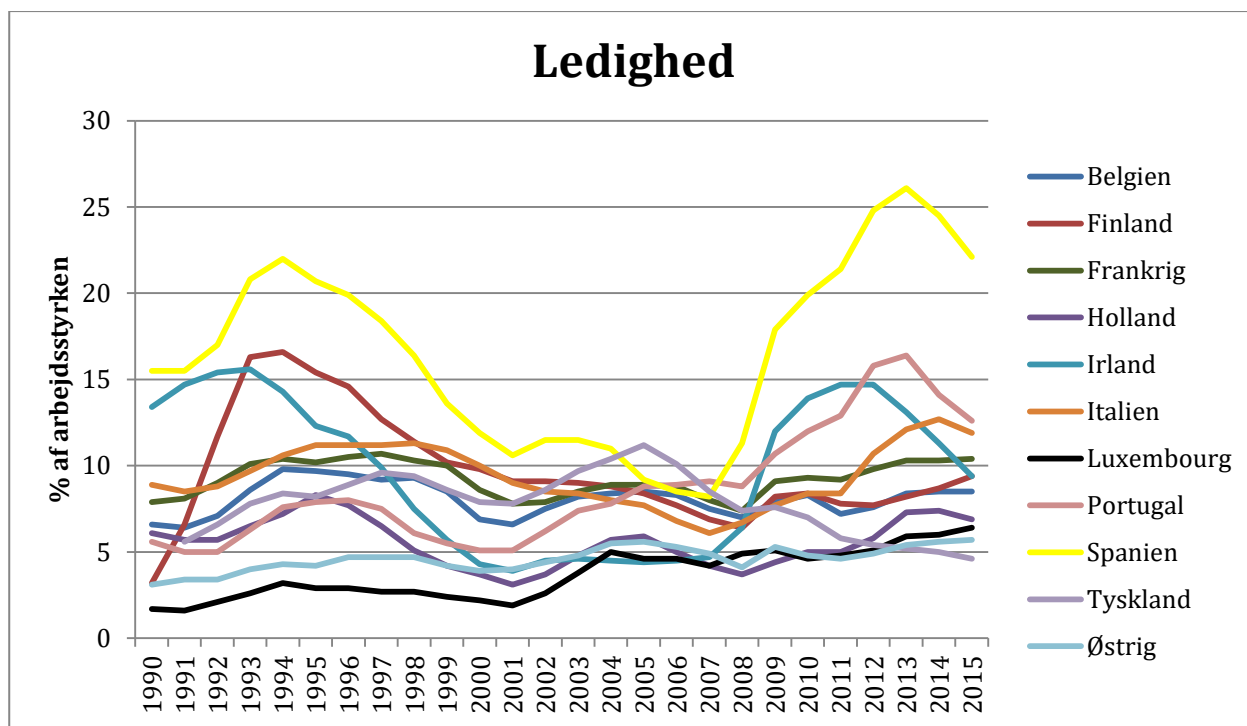
¹⁴⁰ Indekstal ved egne udregninger. Appendix, side 202

¹⁴¹ AMECO, "Gross Domestic Product" > "At current prices (UVGD)"

landets investeringer, og dermed skaber et supplerende fald i efterspørgslen, der i dette empiriske tilfælde forekommer i forbindelse med finanskrisen.

5.2.2 Ledighed

Faldet i efterspørgsel og output må umiddelbart have en effekt på ledigheden, der for samtlige af de oprindelige medlemslande er illustreret i Figur 10.



Figur 10: Udviklingen i ledighed for de 11 oprindelige medlemslande.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁴².

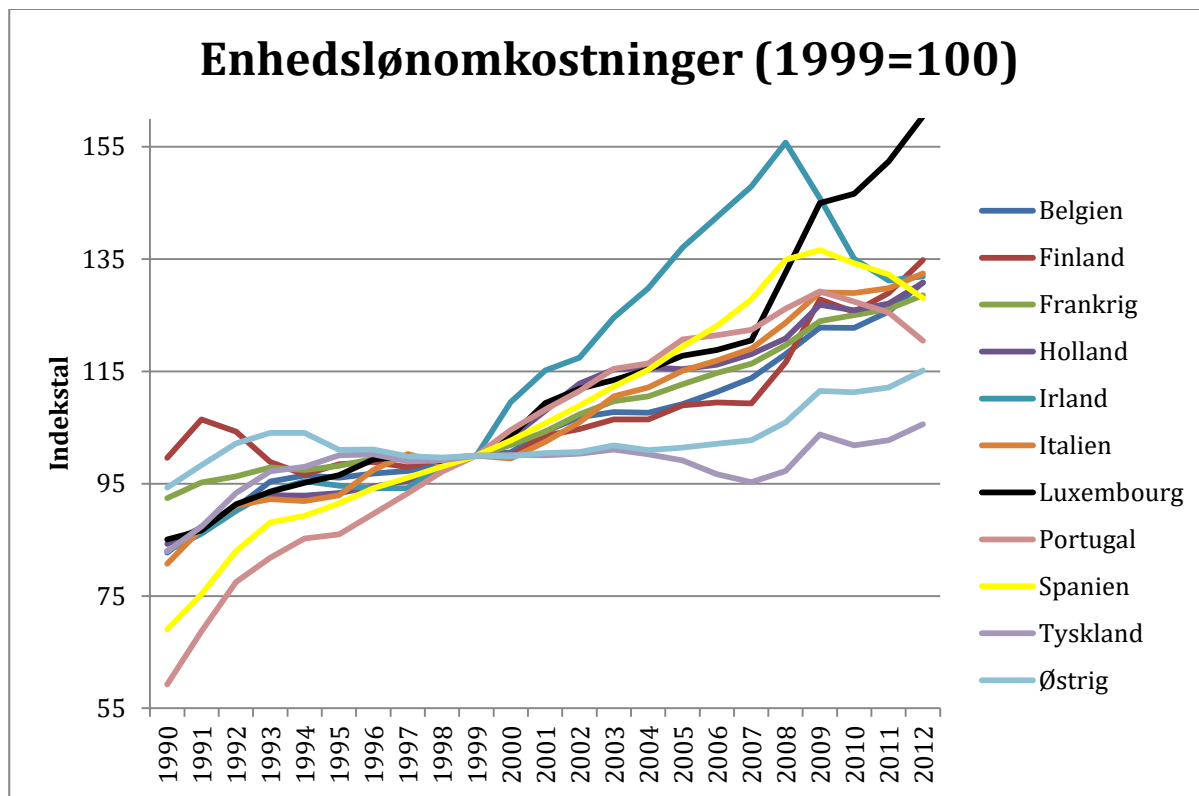
Udviklingen i landenes ledighed bekræfter udviklingen i BNP, med en ledighed der fra 2008-2015 er højest for Italien, Irland, Portugal og Spanien, hvoraf sidstnævnte har et ledighedsniveau for hele perioden, der betragtes som særdeles højt. Foruden disse lande oplever Frankrig også en stigning i ledighed, der fra 2013 og frem når over 10 %, på trods af at Frankrig i forrige figur, ikke er blandt de lande med størst fald i BNP. Generelt fremgår det af figuren, at der ikke er konvergens i landenes ledighedsniveau.

5.2.3 Konkurrenceevne

Med udgangspunkt i Delors-rapporten, skal forskelle i output og beskæftigelse kompenseres gennem lønflexibilitet og arbejdskraftsmobilitet, der således sikrer en udligning af forskelle i

¹⁴² AMECO, "Percentage of civilian labour force (ZUTN)"

konkurrenceevne¹⁴³. Udviklingen i landenes konkurrenceevne beskrives i Figur 11 gennem udviklingen i enhedslønomkostninger, der er illustreret med 1999 som basisår, da det er i 1999 tredje fase af samarbejdet implementeres.



Figur 11: Enheds lønomkostninger (1999=100).
Kilde: Egne udregninger¹⁴⁴, med data fra OECD¹⁴⁵.

Med udgangspunkt i Figur 11 er der ikke umiddelbart indikationer på at ændringer i enheds lønomkostninger, har udlignet forskelle i landenes konkurrenceevne. Tværtimod stiger omkostningerne mere for de lande der samtidig har udfordringer med udvikling i BNP og ledighed, som eksempelvis Spanien, der oplever et fald og stagnering i BNP samtidig med et højt ledighedsniveau, hvilket således kan være forårsaget af en stigning i enheds lønomkostninger, og en deraf forværring af konkurrenceevne. Foruden Spanien, bekræfter figuren at Irland, Italien og Portugal ligeledes har oplevet en stigning i omkostninger, der kan forklare et fald i BNP, hvor især Portugal har formået at sænke sine enheds lønomkostninger siden 2008. Et andet land der skiller sig ud er Luxembourg, hvis enheds lønomkostninger er stærkt stigende, hvilket, kombineret med deres

¹⁴³ Delors (1989), side 19

¹⁴⁴ Appendix, side 200-201

¹⁴⁵ OECD Statistics, "Unit Labor Cost- Annual Indicators"

høje vækst i BNP, indikerer at Luxembourg generelt må have et lavt lønomkostningsniveau i perioden, der således sættes under pres i forbindelse med en høj stigning i BNP.

Samtidig illustrerer Figur 11 at både Tyskland og Østrig i perioden har en bemærkelsesværdig lav udvikling i deres endhedsomkostninger, der alt andet lige, må give begge lande en konkurrenceevnefordel i samarbejdet.

Figur 9, 10 og 11 bidrager med et reelt spejlbillede af den økonomiske udvikling i perioden. Såfremt forskellene i enhedslønomkostninger og dermed konkurrenceevne fastholdes, vil den fremtidige udvikling i samarbejdet fortsat bære præg af dette reale mønster, hvor især Irland, Spanien og Italien oplever negative konsekvenser i BNP, samtidig med at Tyskland og Østrig opnår en økonomisk fordel i kraft af deres konkurrenceevne. Disse forhold skal betragtes i konteksten af de restriktioner landene i samarbejdet underligges, både i forbindelse med Stabilitets- og Vækstpagten samt Finanspagten, hvor allerede udsatte lande, pålægges at reducere deres offentlige udgifter, hvilket således øger de makroøkonomiske ubalancer yderligere.

5.2.4 Keynesiansk finanspolitik

I et keynesiansk perspektiv skaber finanspolitisk disciplin, ikke nødvendigvis forudsætningerne for stabilitet, da Stabilitets- og Vækstpagten med dette udgangspunkt, nærmere antyder et trade-off mellem disciplin og stabilitet, frem for et værktøj hvis formål er at skabe begge dele. Dette sker under antagelsen om at en økonomi, med udgangspunkt i keynesiansk tilgang, skal føre en ekspansiv eller kontraktiv finanspolitik for at skabe stabilitet¹⁴⁶. I forbindelse med en højkonjunktur skal en økonomi føre en mere kontraktiv finanspolitik, og på denne måde bibeholde en ledighed der indikerer fuld beskæftigelse. Hvis en økonomi i stedet oplever en lavkonjunktur, er det i dette tilfælde en ekspansiv finanspolitik, der skaber rammerne for bibeholdelsen af et ledighedsniveau i fuld beskæftigelse. Det betyder at en økonomi der oplever en lavkonjunktur, og samtidig er nødt til at stramme sin finanspolitik, ender med at forstærke konjunktoren, eller et potentielt negativt chok, fremfor at kompensere for konjunkturudviklingen¹⁴⁷. En keynesiansk tilgang til den efterspørgselskrise Eurozonen befinder sig i på nuværende tidspunkt, kommer til dels til udtryk gennem Junckers Investeringsplan, hvis formål er at stimulere økonomien i Europa, og ikke kun Eurozonen, gennem en række investeringstiltag¹⁴⁸. Omvendt negligeres den keynesianske tilgang i forbindelse med eksempelvis Grækenlands nuværende krise, hvoraf blandt andet Tyskland er imod

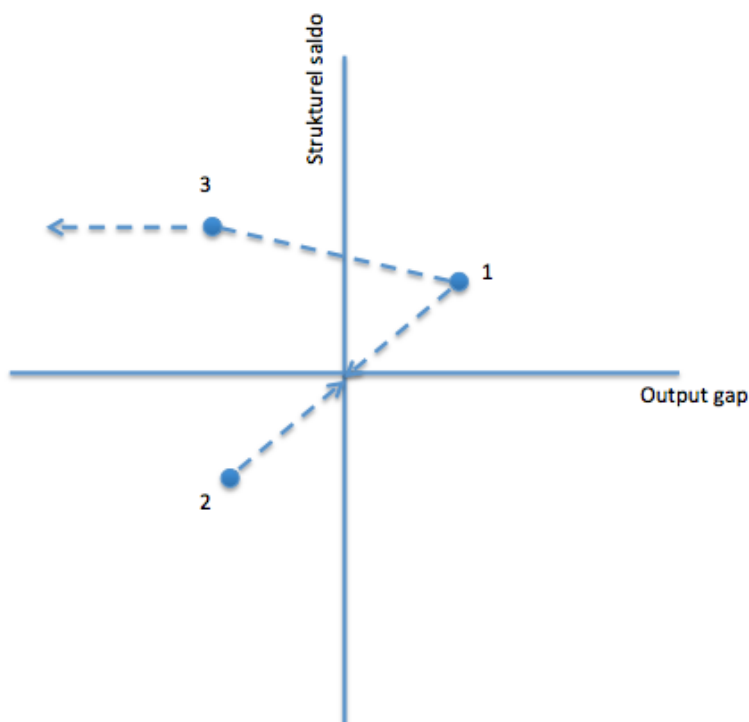
¹⁴⁶Redder (2012)

¹⁴⁷Redder (2012)

¹⁴⁸Europa-Kommissionen (26.11.2014)

at afskrive en del af Grækenlands gæld, som Tyskland selv fik afskrevet en del af sin gæld i kølvandet på første verdenskrig¹⁴⁹.

Intuitionen bag denne keynesianske tilgang til ændringer i efterspørgslen er illustreret i Figur 12, der viser sammenspillet mellem output gap og et lands finanspolitik, der i denne sammenhæng er repræsenteret ved den strukturelle saldo. Den strukturelle saldo er benyttet som følge af at denne, til forskel for budgetsaldoen, er justeret for konjunkturudviklingen, og dermed giver et mere retvisende billede af landets finanspolitik. Output gap beskriver hvorvidt en økonomi befinder sig over eller under landets potentielle niveau for output. En negativ værdi indikerer at output-niveauet er under det potentielle niveau, hvor en positiv værdi indikerer at output-niveauet er over det potentielle niveau.



Figur 12: Kombinationer af output gap og strukturel saldo.
Kilde: Egen tilvirkning.

Dette diagram illustrerer hvorledes en økonomis output gap ændrer sig, afhængigt af hvilken type finanspolitik landet fører, gennem forskellige kombinationer af output gap og den strukturelle saldo. Finanspolitikken afspejles i Y-aksen og udgør den strukturelle saldo, mens output gap beskrives på X-aksen. Såfremt en økonomi befinder sig i niveauet for fuld beskæftigelse, burde output gap, i en

¹⁴⁹Jensen (2012)

teoretisk forstand, være lig 0 – Såfremt en økonomi alternativt fører en finanspolitik der afspejler et fald i output, til en uændret værdi af faktisk og potentielt output, er finanspolitikken for ekspansiv, og kommer i næste periode til udtryk ved et fald i den strukturelle saldo og en stigning i værdien for output gap. En stigning betegner i denne forbindelse, at punktet bevæger sig til højre på X-aksen, hvilket betyder at det faktiske output enten nærmer sig eller overstiger det potentielle output. Såfremt økonomien omvendt fører en finanspolitik der afspejler en stigning i output, til en uændret værdi af det potentielle og faktiske output, er finanspolitikken for kontraktiv, og kommer i næste periode til udtryk ved en positiv strukturel saldo, og en negativ værdi for output gap, hvilket betyder at punktet bevæger sig mod venstre på X-aksen.

Med udgangspunkt i Figur 12 vil en økonomi der befinder sig i punktet 1, have et positivt output gap, hvilket betyder at økonomiens output er højere end det potentielle niveau, og indikerer at økonomien er overophedet. En overophedet økonomi medfører en øget risiko for inflation. For at modvirke denne udvikling, skal økonomien føre en kontraktiv finanspolitik, hvilket illustreres ved en positiv værdi på den strukturelle saldo, og på denne måde holde økonomien i ligevægt, hvilket i Figur 12 er indikeret ved den stiplede linie og pilen fra punkt 1, ind mod centrum af diagrammet. Såfremt økonomien i punktet 1, udsættes for et temporært negativt chok til efterspørgslen, vil dette afspejles i et fald i værdien for output gap, der under forudsætning af at chokket er omfattende nok, vil tage en negativ værdi. En negativ værdi for output gap betyder at økonomiens output er under det potentielle niveau. Dette leder frem til punkt nummer 2, hvor økonomien har et negativt output gap, og af denne årsag, for at modvirke dette chok og bringe økonomien tilbage i ligevægt, skal føre en ekspansiv finanspolitik. I tilfælde af at økonomien ikke har mulighed for at føre en tilstrækkelig ekspansiv finanspolitik, men i stedet en mindre ekspansiv, eller ligefrem kontraktiv finanspolitik, opstår risikoen for at landet ændrer position til punkt 3. I punktet 3 er værdien for output gap negativ, og den strukturelle saldo er positiv, hvilket betyder at økonomien fører en kontraktiv finanspolitik der medfører et yderligere fald i output gap, og således forværrer situationen yderligere, hvilket i dette projekt betragtes som en pervers finanspolitik, hvilket pilen fra punkt 3 mod venstre indikerer.

I Eurozonen er det, i tråd med budgetrestriktionen på 3 %, tilladt at have et strukturelt underskud på $1 - \frac{1}{2}$ %, alt efter om landet overholder gældsrestriktionen på 60 % eller ej. Det betyder at en økonomi, uanset output gap, ikke må have et budgetunderskud på mere end én procent, og repræsenterer således en form for "one-size-fits-all"-politik. Samtidig medfører det at en økonomi,



som oplever et negativt chok til efterspørgslen der forårsager en negativ værdi for landets output gap, ikke nødvendigvis kan føre den politik der med udgangspunkt i Figur 12, vil bringe landet tilbage i ligevægt, og på denne måde forstærke effekten af konjunkturudsving, frem for at udligne denne¹⁵⁰.

Med afsæt i Figur 12 kan det således argumenteres, at dette trade-off mellem disciplin og stabilitet, kan hæmme økonomier med et negativt output-gap, i fraværet af muligheden for at føre en ekspansiv finanspolitik der svarer til et strukturelt budgetunderskud på mere end 1 % af BNP. På denne måde prioriteres en høj disciplin, med risiko for at økonomien bevæger sig længere væk fra ligevægt. Det betyder at et strukturelt budgetunderskud, der ved udsving i output gap, er større end 1% af BNP signalerer manglende disciplin, til gengæld for en øget stabilitet eller konvergens blandt medlemslandene. Samtidig med dette kan både budgetrestriktionen på 3 % af BNP og den strukturelle budgetrestriktion på 1 % af BNP, i nogle tilfælde betragtes som uhensigtsmæssige indikatorer på lang sigt, som følge af at disse parametre, til forskel for gælds niveauet, ingen hukommelse har, og således ikke afspejler en udvikling, men en engangsværdi for det pågældende år.

En måde at håndtere forskelle i budget og gæld, er gennem tilstedeværelsen af en fiskal – eller fælles budgettær union. En fælles budgettær union betyder at en signifikant del af det nationale budget, overgår til et i unionen fælles budget. En fælles budgettær union vil medføre to fordele – for det første vil den som institution skabe en form for forsikringsmekanisme, hvis formål er at omfordele midler fra de lande der oplever højere vækst, til de lande som oplever mindre, eller negativ, vækst. For det andet medfører en budgettær union en form for gældskonsolidering, hvilket beskytter medlemslandene mod likviditetskriser og tvungen betalingsstandsning, og betyder således at investorerne ikke kan spekulere i, hvorvidt et land kan håndtere den gæld de har optaget. Samtidig vil en sådan institution medføre udstedelsen af gæld sker i euroobligationer, frem for nationale obligationer, hvilket fjerner den divergens der kan opstå i de individuelle renteniveauer. En fiskal union var på dagsordenen i forbindelse med udarbejdelsen af Delors-rapporten, og har i øvrigt, samtidig med debatten om en øget fælles arbejdsmarkedsintegration, været diskuteret flere gange siden, men er hver gang blevet afvist, som følge af manglende overensstemmelse omkring

¹⁵⁰Mitchell (2015), side 139

emnet blandt medlemslandenes relevante aktører¹⁵¹. Denne uoverensstemmelse opstår som følge af risikoen for moral hazard, og deraf mangel på solidaritet og incitament til at bibeholde sunde offentlige finanser.

En fælles budgettær union er dermed et forhold der kan afhjælpe de udfordringer der opstår i forbindelse med deltagelsen i en monetær union, og herunder valutakursen som manglende stabiliserende værktøj, og sandsynligvis en institution der vil medføre en øget konvergens og integration medlemslandene imellem som følge af dennes omfordeling af midler.

Men udgangspunkt i afsnittet om gæld- og budgetrestriktioner i Eurozonen, kan det konkluderes at både Maastrichtkriterierne om budget og gæld, samt Stabilitets- og Vækstpagten der håndhæver disse restriktioner, ikke entydigt kan betragtes som værende fordelagtige. I et keynesiansk perspektiv er der ligefrem grundlag for at beskyldte denne type konsekvent austerity-politik for i nogle tilfælde at være konjunkturforværende, frem for stabiliserende. Omvendt er kravene indført for at sikre at chok i inflationen i de lande med en høj gæld, ikke medfører en øget inflation i de lande med en lav gæld, omend det stadig er uklart, hvorfor valget er faldet på lige netop 60 %. Forklaringen bag værdierne, der er bestemt med udgangspunkt i Frankrigs udvikling eller som et gennemsnit af medlemslandene på daværende tidspunkt, virker ikke umiddelbart, i lyset af den nuværende krisetilstand der hærger i særligt de sydeuropæiske økonomier, som en hensigtsmæssig form for økonomisk politik, med udgangspunkt i konvergens i eksempelvis vækst i BNP. Omvendt viser udviklingen i det lange renteniveau, at kravet om finanspolitisk disciplin har formået at skabe periodevis nominel konvergens, på trods af at medlemslandene ikke kollektivt udviser denne disciplin¹⁵².

5.3 Opsummering

Med udgangspunkt i konvergenskriterierne er det umiddelbare indtryk, at en stor del af samarbejdet bærer præg af et omfattende fokus på disciplin, der være sig særligt bemærkelsesværdig i forbindelse med kriteriet om inflation og budget- og gældskriteriet. I forhold til inflation er der ingen tvivl om at Tyskland, som følge af sin historiske kontekst, udtrykker en frygt der påvirker valutasamarbejdet som en helhed, da en inflation i nærheden af blandt andet Tysklands niveau, ansås som værende et vilkår for indtrædelse i samarbejdet.

¹⁵¹Thygesen (2016) 17:40

¹⁵²Ragot (2014), side 1

Denne frygt for inflation i valutasamarbejdet afspejles desuden i kriteriet om konvergens i det lange renteniveau, der skal forhindre uhensigtsmæssige spekulationer i landet forårsaget af en høj gældsforøgelse, en høj gældsforøgelse være en hændelse, der kan skabe incitament for en overraskelsesinflation. Samtidig bliver det lange renteniveau i samarbejdet tildelt en korrigerende rolle, hvoraf frykten for et udsving i dette parametre, skal opmuntre deltagerlandene, til at opretholde disciplinen. Det er samtidig også målet om en stabil inflation der har medført det omfattende fokus på gæld, der kommer til udtryk gennem både budget- og gældskriteriet samt Stabilitets- og Vækstpagten. Hvorvidt særligt sidstnævnte medfører de rette forudsætninger for stabilitet i samarbejdet er diskutabelt, da Figur 12 i en keynesiansk og empirisk kontekst dokumenterer, at nogle økonomier vil drage fordel af finanspolitik der er mere aktiv, end hvad der er muligt med et budgetunderskud på 3 % og et strukturelt underskud på ½ - 1 %. Samtidig afspejler udviklingen i den reale konvergens at især Italien, Spanien og Irland skiller sig ud med en høj enhedslønomkostning, der således medfører en forringelse af konkurrenceevnen, der kan være en del af forklaringen bag disse landes udvikling i BNP og ledighed. Foruden dette dokumenteres det at Østrig og Tyskland har særligt lave enhedslønomkostninger, og således har bedre forudsætninger for at overholde budgetrestriktionen. Sammenholdt med udarbejdelsen af de finanspolitiske restriktioner, indikerer dette umiddelbart at Tyskland besidder en magt i samarbejdet, der både som følge af den ustabilitet renten skaber, og landets lave enhedslønomkostninger, fastholder den ustabile makroøkonomiske udvikling, medmindre disse forhold udlignes, og Tyskland eksempelvis hæver deres lønninger.

Ovenstående samlede analyse taget i betragtning, er der imidlertid en række lande der gør sig særligt bemærket med udgangspunkt i Eurozonens 11 oprindelige medlemslande. Dette er Belgien, der med en gæld på 105 % af BNP i 2015, stadig formår at fastholde en stabil udvikling. Foruden Belgien er både Irland, Portugal, Spanien og Italien økonomier, der umiddelbart bærer præg af en særligt ustabil udvikling i afsnittets udvalgte parametre, hvorfor disse lande i næste del af analysen, vil blive analyseret i en individuel kontekst.

6.0 Eurozonen - i en individuel kontekst

Denne del af analysen indeholder en individuel analyse af hvert af de lande, der i første del af analysen ikke har opnået konvergens, eller ligesom Belgien, har opnået konvergens på trods af et højt gælds niveau. Afsnittet præsenterer dermed de lande, der på den ene eller anden måde trods de forudsætninger, der er stillet op i både Maastricht-traktaten og Stabilitets- og Vækstpagten. Disse lande er som tidligere beskrevet Belgien, Irland, Italien, Portugal og Spanien. Foruden disse lande vil Tyskland blive præsenteret, da Tyskland i sin tid havde omfattende indflydelse på beslutningen vedrørende restriktioner. Formålet med denne analyse er at undersøge, med forrige del af analysen in mente, hvorfor disse lande, bortset fra Belgien og Tyskland, ikke har opnået den i Delors-rapporten ønskede konvergens, med udgangspunkt i Maastricht-traktatens konvergenskriterier og efterfølgende Stabilitets- og Vækstpagten.

Indledningsvist vil landenes udvikling i nominel BNP blive præsenteret, for at give et overordnet indblik i hvert lands økonomiske udvikling, efterfulgt af ledighed som strukturelt parameter, sammenholdt med NAIRU, for at undersøge hvorvidt landenes udvikling i BNP, skaber nogle udfordringer i forhold til udviklingen i ledighed. Det skal i denne forbindelse bemærkes at NAIRU er et konstrueret element, der uden tvivl rummer sine udfordringer, omend NAIRU samtidig er et teoretisk udgangspunkt, i en vurdering af et lands ledighedsniveau. Efter ledighedsniveauet illustreres udviklingen i inflation. Som udgangspunkt må det antages at denne er stabil efter indtrædelse i samarbejdet, som følge af at inflationsmålsætningen egenrådigt dikteres af Den Europæiske Centralbank. Samtidig er det i denne sammenhæng relevant at undersøge, hvorvidt landene i årene op mod 1999 opfylder inflationskriteriet, på bekostning af en højere ledighed, der således må betragtes som en u hensigtsmæssig udvikling. Efterfølgende illustreres udviklingen i budgetsaldo samt udviklingen i gæld, for at undersøge hvorvidt landene opfyldte budget- og gældskriteriet ved indtrædelsen i samarbejdet, og hvorledes landet efterfølgende har overholdt kravene i Stabilitets- og Vækstpagten. Under forudsætning af at landet ikke har overholdt disse restriktioner, klarlægges det i denne forbindelse, hvorvidt dette har haft en effekt på landets resterende parametre, med særligt fokus på ledighed og BNP. En negligering af restriktionerne kan betyde, at landet har ført en mere ekspansiv finanspolitik end hvad budgetrestriktionen tillader, hvilket således fremgår af landets udvikling i BNP gap og strukturelle saldo – denne figur kan således bekræfte eller afkræfte om et land bruger finanspolitikken til at modvirke eller forstærke konjunkturudviklingen, og dermed modvirke eller skabe stabilitet i parametrene.

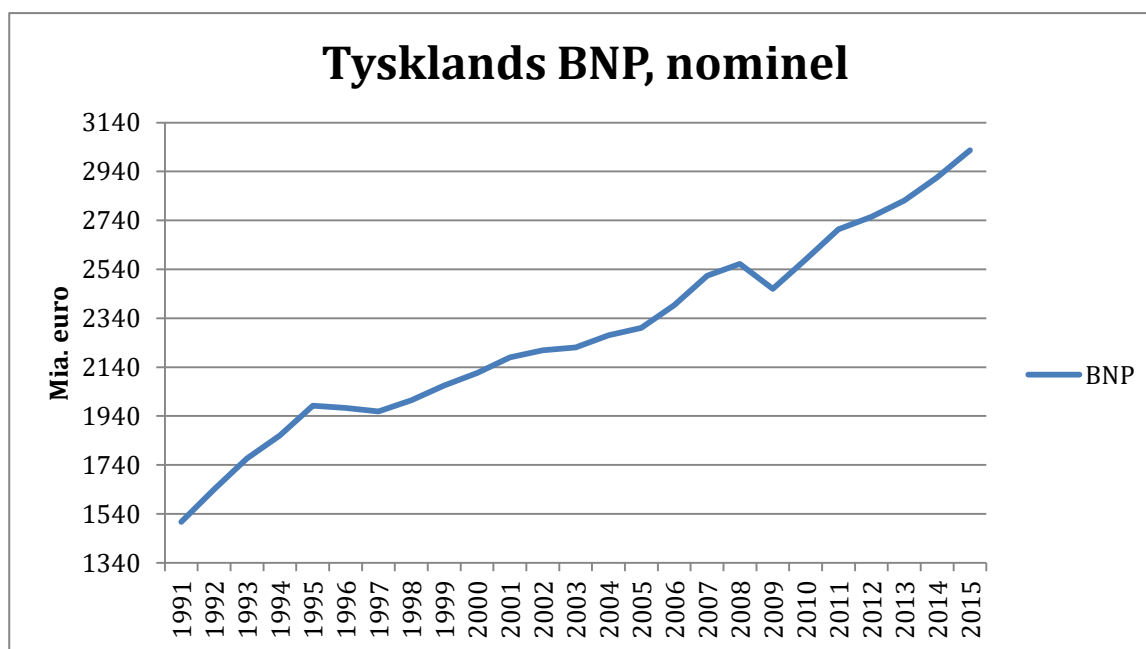
Afslutningsvist præsenteres udviklingen i niveauet for den langsigtede rente og en beskrivelse af landets gældstype, såfremt denne er relevant for udviklingen i landets øvrige parametre, for at undersøge hvorvidt udviklingen i det langsigtede renteniveau, kan forklares gennem typen af gæld. Undervejs i analysen vil samtlige parametres udvikling sammenholdes, og beskrives nærmere i de tilfælde hvor der observeres en kausalitet, der med udgangspunkt i forrige del af analysen, betragtes som interessant.

6.1 Tyskland¹⁵³

Tyskland er særligt interessant at undersøge i en individuel kontekst, da Maastrichtkriterierne primært er udarbejdet på lige netop Tysklands præmisser, hvilket betyder at Tyskland har haft en afgørende indflydelse på de vilkår Den Økonomiske og Monetære Union eksisterer under.

6.1.1 BNP

Det første parameter er BNP, hvis formål er at skabe et overordnet indblik i Tysklands økonomiske udvikling. Udviklingen er illustreret i nominel BNP, da det er denne vækstrate budgetkriteriet er opgjort efter.



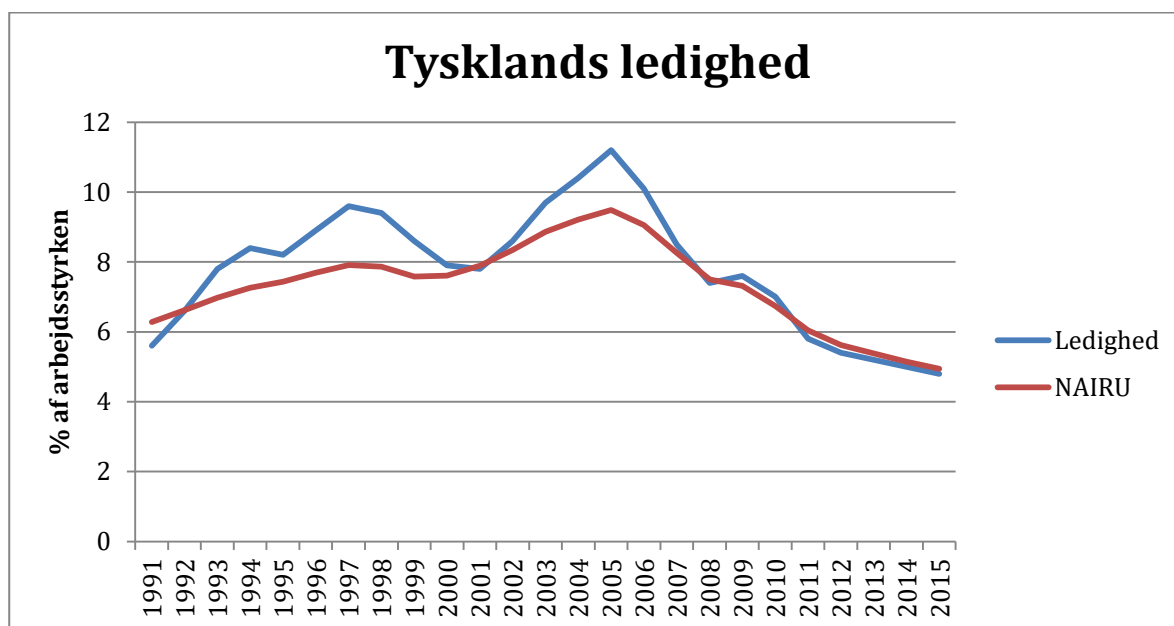
Figur 13: Tysklands BNP fra 1991-2015. Opgjort i løbende priser.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁵⁴.

¹⁵³Data vedr. Tyskland er tilgængelig i appendix side 190

¹⁵⁴AMECO, "Gross Domestic Product" > "At current prices (UVGD)"

Figur 13 illustrerer en stabil udvikling i nominel BNP, med enkelte opsving i 1995 og 2008, hvoraf sidstnævnte er efterfulgt af en nedgang i BNP fra 2008-2009 som følge af finanskrisen. Efter denne enkelte nedgang, er Tyskland tilbage i samme udviklingstrend som før krisen omkring 2011, hvorefter Tysklands BNP vokser stabilt. Den gennemsnitlige vækstrate for Tysklands BNP er 2.83^{155} %, hvilket betyder at Tyskland ikke overholder forudsætningerne for et underskud på 3 % af BNP.

6.1.2 Ledighed og NAIRU



Figur 14: Tysklands ledighed og NAIRU fra 1991-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO(ledighed)¹⁵⁶ og Knoema(NAIRU)¹⁵⁷.

Figur 14 dokumenterer at Tyskland fra 1991-2006 tilnærmelsesvist følger trenden i udvikling i NAIRU, og fra 2007 følger denne stringent. Generelt for perioden har Tyskland, med undtagelse af 1991-1992, 2001, 2011-2015, et ledighedsniveau der befinder sig over NAIRU, hvilket betyder at der med udgangspunkt i NAIRU og udviklingen i Tysklands ledighed ikke er noget der indikerer et pres på inflationsniveauet, hvilket er i overensstemmelse med Tysklands omfattende inflationære fokus.

Tysklands tendens til et højt ledighedsniveau fra 1991-2007 bekræfter at Tyskland foretrækker en lav inflation, på bekostning af en højere ledighed, som tidligere afsnit om inflationskriteriet beskriver det i Barro-Gordon modellen¹⁵⁸.

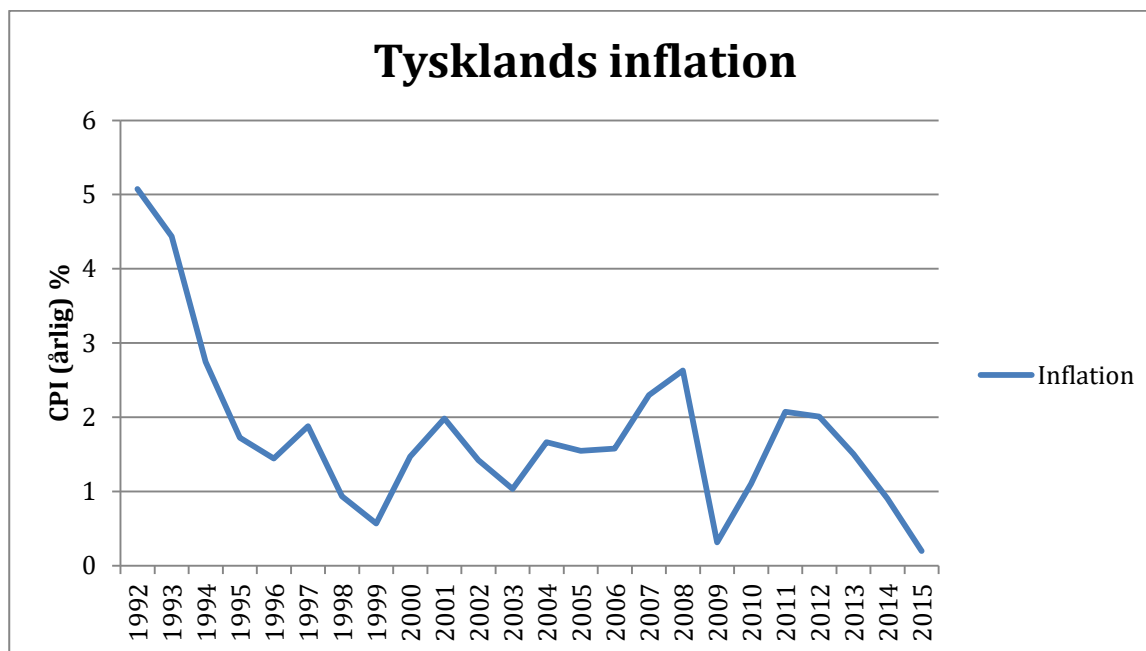
¹⁵⁵Udregnet ved formlen $K_n = K_0(1+r)^n$

¹⁵⁶AMECO, "Percentage of civilian labour force (ZUTN)"

¹⁵⁷Knoema, "NAIRU"

6.1.3 Inflation

Udviklingen i Tysklands inflation er beskrevet i Figur 15.



Figur 15: Tysklands inflation fra 1992-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra The World Bank¹⁵⁹.

Fra 1992-1996 oplever Tysklands inflation et større fald fra 5.08 % i 1992 til 1.45 % i 1996, hvilket er i tråd med udviklingen i ledighed, der i samme periode(1992-1997) stiger med 3 %, og på denne måde empirisk illustrerer det teoretiske trade-off der kan finde sted mellem ledighed og inflation. Fra 1996-2015 fluktuerer inflationsniveauet mellem 0-2 %, bortset fra en inflation på 2.63 % i forbindelse med finanskrisen i 2008, og illustrerer således at Tyskland efter 1996, formår at holde et relativt lavt inflationsniveau, samtidig med at de i sidste del af perioden(2012-2015), formår at kombinere en lav inflation med et fald i ledighed, hvilket ikke er en mulighed teoretisk, men empirisk sandsynligvis er forårsaget af kombinationen af Den Europæiske Centralbanks stimuli gennem et lavt renteniveau¹⁶⁰ og Eurozonens generelle økonomiske tilstand, hvor efterspørgslen endnu ikke er steget til et før-krise niveau.

I ovenstående parametre må Tysklands udvikling betragtes som stabil, omend niveauet for både den aktuelle ledighed og NAIRU, i perioder er relativt høj, hvilket må antages at være et bevidst valg fra Tysklands side, med deres ensidige fokus på inflation. Denne stabile udvikling afspejler sig desuden

¹⁵⁸Side 57 i dette projekt

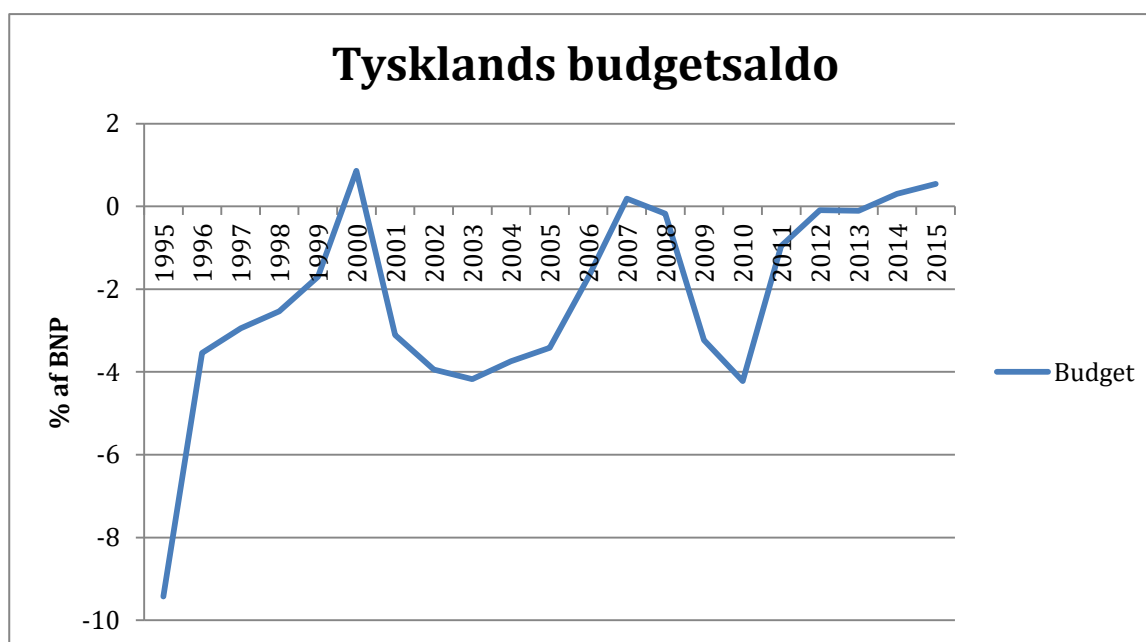
¹⁵⁹The World Bank, "Inflation, consumer prices (annual %)"

¹⁶⁰Ritzau (2016)

i Tysklands niveau for den lange rente der, jf. Figur 4¹⁶¹, holdes stabil og konvergerer med flere af de resterende medlemslandes lange renteniveau for hele perioden.

6.1.4 Budgetsaldo

Denne stabilitet og konvergens i Tysklands niveau for den lange rente indikerer, med udgangspunkt i Eurozonens markedskræfter, at Tyskland formår at overholde den finanspolitiske disciplin de selv har indført i både Maastrichtkriterierne og efterfølgende Stabilitets- og Vækstpagt.



Figur 16: Tysklands budgetsaldo fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁶².

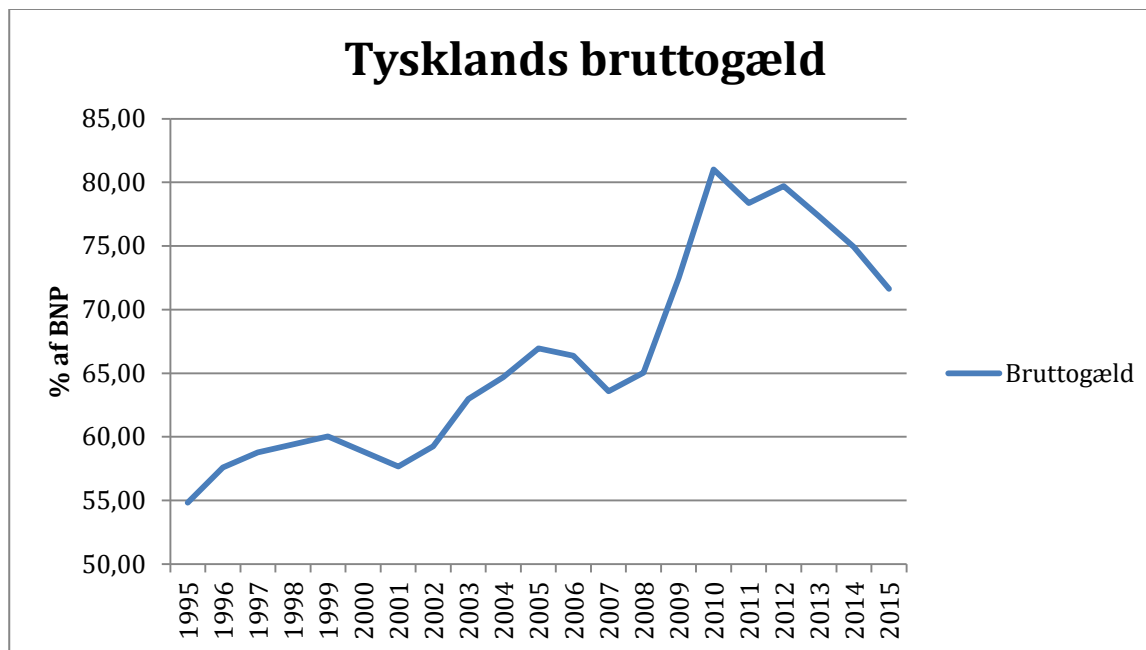
Med udgangspunkt i Figur 16, viser dette sig imidlertid ikke at være tilfældet, da Tyskland af flere omgange har overskredet budgetkravet. Det skal her bemærkes at en overskridelse af et budgetunderskud på mere end 3 % er tilforladeligt i enkelte tilfælde, som eksempelvis det kortvarige underskud i 2009-2010, men ikke i længere perioder, som eksempelvis 2001-2005. Samtidig tegner der sig et billede af at Tyskland, ifølge Figur 16, lige netop formår at overholde restriktionen i årene frem mod indførelse af Euroen i 1999, da budgetunderskuddet bevæger sig fra -9.43 % af BNP i 1995 til -2.95 % af BNP i 1997.

¹⁶¹Side 45 i dette projekt

¹⁶²AMECO, "Net lending (B9) (UBLG)"

6.1.5 Bruttogæld

Tysklands udvikling i budgetunderskuddet skal sammenholdes med landets udvikling i den samlede gæld, der fremgår af Figur 17.



Figur 17: Tysklands bruttogæld fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO ¹⁶³.

Udviklingen i Tysklands bruttogæld følger med udgangspunkt i Figur 17, naturligvis udviklingen i Tysklands budget. Fra 1995 til 2002 formår Tysklands at holde sig under grænsen på 60 % af BNP med en gæld der udvikler sig fra 54.82 % i 1995 til 59.26 % i 2002. I resten af perioden har Tyskland en gæld der overstiger gældskriteriet, hvilket således betyder at de, jf. Finanspagten i 2012, ikke må have et strukturelt underskud der svarer til mere end 0.5 % af BNP. Udviklingen i gæld og budgetunderskud skal betragtes i lyset af Tysklands gennemsnitlige vækstrate i nominel BNP, der i Figur 13 svarer til 2.83, % og således kun tilnærmelsesvist svarer til de 3 %, der er den nødvendige vækst i BNP, ved fastholdelsen af en gæld på 60 % af BNP. Med denne udmelding in mente, dokumenterer disse tal at Tyskland empirisk, og i princippet, ikke overholder den finanspolitiske disciplin, de har underlagt den resterende del af medlemslandene. Når Tyskland i princippet ikke overholder deres egne kriterier, skal denne udmelding betragtes i lyset af at der ikke er nogle konkrete regler for hverken omfang eller længde af et budgetunderskud på over 3 %, samtidig med at Tyskland fra 2010-2015 formår at nedbringe deres gæld i overensstemmelse med det i Stabilitets- og Vækstpagtens korrigerende element, og i øvrigt ikke er blevet udpeget som et af

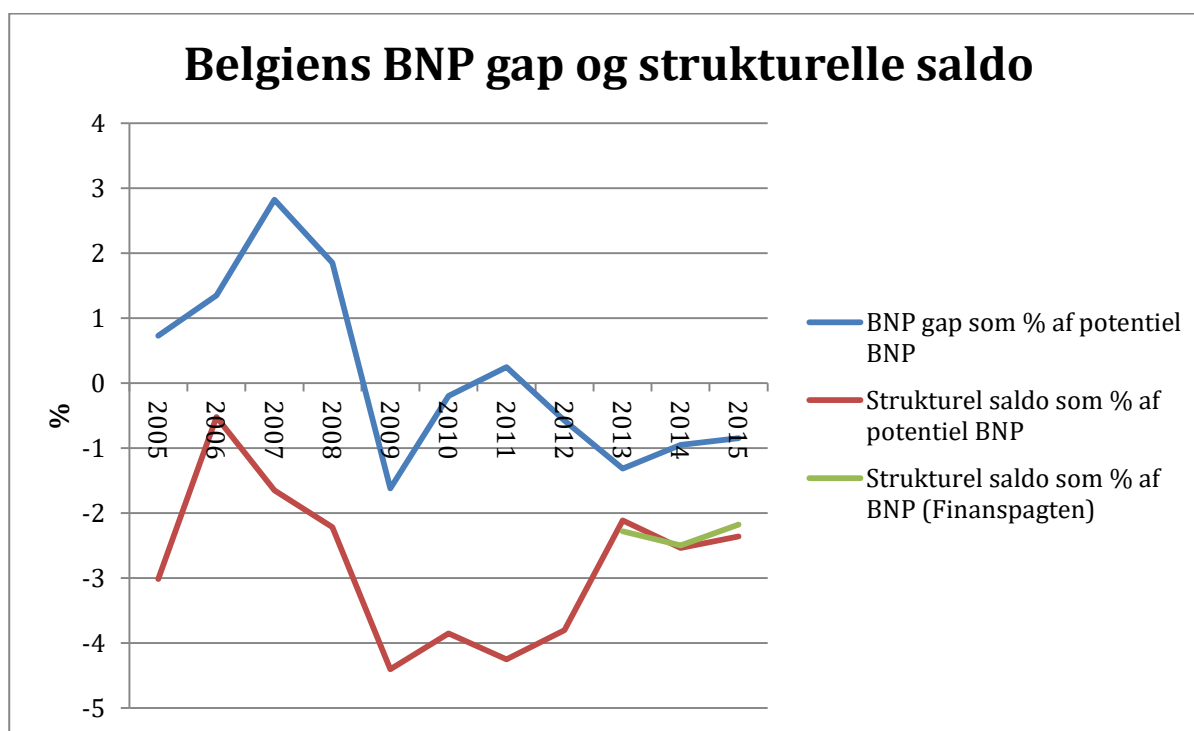
¹⁶³AMECO, "Gross Public Debt (UDGG)"

de lande der på nuværende tidspunkt er underlagt en underskudsprocedure¹⁶⁴. Tyskland har tidligere været under observation af Europa Kommissionen i forbindelse med budgetunderskuddet omkring 2010 og 2002-2005¹⁶⁵.

Disse forhold indikerer således også, at de markeds kræfter der er beskrevet som værende en stabiliserende og korrigerende faktor i Eurozonen, muligvis ikke har den ønskede effekt, alt efter på hvor lang sigt, det forventes at et udslag i gælden eller budget skal medføre en stigning i det lange renteniveau.

6.1.6 BNP gap og strukturel saldo

For at kunne karakteriserer Tysklands operationelle finanspolitik yderligere, er det nødvendigt med en præsentation af udviklingen i Tysklands strukturelle saldo, hvor en negativ værdi antyder en ekspansiv finanspolitik, og en positiv værdi antyder en kontraktiv finanspolitik, sammenholdt med udviklingen i BNP gap. Værdien for disse er præsenteret i Figur 18.



Figur 18: Tysklands strukturelle saldo og BNP gap fra 2005-2015. Opgjort i hhv. konstante priser, løbende priser og løbende priser.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO^{166 167 168}.

¹⁶⁴EU-oplysningen

¹⁶⁵Europa-Kommissionen, "Germany"

¹⁶⁶AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGAP)"

¹⁶⁷AMECO, "Gap between actual GDP and potential GDP, percentage of potential GDP (AVGDGP)"

¹⁶⁸AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGA)"

Med udgangspunkt i Figur 18, er der ingen fuldkommen sammenhæng mellem den finanspolitik Tyskland fører, og Tysklands udvikling i BNP. Det fald i BNP gap Tyskland oplever i 2009, er ledsaget af et midlertidigt fald i værdien for den strukturelle saldo(% af potentiel BNP), hvorefter BNP gap i 2011 tager en positiv værdi, der er faldende frem mod 2013, hvorefter BNP gap er stabilt omkring -0.4 % frem mod 2015. Efter den negative værdi i 2011, forbedres Tysklands strukturelle saldo frem mod 2015, hvor denne har en positiv værdi, både som procent af BNP og potentiel BNP, hvilket betyder at Tyskland formår at overholde bestemmelserne i Finanspagten.

Det fremgår tydeligt at Figur 18 at Tyskland benytter sin ekspansive finanspolitik, til kortvarigt at afværge de negative konsekvenser der opstod i forbindelse med finanskrisen. Efterfølgende forbedres den strukturelle saldo, uden dette får omfattende konsekvenser for udviklingen i BNP gap, hvilket indikerer der er andre forhold til stede, der driver udviklingen i økonomien, som eksempelvis Tysklands lave enhedslønomkostninger.

6.1.7 Opsummering

Med udgangspunkt i ovenstående individuelle analyse af Tyskland, må udviklingen i Tysklands økonomi overordnet betragtes som karakteriseret ved både stabilitet og konvergens i perioden 1991-2015, med enkelte forventelige udsving i forbindelse med finanskrisen i 2008. Under finanskrisen fører Tyskland desuden en ekspansiv finanspolitik, der således hæmmer faldet i BNP, og medfører at Tyskland i 2011 har et positivt BNP gap. Dette kan være forårsaget af Tysklands konkurrenceevne, der tidligere i projekt har vist sig at være særlig hensigtsmæssig for Tysklands vedkommende.

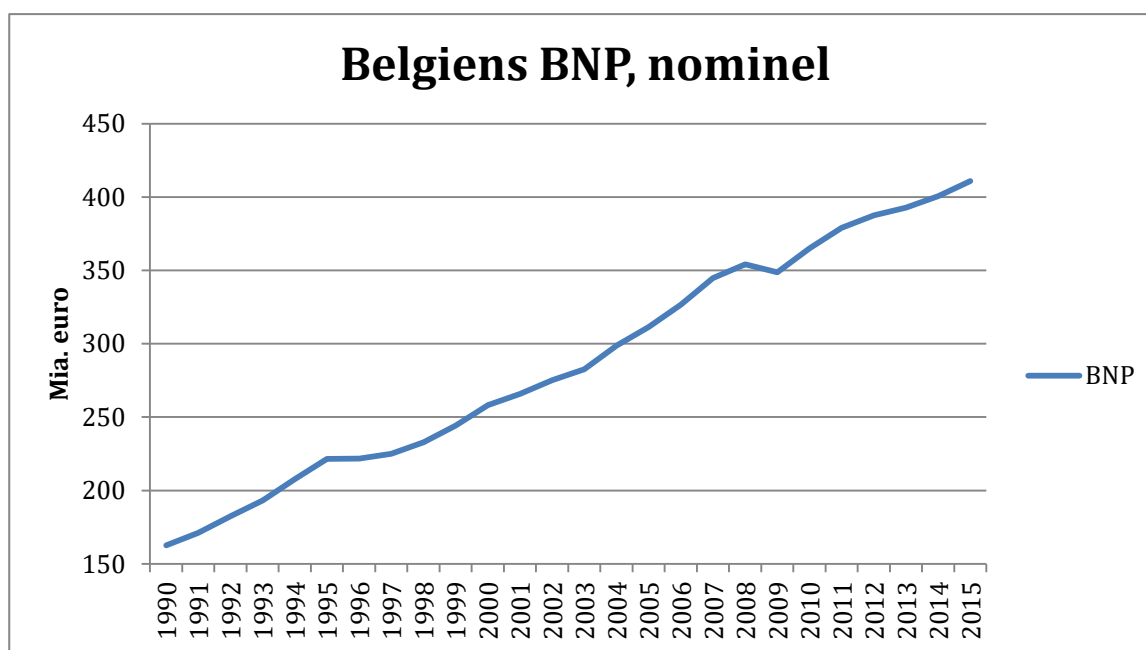
Der tegner sig samtidig et billede af en økonomi, der gerne forsvarer en lav udvikling i inflation, for et i perioder højere ledighedsniveau, samtidig med at Tyskland ikke overholder de i Stabilitets- og Vækstpagten påkrævede finanspolitiske restriktioner med henblik på hverken gæld eller budget, der i teorien begge dele kan medføre et øget inflationspres, og til dels er modstridende i forhold til Tysklands omfattende fokus på finanspolitisk disciplin hos de resterende medlemslande. Denne overskridelse af restriktionerne, opstår uden konsekvenser for Tysklands lange renteniveau.

6.2 Belgien¹⁶⁹

Med udgangspunkt i Belgiens høje gæld og fravær af divergens i Belgien renteniveau, vil de øvrige økonomiske parametre bliver undersøgt.

6.2.1 BNP

Figur 19 illustrerer udviklingen i Belgiens nominelle BNP fra 1990 til 2015, og skaber således et umiddelbart indblik i Belgiens økonomiske udvikling.



Figur 19: Belgiens nominelle BNP fra 1990-2015. Opgjort i løbende priser.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁷⁰.

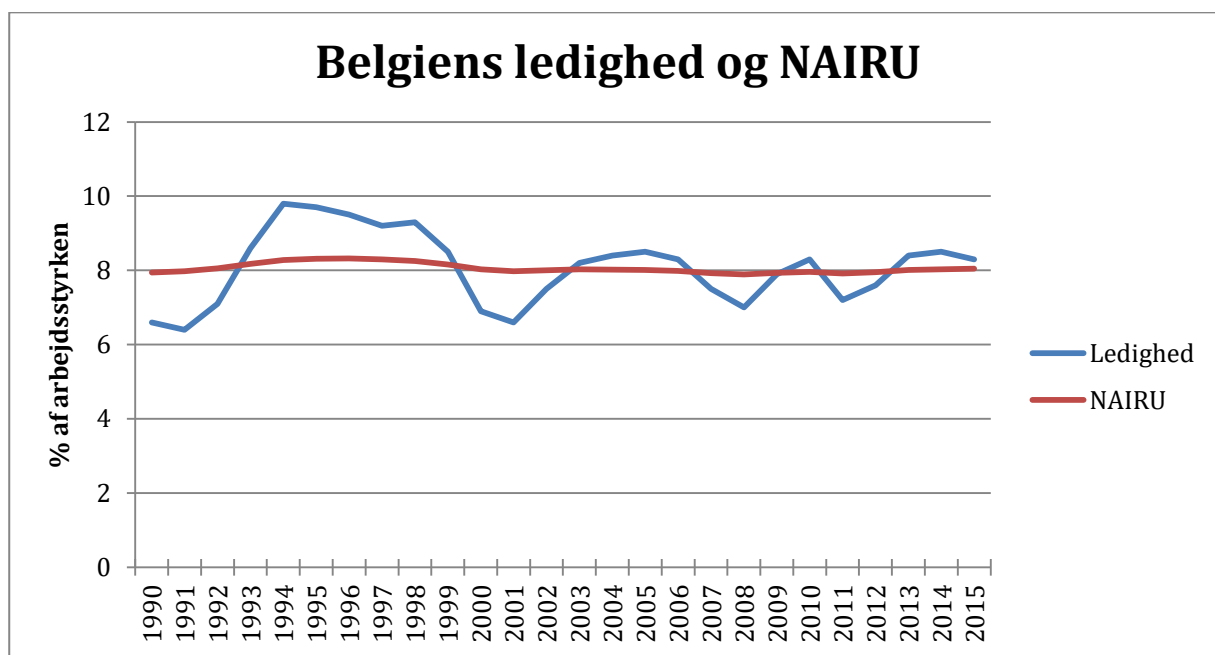
Figur 19 dokumenterer at Belgiens BNP generelt er stigende for perioden, med enkelte afbræk i 1995 og 2008-2009, hvor Belgiens BNP for en kort periode stagnerer i 1995 og oplever en mindre tilbagegang i 2008-2009, sandsynligvis forårsaget af finanskrisen. For hele perioden har Belgien en stabil udvikling i BNP, med en gennemsnitlig årlig stigning på 3.63 %, hvilket alt andet lige, fremstiller Belgien som værende en stabil økonomi, der opfylder forudsætningerne for et budgetunderskud på 3 %.

6.2.2 Ledighed og NAIRU

En anden relevant indikator der beskriver udviklingen i Belgiens økonomi, er landets ledighed. Denne, og niveauet for NAIRU, fremgår af Figur 20.

¹⁶⁹Data vedr. Belgien fremgår af appendix side 196

¹⁷⁰AMECO, "Gross Domestic Product" > "At current prices (UVGD)"



Figur 20: Belgiens ledighed og NAIRU fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning med data fra AMECO¹⁷¹ og knoema¹⁷².

Af Figur 20 fremgår det at Belgiens ledighed i perioden 1998-2015 fluktuerer omkring 7-8 %. Arbejdsløsheden oplever et større udsving i perioden inden, fra 1991-2000, hvor denne stiger fra 6.4 % i 1991 til 9.8 % i 1994, efterfulgt af stabile værdier mellem 9-10 % frem mod 1998, hvorefter ledigheden falder til 6.6 % i 2001.

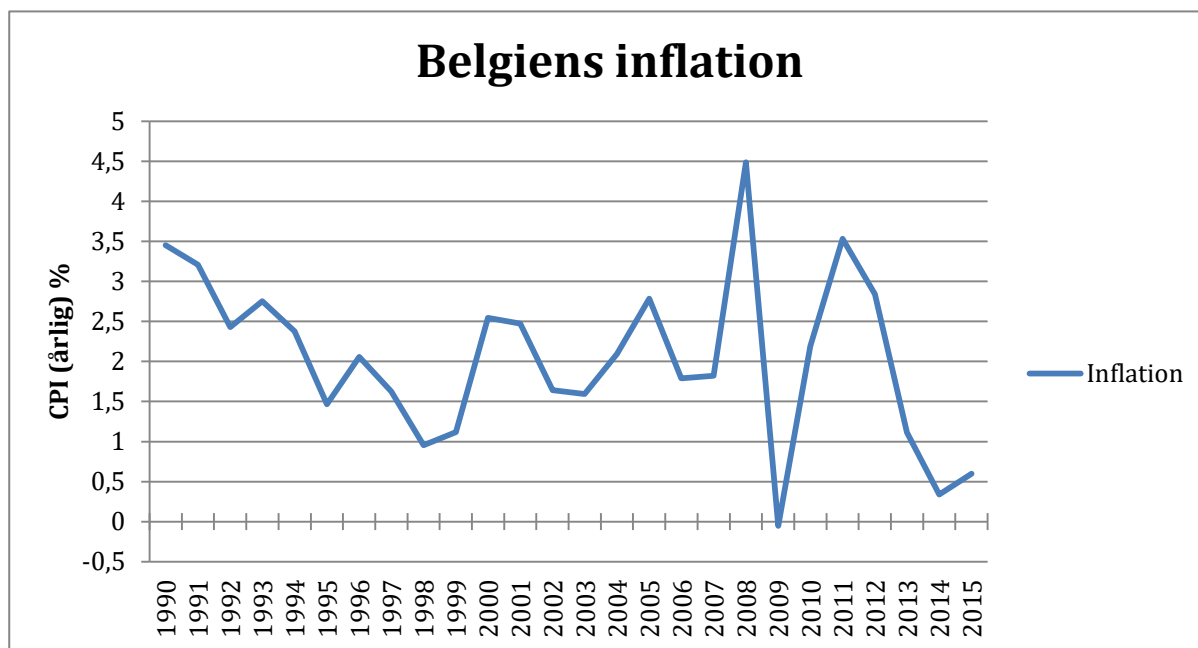
Med udgangspunkt i både ledighed og BNP, følger udviklingen i begge parametre tilnærmelsesvist hinanden. Den delvise stagnering Belgien oplever i niveauet for ledighed fra 1994-1998 stemmer overens med BNP, der i samme periode oplever en mindre stagnering. Samtidig stiger ledigheden fra 2008-2010 i forbindelse med finanskrisen, hvor også BNP oplever et fald. Desuden indikerer ledighedskurvens konsekvente fluktuering omkring samme værdier, kombineret med et BNP der stiger stabilt, at et ledighedsniveau omkring 7-8 % sandsynligvis er Belgiens strukturelle ledighedsniveau, omend et strukturelt niveau der må betragtes som værende højt. Denne observation bekræftes af niveauet for NAIRU, der således konsekvent befinder sig omkring en ledighed på 8 % i Figur 20.

¹⁷¹AMECO, "Percentage of civilian labour force (ZUTN)"

¹⁷²Knoema, "NAIRU"

6.2.3 Inflation

Et tredje parameter der er afgørende for Belgiens økonomiske udvikling er inflation. Inflationen i Eurozonen forventes at konvergere mod 2 %, hvilket desuden er det inflationsniveau Den Europæiske Centralbank har som pengepolitisk target.



Figur 21: Belgiens inflation fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra The World bank¹⁷³

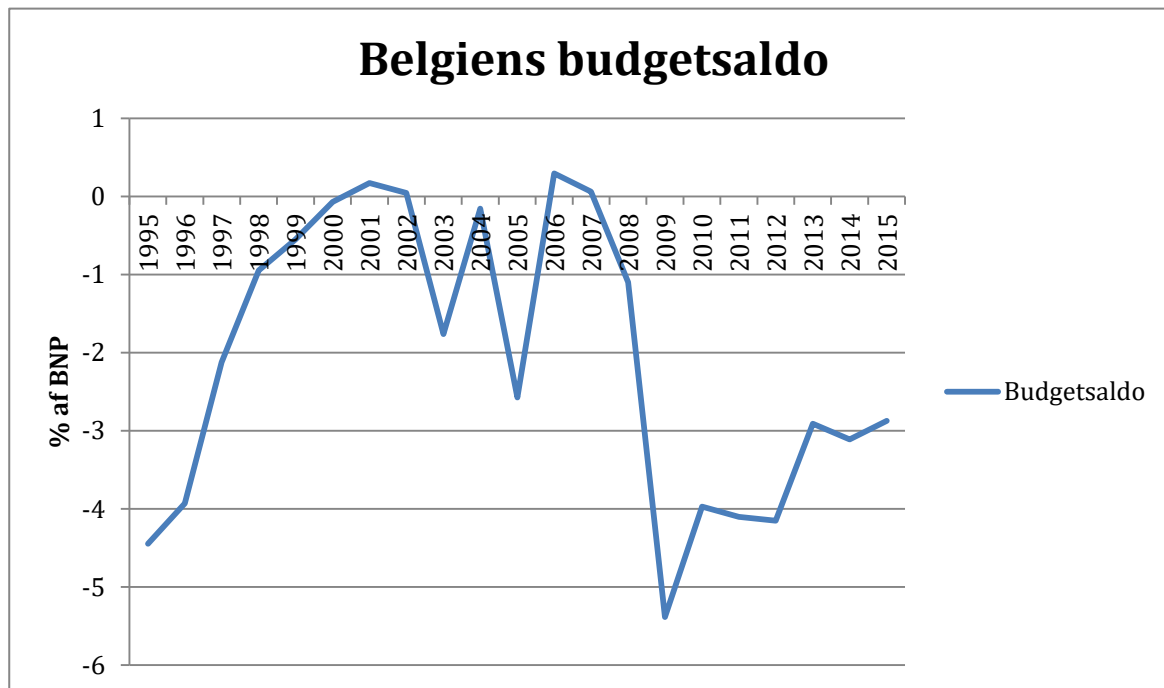
Figur 21 illustrerer udviklingen i Belgiens inflation. Med udgangspunkt i udviklingen i både ledighed og BNP, er forventningen til udviklingen i inflation, at denne ligeså er stabil. I perioden oplever Belgiens inflation udsving, der umiddelbart er større end hvad der kan forklares ved konjunktursvingninger. Fra 1990 til 1998 falder inflationen, med mindre udsving undervejs, fra 3.45 % til 0.95 %. Det betyder dermed, at Belgien ved indtrædelse i samarbejdet, har udvist inflationær disciplin i overensstemmelse med inflationskriteriet. Fra 1998-2007 fluktuerer inflationen tilnærmelsesvist omkring de ønskede 2 %, hvorefter inflationen oplever en større volatilitet frem til 2015, med værdier fra 4.59 % til -0.05 %.

Som tidligere bemærket er der risiko for at en del af landene, i forbindelse med inflationskriteriet, måtte opfylde dette på bekostning af en stigning i ledigheden. Dette er tilfældet for Belgien, og kan forklare at Belgiens ledighed stagnerer på et relativt højt niveau, i årene op mod indførelsen i 1999.

¹⁷³The World Bank, "Inflation, consumer prices (annual %)"

6.2.4 Budgetsaldo

Den stabilitet i BNP og ledighed Belgien, jf. forrige figurer oplever, skal imidlertid betragtes i en kontekst af Belgiens gælds niveau. Såfremt Belgiens strukturelle niveau er bæredygtigt på længere sigt, burde det ifølge Europa-Kommissionen ikke være nødvendigt at overstige disse niveauer. Det skal her bemærkes at disse rater er hensigtsmæssige i en kontekst hvor BNP vokster med 3 % per år, hvilket empirisk er tilfældet for Belgiens vedkommende.



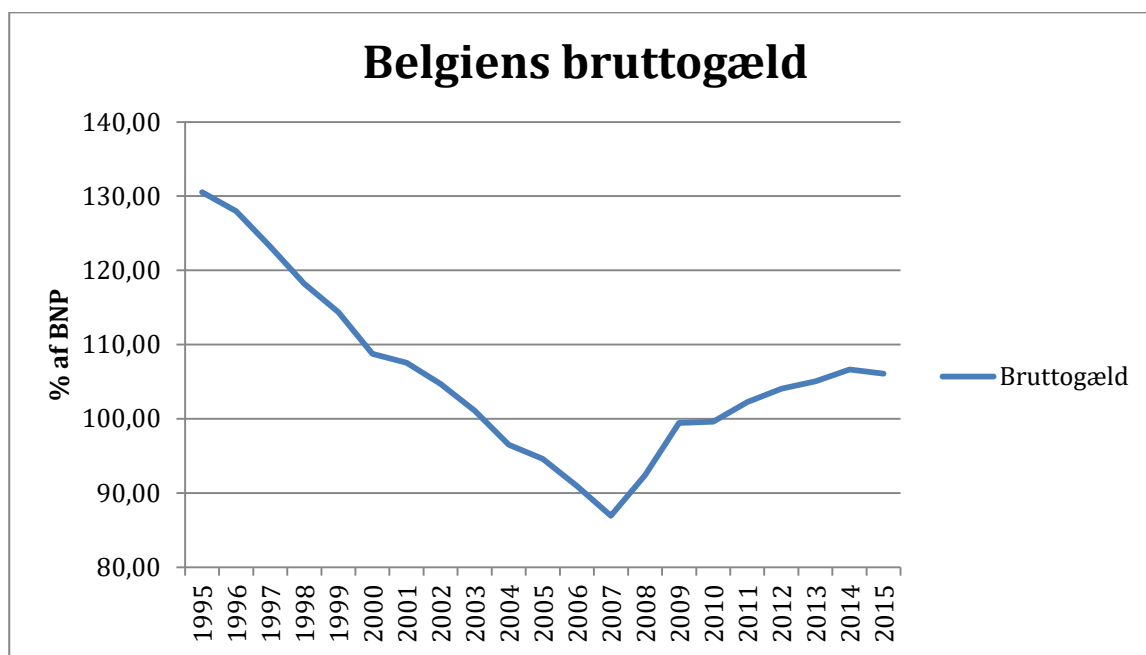
Figur 22: Belgiens budgetsaldo fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁷⁴

Figur 22 viser udviklingen på Belgiens budgetsaldo. Fra 1995 falder Belgiens budgetunderskud frem til 2001. Herefter opstår der volatilitet frem mod 2008, hvor Belgien i perioden formår at overholde budgetrestriktionen. Fra 2009 og frem til 2014 overskrider Belgien restriktionen, og er i 2015 under de tilladte -3%.

6.2.5 Bruttogæld

I overensstemmelse med udviklingen i Belgiens budgetunderskud, viser Belgiens samlede bruttogæld i Figur 23, at denne falder frem mod 2007, efterfulgt af en stigning fra 2007-2014, hvorefter gældens tendens vender, og oplever en mindre stigning fra 2014-2015.

¹⁷⁴AMECO, "Net lending (UBLG)"



Figur 23: Belgiens bruttogæld fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁷⁵.

På intet tidspunkt når Belgiens gæld ned på et niveau under 60 % af BNP, hvilket betyder at Belgien ikke formår at overholde de krav der blev indført i forbindelse med Stabilitets- og Vækstpagten, skønt Belgien har en gennemsnitlig vækst i BNP på over 3 %. På trods af at begge grafers data ikke rækker tilbage til 1990, er der intet der indikerer at Belgien på daværende tidspunkt opfyldte de budgettære konvergenskriterier, der på daværende tidspunkt var en forudsætning for deltagelse i samarbejdet.

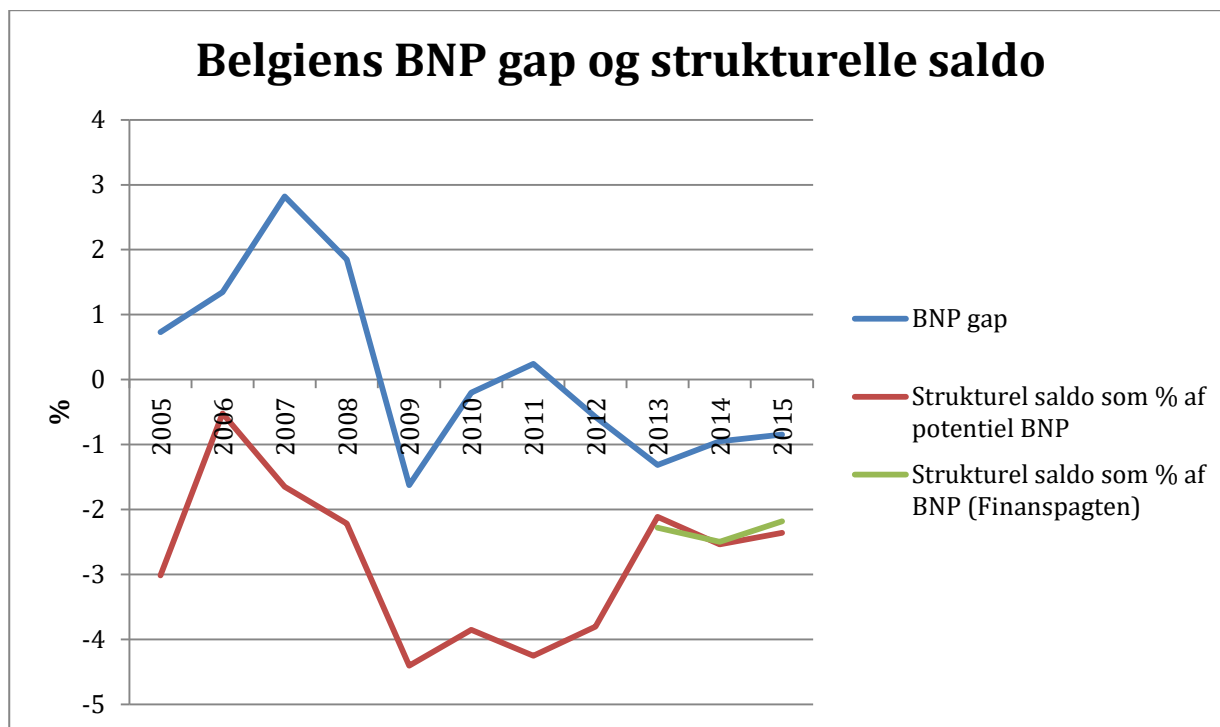
Dette høje gældsniveau i Belgien kan indikere, at deres strukturelle, men ellers stabile, ledighedsniveau, ikke er kompatibel med en finanspolitik, der i Europa-Kommissionens optik betragtes som bæredygtig. Af denne årsag har de i en rapport udtrykt, at der i høj grad er behov for intervention i blandt andet Belgiens finanspolitiske gøren¹⁷⁶. På trods af denne høje gæld, er der ikke umiddelbart uhensigtsmæssige udslag i Belgiens niveau for BNP, hvilket betyder at Belgien således må benytte dette budgetunderskud, til at understøtte og stimulere beskæftigelsen og produktionen i landet, sandsynligvis gennem en form for ekspansiv finanspolitik.

¹⁷⁵AMECO, "Gross Public Debt (UDGG)"

¹⁷⁶Ritzau (25.02.2016)

6.2.6 BNP gap og strukturel saldo

Hvorvidt Belgien fører en politik der modvirker konjunkturudsving eller en ændring i efterspørgslen, analyseres via forholdet mellem landets BNP gap og det strukturelle underskud, som beskrevet i første del af analysen.



Figur 24: Belgiens BNP gap og strukturelle saldo fra 2005-2015. Opgjort i hhv. konstante priser, løbende priser og løbende priser.

Kilde: Egen tilvirkning med data fra AMECO^{177 178 179}.

Figur 24 dokumenterer udviklingen i BNP gap og strukturel saldo. Det antages i denne sammenhæng at et negativt BNP gap, betyder at landet skal føre en ekspansiv finanspolitik, og på denne måde øge output, og således bevæge sig mod det potentielle niveau for BNP.

Udviklingen i kurverne følges i figuren ad, hvor en stigning i BNP gap er ledsaget af en kontraktiv finanspolitik og omvendt, hvilket indikerer at Belgien i høj grad benytter en aktiv finanspolitik, til at påvirke udviklingen i økonomien. De perioder der afviger denne stringense udvikling er fra 2010 – 2011, hvor Belgien har en udvikling i BNP gap, der befinder sig omkring BNP gap = 0, og efterfølgende periode frem mod 2015. Fra 2011 – 2013 oplever Belgien et negativt fald i BNP gap, der i figuren ledsages af en stramning af finanspolitikken, der forstærker den negative værdi i BNP gap, og af denne årsag må betragtes som en pervers finanspolitik, jf. punkt 3 Figur 12. Fra 2013 -

¹⁷⁷ AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGAP)"

¹⁷⁸ AMECO, "Gap between actual GDP and potential GDP, percentage of potential GDP (AVGDGP)"

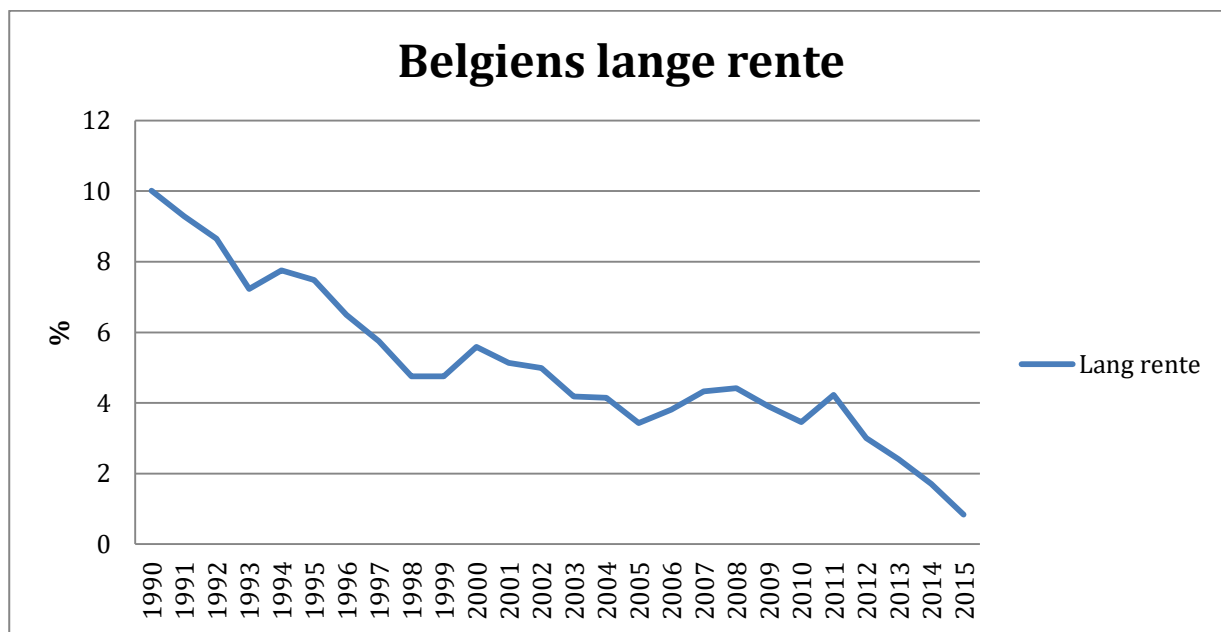
¹⁷⁹ AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGA)"

2015 stagnerer udviklingen i både strukturel saldo og BNP gap, sandsynligvis som følge af de finanspolitiske restriktioner, der er til stede i Eurozonen.

Det må, jf. Finanspagten, betragtes som problematisk at Belgien primært arbejder med et større strukturelt underskud, end hvad der er tilladt for de lande med en gæld der overstiger 60 % af BNP, hvilket fremgår af den strukturelle saldo som % af BNP, hvor Belgien har et underskud på over -2% fra 2013 og frem, på trods af at Belgiens udvikling i BNP gap tager en negativ værdi.

6.2.7 Den lange rente

En gæld på Belgiens niveau burde have konsekvenser for Belgien, enten i form af en øget risiko for overraskelsesinflation, eller en uhensigtsmæssig stigning i niveauet for den lange rente. På nuværende tidspunkt er der intet i udviklingen af Belgiens strukturelle parametre, der indikerer denne gældssætning burde være et problem – faktisk er der nærmere tegn på, at Belgien formår at føre en finanspolitik der stabiliserer konjunkturerne, på trods af de ikke overholder restriktionerne i Stabilitets- og Vækstpagten.



Figur 25: Belgiens lange rente fra 1990-2015.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁸⁰.

Figur 25 illustrerer at Belgien, trods deres i Europa-Kommissionens øjne kritiske gælds niveau, ikke oplever en større stigning i niveauet for deres lange rente, ej heller overskrider Belgien konvergenzkriteriet på maksimalt 6.6 % i året forinden indførslen af tredje fase.

Dette fravær af en stigning i det lange renteniveau, må betyde at investorerne ikke udviser mistillid

¹⁸⁰AMECO, "Long term nominal (ILN)"

til Belgien, trods deres høje gælds niveau, og således stadig betragter Belgien som et sikkert land at købe statsobligationer i. Dette kan skyldes adskillige forhold; eksempelvis at teorien ikke er kompatibel med den empiriske verden, eller at investorerne bygger deres tillid på andre forhold end lige netop udviklingen i Belgiens gæld.

6.2.8 Gældstype

En anden årsag til at det langsigtede renteniveau ikke stiger på trods af Belgiens høje gælds niveau, kan være måden hvorpå gælden er optaget. Som tidligere nævnt i første del af analysen, er gældstypen afgørende for hvilken effekt, en stigning i gæld, har på renteniveauet.

Af denne årsag illustrerer Tabel 4 Belgiens fordeling af gæld.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indland	143988	142732	128284	136542	153910	167291	207538	216216	209277	193257	200627
Udland	150757	154655	171689	191069	193349	196752	180429	187176	203764	233450	233559
Udland Eurozonen	75428	78303	79840	83790	96800	92649	83274	94296	103700	102362	102720
Ikke Eurozone	75329	76352	91849	107280	96549	104103	97155	92881	100064	131088	130839

Tabel 4: Belgiens indenlandske og udenlandske gæld fra 2005-2015. Opgjort i mio. euro.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra NBB.Stat¹⁸¹.

Det fremgår af Tabel 4 at Belgiens gæld i perioden stiftes i både ind- og udland. I perioden er det primært gæld til udlandet der dominerer, omend forskellen i de fleste år er begrænset. Det betyder at Belgien, med skatteindkrævning som værktøj, tilnærmelsesvist kan halvere sin gæld, som følge af at omtrent halvdelen af gælden er afsat internt i landet. Den anden halvdel af gælden skyldes som nævnt til udlandet, hvoraf omkring halvdelen af denne gæld holdes internt i Eurozonen, hvilket kan betyde at denne gæld ikke er forbundet med samme udfordringer eller frygt for misligholdelse, som hvis gælden var optaget uden for Eurozonen. Det er værd at bemærke at Belgiens gæld, til landene uden for Eurozonen, udgør 50-60 % af BNP, hvilket er inden for Stabilitets- og Vækstpagtens kriterier.

6.2.9 Opsummering

Ovenstående analyse illustrerer således at Belgien, til trods for overskridelse af Eurozonens krav om gælds niveau og budgetunderskud, formår at holde en stabil udvikling i både BNP, ledighed og renteniveau. Dette kan skyldes at Belgien i sin finanspolitik umiddelbart fører en politik, der forsøger at modarbejde konjunkturudviklingen, på trods af dette medfører en overtrædelse af førnævnte restriktioner. Teoretisk burde denne høje gæld medføre uhensigtsmæssige udsving i

¹⁸¹NBB Online statistics, "Breakdown of consolidated gross debt"

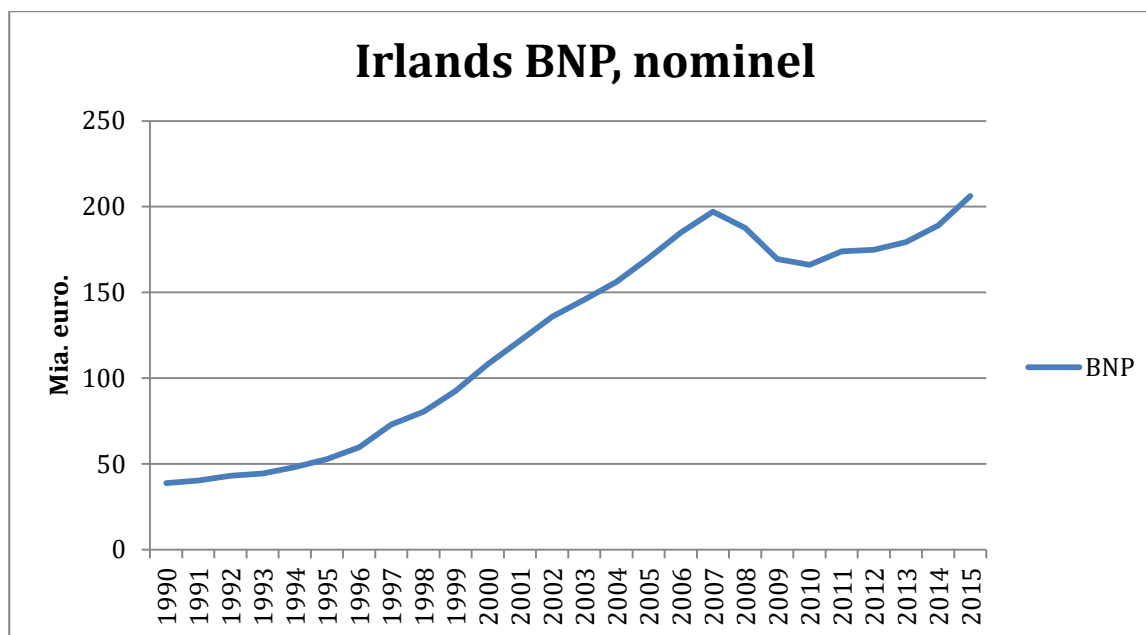
landets lange renteniveau, hvilket imidlertid har vist sig ikke at være tilfældet, sandsynligvis forårsaget af Belgiens fordeling af gæld, der således er medregnet i de investorerne vurdering af risici, udtrykt gennem det lange renteniveau.

6.3 Irland¹⁸²

Som følge af Irlands fald og stagnering i udvikling af BNP siden finanskrisen, jf. Figur 9, vil Irlands øvrige økonomiske parametre blive undersøgt.

6.3.1 BNP

I nedenstående figur illustreres udviklingen i nominel BNP for Irland i perioden 1990-2015.



Figur 26: Irlands nominelle BNP fra 1990-2015. Opgjort i løbende priser.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁸³.

Figur 26 dokumenterer at Irlands BNP oplever en stabil fremgang fra 38.87 mia. euro i 1990, til 197.05 mia. euro i 2007, efterfulgt af et fald til 166.16 mia. euro i 2010. Dette fald må være forårsaget af finanskrisen, der for Irlands tilfælde medfører et fald i nominel BNP på 15.68 procent, hvilket må betragtes som værende er relativt markant fald. Efter 2010 oplever Irlands BNP en stigende, omend mere moderat, tendens end tidligere, og når op på et før-krise niveau i 2015, hvor Irlands nominelle BNP er steget til 206.30 mia. euro. Dette kan muligvis skyldes Irlands manglende eksportdiversifikation som tidligere vist i Figur 1, hvor Irland markerede sig ved at have den laveste

¹⁸²Data vedr. Irland fremgår af appendix side 191

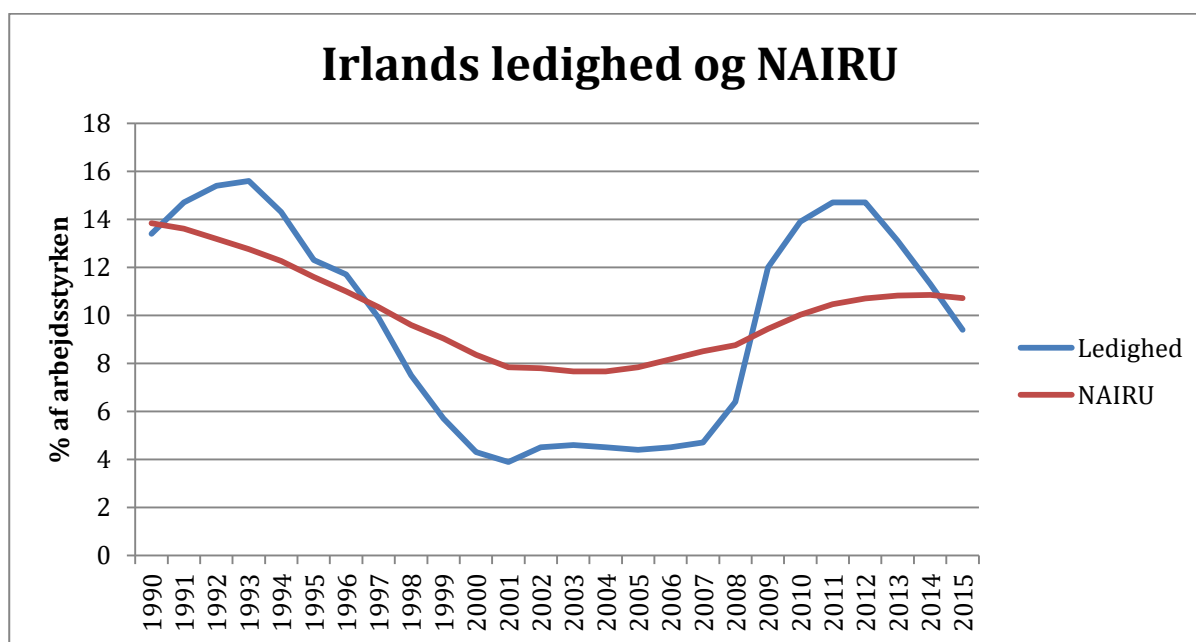
¹⁸³AMECO, "Gross Public Debt (UDGG)"

diversifikation blandt de undersøgte lande. Dette betyder at Irland muligvis er mere eksponeret over for choks jf. Peter Kenen.

Den gennemsnitlige årlige vækst i perioden svarer til 6.5%. En vækst på dette niveau er en højere vækst, end hvad gælds- og budgetkriteriet foreskriver, hvilket således betyder at Irland besidder forudsætningerne for at skabe konvergens ved en overholdelse af de resterende vilkår.

6.3.2 Ledighed og NAIRU

En anden relevant indikator der ligeså beskriver udviklingen i Irlands økonomi, er niveauet for ledighed og NAIRU.



Figur 27: Irlands ledighed og NAIRU fra 1990-2015.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁸⁴ og Knoema¹⁸⁵.

Af Figur 27 fremgår det at Irland i perioden fra 1990-1993, oplever en høj og stigende arbejdsløshed fra 13.4 % til 15.6 %, hvor arbejdsløsheden bevæger sig over NAIRU. Efterfølgende falder Irlands ledighed til omtrent 4% i år 2000 og frem mod finanskrisen, hvilket er et niveau under NAIRU, og således indikerer et inflationspres. Omkring 2008 stiger Irlands ledighed markant til et niveau over NAIRU, og svarer i 2011-2012 til 14.7 %. Fra 2012 og frem mod 2015 er ledigheden faldende, hvilket medfører at Irland i 2015 igen befinder sig under det naturlige ledighedsniveau. Dette burde skabe et inflationært pres for Irland, såfremt arbejdsløsheden fortsat befinder sig under NAIRU i de kommende år. NAIRU, og i perioder den aktuelle ledighed,

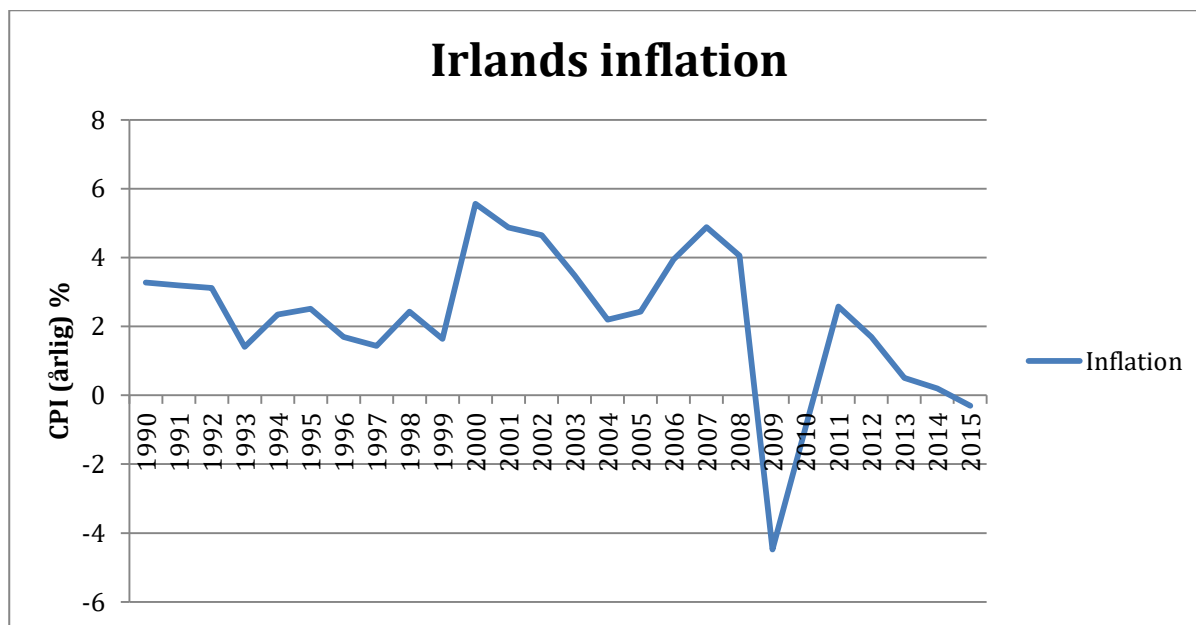
¹⁸⁴AMECO, "Percentage of civilian labour force (ZUTN)"

¹⁸⁵Knoema, "NAIRU"

illustrerer et relativt højt strukturelt niveau. Dette høje niveau, og andre makroøkonomiske ubalancer, er Europa-Kommissionen i sin landerapport vedrørende Irland opmærksomme på, og mener dette kan ændres gennem en forbedring af Irlands tilpasning af arbejdsmarkedet¹⁸⁶.

6.3.3 Inflation

Et tredje parameter der beskriver Irlands økonomiske udvikling er inflationsniveauet. Irlands inflationsniveau fremgår af Figur 28.



Figur 28: Irlands inflation fra 1990-2015.

Kilde Egen tilvirkning med, data fra The World Bank¹⁸⁷.

Figur 28 viser at Irlands inflationsniveau fra 1990 og frem mod 1999, fluktuerer omkring et niveau på 2 %. Efter 1999, hvilket er året hvor implementeringen af fase tre finder sted, stiger inflationen til 5.56 % i 2000. På trods af denne stigning, overholder Irland tilnærmelsesvist inflationskriteriet, med en inflation på 2.43 % i 1998, der dermed kun svinger med få decimaler i forhold til optagelseskravet, med en øvre inflationsgrænse på 2.32 %.

Efter stigningen i 2000 opstår der en øget volatilitet i Irlands inflation, der fluktuerer omkring 4 % frem til finanskrisen. Denne begivenhed forårsager en deflation i Irland, der således i 2009 har et inflationsniveau på -4.48 %. I 2011 befinder Irlands inflation sig på et niveau omkring 2%, omend inflationen fremadrettet er faldende, og fra 2015 svarer til -0.3 %.

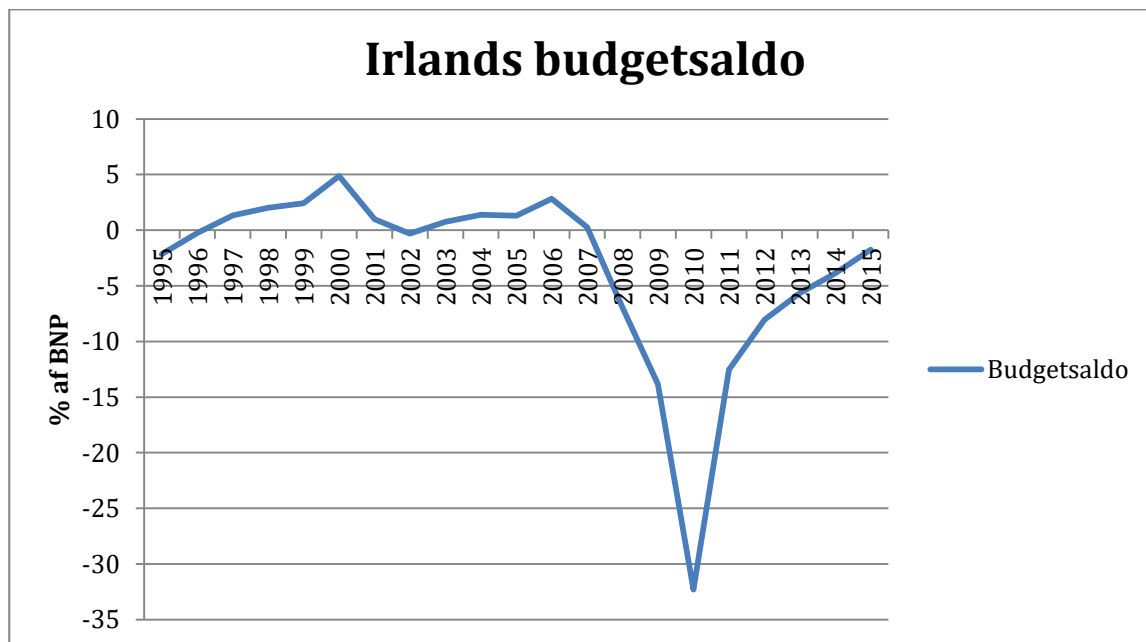
¹⁸⁶ Europa-Kommissionen (13.05.2015)

¹⁸⁷The World Bank, "Inflation, consumer prices (annual %)"

Med udgangspunkt i ovenstående figurer vedrørende Irland, fremgår det at inflationen er stabil i samme periode hvor arbejdsløsheden er faldende, fra 1993 til 1999, hvilket afviger fra det teoretiske udgangspunkt, hvor et fald i arbejdsløsheden er ledsaget af en stigning i inflation. Denne fravigelse er sandsynligvis forårsaget af, at Irland i samme periode oplever en stigning i vækst i BNP, der således stimulerer landets beskæftigelse, uden at dette skaber et øget pres på Irlands prisniveau. I 2000 stiger inflationen til 6 % og fluktuerer efterfølgende omkring 4 % frem mod 2008, kombineret med en arbejdsløshed der befinder sig stabilt omkring de 4 %, hvilket således bekræfter dette trade-off mellem arbejdsløshed og inflation, der ikke umiddelbart gør sig gældende i perioden frem mod 2000. Den efter 2008 lavere trend i inflationen medfører en stigning i ledighed, der frem mod 2014 befinder sig over niveauet for NAIRU. I 2015 befinder niveauet for ledighed sig under niveauet for NAIRU, samtidig med at inflationen er faldet yderligere, og nu tager en negativ værdi, hvilket i en teoretisk optik må betragtes som paradoksalt, da Irland med et fald i ledigheden, må have oplevet en stigning i efterspørgslen, der således ikke umiddelbart påvirker inflationen.

6.3.4 Budgetsaldo

Ovenstående parametre skal betragtes i konteksten af Irlands budgetsaldo, der er beskrevet i Figur 29.



Figur 29: Irlands budgetsaldo fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁸⁸.

¹⁸⁸AMECO, "Net lending (B9) (UBLG)"

Figur 29 illustrerer at udviklingen i Irlands budgetsaldo forholder sig forholdsvist stabilt på et niveau over -3 % af BNP frem mod 2007 hvor Irland i det meste af denne periode oplever et budgetoverskud. Fra 2007 vender tendensen til et hastigt voksende budgetunderskud, der i 2010 kulminerer med et budgetunderskud på -32.31 % af BNP. Dette må betragtes som en omfattende overtrædelse af de forhold Irland er underlagt i forbindelse med Stabilitets- og Vækstpagten, der medfører at Irland siden 2009 har været en del af Europa-Kommissionens underskudsprocedure¹⁸⁹. Efter 2010 falder budgetunderskuddet lige så hurtigt som det opstod, og i 2011 har Irland mere end halveret deres underskud, der tager en værdi på -12.53 %. Efterfølgende falder underskuddet yderligere, og svarer i 2015 til -1.75 % af BNP, hvilket betyder at Irland efter 7 års overtrædelse, atter overholder budgetkriteriet, omend dette alt andet lige må have haft en omfattende effekt på udviklingen af gæld. Irlands overskridelse af budgetkriterierne, kan være udtryk for at Irland, på trods af Eurozonens restriktioner, fører en ekspansiv finanspolitik i forbindelse med finanskrisen, og at finanskrisen har haft så omfattende en effekt på Irlands økonomi, at et større fald i skatteindtægter, har skabt ubalance på den offentlige saldo.

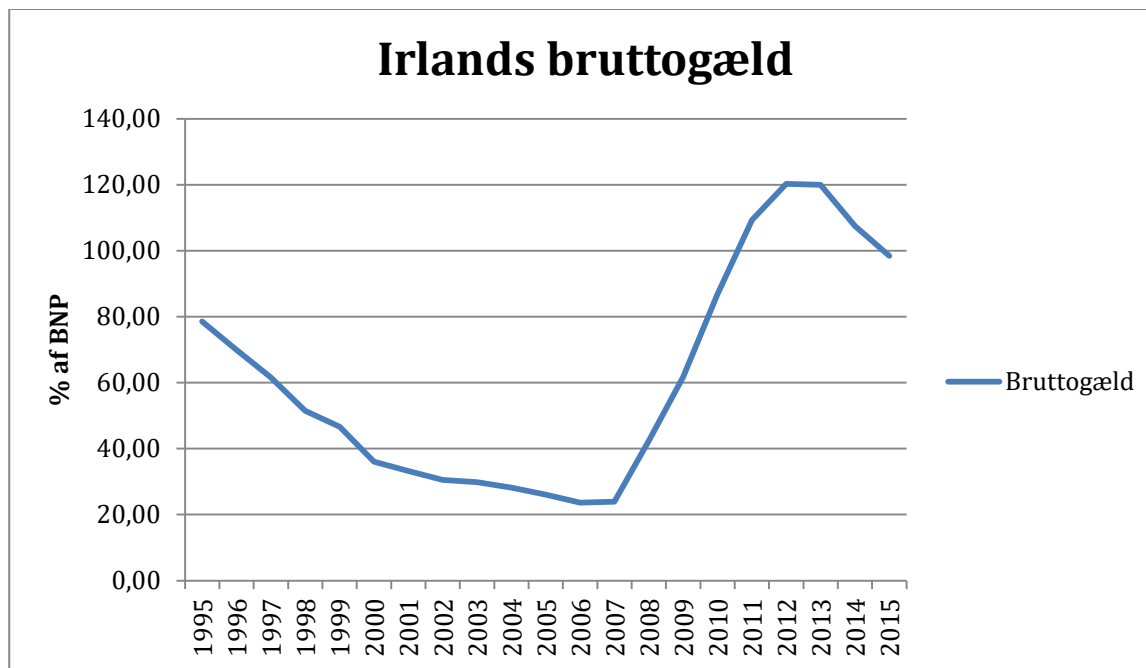
De større udsving i parametrene der opstår i forbindelse med finanskrisen, kan indikere at Irland oplevede et mere ekstremt chok til efterspørgslen end eksempelvis Belgien gjorde. Såfremt dette er tilfældet, er Irland ekstraordinært hæmmet af den type "one-size-fits-all"-politik der føres i forbindelse med Stabilitets- og Vækstpagten, da Irland umiddelbart har behov for at føre en yderst ekspansiv finanspolitik i forsøget på at bringe økonomien tilbage i ligevægt efter forekomsten af et midlertidigt chok, med udgangspunkt i Irlands BNP. Dette, til trods for at Irland i perioden op mod finanskrisen oplevede et budgetoverskud.

En anden forklaring er Irlands udvikling i enhedslønomkostninger, da denne stiger under finanskrisen, hvilket kan forårsage et fald i efterspørgsel. Dette fald kan modvirkes gennem en forbedring af Irlands konkurrenceevne, der frem mod 2015, falder i enhedslønomkostninger.

¹⁸⁹Europa-Kommissionen, "Ireland"

6.3.5 Bruttogæld

I figur 30 illustreres Irlands gældsudvikling.



Figur 30: Irlands bruttogæld fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁹⁰.

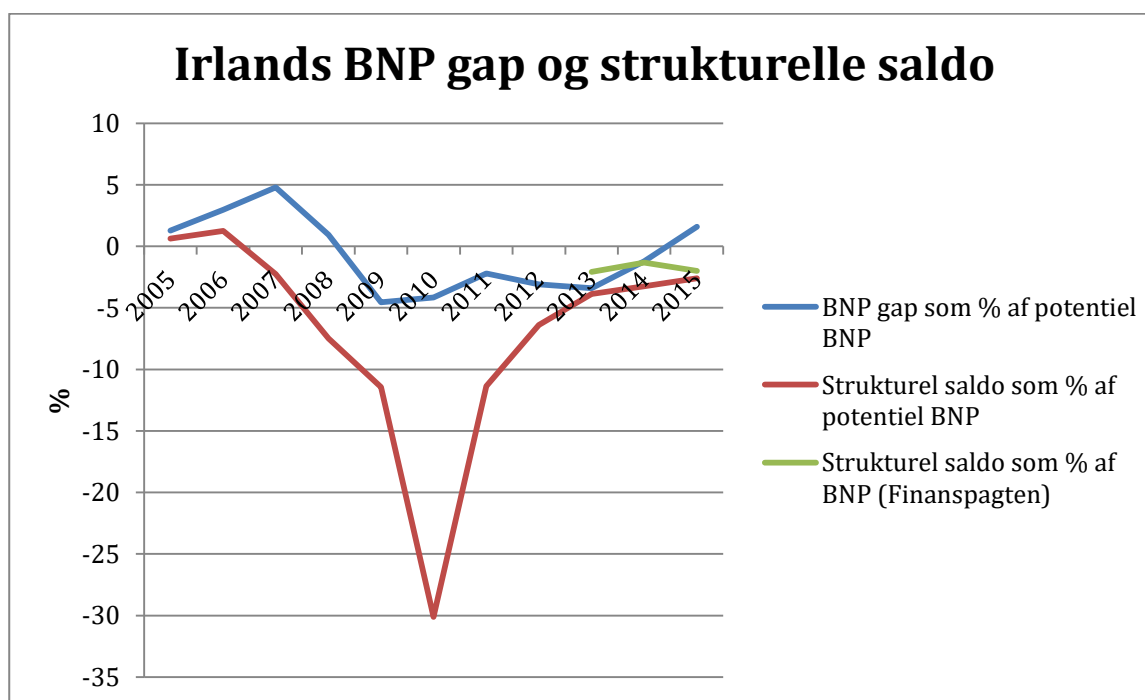
Af Figur 30 fremgår det at Irland i 1995 har et forholdsvist højt gælds niveau, svarende til 78,55 % af BNP. Gælden falder efterfølgende, i takt med det observerede budgetoverskud i Figur 29, hvilket medfører at gælden i årene op mod implementeringen af fase tre svarer til 61,61 % i 1997, 51,49 % i 1998 og 46,65 % i 1999, og betyder dermed at Irland har overholdt Maastrichtkriteriet vedrørende gæld. Den nedgående trend i niveauet for gæld fortsætter, og når i 2007 et niveau på 23,93 %. I år 2008 indtræffer finanskrisen, hvilket i Figur 29 medførte en kraftig stigning i Irlands budgetunderskud, der steg til over 30% af BNP. Denne stigning afspejles i Figur 30, da gælden ligeledes oplever en kraftig stigning der peaker i 2012, med en gæld svarende til 120,24 % af BNP, hvilket må betragtes som en klar overtrædelse af Stabilitets- og Vækstpagten. Til trods for at Irlands budgetunderskud i 2015 når et niveau, der er acceptabelt i henhold til Stabilitets- og Vækstpagten, er dette ikke tilfældet for Irlands gæld, der som følge af det faldende budgetunderskud i 2014-2015, er faldende frem mod 2015, og når et niveau der svarer til 98,44 % af BNP, hvilket stadig er over det i Stabilitets- og Vækstpagten påkrævede niveau. I forbindelse med Irlands gæld, der er tiltagende i årene frem mod 2012, skal det bemærkes, at Irland samtidig formår at sænke sin

¹⁹⁰AMECO, "Gross Public Debt (UDGG)"

samlede gæld i årene frem mod 2008, hvilket således indikerer, at Irland sænker sin gæld under højkonjunktur og forbruger under lavkonjunktur. En sådan formåen, må alt andet lige, være afgørende i forbindelse med en samlet evaluering af Irlands krise- og gældshåndtering

6.3.6 BNP gap og strukturel saldo

Som tidligere beskrevet kan den høje gæld og budgetunderskud Irland oplever ved finanskrisen, være forårsaget af at Irland fandt det nødvendigt at føre en mere ekspansiv finanspolitik, end hvad et budgetunderskud på 3 %, eller 0.5 % af det strukturelle underskud, tillader, i forsøget på at bringe økonomien tilbage i ligevægt.



Figur 31 Irlands BNP gap og strukturel saldo fra 2005-2015. Opgjort i hhv. konstante priser, løbende priser og løbende priser.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO^{191 192 193}.

Det fremgår af Figur 31 at Irland i perioden 2005-2008 har et positivt BNP gap, hvilket betyder at Irlands BNP befinder sig på et niveau over det potentielle BNP, og således indikerer at landet i perioden har været i risiko for en overophedning af økonomien. Samtidig fremgår det af figur, at Irland i samme periode fører en kontraktiv finanspolitik i 2005 og 2006. Denne politik lempes i 2007, hvilket øger det positive BNP gap.

¹⁹¹AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGAP)"

¹⁹²AMECO, "Gap between actual GDP and potential GDP, percentage of potential GDP (AVGDGP)"

¹⁹³AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGA)"

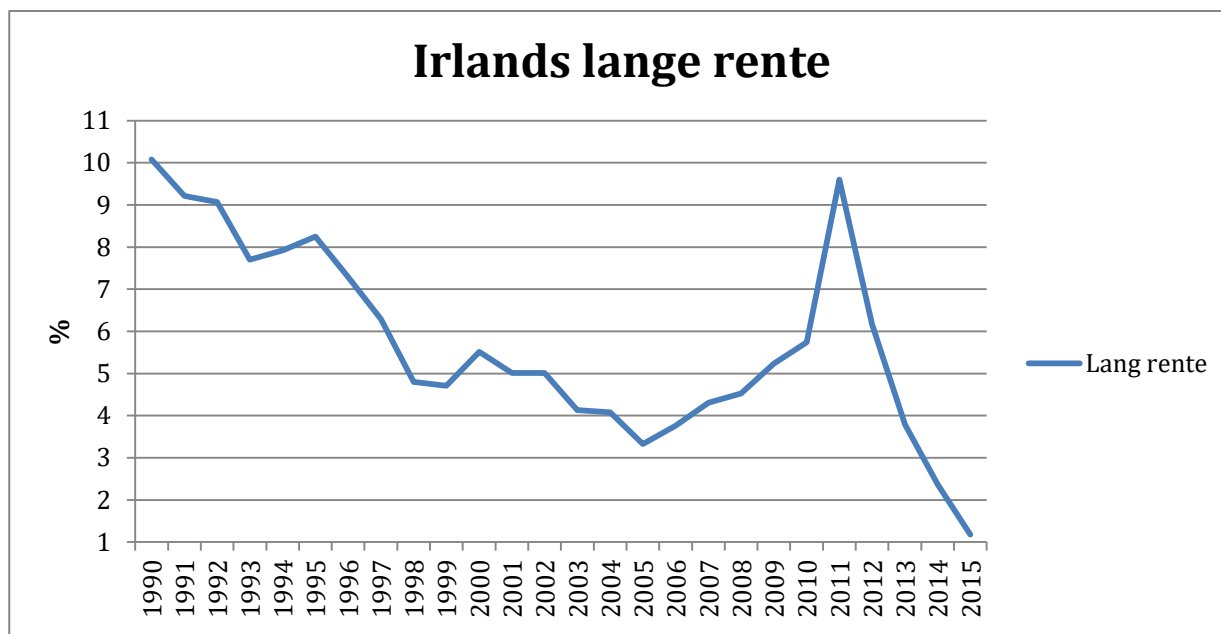
I 2008 er BNP gap faldet til 0.947 %, hvilket suppleres af Irland gennem en mere ekspansiv finanspolitik, afspejlet i en stigning i det strukturelle underskud til -7.485 % af potentiel BNP. I den efterfølgende periode oplever Irland et negativt BNP gap, hvortil Irland øger deres ekspansive finanspolitik, der i 2010 svarer til -30.12 % af potentiel BNP. I 2010 er det negative BNP gap faldet med omtrent 2 procentpoint og er dermed mindre negativt, end før Irland ekspanderede yderligere, hvilket medfører at Irland efterfølgende strammer finanspolitikken. Denne mere kontraktive finanspolitik fører til et mere negativt BNP gap i 2012 og 2013, samtidig med at finanspolitikken strammes yderligere i perioden. Denne tendens vender i 2014 og 2015 hvor Irlands BNP gap mindskes og i 2014 er -1.209 %. I 2015 er Irlands BNP gap atter positivt, samtidig med at der føres en strammere finanspolitik, end hvad tilfældet var i årene efter finanskrisen. Med Irlands finanspolitik som kontekst, antyder empirisk data, at Irland i højere grad forsøger at føre en finanspolitik der kompenserer for konjunkturudvikling og choks, fremfor at følge restriktionerne i Stabilitets- og Vækstpagten, hvilket betyder er Irland ikke umiddelbart tildeler den i Eurozonen forventede finanspolitisk disciplin nok opmærksomhed. Det fremgår samtidig af den strukturelle saldo i procent af BNP at Irland, fra finanspagtens indførelse i 2013, ikke overholder kriteriet vedrørende det strukturelle underskud.

Figur 31 illustrerer at Irland bevæger sig omkring sit potentielle BNP (BNP gap=0) i perioden, hvilket hænder på bekostning af en overtrædelse af restriktionerne. Såfremt Irland ikke overtrådte disse restriktioner, ville udviklingen i gæld under finanskrisen været mere moderat, omend dette var sket på bekostning af et større udsving i Irlands BNP, og ville således have medført større makroøkonomiske konsekvenser for eksempelvis ledighed. Samtidig har Irland, i den relative korte periode dette projekt beskæftiger sig med, dokumenteret empirisk, at de formår at sænke deres gæld i forbindelse med højkonjunktur, hvilket således indikerer at Irland, trods en øget gæld i forbindelse med en lavkonjunktur, ikke har problemer med at håndtere en stigning i gælden. Såfremt investorerne forventes at være rationelle, burde disse medtage denne overvejelse i forbindelse med niveauet for den lange rente, da risikoen for en likviditetskrise i Irland således ikke er relevant, og derfor ikke nødvendigvis kræver en øget compensation gennem et højere renteniveau.

Irlands økonomiske udvikling må, bortset fra et større fald i arbejdsløshed, betragtes som værende forholdsvis stabil frem mod finanskrisen i 2008. Denne stabilitet må umiddelbart afspejles i investorenes tillid til økonomien, repræsenteret ved niveauet for den lange rente.

6.3.7 Den lange rente

Under og efter finanskrisen må der opstå en stigning i Irlands renteniveau, som tegn på den øgede risiko der opstår i forbindelse med Irlands gældsætning og budgetunderskud, under antagelse af at en øget gæld og et øget underskud, begge forårsager en øget risiko.



Figur 32: Irlands lange renteniveau fra 1990-2015.
Kilde Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁹⁴.

Figur 32 viser at Irlands langsigtede renteniveau i 1990 befinder sig på 9.21 %, hvorefter denne er faldende frem mod 1999, hvor renten befinder sig på 4.71 %, og oplever en mindre stigning frem mod år 2000. Efterfølgende falder det lange renteniveau frem mod 2005 hvor denne tager en værdi på 3.33 %. Herefter stiger renteniveauet svagt frem mod 2008, hvilket kan være udtryk for en begyndende usikkerhed. Den egentlig stigning i renteniveauet optræder først i 2010, to år efter finanskrisens indtræden, hvor renten er steget til 5.74% efterfulgt af en yderligere stigning i 2011 til 9.6 %, hvilket kan skyldes at der opstår en mistillid blandt investorerne, i forbindelse med den voldsomme stigning der fremgår af budgetunderskuddet, og deraf øgede gæld i årene omkring 2009. Stigningen i det lange renteniveau falder kort tid efter og når i 2015 ned på 1.18 %.

Det kan med udgangspunkt i Figur 32 konstateres, at investorerne har haft tillid til Irland, muligvis i kraft af det irreversible medlemskab af ØMU'ens tredje fase, frem mod 2008. Efterfølgende stiger risiciene, udtrykt gennem niveauet for den lange rente, i årene efter finanskrisen, på trods af at Irland, jf. Figur 30, formår at sænke deres gæld under en højkonjunktur.

¹⁹⁴AMECO, "Long term nominal (ILN)"



6.3.8 Opsummering

På baggrund af ovenstående individuelle analyse, kan det konkluderes at Irland i perioden har oplevet en høj vækst i BNP, samtidig med at udviklingen i Irlands arbejdsløshed, umiddelbart bærer præg af konjunkturudviklingen, med et fald, efterfulgt af en stabil udvikling frem mod 2008, hvorefter ledigheden stiger frem mod 2012, og efterfølgende falder frem mod 2015.

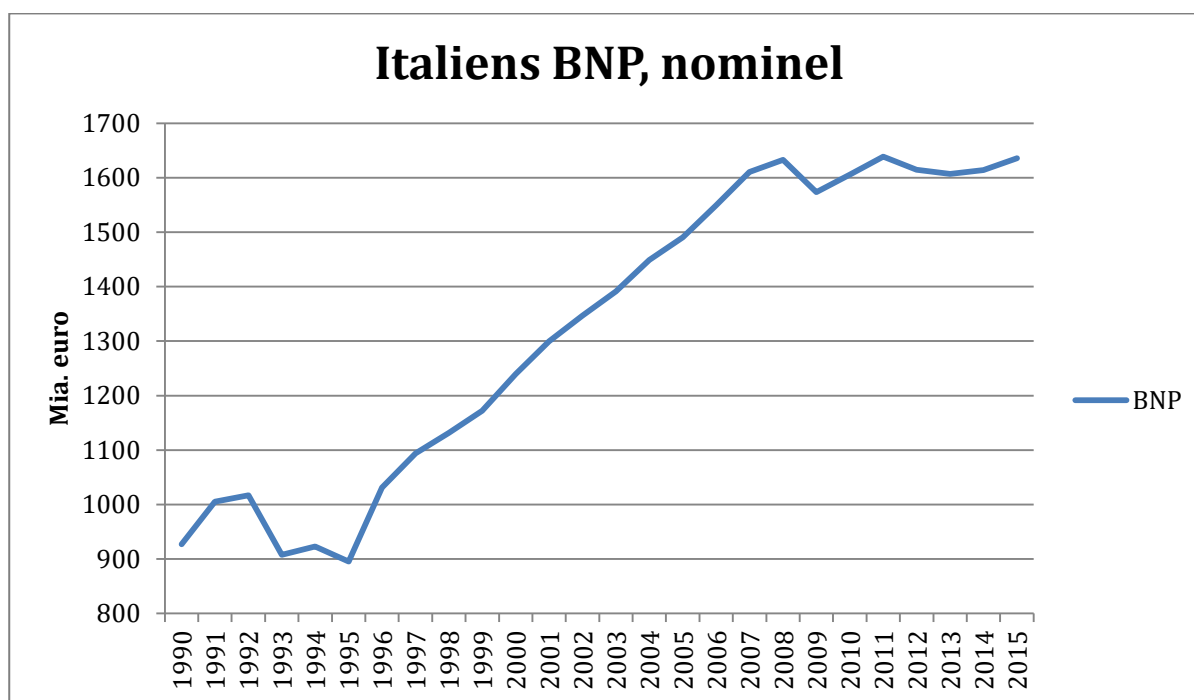
Både budgetsaldoen og gældsniveauet har i perioden frem mod 2008 været forholdsvis stabil og aftagende i værdi, hvorefter begge parametre oplever et større udsving i håndteringen af den lavkonjunktur der opstår i forbindelse med finanskrisen. Denne forværring af budgetsaldo er blandt andet forårsaget af at Irlands konkurrenceevne forværres i samme periode, udtrykt gennem en stigning i enhedslønmodstigninger. Disse udsving i både budgetsaldo og gæld, medfører en stigning i niveauet for den lange rente, på trods af Irland tidligere har dokumenteret, at de formår at nedbringe deres gældsniveau i forbindelse med en højkonjunktur. Samtidig er der, efter adskillige år med et underskud på budgetsaldoen, der er større end det tilladte niveau, umiddelbart tegn på en forbedring af Irlands økonomi, med et BNP gap der tager en positiv værdi, en udvikling i nominal BNP der atter indikerer en stigende tendens fra 2014-2015, og en ledighed der har en faldende trend.

6.4 Italien¹⁹⁵

Som følge af Italiens længerevarende stagnering i udvikling af BNP siden finanskrisen, jf. Figur 9, vil Italiens øvrige økonomiske parametre bliver undersøgt i nedenstående.

6.4.1 BNP

Figur 33 illustrerer udviklingen i nominel BNP for Italien fra 1990-2015.



Figur 33: Italiens nominelle BNP fra 1990-2015. Opgjort i løbende priser.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁹⁶.

Det fremgår af Figur 33 at Italien oplever en stigning i BNP fra 1990 til 1992, efterfulgt af et fald i BNP frem mod 1993. Dette niveau holder Italiens BNP sig omkring frem mod 1996, hvorefter BNP stiger. Denne stigning fortsætter frem til 2008 hvor BNP når en værdi på 1632.93 mia. euro, efterfulgt af et fald i BNP, forårsaget af finanskrisen, der i 2009 tager en værdi på 1573.66 mia. euro. Dette fald i BNP ændrer sig efterfølgende til en stigning frem mod 2011, hvorefter BNP falder, og i 2015 tager en værdi på 1635.59 mia. euro. Med udgangspunkt i dette fremgår det tydeligt at Italiens BNP både falder og stagnerer i forbindelse med finanskrisen, og umiddelbart ikke i perioden, når tilbage på samme trend, der gør sig gældende i årene 1996-2008.

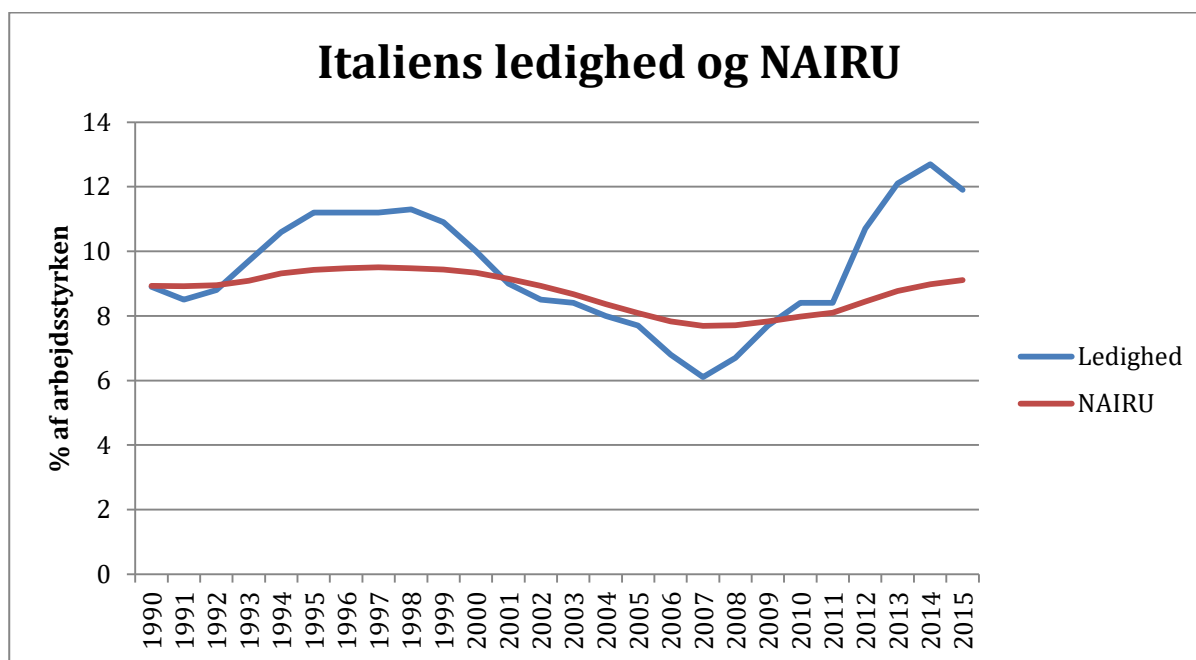
¹⁹⁵Data vedr. Italien fremgår af appendix, side 197

¹⁹⁶AMECO, "Gross Domestic Product > "At current prices (UVGD)"

Italiens gennemsnitlige årlige vækst i nominel BNP er 2.2 %, hvilket er lavere end en vækst på 3 %, der er forudsætningen i budgetkriteriet, jf. Stabilitets- og Vækstpagten, og således betyder at Italien kan have svært ved at skabe den fornødne konvergens, selv ved overholdelse af pagtens resterende krav.

6.4.2 Ledighed og NAIRU

Et supplerende parameter der benyttes i en beskrivelse af udviklingen i Italiens økonomi er niveauet for arbejdsløshed og NAIRU. Denne er illustreret i Figur 34.



Figur 34: Italiens arbejdsløshed og NAIRU fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO¹⁹⁷ og Knoema¹⁹⁸.

Det fremgår af Figur 34 at Italiens arbejdsløshed fra 1990 til 1992 befinder sig på et niveau mellem 8.9 % og 8.5 %. Herefter stiger arbejdsløsheden frem mod 1995 hvor denne når 11.2 % og efterfølgende forholder sig stabilt frem mod 1998. Dernæst oplever Italien et markant fald i arbejdsløsheden, der i 2007 er faldet til 6.1 %, i forbindelse med den højkonjunktur der er aktuel frem mod finanskrisen. I efterfølgende periode er arbejdsløsheden stødt stigende, og svarer i 2014 til 12.7 % af arbejdsstyrken, hvorefter denne falder til 11.9 % i 2015.

Såfremt fokus rettes mod kurven for NAIRU fluktuerer denne mellem 7.5 - 9.5 %. Det fremgår at Italiens arbejdsløshed i perioden 1993 til 2001 befinder sig over NAIRU, hvorfor inflationen i denne periode må forventes at være faldende. Den stigning i arbejdsløshed der opstår i årene

¹⁹⁷AMECO, "Percentage of civilian labour force (ZUTN)"

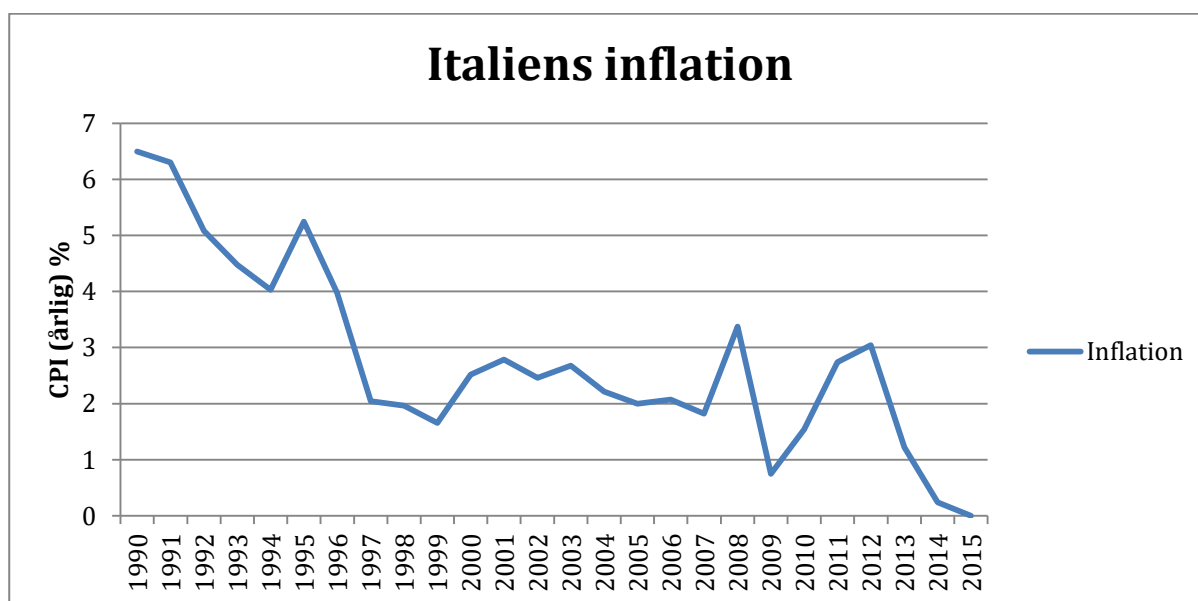
¹⁹⁸Knoema, "NAIRU"

omkring 1999, kan være forårsaget af forsøget på at overholde kriteriet vedrørende inflation. Efterfølgende befinder den aktuelle arbejdsløshed sig under niveauet for NAIRU frem mod finanskrisen, hvorefter Italiens ledighed stiger, og fra 2010 og frem, er højere end NAIRU. Dette medfører således en forventning om at inflationen er presset frem mod 2010, og efterfølgende falder.

6.4.3 Inflation

Et tredje parameter der ligeså beskriver Italiens økonomiske udvikling er inflation.

Udviklingen i inflation er illustreret i Figur 35.



Figur 35: Udvikling i Italiens inflation(CPI) fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra The World Bank¹⁹⁹.

Det fremgår af Figur 35 at Italien i 1990 havde en inflation på 6.49 %, hvorefter niveauet er faldende frem mod 1994. Fra 1994 til 1995 oplever Italien en stigning i inflationen, der efterfølgende falder markant til 1.66 % frem mod 1999. Dette fald i inflation bekræfter førnævnte forventning om at Italien, i indfrielsen af inflationskriteriet, må affinde sig med et højere arbejdsløshedsniveau. Efter 1999 stiger inflationen til 2.79 % i 2001, efterfulgt af en nedadgående trend frem mod 2007, hvor inflationen er 1.82 %. I forbindelse med finanskrisen opstår der en øget volatilitet i Italiens inflation, der fluktuerer mellem 3.38 % og 0.75 %. Fra 2012 og frem til 2015 er inflationen igen faldende, og tager en værdi på 0%. Italien formår fra 1997-2007 at bibeholde en stabil udvikling i inflation omkring 2 %, efterfulgt af større udsving fra finanskrisen og frem mod 2014.

¹⁹⁹The World Bank, "Inflation, consumer prices (annual %)"

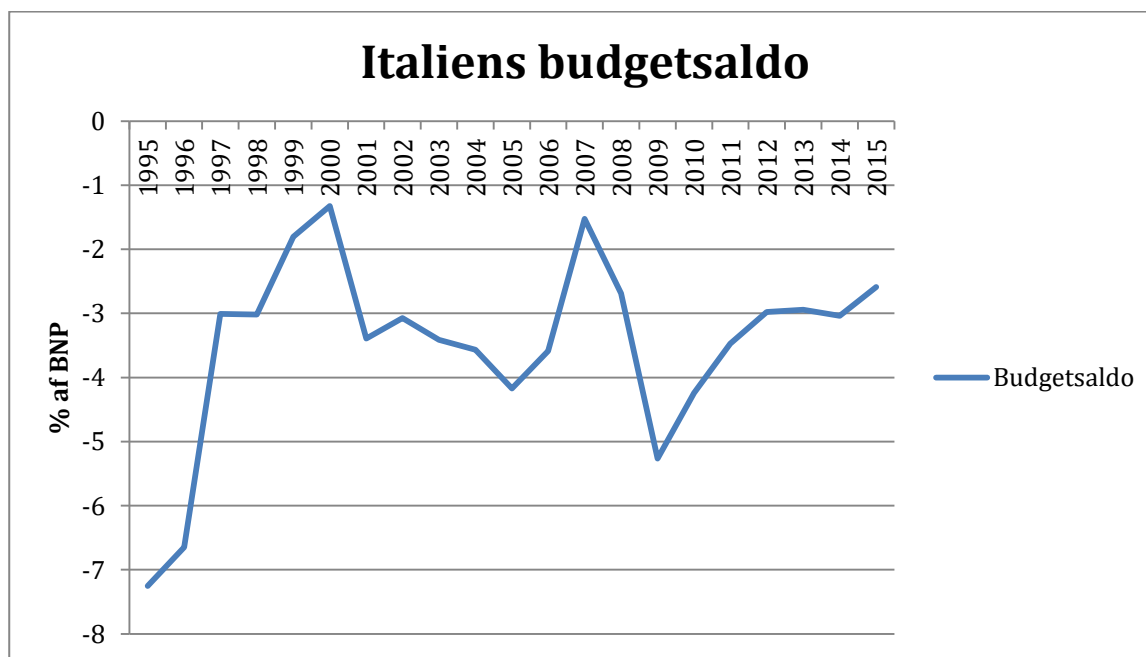
Ovenstående empiri lader Italien i en tilstand, hvor de har en stagneret udvikling i BNP, en høj ledighed samt en lav inflation, hvilket i høj grad indikerer at Italien på nuværende tidspunkt er påvirket af den efterspørgselskrise, der er aktuel i Europa, samtidig med at Italien oplever en stigning i deres enhedslønomkostninger, der forværrer deres konkurrenceevne.

Det interessante i denne forbindelse er således en nærmere undersøgelse af, hvorvidt Italien har overholdt den finanspolitiske disciplin, og hvorvidt det for Italiens vedkommende er muligt at nærme sig et BNP gap på 0, uden at øge sin gæld mere end hvad der i Stabilitets- og Vækstpagten er tilladt.

6.4.4 Budgetsaldo

Udviklingen i BNP, arbejdsløshed og inflation skal vurderes i konteksten af Italiens samlede budgetsaldo og gældsniveau.

Figur 36 illustrerer udviklingen i Italiens budgetsaldo.



Figur 36: Udvikling i Italiens budgetsaldo fra 1995-2015.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²⁰⁰.

Af Figur 36 fremgår det at Italien, fra 1995 frem til 1997, har et budgetunderskud der falder fra -7.25 % til -3.01 %, hvilket betyder at Italien, bortset fra enkelte decimaler, opfylder Maastrichtkriteriet forud for implementeringen af samarbejdets tredje fase.

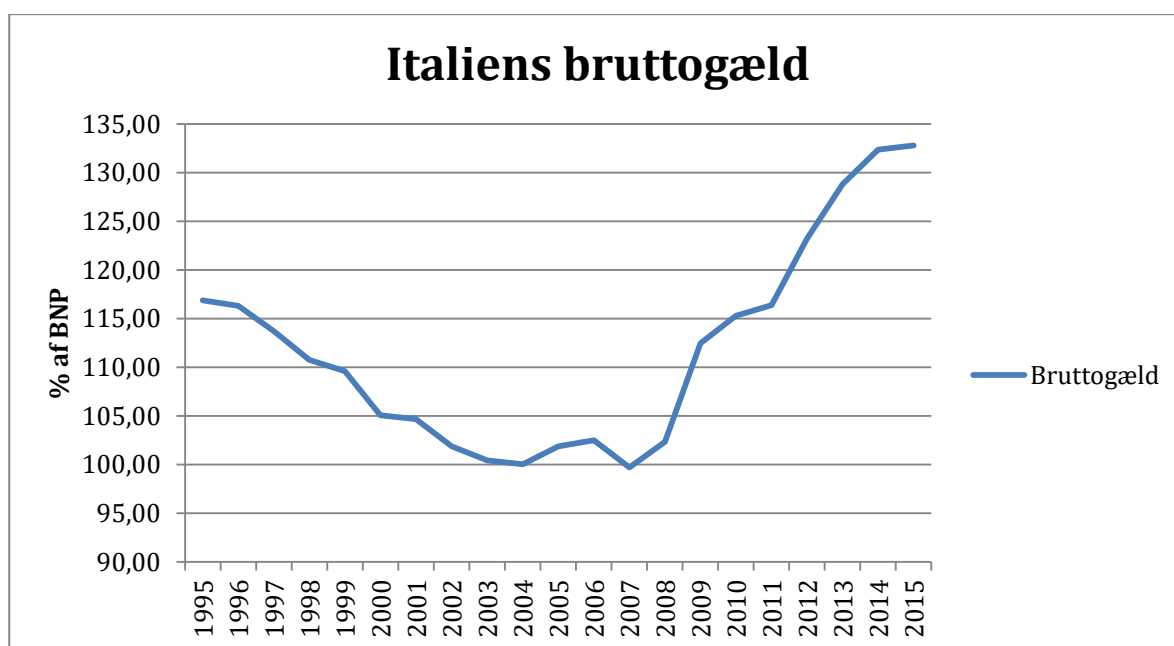
Frem til år 2000 falder Italiens budgetunderskud yderligere og svarer på daværende tidspunkt til -1.32 % af BNP. Fra 2001 er Italiens budgetsaldo faldende, og tager en værdi på -3.39 % hvilket således betyder at Italien har

²⁰⁰AMECO, "Net lending (B9) (UBLG)"

overskredet den i Stabilitets- og Vækstpagten besluttede budgetrestriktion. Dette underskud stiger forsat frem til 2005, hvorefter underskuddet falder, og i 2007 svarer til -1.52 % af BNP. I forbindelse med finanskrisen øges Italiens budgetunderskud, der i 2008 er steget til -5.27 %. Herefter falder budgetunderskuddet til en værdi på -2.98 % i 2012, hvilket er et niveau der overholder budgetkriteriet, efterfulgt af et yderligere fald til -2.59 % i 2015. Italiens budgetsaldo er generelt for perioden negativ, og overskrider i flere tilfælde budgetkriteriet. På trods af denne overskridelse, har Italien på nuværende tidspunkt ingen aktuel underskudsprocedure hos Europa-Kommissionen. Den seneste blev afsluttet i 2013, hvilket stemmer overens med at Italien, i 2012, 2013 og 2015, formår at overholde budgetkriteriet²⁰¹. Ligesom tilfældet var det for Irlands vedkommende, er udviklingen i Italiens BNP stagneret fra finanskrisen og frem, hvilket kan være forårsaget af kravet om at begge lande, både jf. Stabilitets- og Vækstpagten og Finanspagten, skal forbedre udviklingen på deres budgetsaldo.

6.4.5 Bruttogæld

Udviklingen i Italiens budgetsaldo har en direkte effekt på udviklingen i Italiens gæld. Denne er illustreret i Figur 37.



Figur 37: Udviklingen i Italiens bruttogæld fra 1990-2015.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²⁰².

Af Figur 37 fremgår det at Italien i 1995 har en forholdsvis høj gæld, svarende til 116.87 % af BNP. Italiens bruttogæld falder fremad til 99.73 % i 2007, hvorefter gælden, som følge er den

²⁰¹Europa-Kommissionen, "Italy"

²⁰²AMECO, "Gross public debt (UDGG)"

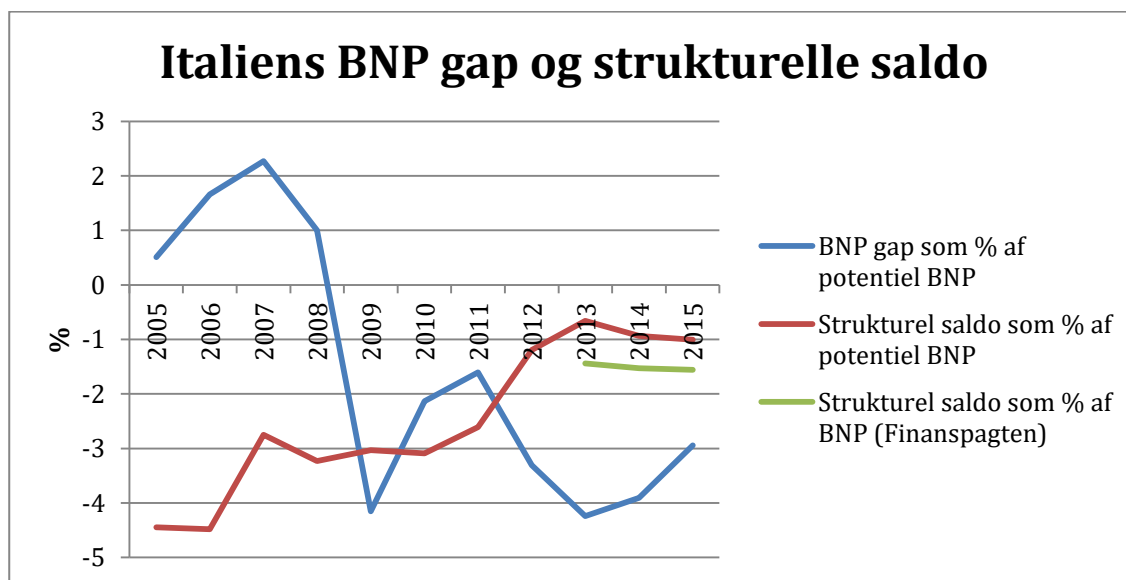
forværrede budgetsaldo omkring finanskrisen, stiger markant frem mod 2015, hvor denne svarer til 132.79 % af BNP.

Med udgangspunkt i Figur 37 formår Italien på intet tidspunkt, at overholde gældskriteriet på maksimalt 60 % af BNP, og umiddelbart er der intet der indikerer, at Italien vil indfri dette kriterium foreløbigt. Det skal samtidig bemærkes at Italien, trods det relativt høje niveau, formår at mindske gælden i forbindelse med den højkonjunktur der er aktuel frem mod finanskrisen. Ligesom tilfældet var det med Belgien, er en formildende omstændighed omkring Italiens gælds niveau, at Italien kan betragtes som et fattigt land med en rig befolkning²⁰³ – det betyder at Italien har mulighed for at afsætte en stor del af deres obligationer indenlandsk. Dette er en faktor hverken Maastrichtkriterierne eller Stabilitets- og Vækstpagten forholder sig til, på trods af det er afgørende for hvorvidt Italien med sin gæld, øger risikoen for en likviditetskrise eller ej.

Italien overskrider med udgangspunkt i ovenstående, kriterierne for både offentlig saldo og gæld, hvilket således indikerer, at Italien i perioder har fundet det nødvendigt, at føre en ekspansiv finanspolitik, der svarer til mere end de i pagten tilladte vilkår.

6.4.6 BNP gap og strukturel saldo

For at beskrive udviklingen i karakteren af Italiens finanspolitik, er det nødvendigt med et indblik i udviklingen af BNP gap og strukturel saldo.



Figur 38: Italiens BNP gap og strukturelle saldo fra 2005-2015. Opgjort i hhv. konstante priser, løbende priser og løbende priser.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO^{204 205 206}.

²⁰³Christophersen (2016) 49:05

²⁰⁴AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGAP)"

Det fremgår af Figur 38 at Italien i 2005 og 2006 fører en ekspansiv finanspolitik, udtrykt ved en forholdsvis høj negativ værdi i det strukturelle underskud, der svarer til -4.445 % af potentiel BNP i 2005 og efterfølgende stiger til -4.48 % i 2006. Dette påvirker Italiens BNP gap positivt, hvorfor denne stiger fra 0.506 % af potentiel BNP i 2005 til 1.658 % af potentielt BNP i 2006.

I 2007 falder underskuddet på Italiens strukturelle saldo til -2.75 % af potentielt BNP. Samtidig stiger BNP gap til 2.27 % af potentiel BNP, hvilket umiddelbart er i modstrid med Figur 12, men også kan være forårsaget af, at effekten ved ændringer i finanspolitik i nogle tilfælde er forsinket. I 2008 øger Italien intensiteten af deres ekspansive finanspolitik, svarende til en værdi på -3.229 % af potentiel BNP, samtidig med at det positive BNP gap falder fra 2.27 % i 2007 til 0.999 % i 2008, som følge af finanskrisen. I 2009 falder Italiens BNP gap yderligere, til en værdi på -4.152 % af potentiel BNP, samtidig med at finanspolitikken strammes fra -3.229 % til -3.028 %. I 2010 er det negative BNP gap faldet til -2.133 %, samtidig med en mindre lempelse af Italiens finanspolitik fra -3.028 til -3.092 %. Herefter falder det negative BNP gap yderligere til -1.603 %, sandsynligvis forårsaget af både en ekspansiv finanspolitik, og en ændring i efterspørgslen, hvilket leder frem til en stramning af finanspolitikken, i form af et mindre strukturelt underskud, der falder til -2.611 %. Efterfølgende øges det negative BNP gap, der i 2012 tager værdien -3.307 %, samtidig med at finanspolitikken strammes yderligere, og i 2012 svarer til en strukturel saldo på -1.196 %. Denne stramning medfører et mere negativt BNP gap der i 2013 forøges til -4.238 %, og efterfølgende falder til en værdi på -2.942 % i 2015. I 2013 strammes finanspolitikken yderligere, til en værdi på -0.659 %, lempes i 2014 svarende til et strukturelt underskud på -0.933 %, hvorefter finanspolitikken i 2015 lempes yderligere, og medfører et strukturelt underskud på -1.005 % af potentiel BNP. Fra 2013 og frem er Finanspagten aktuel i Eurozonen, hvilket betyder at Italien ikke må have et underskud der svarer til mere end 0.5 % af deres strukturelle underskud. Dette formår Italien ikke at overholde, da deres strukturelle saldo (% af BNP) befinder sig på et niveau omkring -1.5 %.

Umiddelbart er det besværligt at tegne et klart mønster af udviklingen i Italiens finanspolitik, bortset fra at denne, opgjort i deres strukturelle saldo, i perioden udelukkende tager negative værdier, uden at BNP gap konsekvent nærmer sig 0.

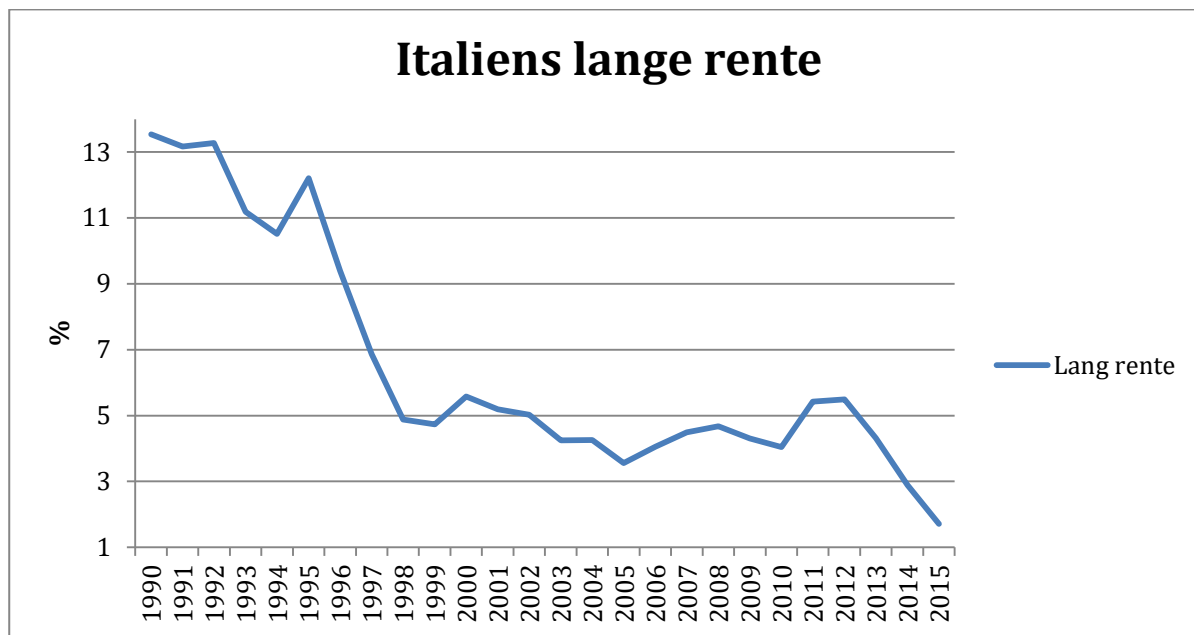
²⁰⁵AMECO, "Gap between actual GDP and potential GDP, percentage of potential GDP (AVGDGP)"

²⁰⁶AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGA)"

6.4.7 Den lange rente

Med udgangspunkt i markedsmekanismerne bag Eurozonen, må det forventes at Italiens fravær af finanspolitisk disciplin, og heraf høje gæld og budgetunderskud, vil have en effekt på niveauet for deres lange rente.

Niveauet for Italiens lange rente er beskrevet i Figur 39.



Figur 39: Udviklingen i Italiens langsigtede renteniveau fra 1990-2015.
Kilde Egen tilvirkning, med data fra AMECO²⁰⁷.

Mod forventning illustrerer Figur 39 at Italiens langsigtede renteniveau primært er faldende eller stabilt for det meste af perioden. Fra 1994 til 1995 stiger renten fra 10.52 % til 12.21 %, hvorefter renteniveauet falder markant, sandsynligvis som følge af Italiens indtrædelse i samarbejdets tredje fase i 1999, hvor renten tager en værdi på 4.73 %. Deltagelsen i tredje fase har sandsynligvis medført en forventning om stabilitet blandt investorerne, som følge af euroens irreversibilitet og omfattende fokus på både konvergens og finanspolitisk disciplin, hvoraf sidstnævnte er en egenskab Italien ikke på noget tidspunkt i den periode dette projekt beskæftiger sig med, har udvist. Fra 1999 bevæger renten sig stabilt med en mindre faldende tendens frem mod 2010, hvor denne oplever en mindre stigning, og efterfølgende konvergerer mod de resterende af medlemslandenes niveau.

Investorerne tillid til Italien må antages at skyldes andre årsager end gæld og budgetunderskud, da disse i forbindelse med Eurozonens markeds kræfter, ville blive korrigeret gennem et stigende niveau i den lange rente. Udviklingen i Italiens rente indikerer, at investorerne ikke, trods høj gæld

²⁰⁷ AMECO, "Long term nominal (ILN)"

og budgetunderskud, udviser en større og omfattende tvivl vedrørende Italiens rentabiliteten, hvilket er en af grundstenene i Eurozonen som valutasamarbejde. Hvad disse årsager lige netop er hertil er imidlertid svære at klarlægge fuldkomment, men kan blandt andet være forårsaget af Italiens gæld, hvoraf en stor del er afsat til indenlandske investorer, og således medfører at Stabilitets- og Vækstpagtens gælds niveau på 60 % fremstår misvisende.

6.4.8 Opsummering

Med udgangspunkt i Italien må det konkluderes at udviklingen i disse parametre tydeligt illustrerer, at Italien er berørt af en tilstand, hvor aktiviteten i økonomien er lav, der afspejles i en højere ledighed, stagnering i BNP og en inflation, der trods ekspansiv pengepolitik, ikke bevæger sig mod de ønskede 2 %, kombineret med en konkurrenceevne der forværres, gennem en stigning i enhedslønsmkostninger. I forhold til finanspolitisk disciplin, er dette ikke et forhold Italien har overholdt, da Italien både overskrider restriktionerne vedrørende gæld og budget. Denne overskridelse kommer til dels til udtryk igennem renten, der fra 2011-2012 oplever en mindre stigning, for efterfølgende at konvergere mod de resterende af medlemslandene. Med udgangspunkt i Eurozonens markeds kræfter, burde renteniveauet have udvist større og længere varig udsving, som udtryk for en misligholdelse af gæld, og dermed øge Italiens incitament til at overholde disciplinen i fremtiden. Årsagen til at renten ikke viser større udsving må således være forårsaget af at investorerne medtager i deres vurdering, at Italien tidligere har formået at nedbringe deres gæld i forbindelse med en højkonjunktur, at Den Europæiske Centralbank har opkøbt Italienske statsobligationer eller at Eurozonens korrigerende renteniveau ikke fungerer optimalt, som følge af at størstedelen af Italiens gæld er optaget i indlandet. Såfremt Italien fremadrettet overholder disciplinen, vil dette sandsynligvis medføre en forværring af Italiens nuværende tilstand, som følge af en omfattende kontraktiv finanspolitik, hvor en mere ekspansiv finanspolitik, modsat vil have en effekt der sandsynligvis øger aktiviteten i økonomien, frem mod en tilstand, hvor efterspørgslen er tilbage i et før-krise niveau.

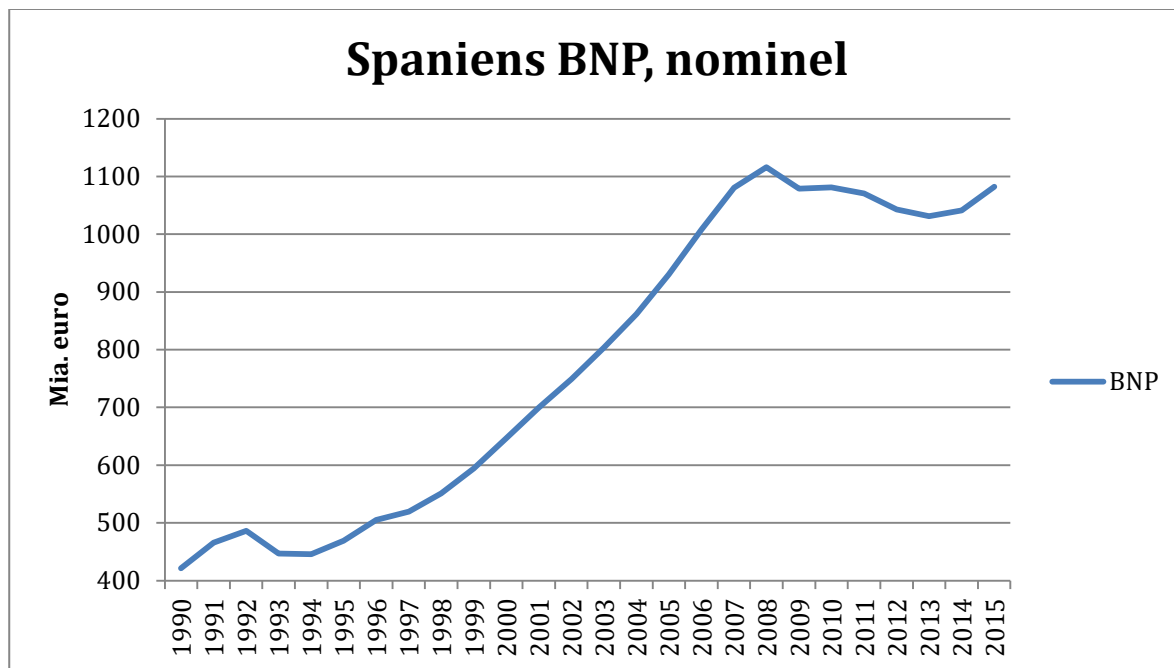
6.5 Spanien²⁰⁸

Med udgangspunkt i Spaniens fald og stagnering i BNP, der medfører at Spanien i 2015 befinder sig på et niveau der er lavere end niveauet for 2008, jf. Figur 40, vil udviklingen i de øvrige økonomiske parametre blive beskrevet i nedenstående.

²⁰⁸Data vedr. Spanien fremgår af appendix side 194

6.5.1 BNP

For at skabe et overordnet indblik i udviklingen af Spaniens økonomi, beskrives Spaniens udvikling i nominel BNP.



Figur 40: Spaniens nominelle BNP fra 1990-2015. Opgjort i løbende priser.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²⁰⁹.

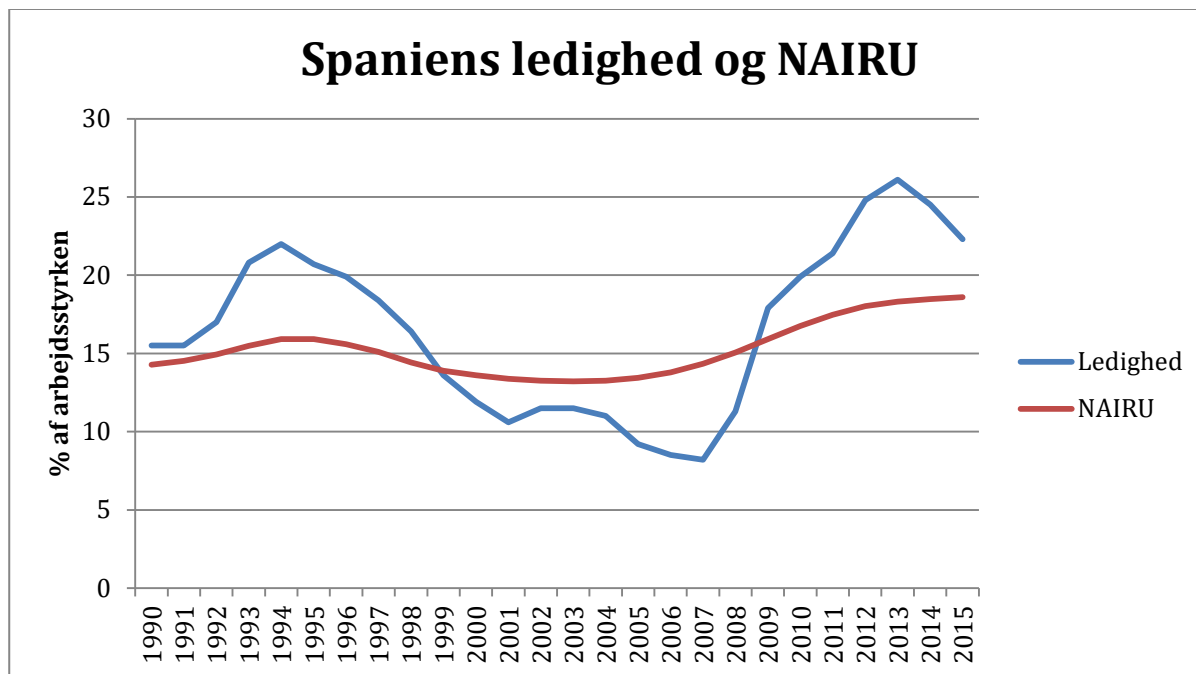
Det fremgår af Figur 40 at Spanien, i perioden fra 1990 til 2008, oplever en stødt stigende vækst i BNP fra 421.459 mia. euro til 1116.207 mia. euro, bortset fra et enkelt, mindre fald fra 1992-1994. Ved finanskrisens indtræden i 2008, oplever Spanien et fald i BNP, kombineret med en stagnation, der varer frem mod 2013, hvor BNP har en værdi på 1031.272 mia. euro. hvorefter BNP frem mod 2015 stiger til 1082.191. I 2015 er Spanien endnu ikke tilbage på et niveau i BNP, der svarer til før-krise niveau.

den gennemsnitlige årlige vækst for perioden er 3.7 %, hvilket betyder at Spanien, såfremt kriterierne overholdes, burde opleve den ønskede konvergens.

²⁰⁹AMECO, "Gross Domestic Product" > "At current prices (UVGD)"

6.5.2 Ledighed og NAIRU

Et andet økonomisk parameter der karakteriserer udviklingen i en økonomi er arbejdsløsheden. Denne er for perioden beskrevet i Figur 41.



Figur 41: Spaniens arbejdsløshed og NAIRU fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²¹⁰ og Knoema²¹¹.

Figur 41 viser at Spanien i perioden 1990 til 1998 har en arbejdsløshed der befinder sig over niveauet for NAIRU. Dette kan være forårsaget af at Spanien, i denne periode forsøger at sænke eller fastholde sin inflation på et niveau der opfylder inflationskriteriet.

Efter indførelsen af samarbejds fase tre i 1999, falder Spaniens arbejdsløshed til et niveau under NAIRU frem mod år 2008, hvilket indikerer en overophedning og pres på inflationen, hvoraf den lavere arbejdsløshed i Figur 41 kulminerer i forbindelse med finanskrisen i 2008, der således medfører en stigning i dette parameter. Ledigheden stiger frem mod 2013 til et niveau på 26.1 %, hvorefter denne falder til 22.3 % frem mod 2015.

Udviklingen i Spaniens arbejdsløshed illustrerer tydeligt, at Spanien har et meget høj niveau for arbejdsløshed, der på sit laveste stadig befinder sig over eurogennemsnittet. Umiddelbart er der intet der tyder på at denne høje, og strukturelle, arbejdsløshed i Spanien særligt skyldes euro-forhold, da denne befinder sig på et højt niveau i både slut og start af perioden. I stedet må det for Spaniens vedkommende være en uhensigtsmæssig opbygning af arbejdsmarkedets strukturelle rammer, som

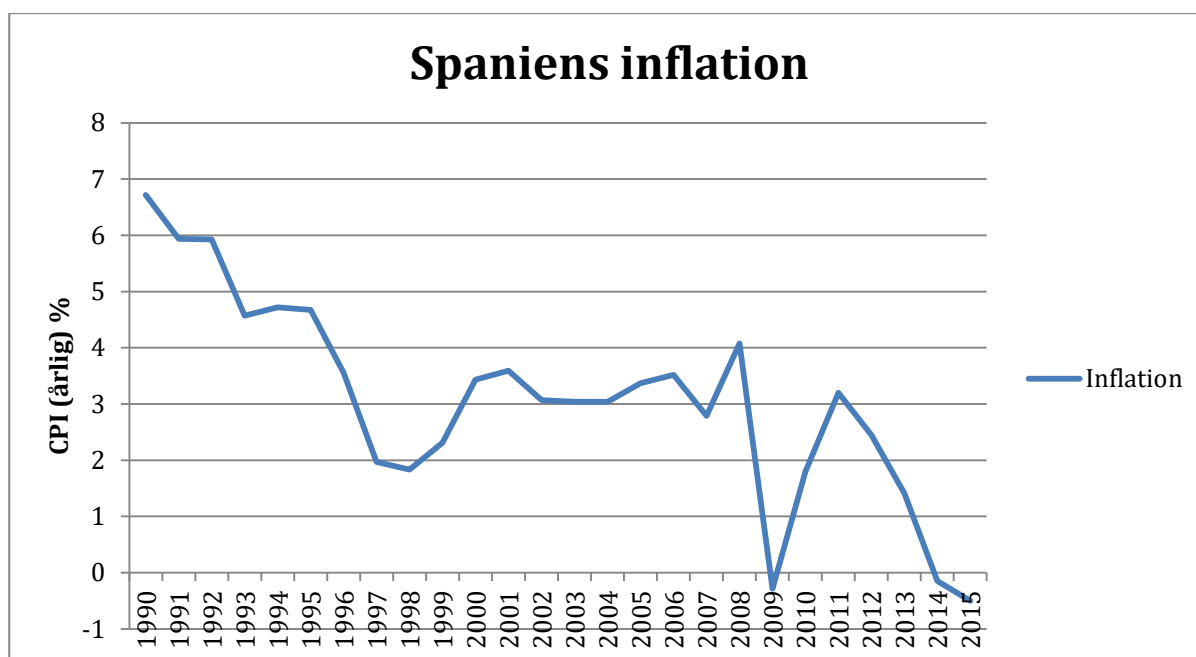
²¹⁰AMECO, "Percentage of civilian labour force (ZUTN)"

²¹¹Knoema, "NAIRU"

eksempelvis muligheden for at tilpasse sig konjunkturer og mobilitet, kombineret med den øgede konkurrence der opstod i forbindelse med indførelsen af det indre marked, der umiddelbart fremstår som udfordringer for Spanien i denne sammenhæng, der jf. Figur 11, i perioden har en høj stigning i enhedslønomkostninger. Det betyder således også at Spanien sandsynligvis kunne forbedre sin økonomiske tilstand væsentligt, såfremt de havde mulighed for at devaluere, blandt andet som følge af at størstedelen af Spaniens handelspartnere befinder sig inden for Eurozonen²¹², eller fik indført reformer der i en tilstrækkelig grad øger fleksibiliteten og graden af både arbejdskraft- og erhvervsmobilitet på deres arbejdsmarked.

6.5.3 Inflation

Udviklingen i Spaniens arbejdsløshed skal beskrives i lyset af udviklingen i inflation, da der ofte opstår en form for trade-off mellem netop disse to parametre.



Figur 42: Spaniens inflation fra 1990-2015.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra The World Bank²¹³.

Figur 42 beskriver udviklingen i Spaniens inflation. Denne er fra 1990-1997 primært faldende, fra en forholdsvis høj inflation på 6.71 % i 1990 til 1.38 % i 1998, hvilket betyder at Spanien formår at sænke sin inflation til et niveau der opfylder inflationskriteriet. Et sådan fald i inflation er ofte ledsaget af en stigning i arbejdsløshed, hvilket ikke viser sig endegyldigt at være tilfældet for

²¹²AMECO, "Exports of goods (FOB) intra EU (DXGT)"

AMECO, "Exports of goods (FOB) extra EU (DXGE)"

²¹³The World Bank, "Inflation, consumer prices (annual %)"



Spanien. Arbejdsløsheden stiger som forventet fra 1990-1994, men falder derefter knap 12 procentpoint frem mod 2001, på trods af faldet i inflation, hvorefter inflationen stiger til omkring 3.59 % frem mod 2001, hvilket betyder at overholdelsen af inflationskriteriet må betragtes som værende kortvarigt.

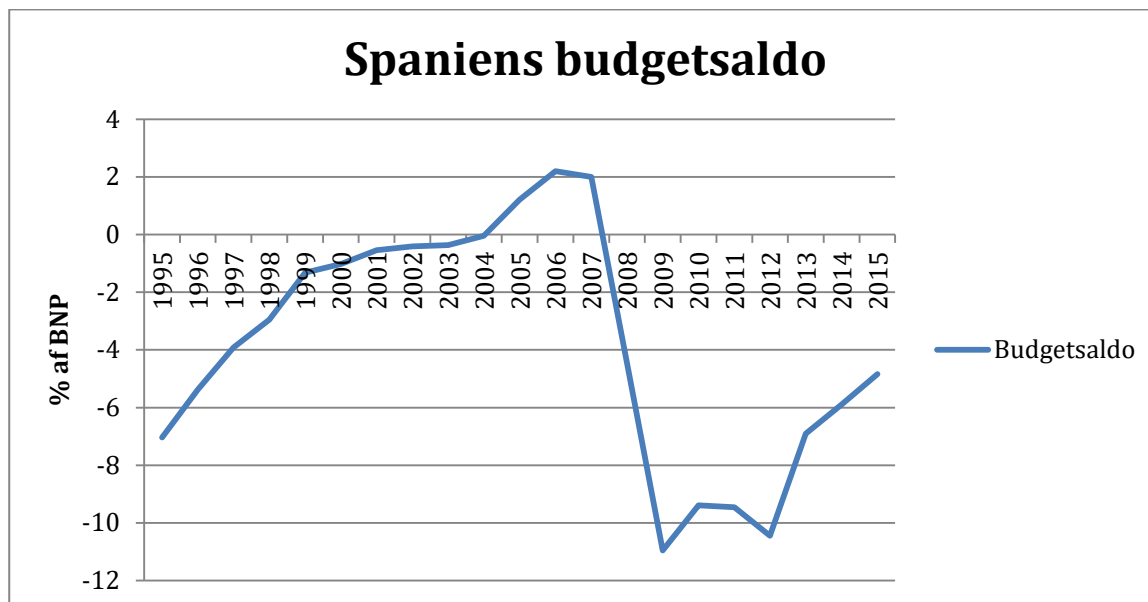
Denne stigning i inflation stemmer overens med Spaniens niveau for både arbejdsløshed og NAIRU, da den aktuelle arbejdsløshed omkring 2000 bevæger sig under kurven NAIRU, og således indikerer et inflationspres. Spaniens niveau for inflation fluktuerer omkring 3% frem mod finanskrisen i 2008, hvilket umiddelbart er i uoverensstemmelse med Den Europæiske Centralbank krav om en inflation på 2 %, eller under, som gennemsnitlig værdi.

Efterfølgende, og i forbindelse med finanskrisen og dens efterdønninger, opstår der en større volatilitet i inflationsniveauet der for 2009, 2014 og 2015 befinder sig på et niveau under 0, hvilket betyder at Spanien i disse år oplever deflation. Foruden denne deflation, er der omfattende stigninger årene imellem, da niveauet for inflation i 2011 er højere end 3 %.

6.5.4 Budgetsaldo

I forbindelse med en empirisk evaluering af Spanien, er det relevant at undersøgt hvorvidt Spanien har overholdt de i Maastricht-traktaten og Stabilitets- og Vækstpagten besluttede budget- og gældsrestriktioner.

I Figur 43 er udviklingen i Spaniens budgetsaldo vist.



Figur 43: Spaniens budgetsaldo fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²¹⁴.

Figur 43 viser at Spanien fra 1995 har et faldende budgetunderskud, hvor kravet om et budgetunderskud på maksimalt 3 % overholdes fra 1998-2007. Fra 2005 og frem til 2007 vendes underskuddet til overskud, hvor budgetsaldoen svarer til 2 % af BNP, hvilket betyder at Spanien i denne periode, overholder kriterierne. Fra 2008, hvor finanskrisen indtræder, oplever Spanien en negativ udvikling på budgetsaldoen, hvor denne bevæger sig fra et overskud på 2 % i 2007 til et underskud på -4.42 % i 2008. Forværringen af budgetsaldoen fortsætter frem mod 2009, hvor Spaniens budgetunderskud svarer til -10.96 % af BNP. Herefter er udviklingen i Spaniens budgetunderskud stabil omkring -10 % frem til 2012, hvor budgetunderskuddet falder til -4.84 % frem mod 2015.

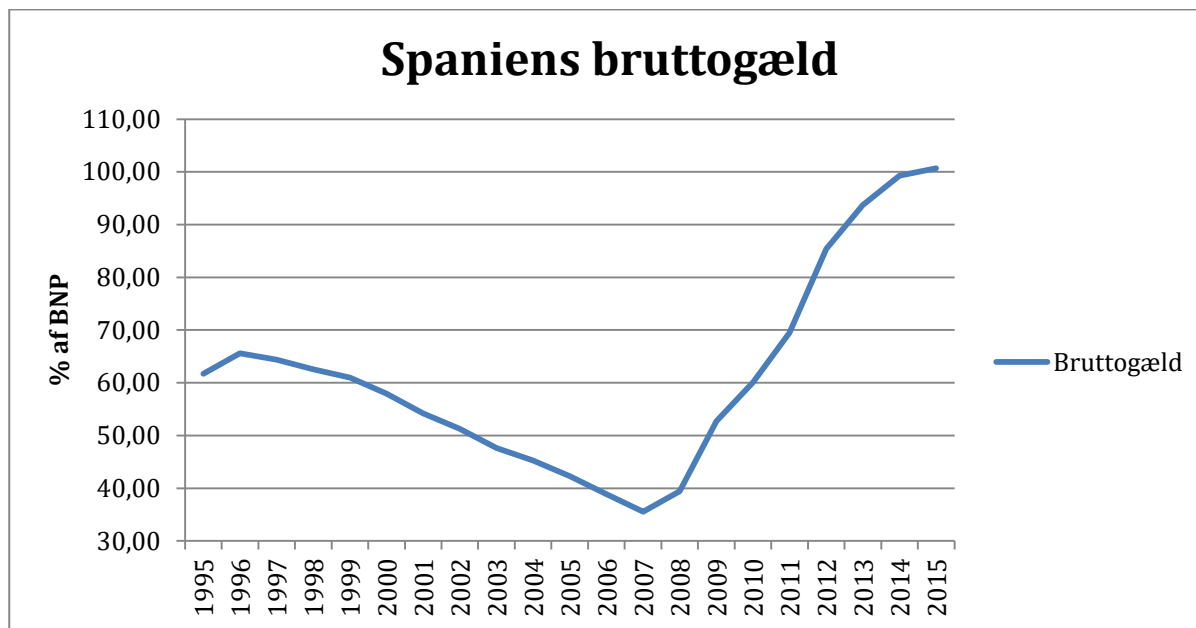
Spanien overholder dermed ikke budgetkriteriet på 3 % underskud fra 2008-2015. Trenden er fra 2012 faldende, og indikerer således, at Spanien nærmer sig et budgetunderskud på under - 3 %. Med udgangspunkt i perioden Figur 43 illustrerer, tegner der sig umiddelbart et billede af, at

²¹⁴AMECO, "Net lending (B9) (UBLG)"

Spaniens budgetsaldo følger landets konjunkturudvikling. Hvorvidt den finanspolitik Spanien fører dækker over mere end udsving i konjunkturerne, vil afsnittet senere beskæftige sig med.

6.5.5 Bruttogæld

Udviklingen i Spaniens gæld er beskrevet i Figur 44.



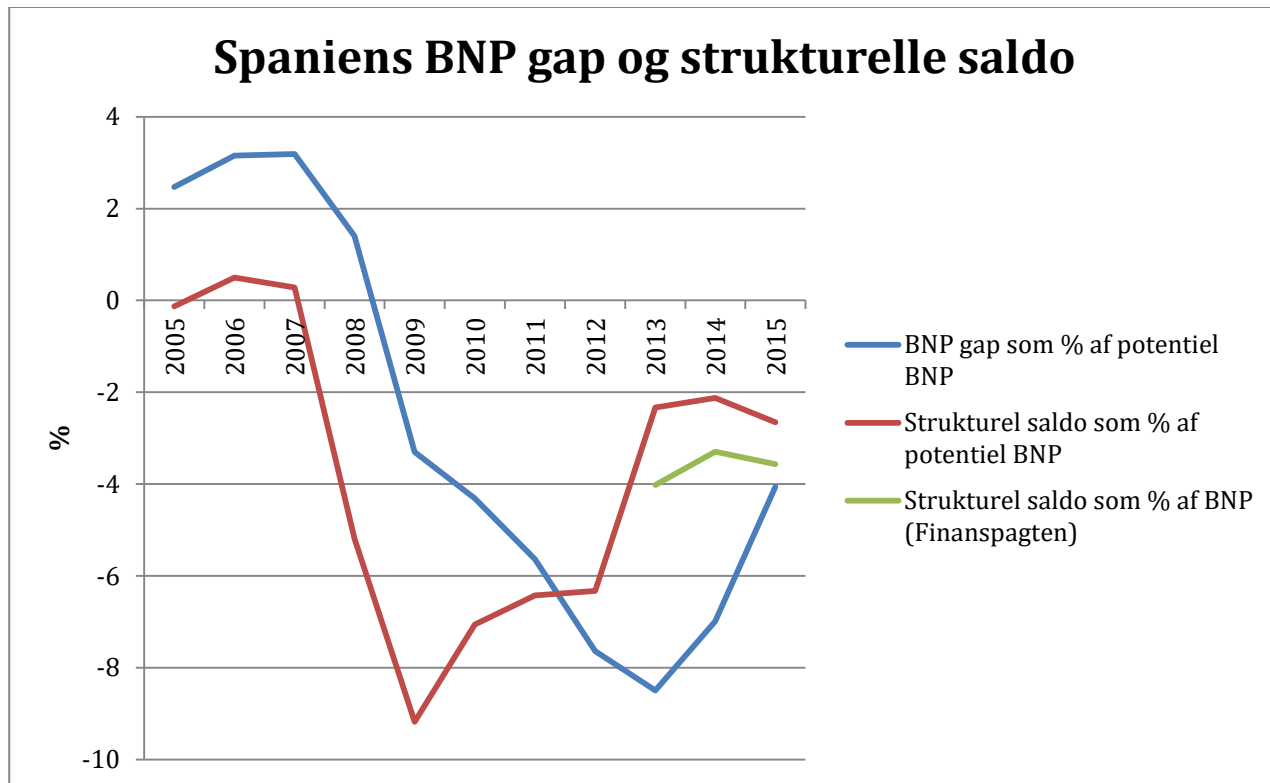
Figur 44: Spaniens bruttogæld fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²¹⁵.

Figur 44 viser at Spanien i 1995-1996 har en gæld der befinder sig omkring 65 % af BNP, hvorefter denne er faldende frem mod 2007, hvor denne svarer til 35,51 % af BNP, og i denne periode således tilnærmelsesvist formår at overholde gældskriteriet. Dette gør sig gældende frem mod 2010, hvor Spaniens gæld bevæger sig op over 60 % af BNP, og forsat stiger frem mod 2015, hvor Spaniens gæld svarer til 100,67 % af BNP, og umiddelbart påbegynder en mere stabil, eller nedadgående, trend. Spaniens udvikling i budgetunderskud, og deraf stigning i gæld, må betragtes som værende relativ eksplosiv, hvilket kan indikere at Spanien er mere eksponeret over for chok, end det gennemsnitlige Eurozoneland. Samtidig illustrer Spanien en udvikling, der formår at tilpasse sig udvikling i konjunkturer, og beviser således at Spanien formår at sænke sin gæld i forbindelse med en højkonjunktur, på bekostning af en stigning i samme under en lavkonjunktur.

²¹⁵AMECO, "Gross public debt (UDGG)"

6.5.6 BNP gap og strukturel saldo

En nærmere beskrivelse af Spaniens finanspolitik illustreres i udviklingen af BNP gap og strukturel saldo.



Figur 45: Spaniens BNP gap og strukturelle saldo fra 2005-2015. Opgjort i hhv. konstante priser, løbende priser og løbende priser.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO^{216 217 218}.

Figur 45 illustrerer at Spaniens strukturelle saldo og BNP gap, begge som procent af potentiel BNP, følges ad i perioden. Frem mod finanskrisen fører Spanien knap så ekspansiv en politik, der kommer til udtryk gennem en lav negativ værdi på den strukturelle saldo i 2005 på -0.127 %, efterfulgt af 0.497 % og 0.283 % i henholdsvis 2006 og 2007. Samtidig er BNP gap i samme år stigende, hvilket stemmer overens med den højkonjunktur Spanien og resten af Eurozonen befandt sig i frem mod 2008. I 2008 falder BNP gap, og svarer til 1.401 % af potentielt BNP, samtidig med at Spanien ekspanderer sin finanspolitik, med en strukturel saldo på -5.180 % af potentiel BNP. I 2009 lempes finanspolitikken yderligere, i form af en strukturel saldo der falder til -9.177, hvilket er ledsaget af endnu et fald i BNP gap, der nu tager en negativ værdi på -3.303 %. Fra 2009-2013 falder BNP gap konsekvent, og har i 2013 en værdi på -8.495 % af potentiel BNP, hvorefter gappet

²¹⁶AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGAP)"

²¹⁷AMECO, "Gap between actual GDP and potential GDP, percentage of potential GDP (AVGDGP)"

²¹⁸AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGA)"

falder frem mod 2015, hvor denne svarer til -4.061 % af potentiel BNP. I samme periode falder intensiteten af den ekspansive finanspolitik, der udtrykkes gennem et fald i den strukturelle saldo negative værdi, fra -7.061 % i 2010 til -2.123 % i 2014, efterfulgt af en mindre stigning i 2015, hvor den strukturelle saldo svarer til -2.649 % af potentiel BNP.

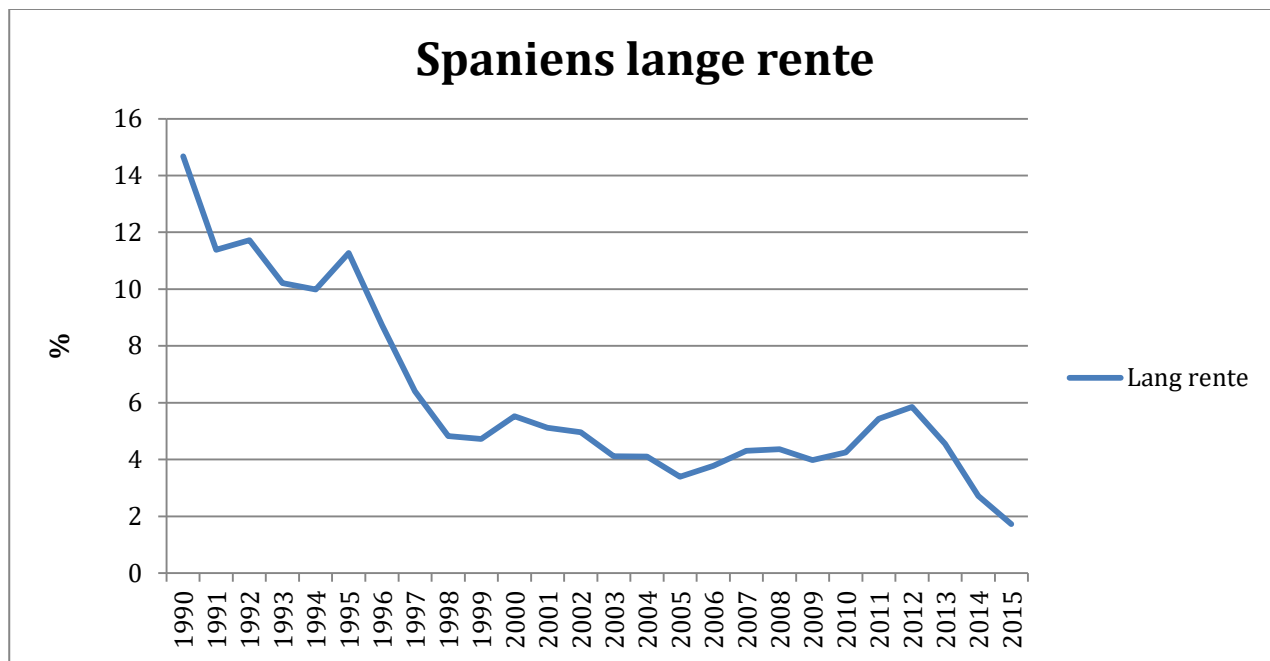
Det fremgår tydeligt af figuren, at Spanien forsøger at hæmme effekten af finanskrisen der indtræder i 2008, ved gradvist at øge intensiteten af deres ekspansive finanspolitik. Fra 2009-2014 forbedrer Spanien deres strukturelle saldo, på trods af at niveauet for BNP gap forværres, hvilket indikerer at Spanien i denne periode hæmmes af restriktionerne, og underlægges en pervers finanspolitik, der forstørrelser det negative BNP gap, jf. punkt 3 i Figur 12.

Umiddelbart må det, med udgangspunkt i den strukturelle saldo og BNP gap vurderes, at Spanien ikke formår at føre en finanspolitik, der er tilstrækkelig til at bringe økonomien tilbage i balance. Forbedringen af den strukturelle saldo fra 2012-2013, må antages at være et forsøg på at sænke balancen til det tilladte niveau på 0.5 %, hvilket med udgangspunkt i den strukturelle saldo (% af BNP) ikke lykkedes, og Spanien dermed overskrider Finanspagten med godt tre procentpoint i 2015.

Det interessante i denne sammenhæng er således om Spanien, såfremt de havde mulighed for at føre en finanspolitik der i forbindelse med krisetilstande og lavkonjunkturer ikke var underlagt restriktioner, ville nå hurtigere tilbage i ligevægt. Omvendt er det med udgangspunkt i Spanien svært at vurdere, hvorvidt de havde været bedret stille økonomisk såfremt de havde udvist finanspolitisk disciplin, og teoretisk havde undgået et udsving i renten. Medmindre Spaniens udsving i det lange renteniveau er omfattende, under forudsætning af at Spaniens investorer ikke er risikovillige, er det imidlertid svært at forestille sig, at et fravær af udsvinget havde tiltrukket nok investorer, til at afværge det store fald Spanien oplever i deres BNP gap, især med Spaniens stigning i enhedslønomkostninger taget i betragtning.

6.5.7 Den lange rente

Spaniens udvikling i den lange rente er beskrevet i Figur 46.



Figur 46: Spaniens langsigtede renteniveau fra 1990-2015.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²¹⁹.

Figur 46 viser at Spaniens langsigtede renteniveau er faldende i første del af perioden, med et mindre udsving i 1995. Ved indførslen af samarbejdets tredje fase, bevæger Spaniens langsigtede rente sig stabilt omkring 4%, indtil år 2010 hvor der sker et mindre udsving i form af en stigning til 6%, muligvis som følge af at investorer frygter Spaniens gældsudvikling i forbindelse med finanskrisen. Efter 2012 falder niveauet for Spaniens lange rente, der i 2015 matcher de resterende Eurozone landes renteniveau, som illustreret i Figur 4.

6.5.8 Opsummering

Ovenstående analyse af Spanien dokumenterer, at Spanien ikke ubetinget har formået at overholde de budget- og gældsrestriktioner der blev opstillet i Stabilitets- og Vækstpagten samt Finanspagten²²⁰. Samtidig har Spanien en inflation der i årene frem mod finanskrisen er stabil, omend stabil på et relativt højt niveau, kombineret med en høj ledighed for hele perioden, der blandt andet skyldes en forringet konkurrenceevne og et ufleksibelt arbejdsmarked, samtidig med at nominel BNP fra 2008 er faldende og stagneret. Hvorvidt dette fald og stagnering er forårsaget af

²¹⁹AMECO, "Long term nominal (ILN)"

²²⁰Spanien overholder budgetkriteriet og tilnærmelsesvist gældskriteriet jf. Maastricht-traktaten



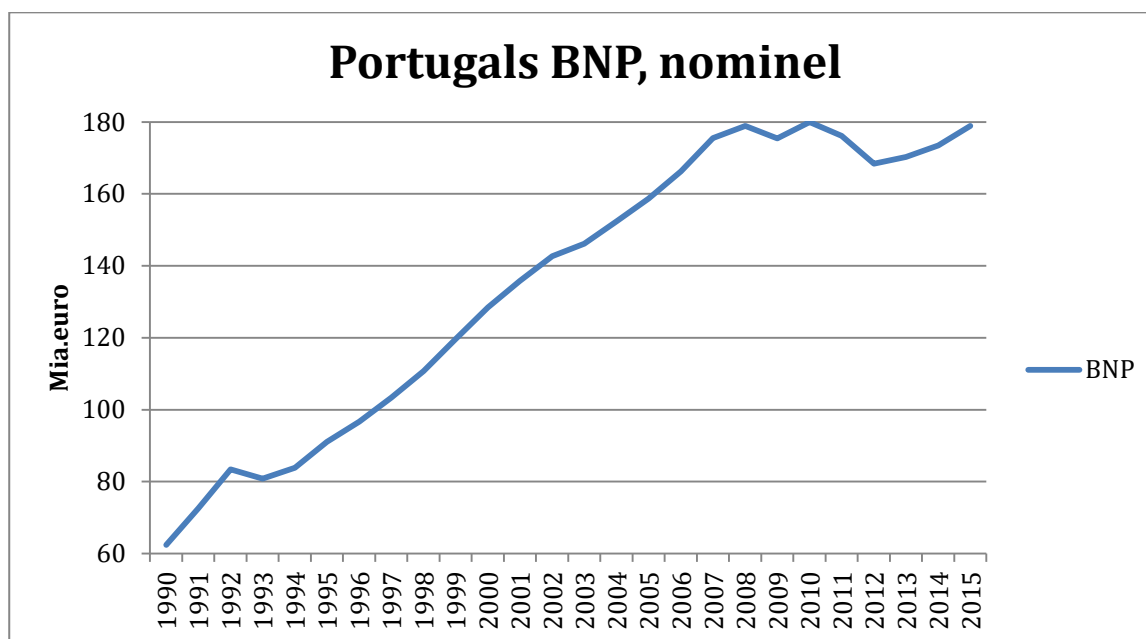
manglende finanspolitisk disciplin, er imidlertid usikkert. Efter indtrædelse i Eurozonen, udviser Spanien ikke tilstrækkelig finanspolitisk disciplin, hvilket betyder at Spanien i kølvandet på finanskrisen, oplever en mindre stigning i niveauet for den lange rente. Dette betyder, under forudsætning af at Spaniens investorer ikke er risikovillige, sælger deres spanske statsobligationer, til fordel for en alternativ investering. På denne måde mister Spanien investeringer, der således kan forværre den lavkonjunktur der var, og til dels er, aktuel i Eurozonen. På den anden side indikerer udviklingen i Spaniens BNP gap og strukturelle saldo, at en ekspansiv finanspolitik i Spanien har en positiv effekt på Spaniens output, der således, i takt med en stigning i intensiteten af den ekspansive finanspolitik, nærmer sig niveauet for potentiel output, hvilket i høj grad indikerer, at Spanien har mulighed for at forbedre udviklingen i BNP gennem en midlertidig ekspansiv finanspolitik, der svarer til mere end 0.5 % af den strukturelle saldo. Dette vil naturligvis øge Spaniens gæld, som Spanien i øvrigt dokumenterer at de er i stand til at formindske under en højkonjunktur, hvorfor en midlertidig, øget gæld, ikke umiddelbart kan betragtes som uhensigtsmæssig eller risikofyldt for Spaniens vedkommende.

6.6 Portugal

Som følge af at Portugal i den foregående del af analysen, umiddelbart er et af de lande der oplever divergens i udviklingen af deres økonomiske parametre, vil Portugal blive analyseret i en individuel kontekst, med udgangspunkt i forholdene bag konvergenskriterierne samt Stabilitets- og Vækstpagten.

6.6.1 BNP

I Figur 47 præsenteres udviklingen i Portugals nominelle BNP, der illustrerer den umiddelbare økonomiske udvikling.



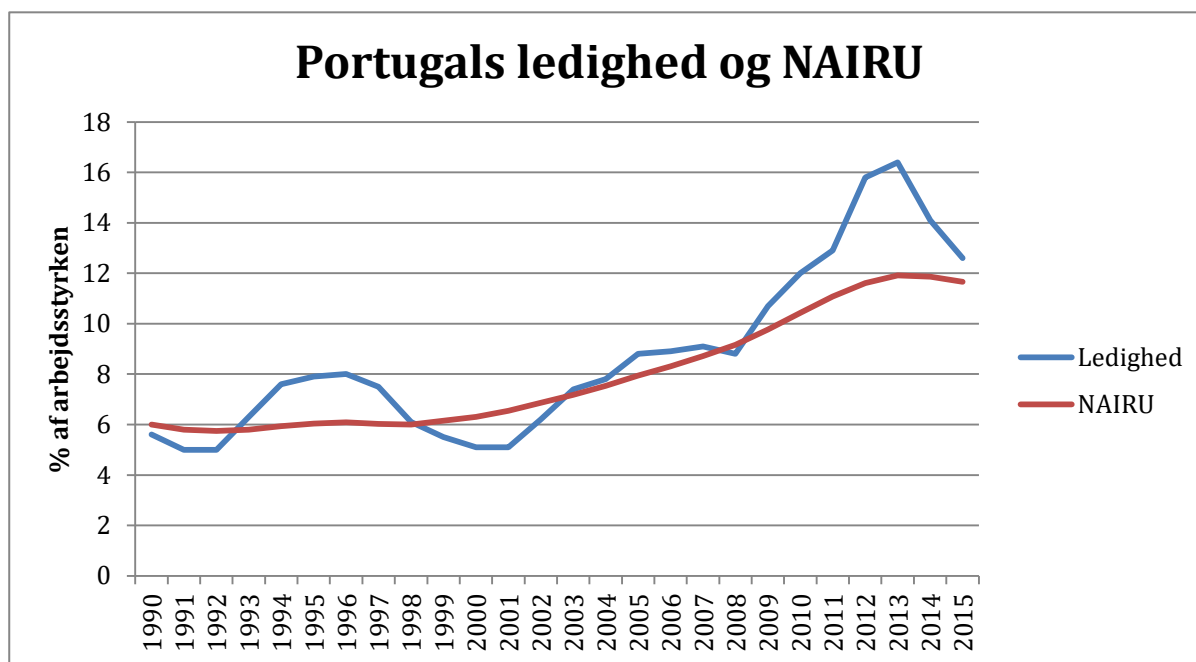
Figur 47: Portugals nominelle BNP fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²²¹.

Udviklingen i Portugals BNP er relativt ustabil, sammenlignet med eksempelvis Tyskland eller Belgien. Portugals BNP har generelt en positiv trend frem mod 2008, bortset fra et enkelt udsving omkring 1992. Fra 2008 og frem mod 2011 holdes værdien tilnærmelsesvist stabil omkring 177 mia. euro, efterfulgt af et fald frem mod 2012, til 168.398 mia. euro, hvorefter Portugals BNP stiger frem mod 2015 til en værdi på 178.9047 mia. euro. Det fremgår dermed tydeligt af Portugals udvikling i BNP, at de i forbindelse med finanskrisen i 2008, oplever en større stagnation, sandsynligvis forårsaget af ændringer i efterspørgslen. Disse forskelle i BNP mellem Eurozonelandene, bekræfter tidligere formodning om, at de efterspørgselsforstyrrelser der opstod i kølvandet på finanskrisen, må betragtes som værende symmetriske, med henblik på at samtlige lande oplever et fald og/eller stagnation i BNP, men asymmetriske i omfanget af dette fald. Portugal har en vækst i BNP der svarer til 4.14 %, hvilket således overholder de i budgetkriteriet opstillede vilkår.

6.6.2 Ledighed og NAIRU

Hvorvidt denne udvikling i BNP påvirker Portugals ledighed, afhænger imidlertid både af type finanspolitik og hvilke arbejdsmarkedsinstitutioner der er aktuelle i Portugal. I Figur 48 illustreres udviklingen i Portugals ledighed og NAIRU.

²²¹AMECO, "Gross Domestic Product" > "At current prices (UVGD)"



Figur 48: Portugals ledighed og NAIRU fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²²² og Knoema²²³.

Med udgangspunkt i Figur 48 er det umiddelbare indtryk, at Portugals ledighed er steget efter medlemskabet af Eurozonen, både hvad gælder den faktiske ledighed og NAIRU, der således begge har en stigende trend. Portugals ledighed bevæger sig fra omkring 5 % i årene 1990-1993, til et niveau omkring 7-8 % i årene 1994-1997. Herefter falder niveauet for ledighed igen, og befinder sig fra 1998-2003 mellem 5-7 %, hvorefter ledigheden stiger til 16.4 % frem mod 2013, med et enkelt mindre fald og stagnation i årene op til finanskrisen. Fra 2013-2015 falder ledigheden, og har i 2015 en værdi på 12.6 %. Udviklingen i Portugals ledighed fluktuerer i perioden, bortset fra det omfattende udsving i 2013, omkring NAIRU.

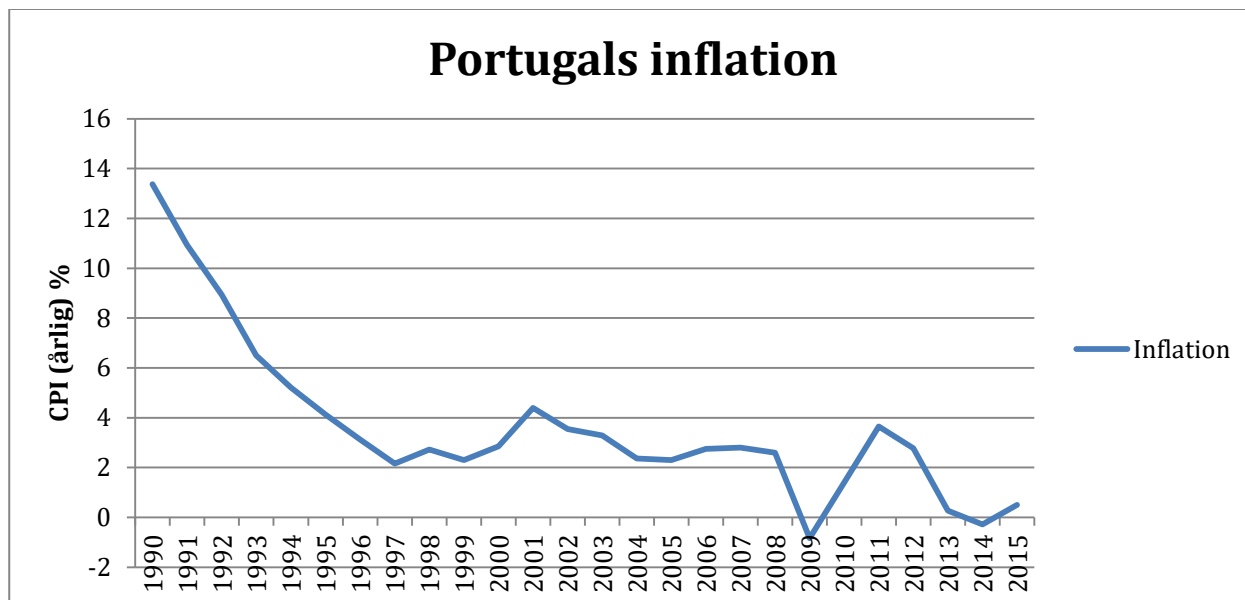
Figur 48 dokumenterer således tydeligt, at der i perioden sker en stigning i Portugals ledighedsniveau – både hvad gælder det faktiske niveau, og det niveau der er bestemt af NAIRU. Dette må, alt andet lige, indikere en ændring i præferencen mellem ledighed og inflation, inflation værende den faktor der efter 1999 tildeles højest prioritering, som dokumenteret i Barro-Gordon modellen, hvilket forventes at blive bekræftet i Figur 49.

²²²AMECO, "Percentage of civilian labour force (ZUTN)"

²²³Knoema, "NAIRU"

6.6.3 Inflation

Figur 49 illustrerer udviklingen i Portugals inflation.



Figur 49: Portugals inflationsniveau fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra The World Bank²²⁴.

Den forventede udvikling i inflation, med udgangspunkt i udviklingen i ledighed i Figur 48, bekræftes i Figur 49. Frem mod deltagelsen i Den Økonomiske og Monetære Union, har Portugal en høj inflation, der således, og i tråd med teorien, eksisterer med et lavere ledighedsniveau som konsekvens. Det er i denne forbindelse, og med Portugal som kontekst, bemærkelsesværdigt, at en inflation på 13.4 %, hvilket må betragtes som værende et højt niveau, ikke medfører en ledighed der er lavere end 5 %.

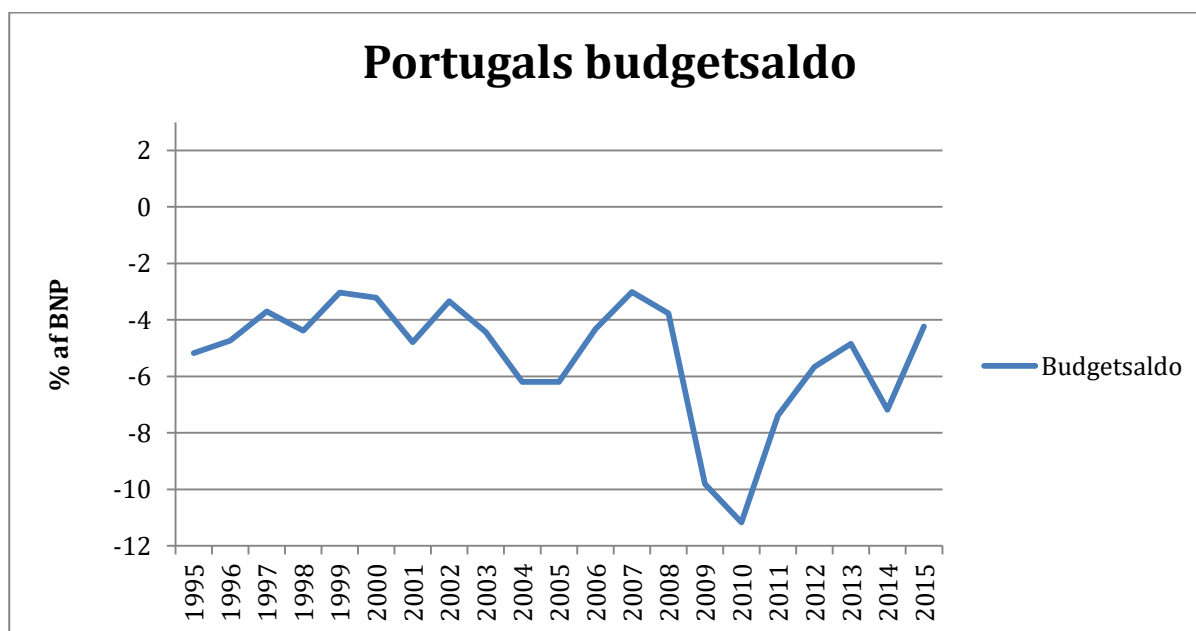
Fra 1990-1997 falder Portugals inflation fra 13.37 % til 2.16 %, hvorefter denne holdes stabil frem til 2008, med en mindre stigning fra år 2000 til år 2001. Inflationen oplever i forbindelse med finanskrisen en stigning i volatiliteten, og fluktuerer mellem -0.84 % og 3.65 % frem til 2011. Efterfølgende falder inflationen frem mod 2015 hvor denne tager en værdi på 0.5%. Med udgangspunkt i både inflationskriteriet, og målet om en stabil inflation på 2 %, opfylder Portugal tilnærmelsesvist begge. Inflationskriteriet kræver en inflation der året forud for indførelsen af euroen, ikke er højere end 2.32 %, hvor Portugals inflation i 1998 er 2.72 %, og dermed ikke opfylder kriteriet fuldstændigt. Til Portugals forsvar kan det argumenteres, at Portugal, trods manglende fald i decimaler, stadig har udvist inflationær disciplin, som følge af deres store fald i

²²⁴The World Bank, "Inflation, consumer prices (annual %)"

inflation der går forud for 1998. Efter indførelsen af euroen, formår Portugal at fastholde det lavere inflationsniveau, der i en gennemsnitlig betragtning, fluktuerer omkring et niveau på 2 %.

6.6.4 Budgetsaldo

Foruden kriteriet vedrørende inflation, er Portugals optagelse, og samlede niveau, for gæld et afgørende punkt i både Maastrichtkriterierne og Stabilitets- og Vækstpagten. Portugals optagelse af gæld, beskrevet gennem budgetsaldoen, er illustreret i Figur 50.



Figur 50: Portugals budgetsaldo fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²²⁵.

Med udgangspunkt i Figur 50, fremstår det tydeligt at Portugals offentlige budget, udelukkende arbejder med et budgetunderskud, og svinger således mellem et budgetunderskud på - 5.18 % i 1995 og - 4.24 % i 2015, med større udsving undervejs, som eksempelvis 2005 hvor budgetunderskuddet er -6.19 % og 2010 hvor budgetunderskuddet svarer til -11.17 %. Figur 50 beskriver således en udvikling i Portugals offentlige saldo, der ikke formår at overholde budgetrestriktion på 3 % af BNP i de år der går forud for indførelsen af euro i 1999.

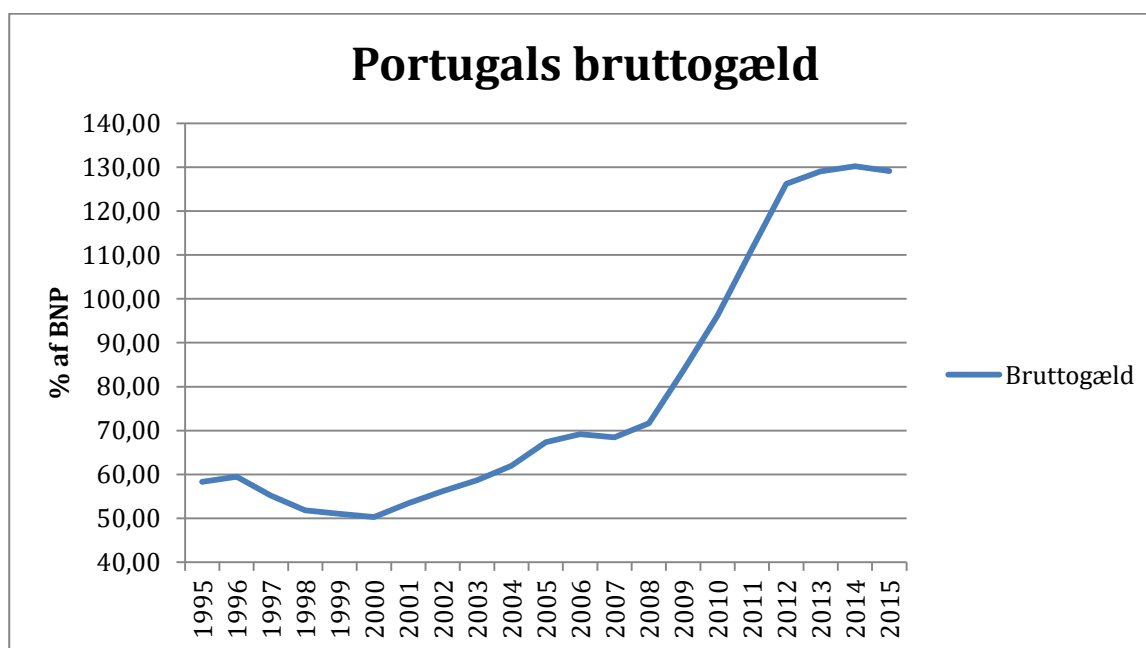
En observation der er værd at bemærke i Figur 50, er at Portugal fra 2010 påbegynder en forbedring af deres offentlige saldo, der med et enkelt afbræk, varer perioden ud, hvilket falder sammen med at Portugal i Figur 47 oplever en stagnation, kombineret med to mindre fald, fra 2007-2015 i deres BNP. Denne stagnation og fald i BNP, kunne sandsynligvis være undgået, eller mindsket, såfremt

²²⁵AMECO, "Net lending (B9) (UBLG)"

Portugal ikke havde forbedret deres budget, og under forudsætning af, at de i stedet havde ført en mere ekspansiv finanspolitik. Forbedringen af Portugals budgetsaldo kan også være forårsaget af det fald i enhedslønomsprocent, og dermed foredrag af konkurrenceevnen, Portugal, jf. Figur 11, oplever fra 2010 og frem.

6.6.5 Bruttogæld

Portugals ændringer i det offentlige budget, må nødvendigvis afspejles i deres gældsudvikling. Portugals gældsudvikling er præsenteret i Figur 51.



Figur 51: Portugals bruttogæld fra 1995-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²²⁶.

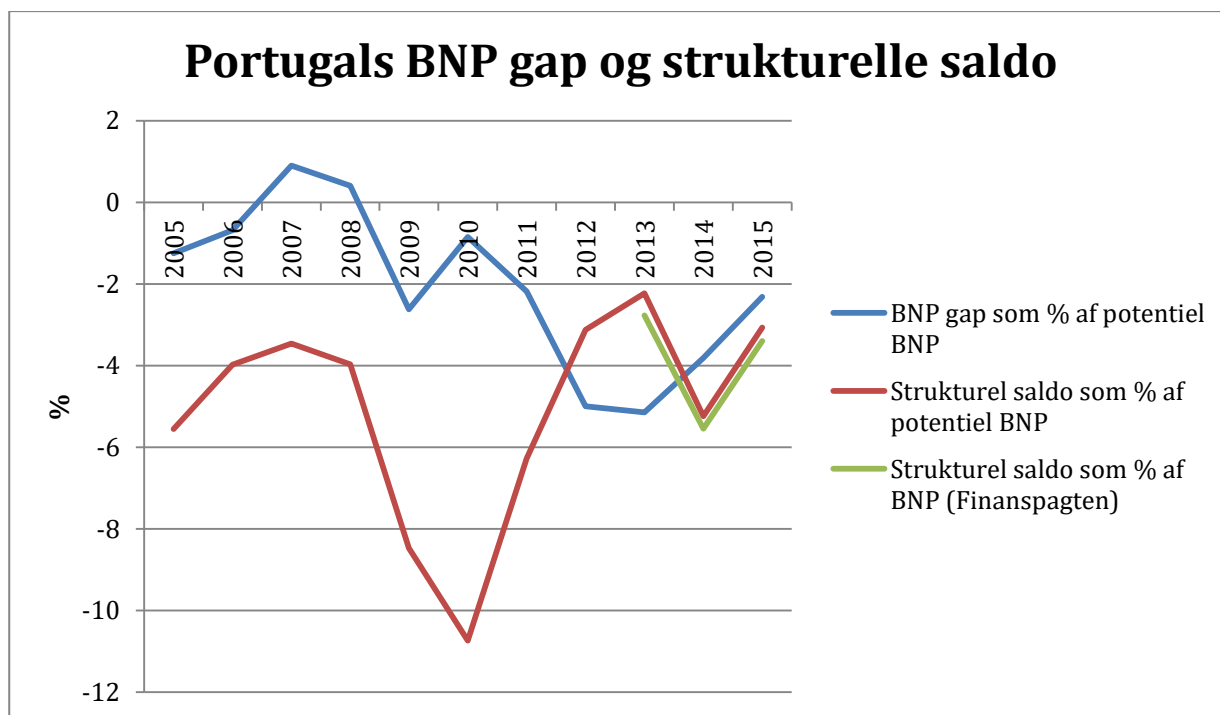
Som forventet følger Portugals udvikling i gæld, udviklingen på Portugals offentlige saldo. Det betyder at gælden fra 2000 har en stigende tendens frem mod 2014, hvor denne vokser fra 50.32 % til 130.17 %, med et enkeltstående mindre fald på under 1 % fra 2006-2007. Fra 2014-2015 falder Portugals gæld fra 130.17 % til 129.09 %. Det fremgår samtidig, at Portugal formår at overholde gældskriteriet frem mod optagelse i Den Økonomiske og Monetære Union, med en gæld der bevæger sig omkring 50-51 % fra 1998-2000. Årsagen til at gælden i denne periode og frem mod 2008 falder, stiger og stagnerer, er imidlertid, at Portugal i sin BNP, formår at have en vækst der overstiger optagelsen af gæld. Niveaue for gælden er muligvis årsag til, at Portugal i sin tid fik adgang til samarbejdet, under forudsætning af en forbedring af deres offentlige saldo, hvilket også

²²⁶AMECO, "Gross public debt (UDGG)"

er tilfældet af flere omgange i perioden²²⁷. Forbedringerne holder i perioden ikke ved, hvilket er årsagen til at Portugal er underlagt Europa-Kommissionens underskudsprocedure, med sidste aflagte rapport i midten af 2013, og en deadline der faldt i 2015²²⁸, hvor Portugal jf. Figur 50 og 51 ikke har nået under en gæld på 60 % eller et budgetunderskud på 3 %.

6.6.6 BNP gap og den strukturelle saldo

Den omfattende vækst i gæld og budgetunderskud omkring finanskrisen, kan være udtryk for at Portugal har fundet det nødvendigt at føre en mere ekspansiv finanspolitik, end hvad budget- og gældskriteriet tillader. Udviklingen i Portugals strukturelle saldo og BNP gap er beskrevet i Figur 52.



Figur 52: Portugals BNP gap og strukturelle saldo fra 2005-2015. Opgjort i hhv. konstante priser, løbende priser og løbende priser.

Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO^{229 230 231}.

Det fremgår af Figur 52, at Portugals udvikling i BNP gap og strukturel saldo, begge som procent af potentiel BNP. Portugal har et negativt og faldende BNP gap fra 2005 til 2006, kombineret med et strukturelt underskud, der i 2005 og 2006 svarer til -5.559 % og -3.980 %, hvilket er udtryk for at

²²⁷OECD (1999), side 60

²²⁸Europa-Kommissionen, "Portugal"

²²⁹AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGAP)"

²³⁰AMECO, "Gap between actual and potential GDP, percentage of potential GDP (AVGDGP)"

²³¹AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGA)"

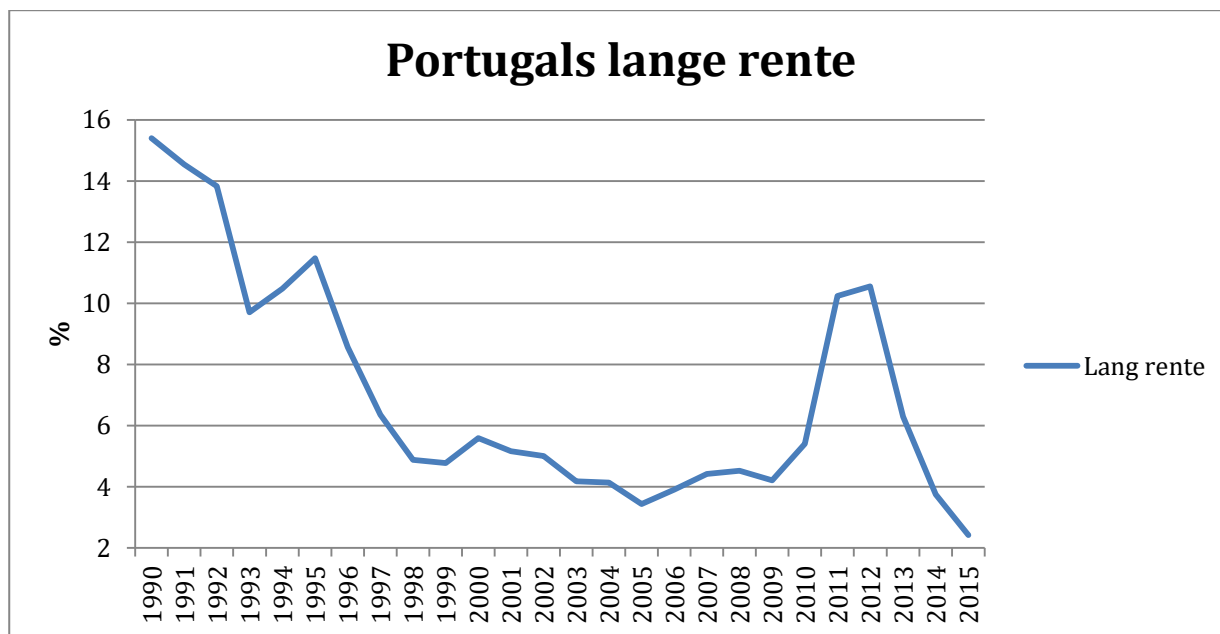


Portugal i disse år fører en ekspansiv finanspolitik, og samtidig også kan være årsag til, at Portugals BNP gap falder fra 2005-2006. I 2007 oplever Portugal et positivt BNP gap på 0.896 %, hvorefter denne falder frem mod 2009, hvor Portugal har et BNP gap på -2.622 %. Dette fald i BNP gap er i figuren ledsaget af en stigning i det strukturelle underskud, der således indikerer en intensivning af Portugals ekspansive finanspolitiske indsats, fra -3.462 % i 2007 til -10.742 % i 2010. Denne ekspansive finanspolitik medfører, at Portugal i 2010 har mindsket sit BNP gap, der tager en værdi på -0.848 %. Fra 2011-2013 strammes finanspolitikken, og det strukturelle underskud falder fra -6.277 % til -2.234 % samtidig med at BNP gap øges, og i 2013 svarer til -5.152 % af potentiel BNP.

Med udgangspunkt i Figur 52 er der klare indikationer på, at Portugal formår at påvirke niveauet for BNP gap gennem finanspolitiske ændringer i nogle perioder, hvor Portugal i andre perioder underlægges en pervers finanspolitik, der forstærker landets negative udvikling i BNP gap, frem for at modvirke denne, hvilket svarer til punkt 3 i Figur 12. Samtidig dokumenterer figuren, via det strukturelle underskud som procent af BNP, at Portugal ikke formår at øge sin finanspolitiske disciplin, og overholde Finanspagtens krav om et strukturelt underskud på maksimalt 0.5 % af BNP.

6.6.7 Den lange rente

De udsving der opstår i Portugals offentlige budgetsaldo og gældsudvikling i Figur 50 og Figur 51, afspejles, tro mod de tidligere omtalte i Eurozonen korrigerende markeds kræfter, i en stigning i Portugals niveau for deres lange rente. Udviklingen i det lange renteniveau, er illustreret i Figur 53.



Figur 53: Portugals lange renteniveau fra 1990-2015.
Kilde: Egen tilvirkning, med data fra AMECO²³².

Figur 53 bekræfter at Portugal, i forbindelse med en forværring af deres offentlige saldo og deraf yderligere stigning i gæld, straffes af Eurozonens markeds kræfter gennem en stigning i niveauet for den lange rente. Denne stigning skal tvinge Portugal til at øge deres finanspolitiske disciplin, hvilket må betragtes som værende lykkedes, da Portugal har forbedret sin budgetsaldo – sandsynligvis på bekostning af en hæmmet udvikling i BNP og en stigning i ledighed.

6.6.8 Opsummering

Udfordringen og problematikken er med udgangspunkt i Portugal, hvorvidt det mest hensigtsmæssige scenarie for udviklingen i deres strukturelle parametre, som eksempelvis BNP eller ledighed, er at have et mindre fokus på lige netop inflationær og finanspolitisk disciplin, og i stedet forsøge at dæmpe et negativt chok til efterspørgslen i landet, gennem en ekspansiv finanspolitik og en forbedring af landets konkurrenceevne. Portugals stagnation i BNP og generelle stigning i ledighed, indikerer tydeligt at Portugal som økonomi, i højere grad vil opleve konvergens og stabilitet i sine parametre, såfremt de havde mulighed for at føre en individuel finanspolitik, frem

²³²AMECO, “Long term nominal (ILN)”

for den kollektive austerity-politik de er underlagt i forbindelse med Eurozonens Stabilitets- og Vækstpagt, omend dette naturligvis vil ske med en midlertidig stigning i gæld som konsekvens.

6.7 Opsummering

Overordnet dokumenterer foregående analyse, at der er omfattende differens i udviklingen i disse seks økonomiers udvalgte parametre. Med udgangspunkt i landenes udvikling i BNP, fremstår det tydeligt, at krisens konsekvenser for Italien, Irland, Spanien og Portugal, må antages at være større end for Belgien og Tyskland. Samtidig er der ingen af de resterende oprindelige medlemslande, der oplever et fald og stagnering i BNP, der matcher disse fire landes²³³. Krisens konsekvenser kommer, foruden et fald og stagnering i BNP, til udtryk gennem en divergens i renteniveauet, for de lande hvor denne ændring i BNP er aktuel. Som beskrevet tidligere, opstår denne divergens i teoretisk forstand, når landene ikke formår at overholde den nødvendige finanspolitiske disciplin. Med udgangspunkt i Eurozonen tildeles divergens i det lange renteniveau en korrigerende rolle, der betyder at landene oplever et øget incitament for at opretholde en finanspolitisk disciplin, ved konstateringen om at niveauet for deres lange rente er steget. Dette er ifølge denne empiriske analyse kritisk, som følge af at eksempelvis Belgien på intet tidspunkt i perioden formår at overholde restriktionen vedrørende gæld, uden at Belgien oplever samme divergens i renten – dette er imidlertid forårsaget af at størstedelen af Belgiens gæld, ligesom Italiens, er optaget i indlandet, hvilket er et forhold, gældskriteriet i Stabilitets- og Vækstpagten ikke opererer under hensyntagen til, og således er et forhold der må betragtes som værende særligt afgørende for gældens karakter og risici. Foruden Belgien, formår ej heller Tyskland at overholde de finanspolitiske restriktioner i perioden, på trods af at Tyskland må antages at være frontløber på lige netop disse restriktioner. Hvis fokus i stedet rettes mod de resterende oprindelige medlemslande, formår Luxembourg som det eneste land at overholde kriteriet vedrørende gæld og budget for perioden. Dette sker sandsynligvis på bekostning af Luxembourgs ledighedsniveau, der i perioden er stigende, uden at dette har en hæmmende effekt på udviklingen i BNP, omend Luxembourgs BNP gap i en stor del af perioden er negativt²³⁴. De resterende lande overskrider mindst ét af kriterierne, enten periodisk eller i hele perioden, uden at disse overtrædelser, kommer til udtryk i renteniveauet. En anden faktor den finanspolitiske disciplin ikke medtager, der ligeså må betragtes som værende afgørende for den risiko der er forbundet med optagelse er gæld, er hvorvidt økonomierne empirisk

²³³Supplerende landeanalyse fra side 151-187 i appendix

²³⁴Analyse af Luxembourg, side 165-172 i appendix



dokumenterer, at de er i stand til at sænke deres gæld i forbindelse med en højkonjunktur, hvilket viser sig at være tilfældet for både Italien, Irland, Spanien, hvorfor en øget optagelse af gæld, i et forsøg på at stimulere en økonomi i recession, ikke økonomisk kan betragtes som værende uhensigtsmæssigt. I forhold til Tysklands frygt for inflation, er der i denne kontekst intet der empirisk dokumenterer at der er et øget pres på denne, da landene i takt med konjunkturerne, fluktuerer omkring deres naturlige ledighedsniveau. Samtidig er der nærmere en tydelig indikation på, at størstedelen af landene overholder det inflationære mål, særligt i perioden frem mod finanskrisen, hvor nogle lande, som eksempelvis Portugal, opretholder denne inflation, på bekostning af et højere ledighedsniveau. I et monetaristisk perspektiv er en økonomi i fuld beskæftigelse ikke lig en tilstand, hvor alle der ønsker arbejde er i arbejde, men i stedet i det niveau, hvor ledigheden fastholder en stabil udvikling i inflation, hvilket beskrives gennem begrebet NAIRU²³⁵, hvorfor et højere ledighedsniveau ikke nødvendigvis er uhensigtsmæssigt, så længe det fastholder en stabil inflation.

Udviklingen i BNP gap for landene i ovenstående analyse, illustrerer samtidig at landene, på trods af en overskridelse af budgetkriteriet, i årene efter finanskrisen, ikke konsekvent har et BNP gap der nærmer sig nul. Dette være sig gældende for Italien, der har en udvikling i BNP gap der er særligt negativ, kombineret med en strukturel saldo der er knap så ekspansiv. Ligeledes er dette gældende for Spanien, hvis BNP gap er negativt, ledsaget af en strukturel saldo der tager en negativ værdi, samt Portugal, der frem mod 2015 forbedrer deres BNP gap, samtidig med at finanspolitikken ekspanderer. Samtidig illustrerer udviklingen i Irlands BNP at Irland, på trods af adskillige år karakteriseret ved en overskridelse af budgetkriteriet, formår at øge BNP gap til et positivt BNP gap, på bekostning af kravet om finanspolitisk disciplin.

Modsat disse lande, har både Tyskland og Belgien en mere stabil, og mindre negativ udvikling i BNP gap, kombineret med en strukturel saldo der er knap så volatil og ekspansiv for Tysklands vedkommende. Den negative værdi landenes strukturelle saldo tager, beskriver landenes finanspolitiske beslutninger, og er således korrigeret for ændringer i budget, der er forårsaget af de automatiske stabilisatorer, der træder i kraft når landets økonomiske cyklus, afviger fra det potentielle output niveau. På denne måde er de omfattende negative værdier, samtlige lande, bortset fra Luxembourg oplever, en indikation på, at landene forsøger at modvirke denne afvigelse fra potentielt output. Under antagelse af der er udfordringer forbundet med landenes strukturelle

²³⁵Mitchell (2015), side 184-185

udvikling, skal denne vurdering foretages i lyset af, at både Frankrig, Holland og Finland, oplever en udvikling i BNP gap, der tilnærmelsesvist kan sammenlignes med disse landes udvikling i samme, kombineret med en strukturel saldo, der tager en negativ værdi, omend denne negative værdi i nogle tilfælde er mere beskeden end hvad tilfældet er det for Italien, Spanien og Portugal. Både Luxembourg og Østrig formår at skille sig ud i dette tilfælde, hvor Østrig har en mindre volatil og negativ udvikling i BNP gap, kombineret med en strukturel saldo, der betragtes som knap så negativ, og Luxembourg har en omfattende negativ udvikling i BNP gap, kombineret med en strukturel saldo, der tager positive værdier. Beskrivelsen af udvikling i både BNP gap og strukturel saldo er særligt bemærkelsesværdigt i årene efter finanskrisen, hvilket indikerer at nogle lande i Eurozonen oplever udfordringer med håndteringen af denne krise, hvilket umiddelbart kan være forårsaget af kravet om finanspolitisk disciplin og konsolidering, og forskel i landenes forudsætninger som eksempelvis konkurrenceevne. I forbindelse med håndteringen af finanskrisen underlægges eksempelvis Portugal fra 2010-2012 og Spanien fra 2009-2013 at føre en pervers finanspolitik, der i overensstemmelse med punkt 3 i Figur 12, forværrer landenes økonomiske tilstand, frem for at kompensere. Det skal i denne forbindelse bemærkes at finanskrisen må betragtes som værende et temporært chok, der således betyder, at tilstedeværelsen af en højere grad af arbejdskraftsmobilitet i samarbejdet, ikke havde haft en stabiliserende effekt²³⁶.

Med udgangspunkt i ovenstående, må det enkle svar på fraværet af konvergens i de monetære parametre, være manglen på finanspolitisk disciplin, der nærmest kollektivt viser sig at være fraværende blandt de 11 oprindelige medlemslande, bortset fra Luxembourg. Fraværet af konvergens viser sig samtidig, at have mere dybde end dette, da den empiriske analyse dokumenterer, at den finanspolitiske disciplin, der er påkrævet i både Maastricht-traktaten samt Stabilitets- og Vækstpagten, hæmmer nogle af landenes udvikling i BNP under og efter finanskrisen, selv i de tilfælde, hvor landene overskrider restriktionerne, hvilket underbygger tidligere beskrivelse om, at der i nogle perioder opstår et trade-off mellem stabilitet og størrelsen på gæld. I forbindelse hermed burde divergens i renten, korrigerer de lande der ikke udviser tilstrækkelig finanspolitisk disciplin, hvilket viser sig at være tilfældet for Italien, Spanien, Irland og Portugal, hvor de resterende af medlemslandene, trods overskridelse af kriterierne, bibeholder konvergens i deres renteniveau i årene omkring finanskrisen. Dette betyder at den korrigerende rolle renten besidder, ikke konsekvent dokumenteres empirisk. Dette kan være forårsaget af flere

²³⁶De Grauwe og Ji (2016), side 4



forhold, herunder den Europæiske Centralbanks ekspansive finanspolitik eller strukturelle forskelle blandt de enkelte medlemslande. Samtidig er den nødvendige vækst i BNP, der tidligere er beskrevet som værende 3 %, der legaliserer et underskud på 3 %, ikke konsekvent aktuel for medlemslandene, hvilket medfører at der stilles spørgsmålstejn ved den stabiliserende tendens, dette burde medføre, og samtidig hvorvidt de forudsætninger Stabilitets- og Vækstpagten opererer under, skaber de fornødne forudsætninger for konvergens og stabilitet.

Hvorvidt konvergens i de monetære parametre var bibeholdt under og efter finanskrisen, under forudsætning af at landene kollektivt havde formået at udvise finanspolitisk disciplin, er der imidlertid intet der peger i retningen af. Tværtimod illustrerer udviklingen i BNP gap og landenes strukturelle saldo, at disse, i nogle tilfælde, formår at nærme sig et BNP gap på nul, såfremt de øger deres ekspansive finanspolitik – denne konstatering er ledsaget af observationen om, at de udsatte lande ligeså øger den negative værdi af BNP gap, i takt med de strammer deres finanspolitik i hvilket således indikerer, at stagningen i BNP er forårsaget af den austerity-politik, der uanset konjunkturudvikling og tilstedeværelsen af choks, eksisterer i Eurozonen.



7.0 Konklusion

Med udgangspunkt i dette projekts teoretiske og empiriske analyse, vil denne konklusion fremlægge årsager til den manglende konvergens, der på nuværende tidspunkt, og særligt i forbindelse med finanskrisen, er aktuel i Eurozonen som valutaområde. Dette vil foregå på baggrund af OCA teori samt de forhold, der i følge Maastrichtkriterierne og Stabilitets- og Vækstpagten, er nødvendige for tilstedeværelsen af konvergens i området.

Med udgangspunkt i OCA teori, må denne alt andet lige betragtes som fundamental teori i udarbejdelsen af et valutaområde, der i en teoretisk optik skal fremstå som værende optimalt. Implementeringen af en fælles fiskal union er et eksempel på dette, der med udgangspunkt i Eurozonen, vil bidrage med en omfordeling af områdets midler, således risikoen for at et medlemsland ender i en likviditetskrise, ledsaget af en stigning i renten, der således hæmmer udviklingen i økonomien, falder. Dette har imidlertid ikke været muligt at implementere i Eurozonen, både som følge af uoverensstemmelser blandt medlemslandenes aktører og som følge af risikoen for moral hazard, og deraf mangel på tillid medlemslandene i mellem. Denne mangel på tillid betyder at Eurozonen, såfremt de ønsker at implementere en fælles finanspolitisk union, må afgive suveræniteten, således finanspolitikken besluttet egenrådigt af Europa-Kommissionen for hele området, hvilket med udgangspunkt i den usikkerhed der er aktuel på nuværende tidspunkt må betragtes som værende usandsynligt. Alternativt er det i 2015 besluttet, at opføre et uafhængigt europæisk finanspolitisk råd, hvis formål blandt andet er at yde individuel finanspolitisk rådgivning til medlemslandene.

Et andet eksempel er valutaområdets samhandel, der ifølge McKinnon er nødvendig for at skabe et optimalt valutaområde, der samtidig må antages at være anerkendt i Den Europæiske og Monetære Union, som følge af indførelsen af det indre marked. Samhandlen i Eurozonen dokumenteres empirisk at være faldende siden udarbejdelsen af Delors-rapporten, omend den interne handel, som procent af den samlede handel, udgør den største andel. Dette fald i samhandel må fra en teoretisk vinkel forringe områdets optimalitet, og således betyder at efterspørgslen internt i landet, ikke er tilstrækkelig til at fraværet af markedsbarrierer og transaktionsomkostninger udligner den tabte mulighed for at øge konkurrenceevnen gennem en devaluering. Samtidig er det bemærkelsesværdigt at der umiddelbart er kræfter, der formår at trække handlen fra Eurozonen ud blandt lande der ikke befinder sig i Eurozonen.



En tredje faktor der ifølge OCA teori er afgørende, er tilstedeværelsen af tilstrækkelig arbejdskraftmobilitet. Dette forhold tildeles desuden en rolle i Delors-rapporten, ledsaget af en erkendelse af at mobiliteten, på daværende tidspunkt, ikke er tilfredsstillende. Efterfølgende bekræftes det i Europa-Kommissionens "One market, one money" rapport, at dette fravær vejes op af andre forhold, som eksempelvis prisstabilitet og troværdighed. Det skal i denne forbindelse bemærkes at manglen på arbejdskraftmobilitet udligner økonomiske tilstande i forbindelse med permanente ændringer i økonomien, hvorfor en øget mobilitet i forbindelse med finanskrisen, ikke nødvendigvis havde ændret landenes nuværende tilstand. Omvendt ville en forbedring af mobiliteten muligvis havde forbedret landenes strukturelle forudsætninger, således disse i kraft af en øget arbejdsmarkedsfleksibilitet, havde haft bedre forudsætninger for at håndtere en krise.

En sidste afvigelse fra OCA teori der i denne analyse kan være årsag til divergens, er samarbejdets monetaristiske tilgang til fænomenet konvergens, forstået på en sådan måde, at samarbejdet arbejder under antagelsen om at konvergens og stabilitet i inflationsniveauet, og til dels renteniveauet, medfører at de resterende af landenes parametre stabiliseres, således medlemslandene konvergerer mod en udvikling der svarer til det naturlige ledighedsniveau, NAIRU. På denne måde er medlemslandene underlagt en pengepolitik, der prioriterer en stabil inflation på 2 %, over niveauet for ledighed, i overensstemmelse med Barro-Gordon modellen og Mundells beskrivelser om det trade-off der eksisterer mellem inflation og ledighed. Dette må antages at stride mod McKinnons beskrivelse af et optimalt valutaområde, hvor han foruden en stabil udvikling i betalingsbalancen og inflation, beskriver vigtigheden af et ledighedsniveau der befinder sig i fuld beskæftigelse, og således i dette projekt, antages at afspejle et BNP gap der nærmer sig 0, som følge af kombinationen af landets penge- og finanspolitisk ageren. Det skal i denne forbindelse tilføjes, at pengepolitikken i Eurozonen kontrolleres centralt af Den Europæiske Centralbank, der kombineret med restriktionerne fra Stabilitets- og Vækstpagten, samt indførelsen af Finanspagten i 2013, hæmmer muligheden for at benytte national finanspolitik til at kontrollere udviklingen i økonomien, og i tråd med Kenens mix af finans-og pengepolitik, ikke har mulighed for at afværge eventuelle negative konsekvenser ved den akutte pengepolitik.

Fravalget af OCA teori som omdrejningspunkt for Den Økonomiske Monetære Union, er forårsaget af en bevidsthed blandt grundlæggerne om, at et valutaområde som Eurozonen, der til dels må

betragtes som værende en politisk beslutning, krævede en unik tilgang, der ikke allerede eksisterer hverken teoretisk eller empirisk. I forlængelse heraf tillægges finanspolitisk disciplin en afgørende rolle, hvis primære formål er at sikre en lav og stabil udvikling i inflation, der således medfører en konvergens i landenes lange renteniveau. Efterfølgende er divergens i renteniveauet betinget af, at medlemslandene ikke formår at overholde denne finanspolitiske restriktion.

I Eurozonen arbejder de finanspolitiske restriktioner ud fra at medlemslandene maksimalt må have et budgetunderskud på 3 % af BNP og en samlet gæld på 60 % af BNP, hvilket begge er en del af både Maastricht-traktaten samt Stabilitets- og Vækstpagten. Det skal her bemærkes at disse niveauer ikke er endegyldige, da et medlemsland, hvis udvikling viser en hensigtsmæssig og ønsket tendens, under de rette vilkår, ligeså kan tildeles adgang til samarbejdet. Kriterierne blev indført i forbindelse med indtrædelse i samarbejdet, for at sikre dokumentation fra landene på, at de var villige til at sænke deres inflation til det ønskede niveau, og i forbindelse med Stabilitets- og Vækstpagten for at sikre konvergens i renteniveauet, gennem fraværet af mistillid blandt investorer, og inflationsniveauet. Dette er for nogle af landene i den empiriske analyse, som eksempelvis Irland og Luxembourg, sket på bekostning af et højere ledighedsniveau, omend dette ledighedsniveau fluktuerer omkring NAIRU, der som tidligere nævnt, ikke nødvendigvis kan sidestilles med begrebet fuld beskæftigelse i dette projekt.

Projektet har undervejs beskæftiget sig med udarbejdelsen af begge restriktioner, og i denne forbindelse klarlagt at et budgetunderskud på 3 % er fastsat på baggrund af at medlemslandenes forventede, gennemsnitlige vækst ligeså svarer til 3 %, hvilket betyder at gælden stabiliseres eller sænkes, såfremt budgetunderskuddet ikke overstiger denne procentsats. Empirisk dokumenterer projektet, at vækstraten for den periode, ikke kollektivt svarer til 3 % af BNP i løbende priser, hvorfor der stilles spørgsmål ved hvorvidt dette rationale er hensigtsmæssigt i en nutidig kontekst. Samtidig virker det uhensigtsmæssigt at antage, at økonomierne på intet tidspunkt vil befinde sig i en tilstand, hvor en finanspolitik der svarer til mere end 3 % underskud på budgetsaldoen, eller 0.5-1 % af den strukturelle saldo, er tilstrækkeligt. Med udgangspunkt i Eurozonens aktuelle tilstand, illustrerer både Italien, Spanien, Irland og Portugal, at ingen af disse landes udvikling i BNP, indikerer at et underskud på denne størrelse er tilstrækkeligt, på trods af gentagne overskridelser. Samtidig dokumenteres det i opgaven empirisk, at samtlige/størstedelen af de oprindelige medlemslande, formår at afskrive en del af gælden under en højkonjunktur, hvilket s

betyder, at der ikke umiddelbart er risiko for at de lande, med en bruttogæld på over 60 % af BNP, ikke kan administrere denne.

I forhold til landenes gældsudvikling, formår restriktionen desuden ikke at tage hensyn til hvilken type af gæld landene optager. Dette betragtes som uhensigtsmæssigt under antagelsen om at risikoen ved gæld er betinget af om denne er optaget i ind- eller udland, hvilket således medfører at en forudbestemt sats på 60 % af bruttogælden, fremstår som unuanceret. Såfremt et land, som eksempelvis Belgien og Italien, afsætter en stor del af deres gæld på det indenlandske marked, er denne gæld væsentligt lettere at afskrive, og i må antages at udligne tilfælde hvor staten har begrænsede midler, hvilket således hæmmer landets udvikling når denne gæld, med lav risiko, begrænses.

Restriktionerne i Stabilitets- og Vækstpagten skaber, med udgangspunkt i ovenstående, en risiko for at en del af medlemslandene, i den aktuelle tilstand Eurozonen befinder sig i, oplever ustabilitet frem for vækst og stabilitet, da lande der i forvejen er præget af krise-tilstande, underlægges restriktioner der hæmmer muligheden for at føre en ekspansiv finanspolitik, hvilket kan resultere i at Stabilitets- og Vækstpagten forværrer landenes tilstand, som Italien, Portugal, Irland og Spaniens udvikling i BNP indikerer, frem for at afhjælpe tilstanden. Eksempelvis fører Spanien fra 2009-2013 og Portugal fra 2010-2012 en finanspolitik, der jf. punkt 3 i Figur 12, må betragtes som værende af pervers karakter. Denne konstatering er imidlertid foretaget på baggrund af antagelsen om, at en økonomis ønskede udvikling svarer til en udvikling i BNP gap der nærmer sig 0, hvilket i de fleste landes tilfælde viser sig ikke er være tilfældet. Med udgangspunkt i Eurozonens set-up betragtes de sydeuropæiske landes tilstand som værende forårsaget af mangel på finanspolitisk disciplin, da denne er forudsætning for at være med i samarbejdet.

Tabel 5 illustrerer en skematisk oversigt, der beskriver hvilke lande der har overholdt Maastrichtkriterierne ved indtrædelse i Den Økonomiske og Monetære Union samt forholdende i Stabilitets- og Vækstpagten.

	Inflationskriterie		Rentekriterie	Budgetkriterie		Gældskriterie	
	Maastricht kriterier	ECB 2 %	Maastricht kriterier	Maastricht kriterier	S&V Pagten	Maastricht kriterier	S&V Pagten
Tyskland	+	+	+	+	-	+	-
Belgien	+	-/+	+	+	-	-	-
Irland	-	-	+	+	-	+	-
Italien	+	-	+	+	-	-	-
Spanien	+	-	+	+	-	-	-
Portugal	-	-	+	-	-	+	-
Frankrig	+	+	+	+	-	+	-
Holland	+	+	+	+	-	+	-
Luxembourg	+	-	+	+	+	+	+
Finland	+	+	+	+	-	+	-
Østrig	+	+	+	+	-	-	-

5: Oversigt over overholdelse af diverse kriterier.
Kilde: Egen tilvirkning.

Tabel 5 illustrerer at størstedelen af landene har overskredet kriterierne vedrørende budgetsaldo og gæld, på trods af at størstedelen overholdte samme i forbindelse med Maastricht-traktaten. Med udgangspunkt i disse landes overskridelser, burde der opstå en naturlig divergens i niveauet for den lange rente, for således at øge incitamentet til at genoptage disciplinen. Empirisk viser renteniveauet sig at divergere for Portugal, Italien, Spanien og Irland, der som følge af denne stigning i renten, oplever et yderligere fald i efterspørgslen, og således oplever et større og mere vedholdende udsving i BNP, end de resterende medlemslande. Dette er i en økonomisk kontekst u hensigtsmæssigt, da effekten af den efterspørgselskrise der er aktuel i Europa, således forstærkes, men betragtes samtidig som en nødvendighed i forhold til Eurozonens set-up. Det er i denne sammenhæng bemærkelsesværdigt at renteniveauet for de resterende økonomier bibeholder sin konvergens på trods af en overskridelse af budget- og gældskriteriet, hvilket således må afspejle, at investorernes generelle tillid til disse lande, i mindre grad er betinget af finanspolitisk disciplin. Med udgangspunkt i dette er manglen på konvergens, i nogle tilælde, forårsaget af fraværet af finanspolitisk disciplin, der medfører en stigning i renten for en del af landene, hvoraf konsekvensen er et yderligere fald og stagnering i BNP, hvilket betyder at divergensen er kriseforstærkende frem for hæmmende. Dette leder frem til konklusionen om at der, uanset periodisk konvergens i de monetære parametre, i perioden er makroøkonomiske ubalancer, som følge af forskelle i BNP, ledighed og konkurrenceevne. Disse ubalancer betyder at eksempelvis Tyskland, med en lav enhedslønsmkostning, samt mindre udsving i BNP og ledighed, har bedre forudsætninger, og færre konsekvenser forbundet med, at overholde budgetrestriktionerne, end eksempelvis Spanien.

På trods af at renteniveauet tildeles en korrigerende effekt i samarbejdet, hvilket samtidig indikerer at divergens i denne, i nogle tilfælde er forventeligt, har Den Europæiske Centralbank siden 2012 ført en ekspansiv pengepolitik i forsøget på at hæve inflationen, kombineret med opkøb af statsobligationer fra eksempelvis Italien. Dette er fra et økonomisk udgangspunkt hensigtsmæssigt, da dette medfører et fald i renteniveauet, og en forbedret konkurrenceevne for Eurozonen, samtidig med at denne hændelse må betragtes som u hensigtsmæssig, da den er ødelæggende for den stabiliserende tendens renteniveauet er tildelt, og således fremstår som en paradoksal handling fra Den Europæiske Centralbanks side. Den ekspansive pengepolitik har resulteret i at landenes lange renteniveau atter er konvergeret frem mod 2015, samtidig med at Irland, Spanien, Italien og Portugal i 2015 oplever et opsving i udviklingen af BNP, sandsynligvis forårsaget af dette fald i renten. På denne måde fremstår den ekspansive pengepolitik som værende positiv i et økonomisk perspektiv, samtidig med at denne, i en Eurozone kontekst, må betragtes som værende ødelæggende for den stabiliserende effekt.

Den forskel i ledighed der samtidig eksisterer blandt medlemslandene må betragtes som værende af irrelevant karakter, da niveauet for samtlige lande fluktuerer omkring NAIRU, der således er det niveau der skaber en stabil udvikling i inflation, på trods af at dette ikke betragtes som det optimale niveau med udgangspunkt i fuld beskæftigelse, hvor output gap er lig 0. Dette betyder i øvrigt, at risikoen for en stigning i inflation ikke er til stede, omend det trade-off der eksisterer mellem ledighed og inflation, betyder at en lavere ledighed svarende til fuld beskæftigelse, medfører at medlemslandene sandsynligvis må affinde sig med en inflation, der i perioder, ikke svarer til et gennemsnit på 2 %.

Ovenstående leder frem til konklusionen om at fraværet af konvergens i Eurozonen, fra en monetaristisk vinkel, ikke betragtes som problematisk, men tværtimod som en nødvendighed, omend renten som korrigerende element ikke optræder konsekvent, og samtidig forstærker effekten af en lavkonjunktur eller krisetilstand. Samtidig modarbejder Den Europæiske Centralbanks ekspansive pengepolitik stigningen i renten, hvilket således virker paradoksalt i betragtning af, at renten skal skabe stabilitet. Såfremt Eurozonen betragtes i en keynesiansk optik, er der belæg for at den type politik Eurozonen fører, i høj grad skaber divergens og ustabilitet i de reale parametre, hvorfor en alternativ tilgang, der indebærer muligheden for en dynamisk finanspolitik, i højere grad vil skabe konvergens og stabilitet. Den monetære kontra keynesianske tilgang lægger med



udgangspunkt i dette projekt op til diskussionen om, hvorvidt udgangspunktet for Eurozonen benytter de korrekte parametre i en vurdering af konvergens mellem økonomierne.

8.0 Litteraturliste

AMECO, "Exports of goods (FOB) Extra-EU (DXGE)"

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "11 – Foreign Trade" > "11.1 – Foreign trade at current prices" > "Export of goods (FOB) extra-EU (DXGE)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "1989-2015". > "Display the new sheet". Opdateret senest den 03.05.2016.

URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm

Lokaliseret den 28.04.2016.

AMECO, "Exports of goods (FOB) intra-EU (DXGI)"

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "11 – Foreign Trade" > "11.1 – Foreign trade at current prices" > "Export of goods (FOB) intra-EU (DXGI)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "1989-2015". > "Display the new sheet". Opdateret senest den 03.05.2016.

URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm

Lokaliseret den 28.04.2016.

AMECO, "Gap between actual GDP and potential GDP, percentage of potential GDP (AVGDGP)":

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "6 – Domestic Product" > "6.5 – Potential gross domestic product at constant prices" > "Gap between actual GDP and potential GDP, percentage of potential GDP (AVGDGP)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "2005-2015".> "Display the new sheet". Opdateret den 03.05.2016.
URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm
Lokaliseret den 05.05.2016

AMECO, "Gross Domestic Product" > "At current prices (UVGD)":

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "6 – Domestic Product" > "6.1 – Gross Domestic Product" > "At current prices (UVGD)" > Unit / description "ECU/EUR" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "1990-2015".> "Display the new sheet". Opdateret den 03.05.2016.
URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm
Lokaliseret den 23.04.2016.

AMECO, "Gross public debt (UDGG)":

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "18 – Gross Public Debt" > "18.1 – Based on ESA 2010" > "Gross public Debt (UDGG)" > "Percentage of GDP at market prices (excessive deficit procedure)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "1995-2015" > "Display the new sheet". Opdateret senest den 03.05.2016.
URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm

Lokaliseret den 21.04.2016.

AMECO, "Long term nominal (ILN)":

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "13 – Monetary Variables" > "13.2 – Interest Rates" > "Long term nominal (ILN)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "1990-2015" > "Display the new sheet". Opdateret senest den 03.05.2016.
URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm

Lokaliseret den 20.04.2016.

AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGA)":

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "17 – Cyclical adjustment of public finance variables" > "17.1 – Based on Trend GDP (ESA 2010)" > "Net lending adjusted for the cyclical component, % GDP (UBLGA)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "2013-2015" > "Display the new sheet". Opdateret 03.05.2016.
URL http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm

lokalisert den 05.05.2016

AMECO, "Net lending adjusted for cyclical component, % GDP (UBLGAP)":

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "17 – Cyclical adjustment of public finance variables" > "17.1 – Based on potential GDP (ESA 2010)" > "Net lending adjusted for the cyclical component, % GDP (UBLGAP)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "2005-2015" > "Display the new sheet". Opdateret 03.05.2016.



URL http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm

lokaliseret den 05.05.2016

AMECO, "Net lending (B9) (UBLG)":

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "16 – General government (s13)" > "16.3 – Net lending (ESA 2010)" > "Net lending (B9) (UBLG)" > Unit description: "Percentage of GDP at market prices (excessive deficit procedure)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "1995-2015" > "Display the new sheet". Opdateret den 03.05.2016.

URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm

Lokaliseret den 20.04.2016.

AMECO, "Percentage of civilian labour force (ZUTN)":

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.com > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender" > "Databases and indicators" > "Ameco – The annual macro-economic database" > "Ameco Online" > "1 – Population and Employment" > "1.3 – Unemployment" > "Percentage of civilian labour force (ZUTN)" > Select a Country(s): "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Year(s): "1990-2015". > "Display the new sheet".

Opdateret den 03.05.2016.

URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm

Lokaliseret den 23.04.2016.

Buttonwood. Artiklen "What is austerity?" Udgivet af The Economist, på www.economist.com, den 20.05.2015.

URL: <http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2015/05/fiscal-policy>

Loklaiseret den 10.06.2016



Caporaso, James A. og Rhodes, Martin. Bogen "The political and economic dynamics of the Eurozone crises" 1. udgave, udgivet af Oxford University Press i 2016.

URL: [https://books.google.dk/books?id=BQI-](https://books.google.dk/books?id=BQI-CwAAQBAJ&pg=PA62&lpg=PA62&dq=convergence+debt+eurozone&source=bl&ots=2CpKTDncGf&sig=LBYb2Eqxo2wYqKKz75HW22BXoa4&hl=da&sa=X&ved=0ahUKEwiNleWgrN7MAhUnCpoKHQhJDTwQ6AEIQzAF#v=onepage&q=convergence%20debt%20eurozone&f=false)

[CwAAQBAJ&pg=PA62&lpg=PA62&dq=convergence+debt+eurozone&source=bl&ots=2CpKTDncGf&sig=LBYb2Eqxo2wYqKKz75HW22BXoa4&hl=da&sa=X&ved=0ahUKEwiNleWgrN7MAhUnCpoKHQhJDTwQ6AEIQzAF#v=onepage&q=convergence%20debt%20eurozone&f=false](https://books.google.dk/books?id=BQI-CwAAQBAJ&pg=PA62&lpg=PA62&dq=convergence+debt+eurozone&source=bl&ots=2CpKTDncGf&sig=LBYb2Eqxo2wYqKKz75HW22BXoa4&hl=da&sa=X&ved=0ahUKEwiNleWgrN7MAhUnCpoKHQhJDTwQ6AEIQzAF#v=onepage&q=convergence%20debt%20eurozone&f=false)

Lokaliseret den 03.04.2016.

Corcoran, Terence. Artiklen "Robert Mundell: Euro is here to stay" Udgivet af Financial Post på www.financialpost.com den 08.06.2012.

URL: <http://business.financialpost.com/fp-comment/robert-mundell-euro-is-here-to-stay>

Lokaliseret den 03.05.2016

Corfixen, kristian. Artiklen "Alle stemmer er nu talt op: Nej'et til EU blev rungende" udgivet af Politiken, på www.politiken.dk, den 03.12.2015.

De Grauwe, Paul. Bogen "Economics of monetary union", 9. udgave udgivet af Oxford University Press i 2012.

De Grauwe, Paul og Ji, Yuemei. Rapporten "Flexibility versus Stability A difficult trade-off in the Eurozone" No. 422, Udgivet af CEPS, April 2016

Delors, Jacques. Rapporten "Report on economic and monetary union in the European Community" udgivet af Europa-Kommissionen, den 17.04.1989.

Den Europæiske Centralbank: www.ecb.europa.eu > Explainers > Tell me more > "What is the expanded asset purchase programme?", udgivet den 22.01.2015 af Den Europæiske Centralbank.

Opdateret den 31.03.2016.

URL: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.en.html>

Lokaliseret den 05.04.2016.

Den Europæiske Centralbank, "Asset purchase programmes":

Den Europæiske Centralbank: www.ecb.europa.eu > "Monetary Policy"> "More"> "Instruments"> "Asset purchase programmes". Udgivet af Den Europæiske Centralbank.

URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

Lokaliseret den 10.05.2016.

Den Europæiske Centralbank, "Inflation rate":

Den Europæiske Centralbank: www.ecb.europa.eu > "Statistics"> "More"> "Inflation rate".

Opdateret af Den Europæiske Centralbank i april 2016.

URL: <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>

Lokaliseret 01.05.2016

Den Europæiske Union: www.europa.eu > "EU law and publication" > "EUR-Lex" > "EUR-Lex – xy0026 – EN", udgivet af Den Europæiske Union I 1992.

URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/?uri=URISERV%3Axy0026>

Lokaliseret den 15.04.2016

Den Europæiske Union: www.europa.eu > "EU law and publication" > "EUR-Lex" > "EUR-Lex – xy0027 – EN", udgivet af Den Europæiske Union, 17.02.1986. Ajourført 26.10.2010.

URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/HTML/?uri=URISERV:xy0027&from=DA>

Lokaliseret den 04.05.2016.

Dyrskjøt, Mette. Artiklen "Merkel støtter ECB-opkøb af kriseramte obligationer", udgivet af Børsen på www.borsen.dk den 17.08.2012.

URL: http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/238944/merkel_stoetter_ecb-opkoeb_af_kriseramte_obligationer.html

Lokaliseret den 10.05.2016



EU-oplysningen: www.EU.dk > ”Fakta om EU” > ”Politikker” > ”Økonomisk politik” > ”Stabilitets- og Vækstpagten”, udgivet af EU-oplysningen.

URL: <http://www.eu.dk/da/fakta-om-eu/politikker/oekonomisk-politik/stabilitets-og-vaekstpagten>
Lokaliseret den 05.03.2016.

Europa-Kommissionen. Afgørelsen ”Rådets afgørelse af 20. juni 2014 om ophævelse af afgørelse 2010/282/EU om et uforholdsmæssigt stort underskud i Østrig” Udgivet af Den Europæiske Unions Tidende den 28.06.2014.

Europa-Kommissionen, ”Germany”

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.eu > Dansk > ”Mere om kommissionen” > ”Generaldirektorater og tjenester” > ”Økonomiske og Finansielle Anliggender” > ”Policy and surveillance” > ”Stability and Growth Pact” > ”Corrective arm/ Excessive deficit procedure” > ”Germany”. Udgivet af Europa-Kommissionen 17.02.2014.

URL:

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/deficit/countries/germany_en.htm
Lokaliseret den 20.04.2016

Europa-Kommissionen, ”Holland”

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.eu > Dansk > ”Mere om kommissionen” > ”Generaldirektorater og tjenester” > ”Økonomiske og Finansielle Anliggender” > ”Policy and surveillance” > ”Stability and Growth Pact” > ”Corrective arm/ Excessive deficit procedure” > ”The Netherlands”. Udgivet af Europa-Kommissionen 09.07.2014.

URL:

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/deficit/countries/netherlands_en.htm

Lokaliseret den 13.03.2016



Europa-Kommissionen, "Ireland"

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.eu > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender"> "Policy and surveillance"> "Stability and Growth Pact" > "Corrective arm/ Excessive deficit procedure"> "Ireland". Udgivet af Europa-Kommissionen 17.02.2014.

URL:

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/deficit/countries/ireland_en.htm

Lokaliseret den 20.04.2016

Europa-Kommissionen, "Italy"

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.eu > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender"> "Policy and surveillance"> "Stability and Growth Pact" > "Corrective arm/ Excessive deficit procedure"> "Italy". Udgivet af Europa-Kommissionen 17.02.2014.

URL:

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/deficit/countries/italy_en.htm

Lokaliseret den 21.04.2016

Europa-Kommissionen, "Portugal"

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.eu > Dansk > "Mere om kommissionen" > "Generaldirektorater og tjenester" > "Økonomiske og Finansielle Anliggender"> "Policy and surveillance"> "Stability and Growth Pact" > "Corrective arm/ Excessive deficit procedure"> "Portugal". Udgivet af Europa-Kommissionen 17.02.2014.

URL:

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/deficit/countries/portugal_en.htm

Lokaliseret den 22.04.2016

Europa-Kommissionen. Rapporten ”Henstilling med henblik på Rådets henstilling om Irlands national reformprogram for 2015 og med rådets udtalelser om Irlands stabilitetsprogram for 2015”, udgivet af Europa-Kommissionen den 13.05.2015.

URL:

[http://www.eu.dk/samling/20151/kommissionsforslag/kom\(2015\)0258/kommissionsforslag/1255895/1535263/index.htm](http://www.eu.dk/samling/20151/kommissionsforslag/kom(2015)0258/kommissionsforslag/1255895/1535263/index.htm)

Lokaliseret den 18.05.2016.

Europa-Kommissionen. Rapporten ”Macroeconomic imbalances Country Repot – France 2015” Udgivet af Europa-kommisionen I juni 2015.

URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2015/pdf/ocp217_en.pdf

Lokaliseret den 04.03.2016

Europa-Kommissionen. Rapporten ”One market, one money – An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union” udgivet af Europa-Kommissionen i oktober 1990.

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.eu > Dansk > EU’s lokale kontorer og informationscentre> Vælg et land: Danmark > EU Politik > Side 4 > ”Kommissionens investeringsplan for Europa”, udgivet 26.11.2014 af Europa-Kommissionen.

URL: http://ec.europa.eu/danmark/eu-politik/alle_emner/institutionelle/2014/141106_eu-invest_da.htm

Lokaliseret den 20.05.2016.

Europa-Kommissionen: www.ec.europa.eu > Dansk > ”Mere om kommissionen” > ”Generaldirektorater og tjenester”> ”Økonomiske og Finansielle Anliggender” > ”EU economic governance”> ”Stabilitets og Vækstpagten”. Opdateret af Europa-Kommissionen den 30.07.2015.

URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_da.htm

Lokaliseret den 18.04.2016.



Europa-Kommissionen: www.ec.europa.eu > Dansk > ”Mere om kommissionen” > ”Generaldirektorater og tjenester” > ”Økonomiske og Finansielle Anliggender” > ”The Euro” > ”Economic and Monetary Union”, udgivet af Europa-Kommissionen den 22.08.2014.

URL: ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_en.htm

Lokaliseret den 11.04.2016.

Gough, Julian. Artiklen ”The Eurozone: Whatever happened to convergence” udgivet af World Economics på www.worldeconomics.com, december 2012.

URL:

http://www.worldeconomics.com/Papers/The%20Eurozone%20Whatever%20Happened%20to%20Convergence_47bca62d-68c0-42cc-8b9f-bb9add2a7160.paper

Lokaliseret den 21.04.2016.

Hansen, Peder Munch. Artiklen ”ECB klar til opkøb af statsobligationer”, udgivet af Fagligt.EU på www.fagligt.eu den 06.09.2012.

URL:

<http://www.fagligt.eu/Krise%20vaekst%20og%20beskaeftigelse/Finanskrisen/2012/september/ECBobligat.aspx>

Lokaliseret den 10.05.2016.

Hoffmeyer, Erik. Artiklen ”Delors-rapporten” Udgivet i NationalØkonomisk Tidsskrift, Bind 127 del 1, udgivet af Nationaløkonomisk forening i 1989.

URL:

<https://tidsskrift.dk/index.php/nationaloekonomisktidsskrift/article/view/25490/49051>
<https://tidsskrift.dk/index.php/nationaloekonomisktidsskrift/article/view/25490/49051>

Lokaliseret den 03.02.2016

International Monetary Fund, ”Export Diverification database”

International Monetary Fund: www.imf.dk > ”Research” > Macro Research for Development: ”Read More” > ”Growth through diversification” > Diversification toolkit: ”Diversification toolkit” > ”Export Diverification database”. Udgivet af IMF den 28.05.2014,

URL: <http://www.imf.org/external/np/res/dfidimf/diversification.htm>

Lokaliseret den 04.05.2016.



Interview med Henning Christophersen, tidligere næstformand i Europa-Kommissionen.
Interviewet fandt sted den 13.05.2016 i Helsingør, og udgør 00:55.15 minutter. Interviewet er foretaget af Patrick Carlsen og Karina Pedersen.

Interview med Niels Helveg, tidligere Økonomiminister fra 1988-1990 og Udenrigsminister fra 1993-2000. Interviewet fandt sted den 19.04.2016 på Frederiksberg og udgør 00:58:40 minutter. Interviewet er foretaget af Patrick Carlsen og Karina Pedersen.

Interview med Niels Thygesen, Professor Emeritus ved Københavns Universitet. Interviewet fandt sted den 20.04.2016 i København, og udgør 1 time og 08:00 minutter. Interviewet er foretaget af Patrick Carlsen og Karina Pedersen.

Jensen, Svend E. Hougard. Artiklen ”Sådan ville Keynes løse euro-krisen”, udgivet af Berlingske på www.b.dk den 07.11.2012.

URL: <http://www.b.dk/kronikker/saadan-ville-keynes-loese-euro-krisen>

Lokaliseret den 04.05.2016.

Jespersen, Jesper. Bogen ”Euroen – hvorfor gik det galt, og hvordan kommer vi videre”. Udgivet af forlaget DEO i år 2012.

Juncker, Jean-Claude. Rapporten ”Completing Europe’s Economic and Monetary Union” (også kendt som “Five President Report”), udgivet af Europa-Kommissionen den 22.06.2015.

Kenen, Peter B. Artiklen “The theory of optimum currency areas – an eclectic view”, skrevet i 1969 og udgivet af Routhledge i bogen: “International Economic Integration – Critical perspective on the world economy. Volume 2 Monetary, fiscal and factor mobility issues” i 1998.

Kiander, Jaakko. Artiklen "The great depression of Finland 1990-1993: causes and consequences" udgivet af Europa-parlamentet den 16.12.2009.

URL:

<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/200912/20091216ATT66587/20091216ATT66587EN.pdf>

Lokaliseret den 20.02.2016

Knoema, "NAIRU":

Knoema: www.knoema.com > "Data Atlas" > "Topics" > "F – Forecast" > "O – Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD (4)" > "E – Economic outlook no 98, November 2015" > "Select dataset" > "Country: Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > "Variable: Supply block – NAIRU – Equilibrium Unemployment Rate"> "Time: Frequency – a, Start date: 1990 – End date 2015".

Udgivet af OECD den 09.11.2015

URL: <https://knoema.com/OECDEOLTBP2015/economic-outlook-no-98-november-2015>

Lokaliseret den 05.05.2016.

Kommissionen For De Europæiske Fællesskaber og Rådet For De Europæiske Fællesskaber. Traktat om Den Europæiske Union (Maastricht-trakten), udgivet af EKSF-EØF-Euratom i 1992.

Krugman, Paul. Artiklen "Second thoughts of EMU vol. 4 no. 3", bragt i rapporten "Japan and the world economy", udgivet af Elsevier i november 1992.

Krugman, Paul. Blogindlægget "Revenge of the Optimum Currency Area", udgivet af The New York Times den 24.06.2012.

URL: http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/06/24/revenge-of-the-optimum-currency-area/?_r=0

Lokaliseret den 13.02.2016

McKinnon, Ronald I. Artiklen "Optimum currency areas", udgivet af American Economic Association i "the American economic review, vol. 53, no. 4, (side 717-725) i september 1963.



Mundell, Robert A. Artiklen ”A Theory of Optimum Currency Areas” udgivet af American Economic Association. I “the American economic review, vol. 51, no. 4, side (657-665), udgivet i september 1961.

Munk, Lene. Artiklen ”Græske statsobligationer er steget 79 % i år”, udgivet af Børsen på www.borsen.dk den 21.12.2012.

URL:

http://penge.borsen.dk/artikel/1/248496/graeske_statsobligationer_er_steget_79_pct_i_aar.html

Lokaliseret den 27.02.2016.

Mitchell, William. Bogen ”Eurozone Dystopia – Groupthink and Denial on a Grand Scale”, udgivet af Edward Elgar Publishing i 2015.

NBB Online statistics, “Breakdown of consolidated gross debt”:

National Bank of Belgium Online statistics: www.stat.nbb.be > “Public Finance” > “Gross Debt and Treasury” > “Breakdown of consolidated gross debt” > “Customize” > “Selection” > “Time & Frequency” > 2005-2015. Udgivet af National Bank of Belgium.

URL: <https://stat.nbb.be/Index.aspx#>

Lokaliseret den 04.05.2016.

OECD. Rapporten ”OECD Economic Surveys: Portugal 1999”, udgivet af OECD i 1999.

URL:

https://books.google.dk/books?id=oC4AUfDm6JUC&pg=PA60&lpg=PA60&dq=portugal+budget+deficit+1999&source=bl&ots=gr3SCJsyaL&sig=zbQ499H_bwhrvzPGbowmBAodbvE&hl=da&sa=X&ved=0ahUKEwj1svSgsdzMAhXMHpoKHQtuDUwQ6AEIKjAC#v=onepage&q=portugal%20budget%20deficit%201999&f=false

Lokaliseret den 11.05.2016.



OECD Statistics, "Unit Labor Cost- Annual Indicators"

OECD Statistics: www.stats.oecd.org > "Productivity" > "Productivity archives" > "Unit Labor Cost- Annual Indicators" > "customise"> "selection"> Country: "Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland" > Time & Frequency "1980-2015".> Measure: "Index OECD base year (2010=100). Udgivet af OECD, sidst opdateret 01.04.2014.

URL: <http://stats.oecd.org/>

Lokaliseret den 08.06.2016.

Pidd, Helen. Artiklen "ECB: Can a lender of last resort defuse Europe's liquidity timebomb?" udgivet af The Guardian, på www.guardian.com, den 11.09.2011 på www.theguardian.com.

URL: <https://www.theguardian.com/business/2011/nov/07/can-ecb-defuse-europe-liquidity-timebomb>.

Ragot, Xavier. Rapporten "In-Depth Analyses – Debt sustainability and economic convergence of euro-area Member States: Challenges and Solutions", udgivet af det Europæiske Parlament i februar 2015.

URL:

[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/542646/IPOL_IDA\(2015\)542646_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/542646/IPOL_IDA(2015)542646_EN.pdf)

Lokaliseret den 25.04.2016.

Rasmussen, Maja Kluger. Artiklen "Storbritannien – EU eller Brexit", udgivet af Tænketanken Europa, på www.thinkeuropa.dk den 28.04.2016.

URL: <http://thinkeuropa.dk/politik/storbritannien-eu-eller-brexit>

Lokaliseret den 12.05.2016.

Redder, Hans. Artiklen "Farvel til Keynes", udgivet af Information på www.information.dk den 01.02.2012.

URL: <https://www.information.dk/indland/2012/01/farvel-keynes>

Lokaliseret den 03.05.2016.

Regan, Aidan. Artiklen ”The convergence of interest rate in the Eurozone has fuelled rather than removed economic divergence between the north and south”, udgivet af The London School of Economics and Political Science (LSE) på www.blogs.lse.ac.uk den 07.09.2012

URL: <http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2012/09/07/eurozone-convergence/>

Lokaliseret den 03.04.2016.

Ritzau. Artiklen ”ECB sænker renten til laveste niveau nogensinde”, udgivet af Politiken på www.politiken.dk den 10.03.2016.

URL: <http://politiken.dk/oekonomi/gloekonomi/ECE3109129/ecb-saenker-renten-til-laveste-niveau-nogensinde/>

Lokaliseret den 25.04.2016

Ritzau. Artiklen ”EU-Kommissionen advarer 11 EU-lande mod for høj gæld”, udgivet af Fyens Stiftstidende på www.fyens.dk den 25.02.2016.

URL: <http://www.fyens.dk/erhverv/EU-Kommissionen-advarer-11-EU-lande-mod-for-hoej-gaeld/artikel/2931542>.

Lokaliseret den 30.04.2016.

Røndbjerg-Christensen, Heidi. Artiklen ”Højrefløjen vinder frem i Europa” udgivet af Berlingske, på www.b.dk den 26.05.2014.

URL: <http://www.b.dk/globalt/hoejrefloejen-vinder-frem-i-europa>

Lokaliseret den 18.04.2016.

Simonsen, Peter. Artiklen ”Japans gigantiske gæld får alarmklokkerne til at bimle – og giver Grækenland baghjul”, udgivet af Jyllands-Posten Finans på www.finans.dk den 25.07.2015.

URL: <http://finans.dk/live/okonomi/ECE7888462/Japans-gigantiske-g%C3%A6ld-f%C3%A5r-alarmklokkerne-til-at-bimle---og-giver-Gr%C3%A6kenland-baghjul/?ctxref=ext>.

Lokaliseret den 03.05.2016.



Stockhammer, Engelbert. Artiklen ”Neoliberal economic policy, growth models and the crisis in the Euro area”, udgivet af Post-Keynesian Economics Study Group i december 2015.

URL: <https://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWP1510.pdf>.

Lokaliseret den 16.02.2016.

The World Bank, “Inflation, consumer prices (annual %)”:

The World Bank: www.worldbank.org> “Data” > “Indicator” > Economic & Growth: “Inflation, consumer prices (annual %)”> “Databank” > Country: “Belgium, Germany, Ireland, Spain, France, Italy, Luxembourg, Netherlands, Austria, Portugal og Finland”> Time: “1990-2015”. Udgivet af The World Bank.

URL:

<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=&series=FP.CPI.TOTL.ZG&period=>.

Lokaliseret den 26.05.2016

Udenrigsministeriet, ”info om Japan”:

Udenrigsministeriet: www.um.dk > ”Find os i verden” > ”Japan” > ”Info om Japan”, udgivet af Udenrigsministeriet.

URL: <http://japan.um.dk/da/Info-om-Japan/>.

Lokaliseret den 02.05.2016.

Werner, Pierre. Rapporten “Report to the Council and the Commission on the realization by stages of Economic and Monetary union in the community - Werner Report”, udgivet af det Europæiske Råd og Europa-Kommissionen den 08.10.1970.

Speciale
10. Semester 2016
Aalborg Universitet

Cand.oecon.
Karina Slots Pedersen – 20114083
Patrick Egeberg Carlsen - 20113925

