

Modul 10: Speciale
10. semester, cand.oecon
Aalborg Universitet
Afleveret d. 30. maj 2012

VURDERING AF LØSNINGSFORSLAG I FORBINDELSE MED DEN EUROPÆISKE STATSGÆLDSESKRISE



Vejleder: Finn Olesen

Skrevet af

Henrik Hanghøj Kraglund

Indholdsfortegnelse

Summary	2
1. Statsgældskrisens start i Europa	4
1.1. Problemstilling i projektet.....	8
1.2. Overblik over projektet	8
2. Makroøkonomiske kriser og teorien	10
2.1. Den keynesianske opbygning af IS-LM.....	11
2.1.1. Ligevægt på varemarkedet.....	12
2.1.2. Ligevægt på pengemarkedet	15
2.1.3. Sammensætning af IS-LM	17
2.2. AS-AD ud fra avanceret makroøkonomisk teori	19
2.2.1. Aggregeret efterspørgsel (AD)	19
2.2.2. Aggregeret udbud (AS).....	26
2.2.3. Ligevægt i AS-AD modellen	29
2.3. De teoretiske skolers tilgang til makroøkonomiske kriser	33
2.3.1. Keynesianerne.....	33
2.3.2. Monetaristerne	35
2.3.3. Forskellen mellem keynesianerne og monetaristerne	37
2.3.4. Nyklassikerne.....	38
2.3.5. Nykeynesianerne.....	39
2.3.6. Real Business Cycles (RBC)	39
2.4. Problemer ved anvendelse af makroøkonomisk mainstream teori	40
2.4.1. Problemer med empirisk anvendelse af de teoretiske modeller.....	43
3. Udviklingen i Europa.....	46
3.1. Udviklingen i PIIGS-landene.....	47
3.1.1. Portugal.....	49
3.1.2. Italien	50
3.1.3. Irland.....	51
3.1.4. Grækenland.....	52
3.1.5. Spanien	53
3.2. De finansielle markeders reaktion på udviklingen i PIIGS-landene.....	54
4. Analyse af forskellige løsningsforslag	60
4.1. ECBs ekspansive pengepolitik.....	61
4.2. Finanspagten og de nationale spareplaner	65
4.3. Ekspansiv finanspolitik i PIIGS-landene	69
4.4. Nyt Euroland	72
4.5. De finansielle markeders rolle	75
5. Konklusion.....	77
Kildehenvisning.....	80
Litteratur	80
Data.....	81

Summary

The sovereign debt crisis in Europe evolved in the wake of the financial crisis. In the years before the crisis in the financial sector, many European governments handled the economic policy in an irresponsible way. When the financial crisis hit the European continent, the budgets were affected in a very negative way. Especially Portugal, Italy, Ireland, Greece, and Spain – known as the PIIGS – came into great trouble.

Today these five countries are characterised by low economic growth rates, high budget deficits, huge sovereign debt, and very high unemployment rates. Furthermore the financial sector has begun to lose confidence in these countries, which deepens the trouble for them. According to the description used in this paper, Greece is the only one of the countries that is currently in a sovereign debt crisis. The four other countries also have big economic problems, and are dependent on how the European economy develops in the months to come. They can end up in a sovereign debt crisis as well.

Various solutions have been suggested to the European debt crisis. In this paper some of them have been analysed. The solutions handled are the expansive monetary policy from the European Central Bank (ECB), savings plan and the Financial Treaty, expansive fiscal policy, and a new structure of the Eurozone. The solutions have been analysed by using two macroeconomic models: IS-LM and AS-AD. Furthermore assumptions of five macroeconomic mainstream theories are applied to understand, why these solutions are suggested. The mainstream schools of economic thoughts included are Keynesianism, Monetarism, New classical economics, New Keynesian economics, and Real Business Cycles Theory.

The analysis in this paper showed; the policy of ECB is consistent with the approach of the monetarists, the Financial Treaty is new classical thinking, expansive fiscal policy is consistent with both the old and the new Keynesian approach, and the new Eurozone is related to the RBC. Depending on which school of economic thoughts the politicians rely on, they will propose the solution related to this approach, as the best possible one. Together with the big uncertainty about the consequences of the different solutions, the politicians' different stands on which solution to rely on, is one of the main reasons, why they have not yet agreed on an answer to the current economic problems.

Because of the view of the financial sector on the PIIGS not all solutions are possible right away. Before the expansive fiscal policy can be used, the countries have to recapture the confidence of the

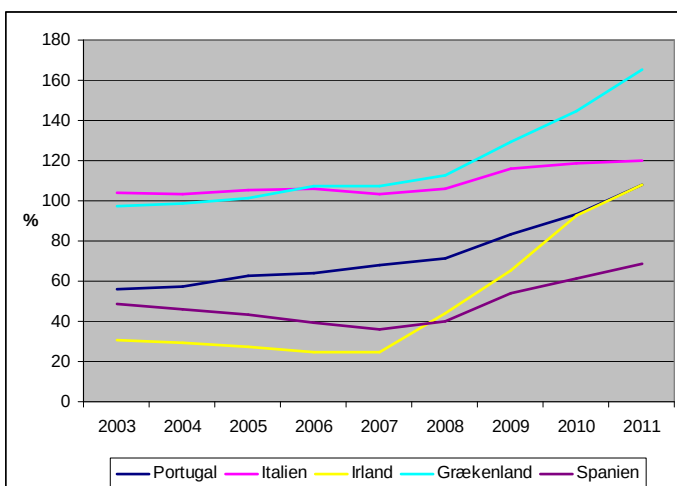
financial sector. The policy of ECB has kept the financial sector running so far, but the savings plans soon have to show impact on the budgets to avoid the crisis being worse. Together with the rest of the Eurozone, the PIIGS furthermore have to decide on how the future of the Eurozone optimally should be. By using this mixture of the different solutions in the right way, hopefully the marks of the European sovereign debt crisis will not be that comprehensive and the PIIGS will soon be on the right track again.

1. Statsgældskrisens start i Europa

Den 15. september 2008 krakkede den amerikanske bank- og finanskoncern Lehman Brothers, hvilket blev startskuddet til en verdensomspændende finanskrisen. Efter en årrække med global højkonjunktur begyndte de amerikanske boligejere i sommeren 2007 at vise manglende betalingsevne. Dette var efterfølgende med til at forværre de amerikanske bankers indtjening og krakket i Lehman Brothers blev altså dråben, der fik bægeret til at flyde over. Krisen spredte sig i finanssektoren og store dele af verdensøkonomien endte i recession. Omfanget af Finanskrisen blev sammenlignet med Den Store Depression i 1930'erne, der stadig anses for at være den største økonomiske krise i moderne tid. I løbet af 2010 stilnede de umiddelbare konsekvenser af Finanskrisen af rundt om i verden og de fleste aktører kunne begynde at se fremad igen.

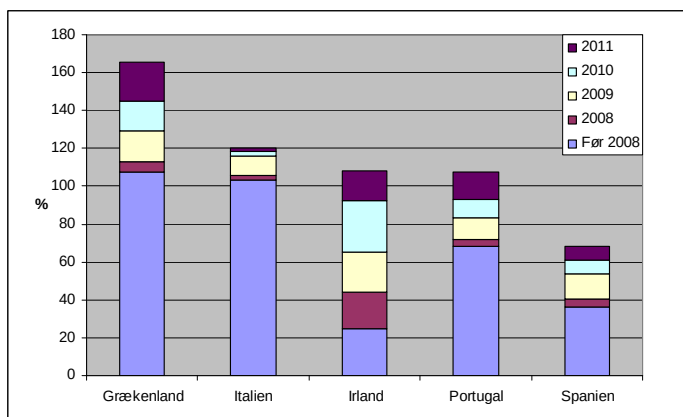
Dette var dog ikke tilfældet for en række europæiske lande, de såkaldte PIIGS-lande; Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien. I de gode år op til Finanskrisen havde de levet over evne med offentlig overforbrug og store underskud på statsfinanserne som følge af dette. Disse underskud blev dækket ved salg af statsobligationer, hvorved staternes gæld steg. I og med at den globale højkonjunktur sikrede landene forholdsvis høje økonomiske vækstrater var udsvinget i gælden i forhold til bruttonationalproduktet (BNP) ikke så markant i disse år (se nedenstående figur 1.1). Med Finanskrisens indtog forsvandt den økonomiske vækst imidlertid, mens landenes gæld blev ved med at vokse, hvilket ses både af figur 1.1 og 1.2. I den sidste af de to figurer ses det, hvor meget den samlede offentlige gæld som andel af BNP steg årligt fra 2008 og frem.

Figur 1.1 – Udvikling i offentlig gæld som andel af BNP (2003-2011)



Kilde: Tal fra Eurostat (2012-3)

Figur 1.2 – Udvikling i den samlede offentlige gæld som andel af BNP (2007-2011)



Kilde: Tal fra Eurostat (2012-3)

Som det også gælder for private, så er gæld ikke kritisk så længe kreditorerne har tillid til debitoren. Problemet er, at jo større ens gæld bliver des større sandsynlighed er der for, at kreditorerne mister tilliden. For PIIGS-landene var den voksende gæld ikke et problem dengang det gik godt med økonomien, men med Finanskrisens indtog begyndte kreditorerne at se mere og mere kritisk på landenes tilbagebetalingsevne. Den faldende tillid afspejlede sig på de finansielle markeder, hvor landene skulle betale højere og højere renter på deres statsobligationer (se nærmere i kapitel 3).¹ De højere renter pressede landenes tilbagebetalingsevne og der bredte sig en krisestemning i landene. På den måde endte Finanskrisen således med at blive den dråbe, der fik bægeret med statsgældsproblemer til at flyde over. Det fremgår også af følgende citat fra den danske økonom Torben M. Andersen: ”[M]ange lande havde store problemer med de offentlige finanser allerede inden finanskrisen satte ind. Finanskrisen er således kommet oveni uløste problemer og har skubbet udviklingen ud over en kritisk grænse.” (Andersen 2012, p. 4) Selvom store internationale organisationer som IMF og EU bidrog med økonomiske hjælpepakker til tre af landene Portugal, Irland og Grækenland, så endte det for sidstnævnte med ikke at være nok.

I marts i år indgik grækerne en aftale med de private investorer², som havde udestående i græske statsobligationer. Med aftalen indvilgede de private investorer ”frivilligt” i at afskrive en stor del af statsobligationernes hovedstol – et såkaldt haircut på 53,5 procent nominelt.³ Selvom problemerne

¹ Stater finansierer sig ofte kortsigtet, hvilket løbende giver et stort refinansieringsbehov, der vil være påvirket af de højere renter (Andersen 2012).

² Med private investorer forstås her banker og andre private institutioner. Private personer har ikke mulighed for at købe statsobligationer.

³ Rent formelt ombyttes gamle statsobligationer med en pålydende værdi på 100 euro til nye obligationer med en pålydende værdi på 46,50 euro. De nye obligationer har desuden en lavere rente og en længere løbetid. Reelt bliver haircut-

med statsgælden i Grækenland længe havde været kendt og diskuteret, så var det først fra dette tidspunkt, at landet kunne karakteriseres som værende i en decideret statsgældskrise jævnfør definitionen anvendt i dette projekt:

*”External debt crises involve outright default on payment of external debt obligations [...], repudiation [...] or the restructuring of debt into terms less favorable to the lender than those in the original contract.”*⁴ (Reinhart & Rogoff 2008, p. 82)

Det er således først, hvis landet fornægter at eller ikke kan leve op til betalingerne på statsobligationerne eller hvis der indgås en aftale om restrukturering af gælden, at landet kan defineres som værende i statsgældskrise. Selvom Grækenland i øjeblikket er det eneste land, der kan karakteriseres som værende i statsgældskrise, så er fænomenet ikke nyt i økonomisk historie. Statsgældskrises har fundet sted over hele verden, og det er ikke i et uvæsentligt antal, hvilket fremgår af nedenstående citat fra bogen *”This Time Is Different”*: *”[A]t least 250 sovereign external default episodes during 1800-2007 and at least 70 cases of default on domestic public debt.”* (Reinhard & Rogoff 2008, p.72)

Ud af de ovennævnte episoder har 55 fundet sted i Europa⁵, og i fem af disse tilfælde er det gået ud over Grækenland. Den seneste græske statsgældskrise ligger dog tilbage til 1932.⁶ Selvom landet ikke har gennemlevet så mange perioder med kriser, så har de været af en betydelig længde, da Grækenland siden 1829 har befundet sig i en krisesituation i over halvdelen af tiden.⁷

Selvom statsbankerotten⁸ i Grækenland har enorme negative konsekvenser for den græske befolkning, så er denne hændelse ikke så bekymrende ud fra et større økonomisk perspektiv. Som det ses af tabel 1.1 på næste side, så udgør den græske økonomi nemlig kun 2,4 procent af det samlede BNP for Eurozonen. Hvis Statsgældskrisen spreder sig til nogle af de øvrige PIIGS-lande kan det

tet derfor på 73 procent målt i nutidsværdi. Selvom aftalen officielt er indgået frivilligt, så er nogle kreditorer nærmest blevet presset til at underskrive aftalen, da de ellers ville risikere at miste hele deres tilgodehavende.

⁴ Selvom der i citatet kun refereres til statsgældskrise i forbindelse med gæld til udlandet, så er definitionen også gældende for statsgældskrise i forbindelse med indenlandsk gæld.

⁵ Analysen i Reinhart & Rogoff (2008) indeholder 19 af de største lande i Europa. Det egentlige tal kan således forventes at være endnu større, hvis alle lande i Europa medtages.

⁶ Efter Anden Verdenskrig er det kun Polen, Rumænien, Rusland og Tyrkiet, der har oplevet statsgældskrise af de europæiske lande. Den seneste af disse er dateret tilbage til 1998 i Rusland.

⁷ Længden af krisesituationen er målt ud fra, hvor længe landet har været holdt udenfor det internationale kapitalmarked. Det var blandt andet tilfældet for Grækenland over en 53-årig periode i midten af 1800-tallet.

⁸ Hos de internationale kreditratingbureauer (Moody's og S&P) anvendes samme definition for en statsbankerot, som er anvendt for en statsgældskrise i dette projekt. Der vil være mere om ratingbureauernes vurdering af PIIGS-landene i afsnit 3.2.

straks blive mere kritisk. Umiddelbart er Portugal og Irland her de mest sårbare (Bini Smaghi 2012). Størrelsesmæssigt er økonomierne i disse to lande lidt mindre end Grækenlands, så hvis Statsgældskrisen kun bryder ud i et af disse lande vil det isoleret set ikke være katastrofalt for den samlede europæiske økonomi. Men sammenlagt med situationen i Grækenland vil en eskalering af Statsgældskrisen til et af eller begge disse lande medføre en samlet effekt, der er mere markant. Dette vil øge sandsynligheden for, at Spanien eller Italien vil blive trukket med ned. Skulle alle fem PIIGS-lande ende i statsgældskrise, så er det pludselig over en tredjedel af den samlede økonomi i Eurozonen, som vil være ramt af statsgældskrise (se tabel 1.1). Grundet globaliseringen specielt indenfor den finansielle sektor vil recessionen, der vil komme i de pågældende lande som følge af Statsgældskrisen, med stor sandsynlighed brede sig til mange andre økonomier, når en så stor del af Europa er ramt. Den europæiske statsgældskrise kan således udvikle sig til en global økonomisk krise.

Tabel 1.1 – Andel af Eurozone BNP (2011)

Grækenland	2,4%
Portugal	1,8%
Irland	1,6%
Spanien	11,4%
Italien	16,7%

Kilde: Tal fra Eurostat (2012-4)

Opgaven er således at undgå, at den europæiske statsgældskrise, der i øjeblikket er begrænset til Grækenland, breder sig til andre lande. Spørgsmålet er hvordan denne opgave skal løses. Politikere, økonomer og andre ”kloge hoveder” er kommet med mange forskellige forslag til, hvordan krisestemningen kan vendes og en global økonomisk krise kan undgås. Der er dog ikke enstemmig konsensus omkring, hvilke løsningsforslag der vil være de mest fordelagtige at vedtage i den nuværende økonomiske situation. Dette skyldes blandt andet, at de ”kloge hoveder” er tilhængere af forskellige retninger indenfor makroøkonomisk teori – de såkaldte makroøkonomiske skoler. Op gennem det 20. århundrede var det specielt den keynesianske og den monetaristiske tilgang, der udgjorde præcedens indenfor makroøkonomisk teori. Mod slutningen af det 20. århundrede vandt to andre makroøkonomiske skoler frem, og blev en moderne form for makroøkonomisk mainstream teori. De moderne makroøkonomiske skoler var nyklassikere og nykeynesianere, der begge var en viderebygning på hver af de to gamle mainstream teorier.

1.1. Problemstilling i projektet

Dette projekt har til formål at sætte nogle af de opstillede løsningsforslag op mod de gældende antagelser for makroøkonomisk mainstream teori. På den måde kan der opnås en forståelse af, hvorfor ”de kloge hoveder” ikke kan blive enige om, hvilket løsningsforslag der er det mest fordelagtige i forbindelse med den europæiske statsgældskrise. De forskellige forslag vil desuden blive vurderet i forhold til den aktuelle økonomiske situation i PIIGS-landene. Projektet vil således adressere svar på følgende problemstilling:

Hvordan kan en teoretisk karakterisering af løsningsforslag til den europæiske statsgældskrise anvendes, når forslagene efterfølgende skal vurderes i forhold til den aktuelle økonomiske situation i PIIGS-landene?

1.2. Overblik over projektet

Problemstillingen med den europæiske statsgældskrise er indledende kort blevet præsenteret og vil efterfølgende blive bearbejdet både ud fra et teoretisk og et empirisk synspunkt. I kapitel 2 vil det teoretiske udgangspunkt for projektet blive beskrevet. Her vil de mest anvendte modeller i makroøkonomiske lærebøger først blive gennemgået. Dette gøres for at få en forståelse af, hvordan økonomien antages ud fra et teoretisk perspektiv. Efterfølgende vil der være fokus på de makroøkonomiske tilgange, der anses for at være mainstream; den keynesianske, monetaristiske, nyklassiske og nykeynesianske tilgang. Desuden vil teorien om Real Business Cycles blive gennemgået. Den teoretiske gennemgang vil indeholde en kort beskrivelse af de grundlæggende principper og antagelser bag de forskellige skoler for at få en forståelse af deres tilgange. Efter dette er fastlagt vil den teoretiske tilgang til makroøkonomiske kriser blive behandlet med speciel fokus på de forskellige skolers holdning til økonomisk politik i forbindelse hermed. Anvendelsen af makroøkonomisk teori som analyseværktøj for en makroøkonomisk krise kan dog ikke ske helt ukritisk. Til sidst i kapitel 2 vil der derfor være fokus på problemer i forbindelse med teorien specielt i henhold til empirisk anvendelse af de makroøkonomiske modeller. De finansielle markeders manglende rolle i de makroøkonomiske modeller vil blandt andet blive diskuteret her. Den litterære baggrund for dette kapitel er hovedsageligt baseret på lærebøgerne *Macroeconomics: Theories and Policies* (2009) af Richard T. Froyen og *Introducing Advanced Macroeconomics* (2010) af Peter Birch Sørensen og Hans Jørgen Whitta-Jacobsen.

Selvom Finanskrisen blev sammenlignet med Den Store Depression, så er ingen kriser ens. Det er derfor nødvendigt først at forstå den aktuelle økonomiske situation i de pågældende lande. I kapitel 3 er der således en kort gennemgang af de økonomiske vilkår og udfordringer i PIIGS-landene og i Europa generelt. Herunder er der en analyse af de finansielle markeders reaktion på denne udvikling.

Når den teoretiske forståelse af økonomien og den nuværende økonomiske udvikling er gennemgået er det muligt at vurdere nogle af de forskellige løsningsforslag foreslået i forbindelse med den europæiske statsgældskrise. De forslag der er fokus på er; ECBs ekspansive pengepolitik, Finanspagten og de nationale spareplaner, ekspansiv finanspolitik og Nyt Euroland. De forskellige løsningsforslag vil først blive gennemgået, hvorefter relevansen af forslagene diskuteres i kapitel 4 med udgangspunkt i den empiriske gennemgang i kapitel 3 og konklusionerne fra den teoretiske diskussion i kapitel 2. Det er blandt andet de finansielle markeders rolle, der ikke er helt uvæsentlig i denne sammenhæng. Derfor vil denne endnu en gang blive diskuteret i slutningen af kapitel 4, inden der til sidst konkluderes på den fremstillede problemformulering.

En alternativ måde at anskue problemstillingen omkring vurdering af løsningsforslagene kunne have været gennem de økonomer, der kan karakterises som realister. Som det også vil blive påpeget senere i projektet, så er økonomien i konstant forandring. Det kan derfor være svært at anvende en bestemt model til at analysere den nuværende økonomiske situation, hvis modellen blev udviklet mens andre økonomiske forhold var gældende. De realistiske økonomer er i stedet tilhængere af modeller udviklet på baggrund af den nuværende økonomiske situation. På den måde bliver modellerne mere detaljerede og præcise, men de kræver en stor arbejdsindsats til udvikling og løbende tilpasning af modellerne. Omvendt kan makroøkonomisk mainstream teori næsten altid anvendes til at give en overordnet vurdering af den økonomiske udvikling. Vurderingen bliver selvfølgelig ikke så præcis ved anvendelse af mainstream teori, men i dette projekt er det vurderet tilstrækkeligt at kunne vurdere de opstillede løsningsforslag ud fra de overordnede tendenser. Projektet er derfor afgrænset til at indeholde mainstream teorierne, mens den realistiske tilgang er fravalgt.

2. Makroøkonomiske kriser og teorien

Inden der senere i dette projekt vil være mere fokus på den europæiske statsgældskrise og analyse af løsningsforslagene forbundet hermed vil det teoretiske grundlag først blive gennemgået. Denne gennemgang vil først præsentere to velkendte makroøkonomiske modeller, IS-LM og AS-AD, der anvendes i de fleste lærebøger. Før den egentlige gennemgang af den makroøkonomiske model er det nødvendigt med en forståelse af, hvad der menes med makroøkonomi og makroøkonomiske kriser.

Økonomi blev i 1920 af den britiske økonom Alfred Marshall defineret som: "*study of mankind in the ordinary business of life; it examines that part of individual and social action which is most closely connected with the attainment and with the use of the material requisites of well-being.*" (Froyen 2009, p.2). Når der snakkes om *makroøkonomi*, et begreb som første gang blev brugt i 1933 af den norske økonom Ragnar Frisch, hentydes der til den akkumulerede effekt af økonomi. Alle elementer i økonomien betragtes således her som en helhed. Når der snakkes om makroøkonomiske kriser, er det dermed økonomien som en helhed, der ikke fungerer. Dette må siges at være tilfældet omkring den europæiske statsgældskrise.

Makroøkonomien er meget afhængig af den (økonomiske) politik, der føres både nationalt, men efterhånden også mere og mere internationalt. Ofte ses det, at politikerne ikke kan blive enige om hvilken politisk kurs der skal vælges. Udover politikernes forskellige ideologier, så bunder disse uenigheder også i politikernes forskellige opfattelser af makroøkonomien. For selvom definitionen af makroøkonomi er nogenlunde ens for alle, så kan opfattelsen af, hvordan økonomien hænger sammen på makroniveau være meget forskellig. En bestemt måde at opfatte den overordnede sammenhæng i økonomien på betegnes som en makroøkonomisk skole. Der er mange forskellige skoler, men igennem de seneste knap 80 år har specielt to forskellige skoler ligget til grund for mainstream i makroøkonomisk teori; keynesiasme og monetarisme. Specielt keynesiasmen, der er udviklet på baggrund af idéerne fra den engelske økonom John Maynard Keynes og hans bog fra 1936 "*The General Theory of Employment, Interest, and Money*", har bidraget med teoretiske modeller, der har været brugt vidt omkring. Beskrivelsen af de makroøkonomiske mainstream teorier vil derfor starte med en introduktion af den keynesianske model om ligevægt på vare- og pengemarkedet, IS-LM modellen, og antagelserne bag.

2.1. Den keynesianske opbygning af IS-LM

Efter merkantilisterne og de klassiske økonomer dominerede den økonomiske tænkning frem til 1930'erne vandt den keynesianske tilgang frem i årene efter Den Store Depression på baggrund af Keynes' bog. Keynes gjorde med det teoretiske grundlag i denne bog op med opfattelsen af, at arbejdsløshed var frivillig – en opfattelse, der ellers havde været gældende i økonomisk teori indtil da. Motivationen for denne nye opfattelse var den massive arbejdsløshed i forbindelse med Den Store Depression.

Markedsøkonomien var tidligere blevet antaget for at være udbudsrevet. Udbuddet ville altså skabe sin egen efterspørgsel. Dette var Keynes dog ikke helt enig i. Han var enig i, at udbud ville skabe efterspørgsel, men han mente ikke det var i en tilstrækkelig mængde til at skabe fuld beskæftigelse i samfundet. I stedet mente Keynes, at økonomien var efterspørgselsrevet og faktorer som forbrug, investering og eksport skulle stimuleres. Dermed gjorde han op med antagelsen om en selvregulerende markedsøkonomi (Adam Smiths "usynlige hånd"). Staten og til dels nationalbanken skulle dermed forsøge at påvirke efterspørgslen gennem aktivistisk økonomisk politik, for på den måde at stimulere den økonomiske vækst i landet.

Keynes inddragede via forventninger usikkerhed i sine modeller, hvilket fik ham til at afvige fra anvendelse af matematiske modeller. I modsætning til nogle andre økonomer anerkendte Keynes nemlig makroøkonomi som en samfundsvidenskab uden præcise svar i stedet for en naturvidenskab, hvor alt gerne skal kunne beregnes præcist. Som han er noteret for at udtale: "*It is better to be roughly right than precisely wrong*" (Kureer 2010). Grundet de mange forskellige faktorer, der kan påvirke makroøkonomien, kan det være meget svært at komme med et nøjagtigt svar på, hvordan den påvirkes af ændringer i de enkelte faktorer. Denne usikkerhed forbundet med makroøkonomiens reaktioner er også en af årsagerne til, at der findes mere end én makroøkonomisk skole. Keynes' tanker er blevet forsimplet til den keynesianske tilgang, der er baseret på ligevægtsmodeller.⁹ Keynesismen var den herskende teoretiske tilgang indenfor makroøkonomien fra slutningen af Anden verdenskrig og frem til 1970'erne. I kølvandet på Finanskrisen har teorien baseret på Keynes' tanker vundet indpas igen, hvilket der vil blive vendt tilbage til i afsnit 4.3. I det efterfølgende vil IS-LM modellen blive gennemgået ud fra Froyens "Macroeconomics: Theories and Policies" (2009).

⁹ Den keynesianske tilgang er faktisk så forsimplet, at Keynes ikke ville have anset sig selv for at være keynesianer den dag i dag.

2.1.1. Ligevægt på varemarkedet

Keynesianerne starter med at tage udgangspunkt i en simpel, lukket økonomi. Der er således ingen handel med udlandet, og der er her kun fokus på det indenlandske vare- og pengemarkedet. Selvom dette ikke er et realistisk billede af den virkelige verden, hvor stort set alle verdens lande er involveret i handel med andre lande, ligesom der er flere markeder at tage hensyn til end de tre medtagede, så er teorien med til at give en forsimplet forståelse af, hvordan økonomien hænger sammen.¹⁰ Modellen har fokus på det helt korte sigt.

Som angivet i forrige afsnit mente Keynes, at det var efterspørgslen i samfundet, der var den afgørende faktor for økonomisk vækst. Her blev aktivistisk økonomisk politik angivet som en måde at stimulere efterspørgslen, hvis denne er utilstrækkelig. Udover økonomisk politik ses det private forbrug og investeringerne i modellen også som værende af betydning for den samlede efterspørgsel (E) i en simpel, lukket økonomi. I modellen ser det således ud:

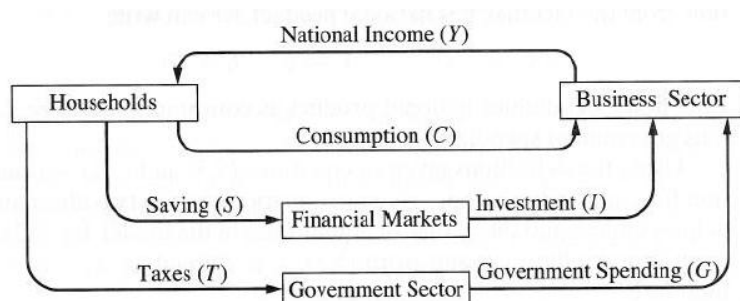
$$(1) \quad Y = E = C + I + G$$

Her er efterspørgslen lig det samlede output (Y), C er det samlede private forbrug, I er lig de samlede private investeringer og G er det samlede offentlige forbrug. Det samlede output er med til at generere indkomst i landet. Den samlede indkomst kan borgerne bruge på forbrug (C), opsparing (S) eller skat (T), som det fremgår af nedenstående:

$$(2) \quad Y = C + S + T$$

For bedre at forstå den makroøkonomiske sammenhæng angivet i denne model kan nedenstående figur fra Froyen (2009) med fordel anvendes:

Figur 2.1 – Cirkulært flow af indkomst og output ved lukket økonomi



Kilde: Froyen (2009), p. 74

¹⁰ Set i relief til den finansielle krise, så er det specielt det finansielle markedes påvirkning, der er manglende her. Læs mere i afsnit 2.4.

Skal der være balance på varemarkedet, kræver det, at der er ligevægt mellem E og den samlede indkomst. Da det private forbrug går direkte fra husholdningerne til virksomhederne kan denne faktor ikke være med til at skabe ubalance mellem den samlede efterspørgsel og indkomst. Det kan desuden antages, at den offentlige sektor tilstræber også at være i ligevægt. Er der også ligevægt her, så vil modellen indikere, at investeringerne skal være lig den private opsparing.

$$(3) S(Y) = I(r, Y)$$

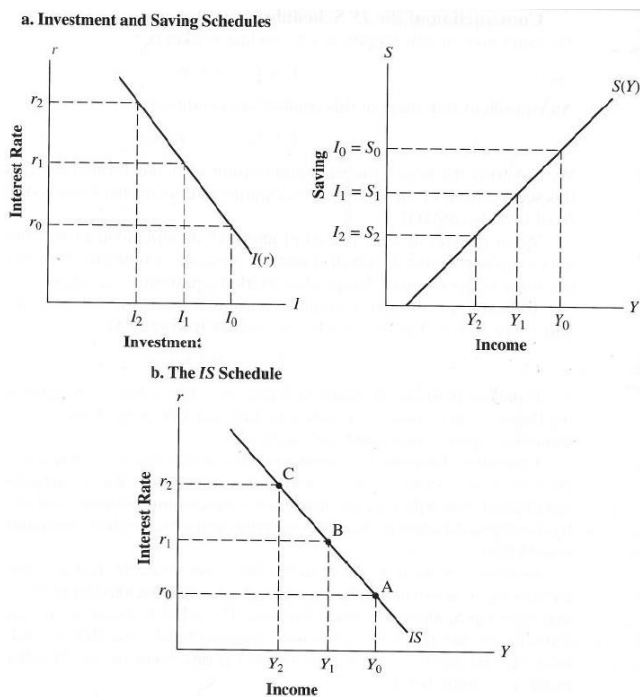
Som det fremgår af (3), så er opsparingen afhængig af indkomstniveauet. Dette skyldes, at opsparingen kan forventes at være den del af den disponible indkomst, der ikke bruges på forbrug. Tendensen til at spare en vis andel af sin disponible indkomst op benævnes opsparingstilbøjeligheden. Det gælder for opsparingen, at der er en positiv sammenhæng med indkomsten; Jo højere indkomsten er desto større bliver opsparingen også.

For investeringerne er det gældende, at de afhænger af renteniveauet og den samlede efterspørgsel, hvilket ses af (3). Det er hovedsageligt renteniveauet, der er afgørende for mængden af investeringer, men også de forventede afkast af investeringsprojekterne har betydning. Hvor stort et afkast virksomhederne kan forvente at få ud af deres investeringer afhænger af forventningerne til den fremtidige vækst i branchen. Ved på denne måde at inddrage forventningerne til fremtiden bringes ustabilitet ind i modellen. Investeringerne er således den mest volatile faktor i modellen, og udsving i de andre faktorer (specielt forbrug) opstår hovedsageligt på baggrund af ændringer i investeringerne. Forsimplet kan forventningerne til fremtiden antages at afhænge af den samlede efterspørgsel, således at en generel stigning i outputtet vil føre til øgede investeringer. Omvendt vil investeringerne falde, hvis renterne stiger. Dette hænger sammen med, at et højere renteniveau vil gøre det dyre for virksomhederne at låne penge, hvis dette er nødvendigt. Har virksomheden i forvejen finansiell kapital til rådighed kræver et højere renteniveau desuden, at det forventede afkast ved en investering er højere end det afkast, der kan forventes ved at placere pengene i et rentebærende finansielt produkt som for eksempel obligationer.

I sidste ende er det således forholdet mellem investeringerne og opsparingen, der er med til at afgøre ligevægten på varemarkedet. Grafisk kan det vises ud fra figur 2.2 på næste side. For et givent renteniveau vil der være et vist antal investeringer. Disse investeringer vil påvirke den samlede efterspørgsel og dermed indkomsten. For at opnå ligevægt i modellen kræver det som nævnt, at investeringerne er lig opsparingen. Ud fra investeringerne for det angivne renteniveau kræver det således en vis indkomst, før opsparingerne kan føre til ligevægt. Dette er angivet i del a i nedenstående

figur 2.2, hvor renteniveau r_0 medfører investerings- og opsparingsniveau I_0 og S_0 , der opnås ved indkomstniveau Y_0 . I del b sammenkobles de forskellige kombinationer af rente- og indkomstniveauer, der kan skabe ligevægt på varemarkedet, til en ret linje; IS-kurven.¹¹ På varemarkedet vil et højt renteniveau således føre til et lavt indkomstniveau, mens et lavt renteniveau vil føre til et højt indkomstniveau.

Figur 2.2 – Konstruktion af IS-kurven



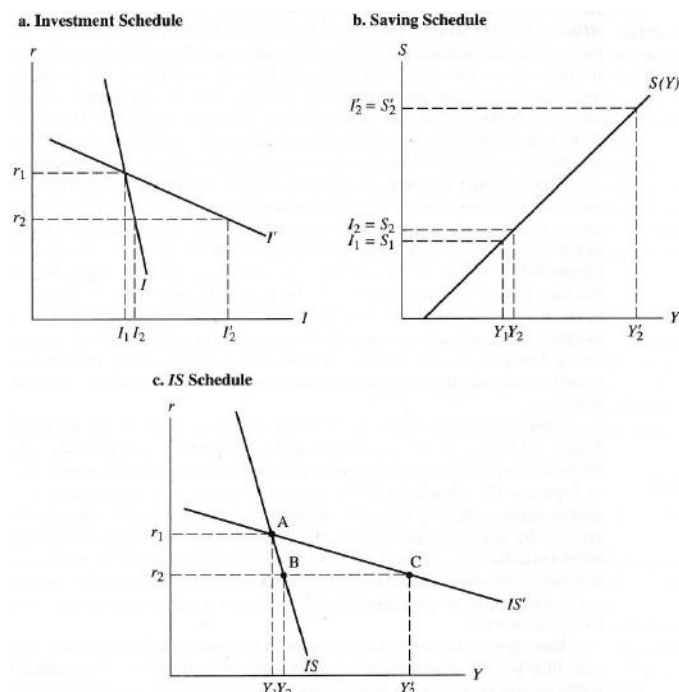
Kilde: Froyen (2009), p. 120

Hældningen på IS-kurven afhænger af investeringernes rentefølsomhed. Som det ses af figur 2.3 på næste side, så har det stor betydning for det samlede økonomiske output om mængden af investeringer påvirkes meget eller lidt af en ændring i renteniveauet. Hvis antallet af investeringer kun ændres minimalt ved en ændring i renteniveauet, så er rentefølsomheden lille. Der skal således et stort fald i renteniveauet til før det vil få synlig positiv indflydelse på det samlede efterspørgselsniveau. Hældningen på IS-kurven vil i det tilfælde være forholdsvis stejl, hvilket svarer til kurven IS i del c i figur 2.3. Er rentefølsomheden omvendt stor vil det blot kræve en lille ændring i renteniveauet, før det kan ses på investeringsniveauet og det samlede output. I dette tilfælde vil hældningen på IS-kurven være mere flad, hvilket er symboliseret ved kurven IS' i del c i figur 2.3. Netop hvilket ni-

¹¹ Navnet kommer fra de engelske benævnelser for investeringer og opsparing; Investment og Savings.

veau investeringernes rentefølsomhed er på er genstand for stor diskussion mellem keynesianerne og monetaristerne, hvilket der vil blive vendt tilbage til i afsnit 2.3.

Figur 2.3 – Betydning af investeringernes rentefølsomhed



Kilde: Froyen (2009), p. 121

2.1.2. Ligevægt på pengemarkedet

Den ovenstående ligevægt på varemarkedet skal ses i sammenhæng med pengemarkedet. På pengemarkedet skal der findes en ligevægt mellem pengeudbuddet (M^s), som også benævnes som pengemængden, og pengeefterspørgslen (M^d).

Pengeefterspørgslen i et land afhænger af agenternes tilbøjelighed til at holde penge.¹² Den formue der ikke holdes i penge kan investeres i for eksempel obligationer. Dette vil give rentebetalinger, hvis størrelse afhænger af det gældende renteniveau. Et højere renteniveau vil således tilskynde agenterne til at investere mere i stedet for at holde penge. Omvendt vil en stigning i indkomsten føre til øget forbrug, hvilket vil øge efterspørgslen efter penge. Samlet set kan den samlede pengeefterspørgsel ses som:

$$(4) \quad M^d = L(Y, r)$$

¹² Penge ses her som kontanter eller korte indlån i pengeinstitutter (hvilket i den finansielle verden betegnes som M1).

Der kan argumenteres for, at pengeudbuddet kan ses som fast i denne sammenhæng, hvilket vil si-ge, at pengemængden er uafhængig af renteniveauet. Udtrykket for det samlede pengeudbud kan således opgøres som:

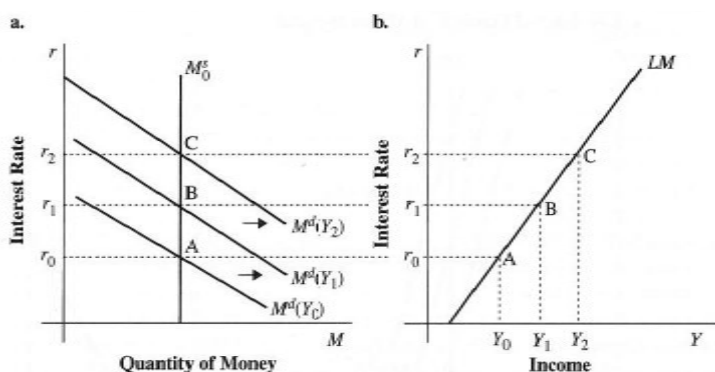
$$(5) \quad M^s = M_0^s$$

For at finde ligevægten på pengemarkedet skal de to udtryk for pengeudbud og pengeefterspørgsel sættes over for hinanden. På denne måde ses det ud fra (6), at LM-kurven¹³ blot er afhængig af indkomst- og renteniveauet:

$$(6) \quad M = L(Y, r)$$

I nedenstående figur 2.4 ses det, hvordan LM-kurven udledes grafisk. Det ses, at et højere indkomstniveau vil føre til en større pengeefterspørgsel og deraf et højere renteniveau, når pengeudbuddet holdes konstant. Dette forklarer, hvorfor LM-kurven er opadgående.

Figur 2.4 – Konstruktion af LM-kurven



Kilde: Froyen (2009), p. 111

Hældningen på LM-kurven afhænger både af pengeefterspørgslens følsomhed overfor renteniveauet og af pengeefterspørgslens følsomhed overfor indkomstniveauet. Rentefølsomheden er med til at afgøre hældningen på M^d -kurven for pengeefterspørgslen. Bliver pengeefterspørgslen påvirket markant ved en lille ændring i renteniveauet så er rentefølsomheden stor og M^d -kurven vil være forholdsvis flad. Skal der derimod en større renteændring til før pengeefterspørgslen bliver påvirket vil der være tale om en lille rentefølsomhed og M^d -kurven vil være mere stejl. Antages indkomstfølsomheden i første omgang at være normal vil en stor rentefølsomhed føre til en flad LM-kurve, mens en lille rentefølsomhed vil føre til en stejl LM-kurve. Indkomstfølsomheden påvirker, hvor

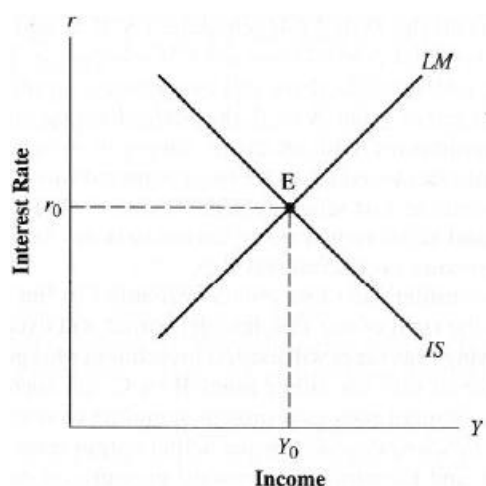
¹³ LM kommer fra den engelske betegnelse for pengeefterspørgsel (Liquidity preference) og betegnelsen for penge (Money).

meget M^d -kurven forskydes ved en ændring i den samlede indkomst. Ved en lille indkomstfølsomhed vil pengeefterspørgslen ikke blive påvirket meget ved en ændring i indkomstniveauet. Renteniveauet vil således heller ikke blive påvirket meget, hvilket vil generere en mere flad LM-kurve. Er indkomstfølsomheden større vil pengeefterspørgslen blive påvirket selv ved små ændringer i indkomstniveauet. Renterne vil dermed også ændre sig meget i dette tilfælde og en stejlere LM-kurve vil være at forvente. Det er som regel pengeefterspørgslens følsomhed over for Renteniveauet, der er mest fokus på i de teoretiske diskussioner. Pengeefterspørgslens indkomstfølsomhed vil derfor være antaget at være normal og konstant i resten af dette projekt.

2.1.3. Sammensætning af IS-LM

Sammenholdes ligevægtsmodellen for varemarkedet (IS) med den tilsvarende for pengemarkedet (LM) er det muligt at finde en samlet ligevægt for økonomien på helt korte sigt. Som det blev udledt tidligere er forholdet mellem rente- og indkomstniveauet negativt på varemarkedet, mens det er positivt på pengemarkedet. Det er således muligt at finde et teoretisk ligevægtspunkt for økonomien, der hvor de to kurver skærer hinanden. Dette fremgår af figur 2.5 nedenfor.

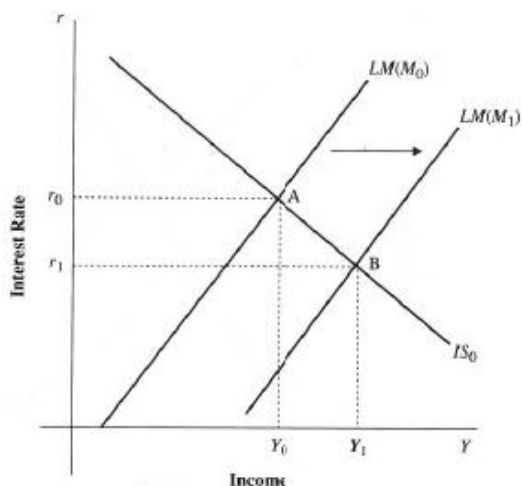
Figur 2.5 – IS-LM modellen



Kilde: Froyen (2009), p. 129

Som det blevet præsenteret, kan økonomisk politik påvirke den økonomiske udvikling i et land. Dette kan enten gøres gennem pengepolitik eller finanspolitik. Ved ekspansiv pengepolitik kan pengemængden for eksempel øges ($M_1 > M_0$), hvilket i henhold til figur 2.4 vil give et lavere renteniveau. Dette fremgår af figur 2.6, hvor det også ses, at det lavere renteniveau vil generere et større output i økonomien, hvis ligevægten på varemarkedet antages uændret.

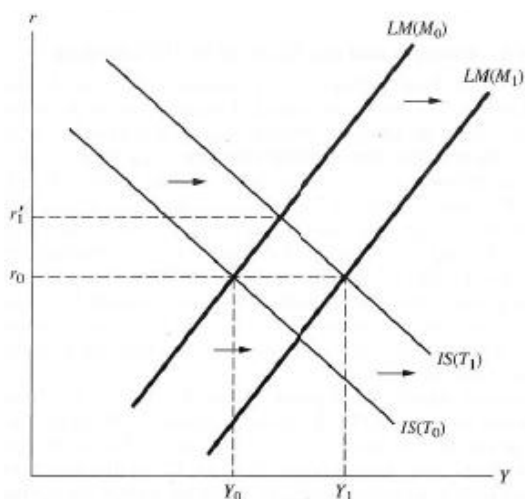
Figur 2.6 – Øget pengemængde i IS-LM



Kilde: Froyen (2009), p. 137

Blandt andet i henhold til udlandet (som vil blive inddraget i afsnit 2.2) kan et lavere indenlandsk renteniveau være kritisk. Pengepolitikken kan derfor kombineres med en ekspansiv finanspolitik, hvor de offentlige udgifter øges eller skatterne sænkes. Det sidste er tilfældet i figur 2.7, hvor $T_1 < T_0$. Det ses, at en kombination af de to politikker giver et uændret renteniveau, men at outputtet bliver påvirket yderligere i positiv retning i forhold til, hvis kun et af de politiske tiltag blev gennemført.

Figur 2.7 – Kombination af penge- og finanspolitik i IS-LM



Kilde: Froyen (2009), p. 143

Ud fra ovenstående burde de europæiske regeringsledere igangsætte en kombination af ekspansiv penge- og finanspolitik, hvilket ville give en økonomisk opblomstring i landene. Som det blev antydnet i slutningen af afsnit 2.1.1 er der dog stor uenighed om hældningen på IS-kurven blandt de teoretiske skoler. Dette gør sig også gældende for LM-kurven, hvilket har indflydelse på effekten

ved økonomisk politik. I nedenstående tabel 2.1 ses, hvor effektiv henholdsvis penge- og finanspolitik er afhængig af hældningen på IS- og LM-kurven.

Tabel 2.1 – Effektivitet af økonomisk politik ved forskellige hældninger på IS-LM

Hældning	Pengepolitik		Finanspolitik	
	IS	LM	IS	LM
<i>Stejl</i>	Ineffektiv	Meget effektiv	Meget effektiv	Ineffektiv
<i>Normal</i>	Effektiv	Effektiv	Effektiv	Effektiv
<i>Flad</i>	Meget effektiv	Ineffektiv	Ineffektiv	Meget effektiv

Kilde: Inspiration fra Froyen (2009), p. 143+153, designet af forfatter

I henhold til anvendelse af pengepolitiske tiltag, så vil disse være mest effektive, hvis LM-kurven er stejl og IS-kurven er flad. Som det blev nævnt tidligere, opnås disse hældninger ved rentefølsomheden er lille for pengeefterspørgslen, mens den skal være stor for investeringerne. Det omvendte gør sig gældende, hvis det finanspolitiske tiltag skal være meget effektivt. Her skal rentefølsomheden være stor for pengeefterspørgslen og lille for investeringerne, hvilket vil give en flad LM-kurve og en stejl IS-kurve. Hvor IS-LM kurverne i virkeligheden er beliggende i forhold til ovenstående tabel er baggrund for den teoretiske diskussion mellem keynesianere og monetarister, som der vil blive vendt tilbage til i afsnit 2.3.

2.2. AS-AD ud fra avanceret makroøkonomisk teori

Den hidtidige gennemgang af økonomien har været baseret på en simpel teoretisk gennemgang af vare- og pengemarkedet i en lukket økonomi for at få en overordnet forståelse af de økonomiske sammenhænge i et land. Ligevægten på vare- og pengemarkedet (IS-LM modellen) danner grundlag for den aggregerede efterspørgsel (AD), der sammen med det aggregerede udbud (AS) vil blive gennemgået i det efterfølgende for en åben økonomi.¹⁴ Udgangspunktet vil her være Sørensen & Whitta-Jacobsens ”Introducing Advanced Macroeconomics” (2010).

2.2.1. Aggregeret efterspørgsel (AD)

I den lidt mere avancerede tilgang til makroøkonomien, der antages i Sørensen & Whitta-Jacobsen (2010) afhænger privatforbruget og de private investeringer i en lukket økonomi af:

¹⁴ Benævnelsen AD kommer fra **A**ggregate **D**emand, der er den engelske betegnelse for aggregeret efterspørgsel, mens AS kommer fra **A**ggregate **S**upply, der betyder aggregeret udbud.

$$(7) \quad C = C(\tau, r, \varepsilon_C)$$

$$(8) \quad I = I(Y, r, \varepsilon_I)$$

Det private forbrug afhænger af skatteraten (τ), der påvirker den disponible indkomst, realrenten (r)¹⁵ og forventningerne til den fremtidige økonomiske tilstands påvirkning af indkomsten (ε_C). Privatforbruget afhænger desuden af de private agents formue. Størrelsen på formuen afhænger af det reale renteniveau, der allerede er en del af udtrykket for det private forbrug. Derfor er formuen ikke medtaget som en selvstændig variabel i (7). Niveaue for de private investeringer afhænger af det samlede output (Y), realrenten og forventningerne til den fremtidige økonomiske tilstands påvirkning af efterspørgsel (ε_I). Det antages, at forventningerne til den fremtidige økonomiske tilstand er ens både med hensyn til privatforbruget og de private investeringer ($\varepsilon_C = \varepsilon_I$). Efterfølgende vil de derfor blive betragtet samlet set som ε . Investeringsniveauet er desuden også afhængigt af størrelsen af kapitalapparatet, men da dette ses som værende konstant på kort sigt, så vil det ikke have indflydelse på analysen her. Privatforbruget og de private investeringer kan samlet ses som den samlede private efterspørgsel ($D \equiv C + I$). Den offentlige efterspørgsel efter goder og services er eksogent givet, og den angiver sammen med den private efterspørgsel det samlede output i en lukket økonomi:

$$(9) \quad Y = D(Y, \tau, r, \varepsilon) + G$$

En stigning i den samlede private efterspørgsel eller i det offentlige forbrug vil føre til øget output. Af nedenstående fremgår det, i hvilken retning den samlede private efterspørgsel vil blive påvirket af ændringer i de forskellige variable:

$$(10) \quad 0 < D_Y \equiv \frac{\partial D}{\partial Y} < 1$$

$$(11) \quad 0 > D_\tau \equiv \frac{\partial D}{\partial \tau}$$

$$(12) \quad 0 > D_r \equiv \frac{\partial D}{\partial r}$$

$$(13) \quad 0 < D_\varepsilon \equiv \frac{\partial D}{\partial \varepsilon}$$

¹⁵ Realrenten i en lukket økonomi er angivet som den nominelle rente fratrasket inflationsraten ($r = i - \pi$).

Den samlede private efterspørgsel vil således stige, hvis der er en stigning i den samlede indkomst¹⁶ eller i forventningerne til den fremtidige økonomiske tilstand. Omvendt vil en stigning i skatteraten eller realrenten føre til et fald i den samlede private efterspørgsel.

Udtrykket i (9) på forrige side dækker kun over den samlede private efterspørgsel fra indlandet. Når der er tale om en åben økonomi vil landet også være påvirket af efterspørgsel fra udlandet (eksport), ligesom en del af det private forbrug vil blive brugt på importerede varer.¹⁷ Forskellen mellem eksporten (X) og importen (M) udgør nettoeksporten (NX), hvilket fremgår af nedenstående (14). Størrelsen af importen afhænger af den reale valutakurs (E^r), der tager højde for forskellen på prisniveauet mellem de to handlende lande samt den anvendte valutakurs.

$$(14) \quad NX \equiv X - E^r M$$

Den reale valutakurs kan defineres som den nominelle valutakurs (E) ganget med det relative forhold mellem det udenlandske (P^f) og det indenlandske prisniveau (P):

$$(15) \quad E^r \equiv \frac{EP^f}{P}$$

Tages den naturlige logaritme af ovenstående, hvorefter der fokuseres på ændringen i den reale valutakurs fra en periode til en anden fås nedenstående:

$$(16) \quad e^r - e_{-1}^r = \Delta e + \pi^f - \pi$$

Her er π^f og π henholdsvis den udenlandske og den indenlandske inflationsrate, mens Δe er ændringen i den nominelle valutakurs. Den reale valutakurs vil ændre sig, hvis inflationsniveauet i de to lande ikke er det samme og forskellen mellem de to inflationsniveauer er forskellig fra ændring i den nominelle valutakurs. Da PIIGS-landene via eurosamarbejdet har fastkurspolitik vil der ikke være nogen ændring i den nominelle valutakurs ($\Delta e = 0$). Som det fremgår af (17) vil den reale valutakurs være lig den reale valutakurs i forrige periode medmindre der er inflationsforskelle mellem landene:

$$(17) \quad e^r = e_{-1}^r + \pi^f - \pi$$

¹⁶ $D_Y < 1$ da kun en del af den ekstra indkomst vil gå til forbrug, mens resten går til skattebetalinger og opsparing.

¹⁷ Teorien bag denne model kræver, at størrelsen på landets økonomi er af en størrelse, hvor den ikke kan påvirke de globale økonomiske priser. Selvom Italien i henhold til tabel 1.1 udgør en vis andel af Eurozonen, så antages det, at ændringer på det italienske marked ikke vil påvirke de overordnede økonomiske tendenser. Da Italien er det største af PIIGS-landene må det antages, at modellen også kan anvendes for de fire andre lande.

De faktorer, der påvirker eksportens størrelse er den reale valutakurs og indkomstniveauet i udlandet (Y^f). Da importen indgår som en del af privatforbruget påvirkes den udover den reale valutakurs af de samme faktorer som privatforbruget. Udtrykket for henholdsvis eksporten (18) og importen (19) kan herefter skrives som:

$$(18) \quad X = X(E^r, Y^f)$$

$$(19) \quad M = M(E^r, Y, \tau, r, \varepsilon)$$

Eksporten vil stige, hvis indkomstniveauet i udlandet stiger. Ligeledes vil eksporten forøges, hvis den reale valutakurs stiger. Omvendt har den reale valutakurs en negativ effekt på importen, der vil falde ved en stigning i den reale valutakurs. De fire øvrige faktorer for importen har samme påvirkning som de havde på den samlede private efterspørgsel.

Den reale valutakurs har altså modsatrettet betydning for eksporten og importen. For at fastlægge, om nettoeksporten er positivt eller negativt påvirket af udviklingen i den reale valutakurs tages den partielle afledte af ligning (14), hvorved følgende opnås:

$$(20) \quad \frac{\partial NX}{\partial E^r} = \frac{\partial X}{\partial E^r} - E^r \cdot \frac{\partial M}{\partial E^r} - M$$

Hvis de umiddelbare størrelser for eksport, import og den reale valutakurs benævnes som henholdsvis X_0 , M_0 og E_0^r og det samtidig antages, at handelsbalancen er i ligevægt ($X_0 = E_0^r M_0$) så kan ovenstående (20) omskrives til:

$$(21) \quad \frac{\partial NX}{\partial E^r} = M_0 \left(\frac{\partial X}{\partial E^r} \frac{E_0^r}{X} - \frac{\partial M}{\partial E^r} \frac{E_0^r}{M_0} - 1 \right)$$

Benævnes eksportens elasticitet i henhold til den reale valutakurs med η_x og den tilsvarende værdi for importen med η_m , så kan den samlede elasticitet for nettoeksporten i henhold til den reale valutakurs opgøres som:

$$(22) \quad \frac{\partial NX}{\partial E^r} = M_0 (\eta_x + \eta_m - 1), \eta_x \equiv \frac{\partial X}{\partial E^r} \frac{E^r}{X} \text{ og } \eta_m \equiv -\frac{\partial M}{\partial E^r} \frac{E^r}{M}$$

Ud fra ovenstående ses det, at nettoeksporten påvirkes positivt af den reale valutakurs, hvis summen af elasticiteten for eksporten og den negative elasticitet for importen er over værdien 1. Dette antages generelt at være tilfældet.¹⁸

Den totale efterspørgsel efter indenlandske varer både fra ind- og udland ($\tilde{D}$) afhænger af den samlede private efterspørgsel samt nettoeksporten ($\tilde{D} = D + NX$). Ud fra dette kan det samlede output i en åben økonomi nu defineres som værende påvirket af:

$$(23) \quad Y = \tilde{D}(Y, \tau, r, \varepsilon, E^r, Y^f) + G$$

Påvirkningen fra de første fire faktorer, der har effekt på den totale efterspørgsel efter indenlandske varer, er der allerede redegjort for i (10)-(13). Effekten af en indkomststigning i udlandet er positiv, ligesom det blev konkluderet efter (22), at en stigning i den reale valutakurs også kan antages at have positiv effekt på den totale efterspørgsel. Dette fremgår også af nedenstående:

$$(24) \quad 0 < \tilde{D}_{Y^f} \equiv \frac{\partial \tilde{D}}{\partial Y^f}$$

$$(25) \quad 0 < \tilde{D}_{E^r} \equiv \frac{\partial \tilde{D}}{\partial E^r}$$

Når det er fastlagt, hvordan det samlede output er påvirket af de forskellige faktorer, kan totaldifferentiellen til de langsigtede værdier opskrives som nedenstående (26). De langsigtede værdier er angivet med en bar over (for eksempel $\bar{Y}$). Skatteraten ses her som værende konstant ($\tau = \bar{\tau}$) og er derfor ikke medtaget.

$$(26) \quad Y - \bar{Y} = \tilde{D}_Y(Y - \bar{Y}) + \tilde{D}_r(r - \bar{r}) + \tilde{D}_{E^r}(E^r - \bar{E}^r) + \tilde{D}_\varepsilon(\varepsilon - \bar{\varepsilon}) + \tilde{D}_{Y^f}(Y^f - \bar{Y}^f) + (G - \bar{G})$$

Hvis $Y - \bar{Y}$, der svarer til outputtets afvigelse fra det langsigtede (potentielle) niveau for output, skal isoleres på venstre siden kræver det, at der divideres igennem med $(1 - \tilde{D}_Y)$, hvilket giver:

¹⁸ Denne konklusion benævnes Marshall-Lerner betingelsen og ifølge Sørensen & Whitta-Jacobsen (2010, p. 702) er den for det meste opfyldt empirisk.

$$(27) \quad Y - \bar{Y} = \left(\frac{\tilde{D}_{E^r}}{1 - \tilde{D}_Y} \right) (E^r - \bar{E}^r) + \left(\frac{\tilde{D}_r}{1 - \tilde{D}_Y} \right) (r - \bar{r}) + \left(\frac{\tilde{D}_\varepsilon}{1 - \tilde{D}_Y} \right) (\varepsilon - \bar{\varepsilon}) \\ + \left(\frac{\tilde{D}_{Y^f}}{1 - \tilde{D}_Y} \right) (Y^f - \bar{Y}^f) + \left(\frac{1}{1 - \tilde{D}_Y} \right) (G - \bar{G})$$

Hvis et lands andel af den globale handel antages at være konstant, så vil den udenlandske indkomsts indflydelse på den totale efterspørgsel efter indenlandske varer kunne skrives som:

$$(28) \quad \tilde{D}_{Y^f} \equiv \frac{\partial NX}{\partial Y^f} = \frac{\bar{Y}}{\bar{Y}^f}$$

Fokuseres der herefter på den relative ændring for hver variabel (udtrykket for realrenten er allerede angivet som den procentuelle ændring) samtidig med, at ovenstående udtryk (28) bruges, så fås:

$$(29) \quad \frac{Y - \bar{Y}}{\bar{Y}} = \left(\frac{\bar{E}^r \tilde{D}_{E^r}}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)} \right) \left(\frac{E^r - \bar{E}^r}{\bar{E}^r} \right) + \left(\frac{\tilde{D}_r}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)} \right) (r - \bar{r}) + \left(\frac{\bar{\varepsilon} \tilde{D}_\varepsilon}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)} \right) \left(\frac{\varepsilon - \bar{\varepsilon}}{\bar{\varepsilon}} \right) \\ + \left(\frac{1}{1 - \tilde{D}_Y} \right) \left(\frac{Y^f - \bar{Y}^f}{\bar{Y}^f} \right) + \left(\frac{\bar{G}}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)} \right) \left(\frac{G - \bar{G}}{\bar{G}} \right)$$

Når den relative ændring i en variabel approksimativt kan ses som ændringen i den naturlige logaritme til variabelen kan ovenstående (29) omskrives til:

$$(30) \quad y - \bar{y} = \beta_1 (e^r - \bar{e}^r) - \beta_2 (r - \bar{r}) + \beta_3 (g - \bar{g}) + \beta_4 (y^f - \bar{y}^f) + \beta_5 (\ln \varepsilon - \ln \bar{\varepsilon})$$

$$\beta_1 \equiv \frac{\bar{E}^r \tilde{D}_{E^r}}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)}, \beta_2 \equiv \frac{-\tilde{D}_r}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)}, \beta_3 \equiv \frac{\bar{G}}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)}, \beta_4 \equiv \frac{1}{1 - \tilde{D}_Y} \text{ og } \beta_5 \equiv \frac{\bar{\varepsilon} \tilde{D}_\varepsilon}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)}$$

Afvielser fra det potentielle output kan således skyldes afvielser i forhold til det langsigtede niveau for enten den reale valutakurs, realrenten, det offentlige forbrug, udlandets indkomstniveau eller forventningerne til fremtiden. Hvor meget en afvigelse i de underliggende faktorer vil påvirke afvigelsen fra det potentielle niveau afhænger af de pågældende β -værdier. Er realrenten højere end det langsigtede niveau vil det føre til, at det aktuelle output er lavere end det potentielle output. Er realrenten lavere vil det føre til et højere output end det potentielle. Der er således en negativ sammenhæng mellem afvielser for realrenten og det samlede output. For de fire øvrige faktorer er der en positiv sammenhæng med outputtet. En positiv afvigelse fra det langsigtede niveau vil såle-

des generere et output, der er højere end det potentielle. Det modsatte gør sig selvfølgelig gældende ved en negativ afvigelse fra de langsigtede niveauer.

Det offentlige forbrug, den udenlandske indkomst og forventningerne til den fremtidige økonomiske tilstand er alle eksogent givet og afvigelser i disse faktorer vil fremover blive betragtet som efterspørgselschok (z).

Det vides fra (17), at $e^r = e_{-1}^r + \pi^f - \pi$, mens at den indenlandske realrente på baggrund af den udækkede renteparitet¹⁹ kan angives som nedenstående (31) for en åben økonomi med fastkurspolitik:

$$(31) \quad r = i - \pi_{+1}^e = i^f - \pi^f = r^f$$

Hvis agenterne i økonomien har en anelse rationelle forventninger, så forventes det, at den indenlandske inflation vil blive lig den udenlandske ($\pi^e = \pi^f$).²⁰ På den måde vil konkurrenceevnen i landet ikke blive påvirket af inflationsniveauet. Selvfølgelig kan der være afvigelser i den indenlandske og udenlandske realrente på helt kort sigt, men på længere sigt må de ud fra ovenstående forventes at være ens ($\bar{r} = \bar{r}^f$). Økonomien kan således siges at være afhængig af den udenlandske realrente frem for den indenlandske. Da den udenlandske realrente også er eksogent givet vil ændringer i den også blive betragtet som et efterspørgselschok fremover. Hvis den langsigtede reale valutakurs for nemheds skyld antages at være 1 ($\bar{E}^r = 1$, så $\bar{e}^r = 0$), så kan (30) skrives som:

$$(32) \quad y - \bar{y} = \beta_1(e_{-1}^r + \pi^f - \pi) + z$$

$$z \equiv -\beta_2(r^f - \bar{r}^f) + \beta_3(g - \bar{g}) + \beta_4(y^f - \bar{y}^f) + \beta_5(\ln \varepsilon - \ln \bar{\varepsilon})$$

Afvigelser fra det potentielle output kan således begrundes med ændringer i sidste periodes reale valutakurs, afvigelser fra den udenlandske inflationsniveau eller eksogene chok. Isoleres den inden-

¹⁹ Den udækkede renteparitet er angivet som $i = i^f + e_{+1}^e - e$, men da der under fastkurspolitik ikke vil være nogen ændringer i den nominelle valutakurs vil den indenlandske nominelle rente være lig den udenlandske nominelle rente ($i = i^f$).

²⁰ Har alle agenter ikke rationelle forventninger vil den forventede inflationsrate være anderledes. Agenter uden rationelle forventninger formodes at have statiske forventninger, og vil således forvente, at inflationen bliver den samme som forrige periode. Forventningerne til inflationen kan så opstilles således $\pi^e = \sigma \pi^f + (1 - \sigma) \pi_{-1}$, hvor σ er lig andelen af agenter med rationelle forventninger. Jo større andelen af agenter med statiske forventninger er, desto længere vil tilpasningsperioden mod langsigtet ligevægt være. Se nærmere om dette i afsnit 2.2.3.

landske inflationsrate på venstre, hvilket kræver, at der divideres igennem med β_1 så fås modellen for den kortsigtede aggregerede efterspørgsel (AD):

$$(33) \quad \pi = e_{-1}^r + \pi^f - \left(\frac{1}{\beta_1} \right) (y - \bar{y} - z)$$

Det indenlandske inflationsniveau bliver påvirket positivt af stigninger i sidste periodes reale valutakurs, det udenlandske inflationsniveau eller eksogene chok. Omvendt vil sammenhængen mellem inflation og afvigelser i outputtet her være negativ, da en stigning i inflationsniveauet ud fra (17) vil påvirke den reale valutakurs og deraf nettoeksporten i negativ retning. I et (y, π) vindue vil AD-kurven derfor have en negativ hældning, da den samlede efterspørgsel vil være faldende ved en højere inflation, hvilket også fremgår senere i projektet af figur 2.8. Hældningen på AD-kurven er afhængig af størrelsen på β_1 . β_1 er allerede defineret i (30), men vil blive yderligere udledt i afsnit 2.2.3.

2.2.2. Aggregeret udbud (AS)

Modellen for den aggregerede udbudskurve kommer fra teorien om Phillips-kurven, hvor der ses på sammenhængen mellem inflation og arbejdsløshed. Den oprindelige antagelse er, at en afvigelse fra den naturlige arbejdsløshed vil føre til inflation eller deflation. Den simple Phillips-kurve kan opstilles på følgende måde:

$$(34) \quad \pi = \varphi (\bar{u} - u)$$

Ligesom tidligere angiver π inflationen, mens u angiver arbejdsløsheden, $\bar{u}$ angiver den naturlige arbejdsløshed og φ angiver hvor meget inflationen påvirkes af afvigelser fra den naturlige arbejdsløshed. I den oprindelige model er det antaget, at der ikke forventes nogen inflation ($\pi^e = 0$). Efterfølgende empiriske studier af udviklingen for inflationen har dog vist, at inflation er forventeligt ($\pi^e \neq 0$), selvom der ikke er afvigelser fra den naturlige arbejdsløshed. Dette har ført til den forventningsprægede Phillips-kurve:

$$(35) \quad \pi = \pi^e + \varphi (\bar{u} - u)$$

Inflationsraten afhænger således af den forventede inflation samt afvigelser fra den naturlige arbejdsløshed.²¹

Inflationsraten kan også blive påvirket af andre faktorer, de såkaldte udbudschok. Det kan være ændringer i prisernes markup (m^p), lønningernes markup (m^w) eller det generelle produktivitsniveau (B). Udvides den forventningsprægede Phillipskurve til at tage højde for disse udbudschok bliver ligningen således:

$$(36) \quad \pi = \pi^e + \varphi(\bar{u} - u) + \tilde{s}, \quad \tilde{s} \equiv \ln\left(\frac{m^p}{\bar{m}^p}\right) + \ln\left(\frac{m^w}{\bar{m}^w}\right) - \ln\left(\frac{B}{\bar{B}}\right)$$

Denne sammenhæng kan bruges til at vise et systematisk link mellem inflation og output afvigelser ligesom det var tilfældet for den aggregerede efterspørgsel. Dette kan gøres ved, at den samlede produktion ses som en kombination af bidrag fra industrierne (n) og arbejdsstyrken (L). α angiver industriernes (kapitalens) bidrag til det samlede output.

$$(37) \quad Y = n^\alpha B L^{1-\alpha}$$

Anvendes definitionen $L \equiv (1-u)N$, hvor N er den totale arbejdsstyrke, kan (37) omskrives til nedenstående (38) ved at tage den naturlige logaritme. Det er desuden antaget at $\ln(1-u) \approx -u$.

$$(38) \quad y \approx \ln n^\alpha + \ln B + (1-\alpha) \ln N - (1-\alpha)u$$

Isoleres u på venstre side, hvilket kræver, at der divideres igennem med $(1-\alpha)$, så fås:

$$(39) \quad u = \ln N + \frac{\ln n^\alpha + \ln B - y}{1-\alpha}$$

På samme måde kan den naturlige arbejdsløshed ($\bar{u}$) defineres ud fra det naturlige output ($\bar{Y}$) og trendværdien for produktivitsniveauet ($\bar{B}$). Indsættes udtrykket for arbejdsløsheden (39) og den naturlige arbejdsløshed i den forventningsprægede Phillips-kurve med udbudschok (36), så fås:

$$(40) \quad \pi = \pi^e + \varphi \left[\left(\ln N + \frac{\ln n^\alpha + \ln \bar{B} - \bar{y}}{1-\alpha} \right) - \left(\ln N + \frac{\ln n^\alpha + \ln B - y}{1-\alpha} \right) \right] + \tilde{s}$$

²¹ Er der prisstivheder i økonomien vil det mindske den påvirkning, som afvigelser i arbejdsløsheden har på inflationen via $\pi = \pi^e + \varphi(1-\omega)(\bar{u} - u)$, hvor ω er andelen af firmaer, der kan siges at have prisstivheder. I dette projekt vil der være mere fokus på de udbudschok, der kan påvirke økonomien end selve prisstivheden.

Reduceres dette fås:

$$(41) \quad \pi = \pi^e + \frac{\varphi}{1-\alpha}(-\bar{y}) + \frac{\varphi}{1-\alpha}(y) + \frac{\varphi}{1-\alpha}(\bar{B}) + \frac{\varphi}{1-\alpha}(-B) + \tilde{s}$$

Inflationsraten afhænger nu udover den forventede inflation af afvigelsen fra det potentielle output. Fra Phillips-kurven med udbudschok (36) vides det desuden, at B antages som et udbudschok, så modellen for den kortsigtede aggregerede udbudskurve (SRAS)²² kan opstilles således:

$$(42) \quad \pi = \pi^e + \gamma(y - \bar{y}) + s, \quad \gamma \equiv \frac{\varphi}{1-\alpha} \quad \text{og} \quad s \equiv \ln\left(\frac{m^p}{\bar{m}^p}\right) + \ln\left(\frac{m^w}{\bar{m}^w}\right) - \frac{\ln(B/\bar{B})}{1-\alpha}$$

I ovenstående (42) er der ikke taget højde for udlandets påvirkning af det aggregerede udbud og modellen er således kun gældende for en lille lukket økonomi. Fokuseres der i stedet på et land med en åben økonomi er det hovedsageligt lønfastsættelsen som kan blive påvirket. Fastsættelse af lønniveauet kan enten gøres ud fra den relative løn i forhold til det generelle lønniveau i økonomien eller ud fra reallønnen, hvor prisniveauet på indenlandske og importerede forbrugsvarer tages i betragtning. Da løndannelsen kan antages at være påvirket af den økonomiske kompensation i forbindelse med arbejdsløshed vil metoden for fastsættelse af denne kompensation have indflydelse på valget mellem relativ og real løn. Størrelsen på arbejdsløshedsunderstøttelsen kan ligesom lønfastsættelsen enten fastsættes ud fra niveauet på forbrugerpriserne (realløn) eller lønniveauet (relativ løn). I Sørensen og Whitta-Jacobsen (2010, p. 705) nævnes lønniveauet som værende det afgørende for understøttelsesordningerne i de fleste lande, hvilket her også antages at være gældende for PI-IGS-landene. Når lønniveauet fastsættes ud fra det relative lønniveau vil den reale valutakurs ikke have direkte indflydelse på løndannelsen, og den samlede udbudskurve (AS) vil således ikke være påvirket af om økonomien er lukket eller åben.

Som nævnt tidligere vil rationelle agenter forvente, at den indenlandske inflationsrate i en åben økonomi vil blive lig den udenlandske. Ud fra dette fås modellen for den kortsigtede aggregerede udbudskurve (SRAS) gældende for en åben økonomi:

$$(43) \quad \pi = \pi^f + \gamma(y - \bar{y}) + s$$

Det indenlandske inflationsniveau vil ligesom ved AD-kurven også her blive påvirket positivt af en stigning i det udenlandske inflationsniveau eller de eksogene chok. Modsat AD-kurven vil sam-

²² Benævnelsen SRAS kommer fra den engelske betegnelse **Short Run Aggregate Supply**, der dækker over kortsigtet aggregeret udbud.

menhængen med afvigelser fra det potentielle output også være positiv her. Det skyldes, at en stigning i output vil føre til øget beskæftigelse og deraf øget inflation. I et (y, π) vindue vil SRAS-kurven derfor være opadgående, hvilket ses af figur 2.8 på næste side. Hældningen på SRAS-kurven er afhængig af γ , der ud fra (42) afgøres af kapitalens andel af den samlede produktion og inflationens elasticitet i forhold til arbejdsløsheden.

På lang sigt må det forventes, at inflationsraten vil blive som forventet, hvorved $\pi = \pi^f$. Da der på lang sigt heller ikke forventes indflydelse fra udbudschok ($s = 0$) kan den langsigtede aggregerede udbudskurve (LRAS)²³ for en åben økonomi opstilles som:

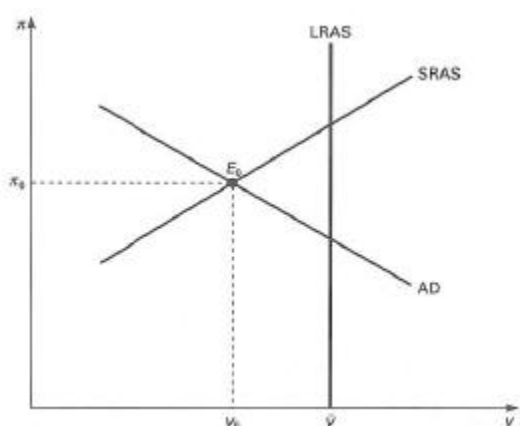
$$(44) \quad y = \bar{y}$$

På lang sigt vil outputtet altså være lig det potentielle output. Det er altså udbuddet, der ifølge teorien bestemmer outputtet på lang sigt, mens efterspørgslen bestemmer inflationsraten. På kortere sigt er det hovedsageligt påvirkninger af den aggregerede efterspørgsel, der er med til at bestemme det samlede output.

2.2.3. Ligevægt i AS-AD modellen

Ud fra AS-AD-modellerne kan en økonomi ikke altid være i langsigtet ligevægt, og der vil således være afvigelser i nogle perioder. Dette er for eksempel tilfældet under den nuværende statsgældskrise i Europa. Ud fra figur 2.8 ses det, at den nedadgående AD-kurve og den opadgående SRAS-kurve skærer hinanden i et punkt, der ikke ligger på LRAS.

Figur 2.8 – Makroøkonomisk krise skitseret i AS-AD modellen



Kilde: Sørensen & Whitta-Jacobsen (2010), p. 521

²³ Udtrykket LRAS kommer fra Long Run Aggregate Supply, der er den engelske betegnelse for langsigtet aggregeret udbud.

Via en tilpasningsperiode vil økonomien søge mod det langsigtede ligevægtspunkt. Hvis det skal være muligt at beregne den forventede varighed af tilpasningsperioden skal ligevægten findes. Det gøres ved at stille ligningen for de to modeller op mod hinanden. Hvis afvigelserne i output og inflationsrate defineres som henholdsvis $\hat{y}_t \equiv y_t - \bar{y}$ og $\hat{\pi}_t \equiv \pi_t - \pi^f$, så kan henholdsvis AD (45) og SRAS (46) omskrives til:

$$(45) \quad \hat{\pi}_t = e_{t-1}^r - \left(\frac{1}{\beta_1} \right) (\hat{y}_t - z_t)$$

$$(46) \quad \hat{\pi}_t = \gamma \hat{y}_t + s_t$$

Desuden kan den reale valutakurs opskrives som:

$$(47) \quad e_t^r = e_{t-1}^r - \hat{\pi}_t$$

Substitueres udtrykket for AS (46) ind i AD (45), hvorefter e_{t-1}^r isoleres, fås:

$$(48) \quad e_{t-1}^r = \left(\frac{1+\gamma\beta_1}{\beta_1} \right) \hat{y}_t + s_t - \left(\frac{1}{\beta_1} \right) z_t$$

Det er ud fra denne ligning muligt at udlede e_t^r , der afhænger af $\hat{y}_{t+1}$, s_{t+1} og z_{t+1} . Indsættes disse to udtryk for den reale valutakurs sammen med udtrykket for AS (46) i ligningen for den reale valutakurs (47) fås:

$$(49) \quad \left(\frac{1+\gamma\beta_1}{\beta_1} \right) \hat{y}_{t+1} + s_{t+1} - \left(\frac{1}{\beta_1} \right) z_{t+1} = \left(\frac{1+\gamma\beta_1}{\beta_1} \right) \hat{y}_t + s_t - \left(\frac{1}{\beta_1} \right) z_t - (\gamma \hat{y}_t + s_t)$$

Isoleres leddet med $\hat{y}_{t+1}$ på venstre siden, hvorefter der ganges igennem med β_1 , fås:

$$(50) \quad (1+\gamma\beta_1) \hat{y}_{t+1} = \hat{y}_t + (z_{t+1} - z_t) - s_{t+1}$$

Efterfølgende isoleres $\hat{y}_{t+1}$ helt og følgende betegnelse $\beta \equiv \frac{1}{1+\gamma\beta_1}$ benyttes. Det giver:

$$(51) \quad \hat{y}_{t+1} = \beta \hat{y}_t + \beta (z_{t+1} - z_t) - \beta_1 \beta s_{t+1}$$

Afvigelser fra det potentielle output i den kommende periode kan således ses som påvirket af afvigelser for output i den nuværende periode samt ændringer i de eksogene variable. Det er værd at

bemærke, at positive ændringer i efterspørgselschokkene vil have en positiv effekt på outputtet, mens en positiv ændring i udbudschokkene vil føre til negativ effekt.

Som det ses af (51) er β_1 den afgørende parameter for, hvor stor indflydelse ændringer i efterspørgsels- eller udbudschok vil få på det samlede output. Da β_1 som nævnt også har betydning for hældningen på AD-kurven vil faktoren i det følgende blive udledt. Som det fremgik af (30), så er β_1 defineret som:

$$(52) \quad \beta_1 \equiv \frac{\bar{E}^r \tilde{D}_E}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)}$$

Her er det værd at huske, at den partielle afledte for den totale efterspørgsel efter indenlandske varer med hensyn til den reale valutakurs er summen af de partielle afledte for henholdsvis den samlede private efterspørgsel og nettoeksporten:

$$(53) \quad \tilde{D}_E \equiv \frac{\partial D}{\partial E^r} + \frac{\partial NX}{\partial E^r}$$

Udtrykket med hensyn til nettoeksporten kendes fra (22) som:

$$(54) \quad \frac{\partial NX}{\partial E^r} = M_0(\eta_X + \eta_M - 1)$$

Substitueres ovenstående (53) og (54) ind i udtrykket for β_1 (52) fås:

$$(55) \quad \beta_1 = \frac{\bar{E}^r \left(\frac{\partial D}{\partial E^r} + M_0(\eta_X + \eta_M - 1) \right)}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)}$$

Udtrykket for den private efterspørgsels elasticitet i forhold til den reale valutakurs kan defineres som:

$$(56) \quad \eta_D \equiv - \frac{\partial D}{\partial E^r} \frac{\bar{E}^r}{\bar{D}}$$

Omskrives dette, så $-\bar{D}$ flyttes over på venstre side af lighedstegnet fås:

$$(57) \quad -\bar{D}\eta_D = \frac{\partial D}{\partial E^r} \bar{E}^r$$

Højre side af lighedstegnet i (57) er lig første led i tælleren i (55), så sidstnævnte kan reduceres til:

$$(58) \quad \beta_1 = \frac{-\bar{D}\eta_D + M_0(\eta_X + \eta_M - 1)}{\bar{Y}(1 - \tilde{D}_Y)}$$

Hvis de to led i tælleren byttes rundt og $\bar{Y}$ flyttes op i tælleren fås:

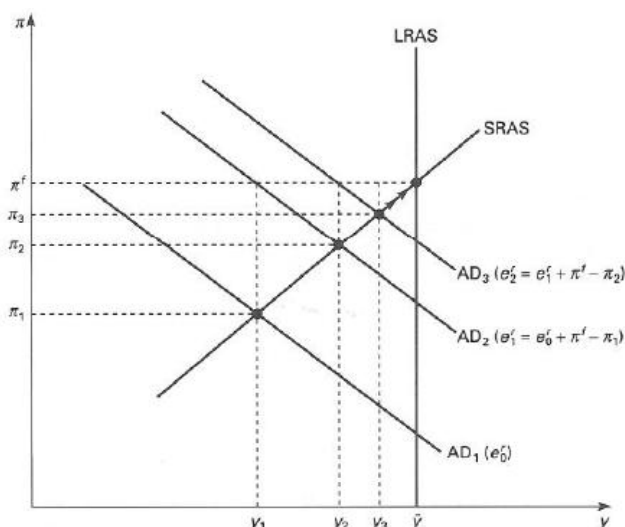
$$(59) \quad \beta_1 = \frac{(M_0 / \bar{Y})(\eta_X + \eta_M - 1) - (\bar{D} / \bar{Y})\eta_D}{1 - \tilde{D}_Y}$$

β_1 bestemmes altså i sidste ende af den samlede private efterspørgsels og importens andel af det samlede output, elasticiteten i henhold til den reale valutakurs for henholdsvis den samlede private efterspørgsel, eksporten og importen og endelig ændring i den totale efterspørgsel efter indenlandske varer som følge af ændringer i outputtet.

Fra (33) ses det, at en stigning i β_1 vil føre til en mere flad AD-kurve. Øges importens andel af outputtet, bliver eksporten og importens elasticitet i henhold til den reale valutakurs større eller bliver ændringerne i den totale efterspørgsel mere markant ved en ændring i outputtet vil AD-kurven således blive mere flad. Omvendt vil en stigning i den private efterspørgsels elasticitet overfor den reale valutakurs eller en forøgelse af den private efterspørgsels andel af det samlede output føre til en mere stejl AD-kurve.

I henhold til tilpasningen mod den langsigtede ligevægt er det nu muligt at lave en beregning på, hvor lang tid denne tilpasningsperiode vil vare. Som det ses af nedenstående figur 2.9, så sker denne tilpasningsproces gennem en løbende justering af det indenlandske inflationsniveau mod det forventede niveau, der er lig det udenlandske.

Figur 2.9 – Justering mod langsigtet ligevægt med faste valutakurser



Kilde: Sørensen & Whitta-Jacobsen (2010), p. 731

Nedenstående ligning (60) for tilpasningshastigheden kan give et estimat af den tid det tager for økonomien at nå halvvejs mod den langsigtede ligevægt efter en makroøkonomisk krise (Sørensen & Whitta-Jacobsen 2010, p.733):

$$(60) \quad t^h = \frac{\ln 2}{\ln \beta} = -\frac{0,693}{\ln \beta}$$

Modellen er betinget af, at der ikke må komme yderligere chok i økonomien i mellemtiden. I Sørensen og Whitta-Jacobsen (2010, p. 734) beregnes halvdelen af tilpasningsprocessen at være overstået efter cirka 3½ år ud fra parametre, der ifølge forfatterne til bogen ikke er usandsynlige for en åben økonomi.

Denne tilpasningsperiode kan muligvis forkortes ved anvendelse af økonomisk politik. Som det blev konkluderet ud fra figur 2.7, så vil en kombination af finans- og pengepolitik kunne give en større efterspørgsel. Hvor stor effekten af sådanne økonomisk politiske tiltag vil være er usikkert ligesom tiltagene kan være med til at forværre uligevægten (underskuddet) på de underliggende balancer. I afsnit 2.4 vil problemstillinger i forbindelse med empirisk anvendelse af IS-LM og AS-AD modellerne blive diskuteret. Inden det vil de forskellige makroøkonomiske mainstream teorisers tilgang til modellerne og makroøkonomiske kriser først blive gennemgået.

2.3. De teoretiske skolers tilgang til makroøkonomiske kriser

Den ovenstående gennemgang af IS-LM og AS-AD modellerne er de mest anvendte i makroøkonomiske lærebøger, og de er som nævnt lavet på baggrund af Keynes' idéer om økonomien. De teoretiske skoler bruger forskellige antagelser i deres gennemgang af makroøkonomien og ingen af dem er helt enige om opbygningen af de teoretiske modeller. For eksempel er der stor uenighed om, hvordan makroøkonomiske kriser som den europæiske statsgældskrise skal løses. Denne uenighed er i dette afsnit grundlag for en diskussion af de teoretiske skolers tilgang til makroøkonomiske kriser.

2.3.1. Keynesianerne

Den først makroøkonomiske skole, der vil blive gennemgået er den keynesianske. Som det allerede er angivet i indledningen til afsnit 2.1, så er keynesianernes hovedfokus på at skabe øget efterspørgsel. Den efterspørgsel der bliver skabt ud fra påvirkning af udbuddet er i deres øjne ikke tilstrække-

lig til at skabe fuld beskæftigelse i landet. Da arbejdsløshed har store omkostninger både for den enkelte men også for samfundet, er det ønskværdigt at bekæmpe denne arbejdsløshed. En af årsagerne til, at der opstår arbejdsløshed er ifølge keynesianerne blandt andet, at der ikke er perfekt lønfleksibilitet (Kureer 2010). De gamle klassikere antog, at arbejdsmarkedet kunne karakteriseres som værende auktionslignende, hvor alle kunne få et job, hvis blot de var villige til at gå nok ned i løn. Der blev således antaget perfekt lønfleksibilitet. Med fagforeningerne og overenskomsternes indflydelse på arbejdsmarkedet er lønfleksibiliteten på arbejdsmarkedet blevet reduceret. Kontrakten mellem arbejdsgiver og -tager underskrives nu med længere varighed og medarbejderne er mere beskyttet mod fyring. Desuden er medarbejderne beskyttet mod et fald i den nominelle løn, da det vil påvirke den relative løn. I stedet sker løntilpasninger nedad gennem fald i reallønnen. Ligeledes kan det give virksomhederne et negativt omdømme på længere sigt, hvis den nominelle løn pludselig sænkes eller der fyres fra tid til anden.

Lønfleksibiliteten har indflydelse på hældningen på SRAS-kurven. Er der perfekt lønfleksibilitet som det blev antaget af de klassiske økonomer, så vil SRAS-kurven være vertikal. Er der omvendt total prisstivhed vil SRAS-kurven være horisontal ud for det gældende inflationsniveau. Det gælder altså for SRAS-kurven, at jo mere lønfleksibilitet der er i samfundet, des stejlere er kurven. Keynesianernes tilgang til lønfleksibiliteten er en mellemting mellem de to ydregående tilgange, og SRAS-kurven er derfor opadgående i deres øjne (Froyen 2009).

Hældningen på SRAS-kurven har sammen med hældningen på AD-kurven indflydelse på, hvor stor effekt finanspolitiske tiltag vil have. Et ekspansivt finanspolitisk tiltag vil for eksempel hovedsageligt påvirke AD som et efterspørgselschok, hvorved AD-kurven vil flytte sig opad. Er SRAS-kurven meget stejl vil denne ændring af AD-kurven ikke have den store effekt på det samlede output, men blot føre til en øget inflationsrate. Med keynesianernes antagelse om hældningen på SRAS-kurven så vil en stigning i den samlede efterspørgsel give en effekt både på det samlede output og inflationsraten.

Med hensyn til, hvor meget AD-kurven vil flytte sig opad, så er de antagede hældninger for IS og LM-kurven af stor betydning. Her er det som nævnt investeringernes og pengeefterspørgslens rentefølsomhed, der er afgørende. Keynesianerne mener investeringerne har en lille rentefølsomhed, mens rentefølsomheden for pengeefterspørgslen er mere normal (Froyen 2009). I henhold til tabel 2.1 så betyder det, at finanspolitikken ses som meget effektiv, mens pengepolitikken ses som effektiv, men i en mindre udstrækning end finanspolitikken. Keynesianerne foreslår derfor, at der skal

føres ekspansiv finanspolitik ved makroøkonomiske kriser, hvilket ifølge dem vil føre til et øget output. Desuden må dette finanspolitiske tiltag gerne efterfølges af et pengepolitisk tiltag, der kan være med til at holde renten stabil. Det er således vækstsskabende politik, der skal være vejen ud af den statsgældskrise for de europæiske politikere. Som nævnt er den keynesianske tilgang blevet mere populær igen efter Finanskrisen, og muligheden for vækstsskabende politik vil blive diskuteret nærmere i afsnit 4.3.

2.3.2. Monetaristerne

Den makroøkonomiske skole, der afløste den keynesianske tilgang i 1970'erne som værende den mest dominerende, var den monetaristiske. Den amerikanske økonom Milton Friedman var hovedmanden bag denne tilgang, der gør op med idéen om, at regulerende indblanding fra staten er til fordel for den økonomiske vækst på længere sigt. I stedet mener monetaristerne, at den aktivistiske økonomiske politik blot er med til at skabe uhensigtsmæssige ændringer i pengemængden (inflationstigninger/deflation). Dette skyldes blandt andet antagelsen om forbrugernes rationelle forventninger²⁴. Det er derfor nødvendigt at vende tilbage til den liberalistiske tankegang, der også kendetegnede de klassiske økonomer før Keynes.

Mens keynesianerne mener, at makroøkonomiske kriser opstår fordi markedet ikke er selvregulerende, så mener monetaristerne, at disse kriser opstår fordi der bliver ført en fejlagtig økonomisk politik. Der er en forsinkelse fra et økonomisk problem bliver observeret til et diskretionært økonomisk politisk tiltag (specielt finanspolitiske tiltag) bliver implementeret og begynder at påvirke makroøkonomien. Som Friedman er citeret for: *"We simply do not know enough to be able to recognize minor disturbances when they occur or to be able to predict either what their effects will be with any precision or what [...] policy is required to offset their effects."* (Froyen 2009, p. 205). Da den økonomiske situation i mellemtiden kan nå at ændre sig, mener monetaristerne derfor, at diskretionær økonomisk politik forværrer frem for at stabilisere de økonomiske udsving. Ifølge monetaristerne er det derfor mere fordelagtigt at føre pengepolitik ud fra fastsatte regler, mens finanspolitiske tiltag slet ikke er aktuelle i deres øjne. Årsagen til at droppe den diskretionære tilgang til den økonomiske politik er desuden, at monetaristerne mener, at produktionen på lang sigt er styret af faktorer som teknologisk udvikling, arbejdsmarkedets struktur og lignende – og ikke af penge-

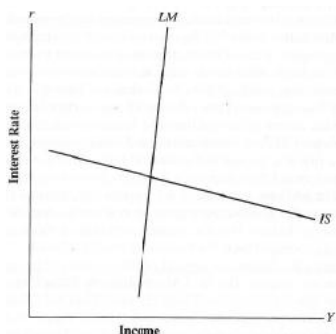
²⁴ Rationelle forventninger ses som: *"Expectations [...] formed on the basis of all available relevant information concerning the variable being predicted"* (Froyen 2009, p.229)

mængden eller efterspørgslen. Hvis blot de offentlige instanser sørger for en stabil pengeforsyning, så skal markedet nok sørge for en stabil økonomisk udvikling (Kureer 2010).

Monetaristerne accepterer Keynes' kritik af de klassiske økonomers antagelse om fuld beskæftigelse. Den manglende fleksibilitet på arbejdsmarkedet forhindrer fuld udnyttelse af arbejdsstyrken. I stedet for arbejder monetaristerne med begrebet om naturlig arbejdsløshed. Jo mere fraværende fleksibiliteten er på arbejdsmarkedet des højere er den naturlige arbejdsløshedsrate. Er der flere arbejdsløse end den anslåede naturlige andel vil disse blive betragtet som frivillige arbejdsløse (Kureer 2010).

I henhold til IS-LM modellen så ser monetaristerne investeringerne som meget rentefølsomme, mens pengeefterspørgslen er mindre følsom over for ændringer i renteniveauet. Den monetaristiske tilgang til IS-LM modellen er skitseret i nedenstående figur 2.10. I henhold til tabel 2.1 så er disse antagelser om kurvernes hældning medvirkende til, at monetaristerne ser pengepolitikken som meget effektiv, mens finanspolitikken ses som ineffektiv. Ifølge monetaristerne vil ekspansiv finanspolitik blot føre til øget inflation og underskud på statsbudgetterne. Da balance på statsbudgetterne er en af målsætningerne for monetaristerne er dette ikke ønskværdigt.

Figur 2.10 – IS-LM modellen ved monetaristisk tilgang



Kilde: Froyen (2009), p. 201

Som det er blevet nævnt anser monetaristerne diskretionær økonomisk politik som forstyrrende for den økonomiske udvikling. I stedet skal en stabil pengetilførsel være medvirkende til at skabe en stabil vækst i økonomien. Dette kan gøres ved enten at have en regel om en fast årlig vækstrate for pengemængden eller ved at have et bestemt inflationsmål, der forsøges efterlevet. I sidstnævnte tilfælde vil pengemængden så blive tilpasset, så inflationsmålet kan opnås. Herefter vil den fri konkurrence og prisdannelse samt markedskræfterne føre til ligevægt i økonomien igen. Monetaristerne accepterer som sagt en vis manglende fleksibilitet på arbejdsmarkedet, hvilket gør at SRAS-kurven ikke er helt vertikal i deres øjne. SRAS-kurven anses dog stadig for at være mere stejl end keyne-

sianerne, hvilket yderligere begrænser den vækstskeabende effekt ved en forøgelse af den samlede efterspørgsel. Monetaristerne mener, at økonomisk politik normalt ikke bør anvendes, da afvigelser fra den langsigtede ligevægt ses som begrænsede og midlertidige. Ved markante afvigelser fra det langsigtede ligevægtspunkt som for eksempel den europæiske statsgældskrise kan politiske tiltag dog blive nødvendige. I dette tilfælde vil det udelukkende være pengepolitiske tiltag, der kan tages i brug i henhold til hældningerne på IS-LM kurverne. Eksempler på ekspansive pengepolitiske tiltag vil blive diskuteret mere i afsnit 4.1.

2.3.3. Forskellen mellem keynesianerne og monetaristerne

Som nævnt i de to foregående afsnit er de to makroøkonomiske mainstream skoler baseret på forskellige antagelser. I tabel 2.2 er de mest grundlæggende antagelser listet op. I Froyen (2009) nævnes det, at de fleste lærebøger antager den monetaristiske tilgang for at være gældende på lang sigt, mens den keynesianske eventuelt kan bruges på kort sigt til at forklare afvigelser. Den monetaristiske tilgang var som nævnt dominerende fra 1970'erne og frem, hvor der ikke har været de store afvigelser fra det langsigtede ligevægtspunkt. I kølvandet på Finanskrisen har afvigelserne været så markante, at den keynesianske tilgang kan være blevet aktuel igen.

Tabel 2.2 – Forskellen mellem keynesianere og monetarister

<i>Keynesianere</i>	<i>Monetarister</i>
• Samfundsøkonomien <i>ikke</i> selvregulerende • Fuld beskæftigelse kan ikke forventes, selv om økonomien er stabil • Bekæmpe arbejdsløshed • Usikkerhed og manglende viden om fremtid • Længere perioder med arbejdsløshed muligt • Offentlig sektor en central faktor • anbefale finanspolitik til efterspørgsel • Ikke bruge matematiske ligninger	• Samfundsøkonomien <i>er</i> selvregulerende • Markedsøkonomi giver fuld beskæftigelse • Bekæmpe inflation • Rationelle forventninger og perfekt information • Fri konkurrence, prisdannelse og markeds kræfter løser problemer • Offentlig sektor så lille som mulig • Økonomisk politik frarådes, hvis nødvendigt anvendes pengepolitik • Statsbudget skal balancere • Pengemængde øges i takt med økonomisk aktivitet • Tilhænger af privatisering og brugerbetaling

Kilde: Inspiration fra Kureer (2010), designet af forfatter

2.3.4. Nyklassikerne

I de foregående afsnit er den keynesianske og den monetaristiske tilgang blevet gennemgået. Fælles for disse to teoretiske skoler er, at de antager et meget makroøkonomisk synspunkt uden særlig meget hensyntagen til de mikroøkonomiske forhold. Som et svar på den manglende fokus på mikroøkonomiens betydning udviklede den nyklassiske tilgang sig. Som det er angivet i Froyen (2009, p. 227): “[S]tabilization of real variables, such as output and employment, cannot be achieved by aggregate demand management.” Nyklassikerne mener, at de tidligere makroøkonomiske mainstream teorier ser bort fra det individuelle optimeringsprincip som for eksempel forbrugs- og pengeefterspørgselsfunktionen. Det er ikke sikkert, at det der er optimalt for samfundet er det optimale for de enkelte individer. I stedet fokuserer nyklassikerne på nytteoptimering på mikroniveau, hvorefter konklusionerne herfra generaliseres til makroøkonomisk niveau ud fra antagelsen om alt andet lige. Det gælder blandt andet for virksomhederne, der vil producere den mængde varer af varer som optimerer profitten.

Den nyklassiske tilgang er en viderebygning på den monetaristiske tilgang. Den kritiske tilgang til økonomisk politik er herskende og faktisk antages nyklassikerne for at være endnu mere skeptiske end monetaristerne. Af denne teoretiske skoles navn fremgår det, at den lægger sig op af de gamle klassiske økonomers antagelser. Dette ses blandt andet ved, at ufrivillig arbejdsløshed ikke er eksisterende under den nyklassiske tilgang.

Ligesom monetaristerne antager nyklassikerne, at agenterne i økonomien har rationelle forventninger, ligesom det forventes, at aktørerne ved hvordan den tilgængelige information skal behandles. I modsætning til monetaristerne antager nyklassikerne ikke, at agenterne har adgang til alle mulige data og derfor hersker der ikke perfekt information (Sørensen & Whitta-Jacobsen 2010).

Agenternes rationelle forventninger har indflydelse på mulighederne for at føre aktivistisk økonomisk politik. Hvis der forventes et økonomisk politisk tiltag vil de rationelle agenter tilpasse sig den nye politik allerede, inden den er indført. Dette sker, fordi agenterne kan tilpasse sig til de økonomiske forhold hurtigere end politikerne, der skal igennem en længere policyproces før et politisk tiltag kan implementeres. Økonomisk politiske tiltag vil således kun have en effekt, hvis de ikke er forventet af de rationelle agenter. Muligheden for at et politisk tiltag kan overraske agenterne i samfundet er et bevis på, at der ikke eksisterer perfekt information i den nyklassiske tilgang (Sørensen & Whitta-Jacobsen 2010).

Nyklassikerne anser også pengepolitiske regler som den mest fordelagtige form for økonomisk politik. Her er det hovedsageligt et fast inflationsmål, der bruges som regel. Et krav for at gennemføre en troværdig non-inflationær pengepolitik er, at der er kontrol over statsbudgetterne. Dette fremgår også af det følgende citat fra den amerikanske økonom Thomas J. Sargent: *"Credible noninflationary monetary policy cannot coexist with a fiscal policy that generates large deficits."* (Froyen 2009, p.325). I henhold til den eksisterende europæiske statsgældskrise anbefaler nyklassikerne derfor, at der skal styr på de nationale statsbudgetter, hvorefter de pengepolitiske regler vil være med til at sikre vækst i økonomierne. Dette forslag vil der blive vendt tilbage til i afsnit 4.2.

2.3.5. Nykeynesianerne

Ligesom nyklassikerne så mener nykeynesianerne også, at de gamle makroøkonomiske mainstream teorier har for lidt fokus på det mikroøkonomiske fundament. Nykeynesianernes tilgang er ligesom navnet antyder mere foreneligt med den keynesianske tilgang. Her er der fokus på, at det er efterspørgslen, der er det vigtigste for det endelige output. Dette fremgår blandt andet af deres antagelse om virksomhedernes forventede produktion. Ifølge nykeynesianerne producerer virksomhederne ikke ud fra den profitmaksimerende mængde, da de ikke kan være sikre på at få afsat alle deres produkter. I stedet har virksomhederne fokus på den forventede afsætning. Når denne mængde er bestemt tager virksomhederne efterfølgende stilling til, om det er rentabelt at producere varen (Froyen 2009).

En af de faktorer som ifølge nykeynesianerne har betydning for den forventede afsætning er den førte økonomiske politik. Nykeynesianerne ser nemlig den private sektor som ustabil og chokskabende, hvilket står i kontrast til monetaristernes antagelse af den private sektor. Derfor skal økonomien stabiliseres, hvilket kan ske både ved finans- og pengepolitiske tiltag. Modsat nyklassikerne mener nykeynesianerne, at pengepolitikken ikke skal bruges som en fast regel, men mere som en stabilisator mod chok. Den europæiske statsgældskrise kan med sikkerhed karakteriseres som et chok til den økonomiske situation, så i tråd med de "gamle" keynesianere foreslår nykeynesianerne, at efterspørgslen styrkes gennem ekspansiv økonomisk politik.

2.3.6. Real Business Cycles (RBC)

Den sidste af de moderne makroøkonomiske mainstream teorier som vil blive fremhævet her er teorien om Real Business Cycles (RBC). Denne teori har fokus på, at udsving i økonomien hovedsageligt skyldes eksogene chok i de reale størrelser frem for de nominelle størrelser. De økonomi-

ske udsving karakteriseret ved lav- og højkonjunkturer er ifølge RBC økonomiens eget svar på en tilpasning til de realøkonomiske chok.

Teorien bag RBC forklarer således ikke makroøkonomiske afvigelser ud fra, at forskellige markeder ikke er i ligevægt. Derfor er stabiliserende økonomisk politik også overflødig, da økonomien allerede har tilpasset sig, inden de forskellige politiske tiltag får indflydelse på økonomien. Disse kan ende med at blive nye chok, som økonomien skal tilpasse sig til. Selv pengepolitiske regler er ikke nødvendige ifølge RBC, da de alligevel antages ikke at have nogen realøkonomisk effekt. Politikerne skal derfor lade stå til og i stedet fokusere på, hvordan den langsigtede økonomiske vækst kan optimeres gennem øget produktivitet eller lignende (Sørensen & Whitta-Jacobsen 2010).

Ifølge RBC vil de automatiske dynamikker i økonomien således sørge for, at de europæiske økonomier vil tilpasse sig de nye forhold forbundet med den europæiske statsgældskrise. Den nuværende økonomiske krise kan derfor karakteriseres som økonomiens bedste svar på de forandringer, der er opstået i samfundet. Det er derfor overflødigt for de europæiske politikere at stabilisere den nuværende økonomiske situation og i stedet for skal de fokusere på, at sikre den langsigtede økonomiske vækst i landene.

2.4. Problemer ved anvendelse af makroøkonomisk mainstream teori

De forskellige makroøkonomiske mainstream teorier, der blev gennemgået i de forrige afsnit, har givet forskellige bud på, hvordan makroøkonomiske kriser kan løses. Teorierne, som disse forslag bygger på, indeholder forskellige antagelser om og simplificeringer af den virkelige verden. Derfor kan løsningsforslagene ikke bare følges ukritisk, hvilket også fremgår af følgende citat fra den amerikanske økonom Bennett T. McCallum: *"All theories or models are 'unrealistic' in the sense of being extremely simplified descriptions of reality... So the true issue is: off all the simple exceptional assumptions conceivable, which one should be embodied in a macroeconomic model to be used for stabilization analysis"* (Froyen 2009, p. 242). I dette afsnit vil relevansen af empirisk anvendelse af teorierne sammen med nogle af de anvendte antagelser derfor blive diskuteret.

Først og fremmest kan det diskuteres, om ligevægtsmodeller som IS-LM og AS-AD overhovedet kan bruges i forhold til den virkelige verden. Som Keynes i hans bog fra 1936 gav udtryk for, så er ligevægtsmodeller ikke forenelige med virkeligheden. Dette er også en af årsagerne til, at Keynes den dag i dag ikke ville karakterisere sig selv som keynesianer. Det er ikke så ligetil som det frem-

går af de fremstillede modeller at redegøre for ligevægt på de forskellige markeder. Dermed ikke sagt, at der ikke kan opstå ligevægt på et marked. Det er dog utopi at tro på, at der kan være ligevægt på alle markeder på en gang. Lange perioder med underskud på statsbudgetterne og handelsbalancen i PIIGS-landene er blot nogle af eksemplerne på dette (IMF 2012).

De forskellige markeder påvirker hinanden på kryds og på tværs, hvilket er med til at skabe dynamik i økonomien. Udsagnet om alt andet lige er altså ikke gældende i virkeligheden. I de anvendte modeller er markederne for varer, penge og arbejdskraft blandt andet inddraget, men også andre som det finansielle marked og boligmarkedet har indflydelse på den økonomiske udvikling. Ubalance på et af markederne kan hurtigt sprede sig til de andre. I henhold til den nuværende makroøkonomiske krise i Europa har specielt situationen på de finansielle markeder haft stor betydning, hvilket er opsigtsvækkende med tanke på, at de finansielle markeder ikke spiller nogen rolle i de makroøkonomiske mainstream teorier. Dette vil der blive vendt mere tilbage til i afsnit 4.5., når de finansielle markeders rolle i forbindelse med Statsgældskrisen er blevet gennemgået nærmere.

Ovenstående er altså en generel kritik af synspunktet om ligevægt på markederne, men også bestemte antagelser i teorierne kan diskuteres. For eksempel antages det i (31), at agenterne har rationelle forventninger til inflationen, hvilket betyder, at de vil forvente den indenlandske rente til at blive lig den udenlandske. Men spørgsmålet er om agenterne har disse rationelle forventninger eller om forventninger mere er statiske, således at inflationen i næste periode forventes at blive lig den nuværende inflation. Selvfølgelig vil en del af agenterne bygge deres forventninger ud fra de økonomiske forhold i og omkring landet, men den almene forbruger vil næppe bruge tiden på dette og i stedet blot antage, at inflationen forbliver som i sidste periode.

Dette er også med til at stille spørgsmålstegn ved informationsniveauet i økonomien. Blandt de makroøkonomiske skoler er der uenighed om, hvorvidt der er perfekt eller ufuldkommen information blandt agenterne. Via Internettets udbredelse er adgangen til information blevet nemmere, hvilket taler for et højt informationsniveau blandt de økonomiske agenter. Det er dog ikke alle former for information, der er tilgængelig på Internettet, og da mængden af data også er steget betragteligt gennem de seneste år, er det umuligt for den enkelte agent at holde styr på samtlige informationer. Antagelsen om perfekt information kan dermed afvises. Det er derfor op til den enkelte agent at afgøre, hvor mange omkostninger vedkommende er villig til at ofre for at opnå relevante data. Den store datamængde kan også virke forvirrende på de økonomiske agenter, hvis de ikke ved, hvordan

informationerne skal tolkes. For nogle agenter kan bestemte data virke nytteløse eller endda føre til fejlfortolkninger, hvilket kan give et noget andet økonomisk resultat end forventet.

Netop de økonomiske resultater (data) er endnu en faktor, der er med til at påvirke informationsniveauet. Specielt for de makroøkonomiske data som for eksempel BNP-tal er der en vis forsinkelse, der medfører, at økonomerne og politikerne kun kan analysere på episoder, der allerede er sket for et stykke tid siden. Dette kan føre til fejlvurderinger, hvis de økonomiske tendenser i mellemtiden har ændret sig. Desuden dækker makroøkonomiske data over store mængder underliggende data, hvis præcision der kan være usikkerhed omkring. Derfor kan der forekomme målingsfejl i de første offentliggørelser af makroøkonomiske data. Efterhånden som præciseringen af de underliggende data bliver gennemført vil de overordnede data blive revideret, men der kan gå over et år, før det præcise tal for makroøkonomien kendes. Dette kan naturligvis få betydning for politikernes mulighed for at foretage de korrekte økonomisk politiske tiltag. Jo større og mere konsistente disse målingsfejl er, desto mindre er sandsynligheden for, at den førte økonomiske stabiliseringspolitik vil få den optimale effekt.

Målingsfejl og manglen på perfekt information er også med til at øge usikkerheden i økonomien. Agenterne ved ikke, hvordan de skal fortolke alle data, om de overhovedet kan stole på dem eller hvad fremtiden vil byde på. Forventninger til fremtiden er godt nok blevet integreret i de makroøkonomiske mainstream modeller, men usikkerheden omkring deres betydning er stadig væsentlig. I den virkelige verden bruges blandt andet forbrugertillidsundersøgelser til at fastlægge forventningerne, men disse kan specielt i krisetider hurtigt ændre sig (EcoWin). Disse undersøgelser er med til at gøre usikkerheden epistemologisk. Agenterne kan således ud fra undersøgelserne danne sig et subjektivt udfaldsrum, hvor de forventer at de fremtidige hændelser vil falde indenfor. Bevægelserne på de finansielle markeder er medvirkende til at forøge usikkerheden i økonomien, og kan føre til en økonomisk udvikling, der ligger udenfor de forventede udfaldsrum. Er påvirkningen så stor, at det fremtidige udfaldsrum kan karakteriseres som værende ukendt, så kan usikkerheden betegnes som ontologisk. Som den amerikanske økonom Paul Davidson er citeret for: "*The future economic outcomes have yet to be created by today's actions*" (Olesen 2012, p. 6). Med hensyn til den nuværende statsgældskrise i Europa, så må usikkerheden karakteriseres som værende ontologisk. Usikkerheden omkring hvilket løsningsforslag der vælges og hvad konsekvenserne vil være af de enkelte forslag er så stor, at de økonomiske agenter ikke har mulighed for at danne sig et begrænset udfaldsrum.

Sidste kritikpunkt der vil blive berørt her er hovedsageligt rettet mod de moderne mainstream teori-er. Disse antager et mere mikroøkonomisk synspunkt på samfundet, hvilket betyder, at der er fokus på den enkelte agents nyttemaksimering. Problemet er, at hvad der er nyttemaksimerende for den ene agent måske ikke er det for den anden. Dette giver problemer, når der skal aggregeres til makroniveau, da det her kan føre til forkerte konklusioner. Ligeledes er det værd at bemærke, at det ikke kun er agenterne, der er forskel på. De forskellige markeder har også forskellige opbygninger, så hvad der kan være optimalt for en vare på et bestemt marked, behøves ikke være optimalt for en anden vare på et andet marked.

På trods af den nævnte kritik af teoriernes opbygning og antagelser, så kan modellerne stadig bruges i forbindelse med dette projekt. Som det blev nævnt i citatet i starten af dette afsnit, så er alle former for makroøkonomiske modeller baseret på simplificeringer og antagelser, der gør dem inkonsistente med den virkelige økonomiske udvikling. Selvfølgelig kan modellerne laves mere konsistente med virkeligheden, men dette vil kræve, at modellerne bliver meget komplicerede. I henhold til vurdering af løsningsforslagene i forbindelse med den europæiske statsgældskrise, så er det på grund af den store usikkerhed alligevel umuligt at komme med et præcist bud på, hvilken effekt de hver især vil have. I stedet ønskes blot en vurdering af, hvordan de overordnede tendenser i økonomien vil blive påvirket af løsningsforslagene. IS-LM og AS-AD modellerne kan være medvirkende til at give et overblik over, hvordan økonomien vil reagere ved forskellige økonomisk politiske tiltag ud fra de forskellige makroøkonomiske skolers antagelser.

2.4.1. Problemer med empirisk anvendelse af de teoretiske modeller

Selvom der ikke er behov for en præcis beregning af effekten af de forskellige løsningsforslag, så kunne det alligevel være ønskværdigt at estimere den empiriske hældning på de fire kurver i IS-LM og AS-AD modellerne for PIIGS-landene. Dette fordi, at hældningen på disse kurver kan være med til at sige noget om, hvor effektiv henholdsvis finans- og pengepolitik vil være i de enkelte lande. Dette kunne være et godt udgangspunkt for vurderingen af de forskellige løsningsforslag.

Som det er gennemgået er modellerne dog teoretisk udledt, hvilket begrænser deres empiriske anvendelsesmuligheder. Det har således også kun været muligt at finde et enkelt eksempel på en empirisk estimering af en af modellerne. Det er i Scott (1966), hvor han forsøger at estimere de empiriske IS-LM kurver gældende for USA. Ydermere har det været muligt at finde enkelte empiriske estimater udelukkende gældende for LM-kurven. At der kun findes et fåtal af empiriske estimater af de anvendte modeller kan være en indikation på, at der er problemer med den empiriske anvendelse

af disse modeller. Dette kan skyldes, at modellerne er så forsimplede i forhold til den virkelige verden, at empiriske estimater ikke har været fundet relevante.

Det har i forbindelse med dette projekt alligevel været forsøgt at estimere hældningen på de forskellige kurver, men forskellige komplikationer er opstået i forbindelse med den empiriske anvendelse af modellerne på PIIGS-landene. I henhold til udregning af hældningen på LM-kurven er det nødvendigt at kende pengeudbuddet, der i afsnit 2.1.2. blev karakteriseret som $M1$, i de forskellige lande. PIIGS-landene er en del af eurosamarbejdet, hvor pengemængden styres af Den Europæiske Centralbank (ECB). Selvom landenes egne centralbanker også bidrager med at trykke sedler, så er der ikke forskel på om en euro er produceret i Grækenland eller Spanien. Det er således ikke muligt at fastlægge det enkelte lands pengemængde, hvorved hældningen på LM-kurven ikke kan beregnes. Med hensyn til hældningen på IS-kurven, så kunne denne beregnes ud fra metoden anvendt i Scott (1966). En estimering af IS-kurven kunne være med til at give en indikation på, hvor effektiv henholdsvis penge- og finanspolitiske tiltag ville være i landene ud fra tabel 2.1, men når hældningen på LM-kurven ikke kendes bliver denne analyse ufuldendt. Det er derfor fravalgt at inddrage IS-LM modellen som et redskab til den empiriske analyse.

I forbindelse med estimeringen af AS-AD modellen opstod der også visse komplikationer. Med hensyn til AS-kurven, så er hældningen som nævnt bestemt ud fra kapitalens andel af den samlede produktion samt inflationens afhængighed af arbejdsløsheden. Empirisk kan det være meget svært at specificere, hvilken del af den samlede produktion som kan tilbageføres til henholdsvis kapitalen og arbejdskraften. Estimerer angivet i EcoWin viser en kapitalandel på omkring 20 procent for PIIGS-landene. Selvom der som nævnt kan være stor usikkerhed omkring nøjagtigheden af disse estimater, så kunne de bruges til at estimere AS-kurven, hvis forholdet mellem inflationen og arbejdsløsheden også udregnes. Ligesom med IS-LM modellen vil analysen kun blive fuldendt, hvis hældningen for begge kurver kan estimeres.

Med hensyn til AD-kurven, så afhænger hældningen som nævnt af parameteren β_1 , der er angivet i (59). Der er imidlertid problemer med estimeringen af nogle af de underliggende faktorer. En af de faktorer, der indgår i estimeringen af β_1 er det potentielle output, der kan beregnes på baggrund af den naturlige arbejdsløshed. Forskellige organisationer har estimeret værdier for disse, men der er

ingen bestemt konsensus for hvilken metode der skal bruges.²⁵ Da det potentielle output desuden er baseret på forskellige antagelser om, hvordan økonomien ville have set ud, er det forbundet med stor usikkerhed. I IMF (2012) er der angivet et output gap for BNP, hvorfra det er muligt at beregne det potentielle output for PIIGS-landene.

Estimeringen af β_1 er dog også afhængig af beregningen af eksportens, importens og den private efterspørgsels elasticitet i henhold til den reale valutakurs. Her ville det være ønskværdigt at beregne disse elasticiteter ud fra data, der dækker over en længere årrække for at gøre modellen mere signifikant. PIIGS-landene overgik ved indtrædelsen i eurosamarbejdet til et nyt valutaregime, hvor valutakursen nu var fast. Dette nye valutaregime må forventes at have påvirket elasticiteterne for specielt eksporten og importen. Det er således ikke muligt at medtage data fra før eurosamarbejdet, hvis modellen skal holdes konsistent med de nuværende økonomiske rammer i landene. Data er således begrænset til en periode på omkring 10 år. I disse år har konjunkturerne været påvirket af både IT-boblen og Finanskrisen samt en højkonjunktur i mellemtiden. Der har dermed været store udsving i den økonomiske udvikling, hvilket øger usikkerheden omkring de endelige resultater. Forsøg på beregning af elasticiteterne har da også givet volatile resultater, der har haft et meget lavt signifikansniveau.²⁶ Grundet alle disse større eller mindre usikkerhedsmomenter er det blevet konkluderet, at en estimering af AS-AD modellen ikke bør gennemføres i forbindelse med dette projekt., da usikkerheden af de endelige resultater vil være for stor. Vurderingen af de forskellige løsningsforslag vil således kun blive gennemført på baggrund af de forskellige makroøkonomiske skoles antagelser. Først skal udviklingen omkring Statsgældskrisen i Europa dog gennemgås.

²⁵ Weidner & Williams (2011) beskriver flere forskellige måder at beregne den naturlige arbejdsløshed. De påpeger, at den naturlige arbejdsløshed vil være speciel svær at definere under økonomiske nedgangstider.

²⁶ Til signifikansniveauet er værdier for parameteren R^2 anvendt. For elasticiteterne vedrørende den reale valutakurs er det højest målte signifikansniveau på 0,18, mens det for den totale efterspørgsel i forhold til det samlede output er 0,39.

3. Udviklingen i Europa

For at kunne analysere på de forskellige løsningsforslag i forbindelse med Statsgældskrisen, så er det vigtigt at have en viden om den udvikling, som ligger til grund for den nuværende økonomiske situation i Europa. Al det kaos, som er opstået i forbindelse med Statsgældskrisen, er fremkommet på baggrund af Finanskrisen, der fik stor indflydelse på den europæiske økonomi. Nedenstående tabel 3.1 viser, hvordan den økonomiske vækst i Eurozonen specielt i 2009 blev ramt af Finanskrisen. Ydermere medførte Finanskrisen store underskud på de offentlige finanser især i 2009 og 2010. Som en kombination af disse to ting steg den samlede offentlige gæld som andel af BNP i Eurozonen markant i årene efter Finanskrisens frembrud.

Tabel 3.1 – Den økonomiske udvikling i Eurozonen (2007-2014)

	2007	2008	2009	2010	2011 ³	2012 ³	2013 ³	2014 ³
BNP¹	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9	1,4
Underskud²	-0,7	-2,1	-6,4	-6,3	-4,1	-3,2	-2,7	-2,2
Gæld²	66,4	70,2	80,0	85,7	88,1	90,0	91,0	90,8

Noter: 1) Angivet som årlig procentuel vækst, 2) Angivet som procentuel andel af BNP, 3) Estimeret fra IMF
Kilde: IMF (2012)

Ud fra ovenstående tabel 3.1 ses det, at Statsgældskrisen, ifølge IMF's estimeret, vil have negativ indflydelse på den økonomiske vækst i 2012, inden væksten gradvis forbedres i 2013 og 2014. Efter vedtagelsen af Finanspagten i EU²⁷ og spareplaner i flere af de europæiske nationer, så vil det samlede underskud på de offentlige finanser formentlig gradvis blive mindre, men det vil dog stadig være på et kritisk niveau med tanke på de økonomiske vækstrater og niveauet for den samlede offentlige gæld. Gældens andel af BNP forventes at blive stabiliseret i de kommende år, hvis altså IMF's forventning om en gradvis forbedring af den europæiske økonomi holder stik.²⁸

Finanspagten er et af de politiske tiltag som er vedtaget for at få mere kontrol over den økonomiske udvikling i de europæiske lande og PIIGS-landene i særdeleshed. Desuden har ECB været inde at udbyde 3-årige låneprogrammer til de europæiske banker. Her har bankerne kunnet låne penge over en periode på op til tre år til en meget lav rente, hvilket har været med til at holde gang i de finansielle markeder i Europa.²⁹ Den amerikanske centralbank, FED, har sammen med centralbankerne i Canada, Japan, Schweiz og Storbritannien også været behjælpelige med at holde gang i de finansielle

²⁷ Læs mere om denne i afsnit 3.1.

²⁸ Udtrykket 'den europæiske økonomi' vil herfra blive brugt løst både om alle europæiske lande og når der kun fokuseres på landene i Eurozonen.

²⁹ Der kan læses mere om ECB's låneprogrammer i afsnit 4.1.

le markeder ved at gøre dollarlån billigere. Til sidst skal det nævnes, at der er oprettet en økonomisk redningsfond, European Stability Mechanism (ESM), der skal hjælpe lande, der har problemer med at finansiere sig på de finansielle markeder. Planen er at denne fond skal aktiveres i løbet af 2012. I alt vil fonden indeholde omkring 940 mia. euro (+200 mia. euro der dog allerede er øremærket til hjælpepakkerne i Portugal, Irland og Grækenland). Disse midler er blandt andet indbetalt af de øvrige lande i EU. Spørgsmålet er om dette beløb er stort nok, hvis Statsgældskrisen eskalerer og problemerne i Spanien eller Italien bliver større. Forhåbentlig er det et spørgsmål, der ikke behøves at blive fundet svar på.

3.1. Udviklingen i PIIGS-landene

Akronymet PIGS-landene blev i første omgang kun brugt om de fire sydeuropæiske lande, Portugal, Italien, Grækenland og Spanien. Ordets engelske betydning hentyder til, at der er rod i de fire landes økonomier. Det er både det ufleksible arbejdsmarked og bureaukrati, den ringe vilje til at stramme de sociale ordninger og ineffektiviteten i hele samfundet, der har været baggrunden for dette mindre pæne akronym. Irland har som sådan ikke de samme ovenstående problemer, men den store økonomiske nedtur i landet under og efter Finanskrisen trak landet med ind i betegnelsen, således at de fem lande i dag er kendt som PIIGS-landene; de fem europæiske lande, der i øjeblikket står over for de største økonomiske udfordringer.

Specielt for de sydeuropæiske lande har den dårlige konkurrenceevne og deraf svage vækstrater været den grundlæggende årsag til, at der i dag er så store problemer med statsfinanserne som tilfældet er. Landene har holdt fast i for dyr arbejdskraft i forhold til udlandet samtidig med, at produktiviteten på arbejdspladserne har udviklet sig mindre tilfredsstillende. En af årsagerne til dette har været den manglende fleksibilitet på arbejdsmarkedet. Virksomhederne har grundet de gældende regler på arbejdsmarkedet svært ved at afskaffe deres medarbejdere, hvilket gør det sværere for virksomhederne at tilpasse sig ændrede efterspørgselstendenser i økonomien. Ligeledes kan det være med til at mindske effektiviteten blandt medarbejderne, når de ved, at arbejdsgiveren ikke bare lige sådan kan fyre dem. Disse forhold er medvirkende til, at den naturlige arbejdsløshed er høj i landene, hvilket er med til at øge de økonomiske problemer i landene.

Det ses af nedenstående figur 3.1, hvordan den økonomiske vækst i PIIGS-landene blev hårdt ramt i 2009 som følge af Finanskrisen. Denne økonomiske nedtur kom efter nogle år, hvor der specielt i

Irland, Spanien og Grækenland havde været pæne vækstrater. Portugal og Italien kunne på den anden side ikke fremvise prangende vækstrater i starten af dette årtusinde, når den globale højkonjunktur tages med i betragtningen. Efter Finanskrisen er det specielt i Grækenland, at den økonomiske vækst er blevet påvirket negativt med et fald i BNP på knap syv procent i 2011, men også Portugal har haft negativ vækstrate i 2011. Italien, Irland og Spanien har nu positive vækstrater, men med et niveau på under én procent har de økonomiske problemer stadig indflydelse på væksten i PIIGS-landene.

Figur 3.1 – Procentuel vækst i BNP (faste priser) i PIIGS-landene (2000-2011)



Kilde: IMF (2012)

Den gamle stabilitetspagt, der var gældende for EU-landene og gik forud for Finanspagten, indeholdte udover et krav om en offentlig gæld på maksimum 60 procent af BNP også et krav om, at der maksimum måtte være et underskud på de offentlige finanser på maksimum tre procent af BNP. Dette fik flere af medlemslandene til at se et underskud på de offentlige finanser som værende acceptabelt, så længe underskuddet var mindre end tre procent af BNP. Nogle lande overtrådte endda kravene, uden de blev straffet for det. Når landene i tider med højkonjunktur har underskud tæt på eller over den maksimale grænse, så efterlader det ikke meget plads til udsving i de offentlige finanser, hvis der for eksempel skal føres aktivistisk økonomisk politik, når konjunkturerne vender. Dette er der taget højde for i den nye finanspagt, hvor der i stedet for er fokus på den strukturelle balance i landene.³⁰ Med strukturel balance forstås det resultat, der opnås på de offentlige finanser, hvis der

³⁰ EU-landene vedtog i december 2011 Finanspagten. Kun Storbritannien og Tjekkiet valgte ikke at underskrive Finanspagten. Der kan læses mere om Finanspagten i afsnit 4.2.

ses bort fra indtægter og udgifter forbundet med de økonomiske konjunkturer i landet. Baggrunden for dette er det potentielle output, der beregnes ud fra den langsigtede vækstrate i landet. Når den strukturelle balance anvendes i den nye finanspagt giver det således mulighed for, at landene kan reagere på ændringer i de økonomiske konjunkturer uden det vil føre til samme underskudsbias som før. Medlemslandene kan således ikke længere bruge de økonomiske konjunkturer som undskyldning for ikke at overholde den vedtagne pagt. Overskrides kravene i Finanspagten, som træder i kraft fra 1. januar 2013 vil det føre til økonomiske sanktioner (EC 2012).

I Finanspagten er kravet, at det strukturelle underskud ikke må overstige 0,5 procent af BNP. I specielle tilfælde kan der dog blive givet dispensation til, at det strukturelle underskud må være op til én procent af BNP. Som det ses af nedenstående tabel 3.2, så overholdte ingen af PIIGS-landene i 2011 dette krav. Selvom de økonomiske forhold ifølge IMF's estimer ser ud til at forbedre sig i landene, så er det kun Italien, der i perioden frem til 2016 vil kunne komme til at leve op til det oprindelige krav for den strukturelle balance.

Tabel 3.2 – Strukturel balance som andel af potentiel BNP (2008-2016)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Portugal	-4,8	-8,8	-8,3	-5,7	-2,4	-0,9	-1,1	-1,3	-1,8
Italien	-3,5	-3,6	-3,3	-2,9	-0,4	0,6	0,3	0,0	-0,3
Irland	-11,9	-10,8	-9,9	-8,0	-6,2	-5,4	-3,7	-2,5	-2,4
Grækenland	-12,3	-17,3	-10,1	-6,8	-4,6	-2,8	-1,2	-1,3	-1,2
Spanien	-5,1	-9,1	-7,3	-6,5	-3,4	-3,1	-3,3	-3,5	-3,5

Kilde: IMF (2012)

Lav vækst og problemer med strukturelle underskud er således nogle af årsagerne til statsgældsproblemerne i PIIGS-landene i øjeblikket. I de følgende afsnit vil udviklingen og status på den nuværende økonomiske situation for hvert af de fem lande blive gennemgået.

3.1.1. Portugal



Befolkning: 10.658.000
BNP/capita (PPP): \$23.361
Arbejdsløshed: 15,3 %
Offentlige udgifter/BNP: 48,7 %
Offentlig balance/BNP: -4,0 %
Offentlig gæld/BNP: 107,8 %

Kilde: IMF (2012), Eurostat (2012-1 + 2012-2)
2011-tal og estimer

Det første af de fem lande i akronymet, PIIGS, er Portugal. Som det er angivet i figur 3.1 har landet oplevet lave vækstrater siden år 2000. Det er specielt ineffektivitet, politisk ubeslutsomhed og afhængighed af EU-midler, der har været årsag til denne lave vækst. Da landet samtidig er det fattigste af de fem PIIGS-lande målt på BNP per capita er de lave vækstrater kritiske.

Det offentlige underskud var i 2011 ”kun” på fire procent af BNP, hvilket

er positivt i forhold til nogle af de andre lande. Offentlige besparelser har været medvirkende til, at der er kommet mere kontrol over de offentlige budgetter. Derimod er der ikke kommet styr på den store gæld og den høje arbejdsløshed. Det er de væsentligste udfordringer for den portugisiske regering i de kommende år. Specielt den høje arbejdsløshed var en af årsagerne til, at den siddende regering blev væltet ved valget i juni 2011 i håbet om, at en ny regering kunne forbedre de økonomiske forhold i landet. I spidsen for den nye regering sidder nu Aníbal Cavaco Silva. Op til valget fik landet bevilget en økonomisk hjælpepakke på 78 mia. euro grundet de økonomiske problemer.

Den største udfordring i det portugisiske samfund må betegnes som værende det meget uflexible arbejdsmarked. Her kan fastansatte kun afskediges mod betaling af meget store kompensationer, hvilket er med til at gøre det til en kostbar affære for virksomhederne, hvis de skal tilpasse antallet af ansatte. Sideløbende med de offentlige besparelser, der skal sørge for at landet lever op til kravene i Finanspagten, så skal portugiserne altså prøve og reformere arbejdsmarkedet og skabe økonomisk vækst i landet, så arbejdsløsheden og den store gæld kan nedbringes.

Europakommisionen (2012) forventer, at den portugisiske økonomi vil skrumpe med 3,3 procent i 2012, mens der forventes vækst på 0,3 procent i 2013.

3.1.2. Italien



Også i Italien har der været en lav vækst igennem mange år (jævnfør figur 3.1). Her er det specielt manglende langsigtet planlægning i regeringen, stor ulighed mellem rig og fattig, korruption og skattefusk, som har været de største problemer.

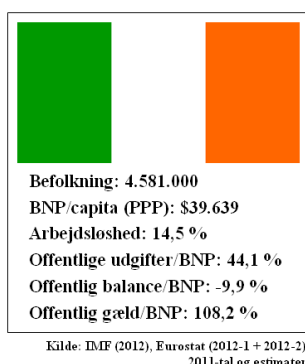
Der er nogenlunde styr på budgetterne i landet, da det offentlige underskud ikke er specielt stort set i forhold til BNP. Problemet er, at landet har haft underskud hvert år i mere end tre årtier, hvilket har været medvirkende til at øge den offentlige gæld til hele 120,1 procent af BNP (IMF 2012). Faktisk er bruttogælden den tredjestørste i verden kun overgået af to af verdens største økonomier, USA og Japan. Arbejdsløsheden er den laveste blandt PIIGS-landene, men den har dog været stigende gennem de seneste kvartaler, og med en befolkning på over 60 millioner mennesker, så er det et stort antal italienere, som står uden arbejde (Eurostat 2012-2).

Den manglende tiltro til den italienske stat fik i november 2011, den daværende premierminister Silvio Berlusconi til at trække sig fra posten. I stedet blev Mario Monti indsat som teknokratisk

regeringsleder. Det vil i øjeblikket sige, at demokratiet de facto er sat ud af kraft i landet. Montis opgave er først og fremmest at få kontrol over de offentlige finanser, så den store gæld kan nedbringes. Det er indtil videre sket gennem offentlige besparelser og reformer. Kan Monti også få stoppet det løbende skattefusk, der er vurderet til at udgøre 120 mia. euro om året, så vil det være et stort skridt i den rigtige retning.

Europakommisionen (2012) forventer, at den italienske økonomi vil skrumpe med 1,4 procent i 2012, mens der forventes vækst på 0,4 procent i 2013.

3.1.3. Irland



Som tidligere nævnt blev Irland først en del af akronymet, PIIGS-landene, efter landets økonomiske nedtur i forbindelse med Finanskrisen. Inden da var landet kendt som den keltiske tiger, hvilket refererede til landets høje vækstrater, der kunne sammenlignes med vækstraterne i de asiatiske tigerøkonomier.³¹ I Irland var det de lave selskabsskatter, den veluddannede befolkning og de generelt liberale vilkår, som var baggrunden for det økonomiske opsving.

I forbindelse med Finanskrisen var det både bank- og ejendomssektoren, som blev hårdt ramt i Irland. Som det ses af figur 1.2, så er det i Irland, at gældens andel af BNP er vokset klart mest igennem de seneste år. Dette skyldes blandt andet store støttepakker til den finansielle sektor for at landets økonomiske system ikke skulle kollapse fuldstændigt. Irland fik desuden udstedt en hjælpepakke på 85 mia. euro fra EU og IMF i november 2010 for at begrænse de økonomiske konsekvenser. Som et resultat af Finanskrisen har landet en forholdsvis stor arbejdsløshed, der er store underskud på de offentlige finanser og gælden er nu større end landets BNP.

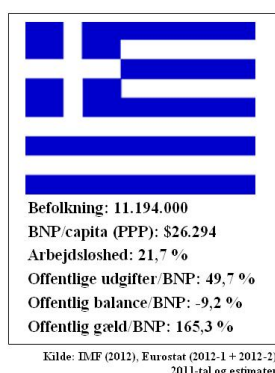
Udover at skulle få styr på de offentlige finanser igen, så kæmper irerne også med ubalancer på ejendomsmarkedet og en høj grad af økonomisk ulighed blandt befolkningen. Uligheden er opstået både mellem de rige og de fattige, men også mellem mennesker i byerne og dem på landet. Den store ulighed og problemerne med arbejdsløsheden var i februar 2011 medvirkende til, at den siddende regering blev væltet ved det irske regeringsvalg. Med en ny regeringsleder i Enda Kenny håber irerne nu at kunne se frem til bedre tider økonomisk. Ierne har tidligere bevist, at de har de

³¹ Begrebet tigerøkonomi bruges om et land, der oplever rivende økonomisk vækst med forhøjet levestandard til følge.

nødvendige evner til at kunne generere økonomisk vækst, hvilket er positivt for den fremtidige udvikling.

De økonomiske forecast fra Europakommisionen (2012) er heller ikke så negative som for de øvrige PIIGS-lande. Den irske økonomi forventes at vokse med 0,5 procent i 2012, mens væksten i 2013 forventes at være på 1,9 procent.

3.1.4. Grækenland



De økonomiske nøgletal for Grækenland er på papiret ikke de mest imponerende. Underskuddet på de offentlige finanser er over ni procent af BNP, mens gælden udgør 165,3 procent af BNP. Når landet samtidig har problemer med en arbejdsløshed, hvor over hver femte græker i arbejdsstyrken må gå arbejdsløs, så er scenariet for økonomisk kaos skitseret. Som nævnt har Grækenland kunnet karakteriseres som værende i statsgældskrise fra marts i år. Landet undgik dog en disorderly default³², der ville have sendt landet ud i endnu mere kaotiske forhold. I stedet indgik grækerne en aftale om restrukturering af den resterende gæld med de private kreditorer. Landet har dog stadig store problemer på kapitalmarkederne, da de finansielle aktører frygter, at grækerne endnu en gang vil misligholde deres forpligtigelser, hvilket gør at specielt de længere græske statsobligationer ikke er i høj kurs på markedet.

I forbindelse med restruktureringen af den græske gæld modtog den græske regering sin anden hjælpepakke fra EU og IMF. Denne gang var hjælpepakken på 130 mia. euro, mens den første hjælpepakke i maj 2010 var på 110 mia. euro. Den nye hjælpepakke vil blive udbetalt i rater over fem år i takt med, at grækerne lever op til de sparekrav, der er forbundet med hjælpepakken. Lucas Papademos, der har siddet som teknokratisk leder i landet siden november 2011, har udtalt, at Grækenland får brug for en ny hjælpepakke i 2015, hvis ikke landet inden da har fået fri adgang til de finansielle markeder igen (Atkins og Hope 2012).

På nuværende tidspunkt har Papademos som nævnt siddet lidt over et halvt år som teknokratisk regeringsleder, hvilket betyder at demokratiet i denne periode også har været sat ud af kraft i Grækenland. Papademos overtog posten fra George Papandreou, der nærmest blev presset fra posten efter en farcelignende optræden i forbindelse med indgåelsen af aftalen om de krav, der ligger til grund for den seneste græske hjælpepakke. Papademos har indført flere offentlige besparelser og

³² En disorderly default er, hvor landet går i statsgældskrise uden der er styr på processen forbundet hermed.

har vist lidt af den politiske vilje, der tidligere har været en mangelvare på trods af de åbenlyse økonomiske problemer i landet. Tidligere er der blevet fusket med offentlige data for at holde problemerne skjult, hvilket blandt andet var en af årsagerne til, at Grækenland kunne komme med i Eurozonen på trods af de nu åbenlyse økonomiske problemer. Desuden har der været stor debat omkring skattesystemet i Grækenland, hvor langt fra alle betaler deres bidrag til det offentlige.

Den 6. maj i år var der valg i Grækenland, hvilket resulterede i, at de to tidligere så dominerende partier, Nyt Demokrati og Pasok, ikke længere kunne danne flertal. Dette var kritisk, da det var disse to partier, der stod bag aftalen med EU og IMF. Nyt Demokrati bevarede status som landets største parti, men partilederen, Antoni Samaras, opgav at danne en regering, der kunne føre aftalen med EU og IMF videre. I stedet gik stafetten videre til partiet Syriza, der blandt andet gik til valg med løftet om at trække sig fra den omtalte aftale. Dette vil dog betyde, at landet ikke kan modtage flere hjælpepakker og højst sandsynligt må blive nødt til som minimum at trække sig ud af eurosamarbejdet. Syrizas partileder kunne heller ikke få dannet en ny regering og i stedet venter der grækerne et nyvalg den 17. juni. Det kan få stor betydning for Grækenlands fremtidige rolle i EU, hvem der ender med at løbe med magten.

Europakommisionen (2012) forventer, at den græske økonomi vil skrumpe med 4,7 procent i 2012, mens der forventes nulvækst i 2013. Usikkerheden omkring disse forecast er dog stor og vil blandt andet afhænge af resultatet af nyvalget i juni.

3.1.5. Spanien


Befolkning: 46.153.000
BNP/capita (PPP): \$30.626
Arbejdsløshed: 24,1 %
Offentlige udgifter/BNP: 43,6 %
Offentlig balance/BNP: -8,5 %
Offentlig gæld/BNP: 68,5 %
Kilde: IMF (2012), Eurostat (2012-1 + 2012-2) 2011-tal og estimater

I Spanien er det helt store problem den høje arbejdsløshed, hvor næsten hver fjerde spanier i arbejdsstyrken står uden arbejde. Værst ser det ud blandt de unge (15-29 år), hvor over halvdelen i dag kan karakteriseres sig som arbejdsløse. Den høje arbejdsløshed har store samfundsøkonomiske omkostninger for landet.

I Spanien udgør byggebranchen op mod ni procent af BNP, og denne branche er tæt knyttet til udviklingen i boligsektoren, hvor der er store problemer. Huspriserne er faldet med cirka 22 procent gennem de seneste år, hvilket har haft negativ indflydelse på resten af samfundet. Specielt banksektoren er også blev ramt på den front, da de faldende huspriser har været medvirkende til, at andelen af dårlige lån i spanske banker nu er over otte procent. Det frygtes, at de spanske banker vil lide samme skæbne som de irske under Finanskrisen.

Et kollaps i den spanske banksektor kan få indflydelse på Eurozonens kerneland, Tyskland, da de tyske banker er dem med den største eksponering mod Spanien (FT 2012).

Egentlig er statsgældsproblemerne endnu ikke så store i Spanien, da gælden kun er lidt over de kritiske 60 procent, der er angivet i Finanspagten. Problemerne på arbejdsmarkedet samt i bolig- og banksektoren har dog betydet, at spanierne i øjeblikket har problemer med meget store underskud på de offentlige finanser. Umiddelbart ser denne tendens ikke ud til at kunne vende i de første par år, så det kan nemt tænkes, at statsgældsproblemerne i Spanien vil blive mere markante i de kommende år, hvis ikke der gøres noget ved sagen.

I november 2011 fik Spanien ny regering efter valg, og således skiftede alle PIIGS-landene regeringsleder i løbet af 2011. Den nye leder Mariano Rajoy blev blandt andet stemt ind i håbet om at kunne nedbringe den høje arbejdsløshed. Inden dette kan lade sig gøre, skal der kontrol over de store underskud på de offentlige finanser. Første skridt i denne retning er vedtagelsen af offentlige spareplaner i forbindelse med 2012-budgettet.

Europakommisionen (2012) forventer, at den spanske økonomi vil skrumpe med 1,8 procent i 2012, hvilket ikke er så slemt som i Portugal og Grækenland. Udsigten for 2013 er dog mere negativ, da Spanien som det eneste af PIIGS-landene forventes at have en negativ vækst her (-0,3 procent).

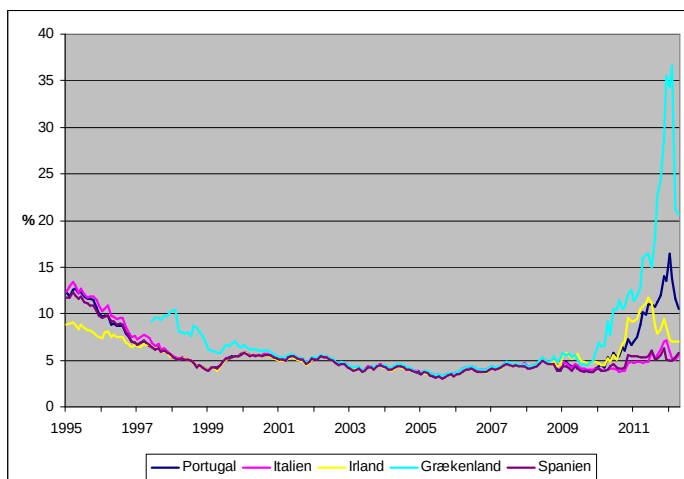
Generelt for PIIGS-landene er det udover de lave vækstrater altså specielt høje arbejdsløshedstal, underskud på statsbalancerne og en høj gældsandel, der er kendetegnende for den økonomiske situation i landene. De økonomiske problemer har ført til regeringsskifte i alle fem lande, hvilket er udtryk for befolkningernes manglende tillid til, at de tidligere regeringer kunne ændre den kritiske udvikling. Spørgsmålet er nu blot om de nuværende regeringer har bedre mulighed for at ændre de økonomiske tendenser. Spareplaner har indtil videre været vejen frem for at mindske underskudene og gældsandelen, men om dette er den rigtige metode vil blive diskuteret nærmere i kapitel 4.

3.2. De finansielle markeders reaktion på udviklingen i PIIGS-landene

Som det fremgår af forrige afsnit, så er der visse økonomiske problemer i PIIGS-landene. Dette har også haft indflydelse på de fem landes ageren på de finansielle markeder. Når stater skal ud at låne penge til at finansiere deres underskud på de offentlige budgetter sker det gennem udstedelse af statsobligationer. Disse udstedes via auktioner, hvor det afgøres, hvor høj en rente deltagerne på det finansielle marked kræver før de vil låne penge ud til det pågældende land. Er der stor tillid til, at

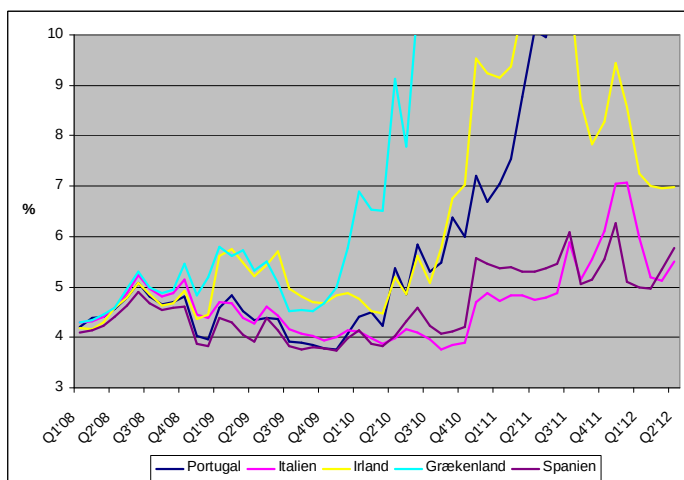
landet overholder forpligtelserne forbundet med statsobligationerne så vil renten være lav. Jo større mistillid der er til, at landet overholder disse forpligtelser, des højere vil renten blive. Statsobligationerne udstedes med forskellig løbetid alt efter staternes finansieringsbehov. Typisk er statsobligationer med en løbetid på to år blevet anvendt som pejlemærke for landets økonomiske tilstand på kort sigt, mens de 10-årige statsobligationer bruges som guidance for den økonomiske holdbarhed på længere sigt. I dette projekt vil renteudviklingen for de 10-årige statsobligationer blive anvendt som indikator for tilliden til den økonomiske holdbarhed i PIIGS-landene. Som det ses af nedenstående figurer (3.2 og 3.3), så er det specielt i de seneste år, at tilliden til de fem lande har været svingende.

Figur 3.2 – Renteudvikling på 10-årige statsobligationer (1995-2012)



Kilde: Reuters EcoWin (2012)

Figur 3.3 – Renteudvikling på 10-årige statsobligationer (2008-2012)



Kilde: Reuters EcoWin (2012)

Som det ses af de ovenstående grafer, så begyndte renterne at stige i løbet af 2009, hvor Finanskrisen gjorde sit indtog i den europæiske økonomi. Det var dog først i 2010, at der rigtig begyndte at komme fokus på problemerne i PIIGS-landene. Ud fra figur 3.2 kan det ses, at det specielt er Grækenland, der har oplevet store rentestigninger frem mod udbruddet af Statsgældskrisen i marts i år, men også Portugal og Irland har oplevet en markant stigning i renteniveauet. Det er dog værd at bemærke, at renteniveauet i disse lande har været faldende siden ultimo 2011, hvilket er en indikation på, at de finansielle markeder har fået mere tillid til den økonomiske udvikling i landene igen.³³

Et renteniveau på syv procent eller derover på de 10-årige statsobligationer ses af de finansielle markeder som en indikation på, at der er alvorlige økonomiske problemer i landet. Et så højt renteniveau giver landet problemer med at overholde sine forpligtigelser forbundet med statsobligationerne og kan være med til at øge gældsproblemerne yderligere. Den vertikale akse i figur 3.3 er afskåret ved 10 procent for at sætte fokus på det kritiske renteniveau på syv procent. Som det ses af figuren, så er Irland nu igen kommet under de syv procent, mens Grækenland og Portugal stadig er et godt stykke over dette kritiske niveau. I slutningen af 2011 var Italien også oppe over de syv procent. Dengang gik ECB ind og opkøbte en stor mængde af de italienske statsobligationer for at holde renterne nede.³⁴ Til sammenligning kan det nævnes, at den tilsvarende rente i Eurozonens kerne-land, Tyskland, er på under to procent (EcoWin).

Af figur 3.2 ses det desuden, at de høje renteniveauer på 10-årige statsobligationer ikke er et nyt fænomen i PIIGS-landene. I perioden inden indførelsen af euroen havde landene væsentlig højere renteniveauer. Landene konvergerede dog i forbindelse med, at den fælles valuta blev taget i brug fra starten af 2002. Dette var en indikation på, at de finansielle markeder så euroen som en løsning på de økonomiske problemer, der tilsyneladende var i landene tidligere. Efter Finanskrisen er der igen kommet fokus på de økonomiske problemer i de enkelte lande. Problemer der ser ud til at have eksisteret længe, men de har været gemt væk under det første lille årti af euroens levetid. Problemstillingerne med opbygningen af euroen vil der komme mere fokus på i afsnit 4.4.

En anden indikator for de finansielle markeders tillid til landene er de såkaldte credit default swaps (CDS'er). Dette er en forsikring mod konkurs på de finansielle produkter, der er blevet investeret i. Som det ses af figur 3.4, så er kursen på disse forsikringer mangedoblet efter Finanskrisens udbrud.

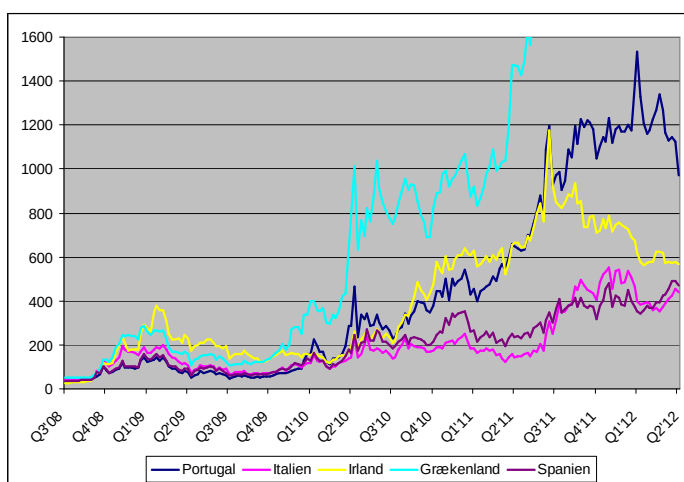
³³ Dette gælder ikke Grækenland, der i øjeblikket stort set holdes udenfor de finansielle markeder grundet Statsgældskrisen.

³⁴ Læs mere om dette i afsnit 4.1

Aktørerne på de finansielle markeder har altså følt, at risikoen for en statsgældskrise er vokset markant, og i Grækenlands tilfælde har denne frygt vist sig at være begrundet. Igen er det værd at bemærke, at kursen på de portugisiske og irske papirer har været faldende de seneste måneder, mens de spanske og italienske så småt er på vej opad.

Sammenholdes udviklingen for de 10-årige statsrenter (figur 3.3) og kursen for CDS'erne (figur 3.4), så er det de samme tendenser, der gør sig gældende. Der er således en meget stor korrelation mellem disse to finansielle produkter. Nærstuderer tallene ses det dog, at renteniveauerne i forhold til CDS-kurserne er blevet lidt lavere siden starten af 2012, hvilket blandt andet kan skyldes ECBs 3-årige låneprogrammer.

Figur 3.4 – Kurs på CDS'er (2008-2012)



Kilde: Reuters EcoWin (2012)

En sidste måde at bedømme finansmarkedernes tillid til PIIGS-landene er gennem de forskellige kreditratingbureauer. Normalt anvendes vurderingen af landenes kreditværdighed fra de tre amerikanske bureauer (Standard&Poors [S&P], Moody's og Fitch). Der har dog været lidt kritik af disse bureauers vurdering af specielt den amerikanske økonomi. I dette projekt er kreditvurderingen fra det efterhånden mere og mere anerkendte kinesiske ratingbureau, Dagong, derfor også medtaget. Dette er gjort for at få en vurdering fra et ikke-vestligt ratingbureau. Når kreditratingbureauerne har foretaget deres vurdering af landenes kreditværdighed bedømmes de med en karakter ud fra en skala angivet i tabel 3.3 på næste side (Fitch og Dagong bruger samme karakterskala som S&P). S&P og Moody's karakter er ligestillet med hinanden, hvilket vil sige, at karakteren BBB hos S&P svarer til Baa hos Moody's. Karaktererne AAA og Aaa gives til lande med den bedste kreditværdighed, mens karakteren C gives til lande med den dårligste kreditværdighed. Hos S&P findes desuden karakteren D (default), der bruges for lande, der er i statsgældskrise. For hvert karaktertrin hos S&P

gældende fra AA til CC kan landene desuden tildeles plus (+) eller minus (-). Hos Moody's inddeles hvert karaktertrin efter niveauerne 1, 2 og 3, hvor 1 er den bedste rating indenfor det gældende karaktertrin. Der er således tre niveauer for hvert karaktertrin.

Hos kreditratingbureauerne er der også en kritisk grænse. Således vil lande med en kreditrating på BB+ (Ba1 hos Moody's) eller derunder blive betragtet som "junk". Denne betegnelse bruges om finansielle produkter, der er behæftet med en uhensigtsmæssig stor risiko. I tabel 3.4 er vurderingen af PIIGS-landenes kreditværdighed listet op.

Tabel 3.3 – De forskellige kreditratingbureauers karakterskala

S&P	Moody's
AAA	Aaa
AA	Aa
A	A
BBB	Baa
BB	Ba
B	B
CCC	Caa
CC	Ca
C	C
D	

Tabel 3.4 – Bedømmelse af PIIGS-landenes kreditværdighed

	S&P	Moody's	Fitch	Dagong	Gennemsnit (S&P-skala)
Portugal	BB	Ba3	BB+	BB+	BB
Italien	BBB+	A3	A-	BBB	BBB+
Irland	BBB+	Ba1	BBB+	BBB	BBB
Grækenland	SD ¹	C	B-	D	CC-
Spanien	BBB+	A3	A	A	A-

Note: 1) SD står for Selective Default og refererer til, at Grækenlands misligholdelse af statsgælden har været selvvagt.
Kilde: Wikipedia 2012

Det ses af tabel 3.4, at ratingbureauerne ikke altid er helt enige om vurderingen af de forskellige landes kreditværdighed. Afvigelserne er dog ikke af markant karakter, så det er muligt at lave en sammenligning af landenes kreditværdighed ud fra et simpelt gennemsnit af de fire bedømmelser. Her har Grækenland naturligt nok den dårligste kreditvurdering af de fem lande. Det ses, at Portugal også vurderes som værende junk af alle fire bureauer. På trods af at Moody's vurderer Irland til at være junk, så er gennemsnittet over den kritiske grænse. Italien og Spanien er også over denne grænse, hvor det er sidstnævnte som er vurderet til at have den bedste kreditværdighed af PIIGS-landene. Den gennemsnitlige bedømmelse af den spanske økonomi er kun på A-. Så selvom den

spanske økonomi får den bedste kreditvurdering af de fem lande, så er karakteren en indikation på, at der også her vurderes at være visse problemer.

Samlet set har de finansielle markeder altså et ret negativt syn på PIIGS-landene. Den lave kreditværdighed og den høje kurs på CDS'erne er medvirkende til, at landene må betale høje renter, når deres underskud skal finansieres og gælden refinansieres. Regeringerne i de fem lande kan vedtage nok så mange spareplaner, men hvis ikke de finansielle markeder har tillid til, at de kan løse statsgældsproblemerne, så vil renterne på statsobligationerne forblive høje. Udviklingen på de finansielle markeder har dermed stor betydning for, hvor stort omfanget af den europæiske statsgældskrise vil ende med at blive.

4. Analyse af forskellige løsningsforslag

Der er indtil nu redegjort for den økonomiske situation omkring Statsgældskrisen i Europa samt de makroøkonomiske mainstream teoris tilgang til makroøkonomiske kriser. Det er på baggrund af dette nu på tide at analysere forskellige løsningsforslag, der er opstillet i forbindelse med krisen. Som det fremgik af afsnit 2.3.2, så vil der være en vis forsinkelse før et økonomisk politisk tiltag bliver implementeret. Politikerne skal derfor være varsomme med at bruge økonomisk politik medmindre der er tale om signifikante chok i økonomien. Den europæiske statsgældskrise kan dog sagtens karakteriseres som værende et signifikant chok.

Som det fremgik af sidste kapitel, så er der store økonomiske problemer i PIIGS-landene. De høje statsgældsandele er med tanke på krisens navn naturligvis det største problem, men også de store statsunderskud og de lave vækstrater giver grund til bekymring. Specielt når der skal diskuteres løsningsforslag i forbindelse med krisen får de to sidstnævnte faktorer stor betydning. Dette skyldes, at de som politisk mål konflikter med hinanden. Det er således ifølge logisk økonomisk tænkning ikke muligt både at spare på offentlige budgetter og samtidig stimulere den økonomiske vækst. Spareplanerne vil mindske underskuddene på statsbudgetterne, men vil formentlig samtidig betyde mindre vækst. Ender det med negative vækstrater, vil gældens andel af BNP stige selvom gælden nominelt holdes konstant. Er der fokus på vækstskebnende tiltag vil de offentlige finanser blive påvirket negativt, hvilket vil føre til en højere gæld. Selvom BNP vokser risikeres det, at gælden vil vokse relativt mere, så gældens andel af BNP vil stige. I forvejen bliver statsbudgetterne påvirket negativt af Statsgældskrisen, hvilket fremgår af følgende: *”Det er forventeligt, at en dyb økonomisk krise vil forværre de offentlige finanser via de automatiske budgetreaktioner (mindre skatteindtægter, øgede udgifter) og eventuelle diskretionære tiltag.”* (Andersen 2012, p. 5). Det er altså store økonomiske udfordringer landene står overfor i forbindelse med at få deres økonomier på rette vej igen.

Løsningsforslagene i forbindelse med den europæiske statsgældskrise er og har været mange. I de efterfølgende afsnit vil nogle af de mest diskuterede forslag blive analyseret og vurderet ud fra de makroøkonomiske skolers tilgang. De makroøkonomiske modeller udledt i kapitel 2, IS-LM og AS-AD, vil i den forbindelse blive brugt til at analysere de forskellige løsningsforslags effekt. Anvendelsen af disse modeller vil føre til en forsimplet analyse, men som tidligere nævnt er modellerne gode til at forklare de overordnede effekter. De løsningsforslag der vil blive analyseret er: ECBs

ekspansive pengepolitik, Finanspagten og de nationale spareplaner, ekspansiv finanspolitik i PIIGS-landene og et nyt Euroland.

4.1. ECBs ekspansive pengepolitik

Det første løsningsforslag der vil blive gennemgået er ECBs ekspansive pengepolitiske tiltag. Allerede i løbet af efteråret 2011 reagerede ECB på den økonomiske udvikling i Europa, da den ledende europæiske rente blev sænket både i november og december (ECB 2012). Ændringer i renteniveauet er blevet kendt som det mest almindelige pengepolitiske redskab i forbindelse med stabilisering af de økonomiske udsving. Det nuværende renteniveau på 1,00 procent er det samme som efter Finanskrisen og det laveste niveau nogensinde for ECB. Selvom et renteniveau på 0,75 procent har været diskuteret i nogle finansielle kredse, så kan det nuværende renteniveau anses som et rentegulv, hvor renteniveauet ikke vil blive sænket under.³⁵ I realiteten er der tale om en negativ realrente, hvis den europæiske inflation tages i betragtning (IMF 2012).

Hvis det nuværende renteniveau anses for at være på det lavest mulige niveau må ECB forsøge at bruge andre pengepolitiske redskaber, hvis de skal forsøge at bidrage til en bedre økonomisk udvikling i de europæiske lande. ECBs hovedmål er at sikre en stabil inflation i Europa, der er under, men tæt på to procent. Afviger inflationsniveauet ikke væsentligt fra målsætningen kan ECB også foretage pengepolitiske indgreb, der har til hensigt at fremme den økonomiske udvikling i Europa. Dette er også sket gennem udstedelse af 3-årige låneprogrammer (Long-Term Refinancing Operation [LTRO]) til de europæiske banker, hvor bankerne i alt har lånt 1.018,5 milliarder euro (Børsen 2012). Første udstedelse var i december, mens anden omgang var den 29. februar i år. I begge tilfælde kunne bankerne låne til en rente på kun én procent. Meningen med ECBs LTRO var først og fremmest at give bankerne mulighed for at rekapitalisere sig for at stå stærkere mod en eventuel spredning af den europæiske statsgældskrise. ECBs LTRO kan ses som et ekspansivt pengepolitisk tiltag, da håbet er, at de mange milliarder vil finde ud til de europæiske borgere gennem billigere udlån.

Selvom bankerne i første omgang skulle rekapitalisere sig via LTRO, så var det også en mulighed for dem til at indgå i carry trades, hvor pengene kunne investeres i for eksempel to-årige statsobli-

³⁵ ECB ændrer altid renteniveauet med intervaller på 0,25 procent, hvilket forklarer hvorfor en sænkning fra 1,00 til 0,75 procent diskuteres (ECB 2012).

gationer i PIIGS-landene. Selvfølgelig er der en risiko forbundet herved, men specielt de to store lande, Italien og Spanien, forventes ikke at komme i decideret statsgældskrise i de første par år. Den øgede interesse efter to-årige statsobligationer fik også positiv indflydelse på de 10-årige statsobligationer, hvilket også blev antydnet i afsnit 3.2. I det afsnit blev det også angivet, at ECB har været inde at opkøbe statsobligationer i specielt Italien for at holde de lange renter under det kritiske niveau på syv procent.³⁶ Sammen med LTRO er disse opkøb eksempler på, hvordan ECB har ageret for at holde gang i de finansielle markeder i Europa. ECB har da også været mere aktive på de finansielle markeder end for eksempel Den Amerikanske Centralbank (Fed) eller Den Engelske Centralbank (BoE) (El-Erian 2012). Selvom ECB har foretaget forskellige tiltag for at understøtte den økonomiske udvikling i Europa, så er det ikke sikkert de vil få nogen effekt. Det hænger sammen med, at ECB kan fastsætte den nominelle pengemængde, men kun påvirke den reale pengemængde, da den også afhænger af inflationsniveauet. Effekten af de ekspansive pengepolitiske tiltag kan således blive udlignet af stigninger i inflationsraten.

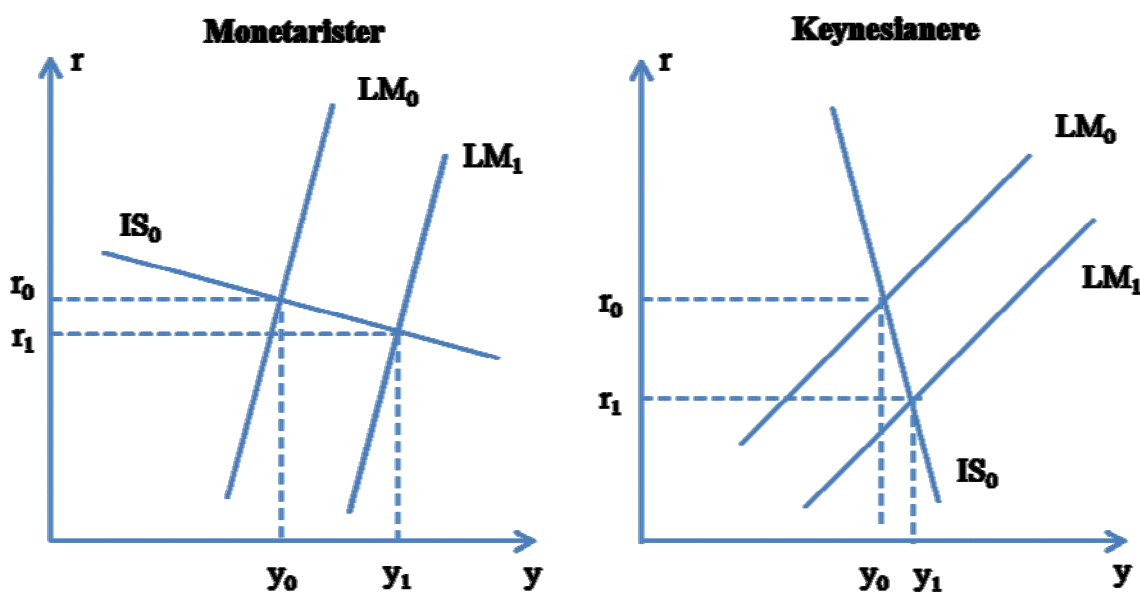
I henhold til den teoretiske diskussion i afsnit 2.3, så minder dette løsningsforslag mest om den monetaristiske tilgang til makroøkonomiske kriser. ECBs inflationsmål stemmer godt overens med monetaristernes forslag om en stabil pengemængde. Da Statsgældskrisen kan karakteriseres som ikke blot at være begrænset og midlertidig er ekspansiv pengepolitik vejen frem ifølge monetaristerne. Både rentenedsættelserne, LTRO og til dels opkøbene af statsobligationer kan gå under denne kategori. Spørgsmålet er, hvordan denne ekspansive pengepolitik vil påvirke den økonomiske udvikling i PIIGS-landene.

I henhold til IS-LM modellen vil de ekspansive pengepolitiske tiltag føre til, at LM-kurven rykkes mod højre, som det også fremgik af figur 2.6. Det lavere renteniveau som følge heraf vil føre til øgede investeringer og outputtet vil derfor stige. Som det fremgik af tabel 2.1 har kurvernes hældning betydning for effekten af den førte politik. Monetaristerne antager, at investeringerne vil stige forholdsvis meget ved en rentenedsættelse, mens pengeefterspørgslen ikke vil blive påvirket gevaldigt. Dette giver en flad IS-kurve og en stejl LM-kurve som det fremgik af figur 2.10. Når LM-kurven rykkes mod højre under dette scenario vil effekten være meget effektiv, da selv en lille ændring i renteniveauet vil føre til en forholdsvis stor ændring i det samlede output. Omvendt antager keynesianerne, at investeringernes rentefølsomhed er noget mindre, mens pengeefterspørgslens ren-

³⁶ Da det kun er de private investorer, som vil hæfte ved en statsgældskrise, er det kritisk hvis ECB køber for stort op. I det tilfælde vil en statsgældskrise i et af disse lande medføre, at de tilbageværende private investorer blot vil lide et endnu større tab.

tefølsomhed antages en smule større end hos monetaristerne. Dette giver en stejl IS-kurve og en normal hældning på LM-kurven i henhold til tabel 2.1. Under dette scenario vil den ekspansive pengepolitik føre til forholdsvis store rentefald, men disse fald i renteniveauet medfører ikke en specielt stor stigning i outputtet. Ifølge keynesianerne vil pengepolitikken derfor ikke have den store effekt på den økonomiske vækst. Dette ses af nedenstående figur 4.1.

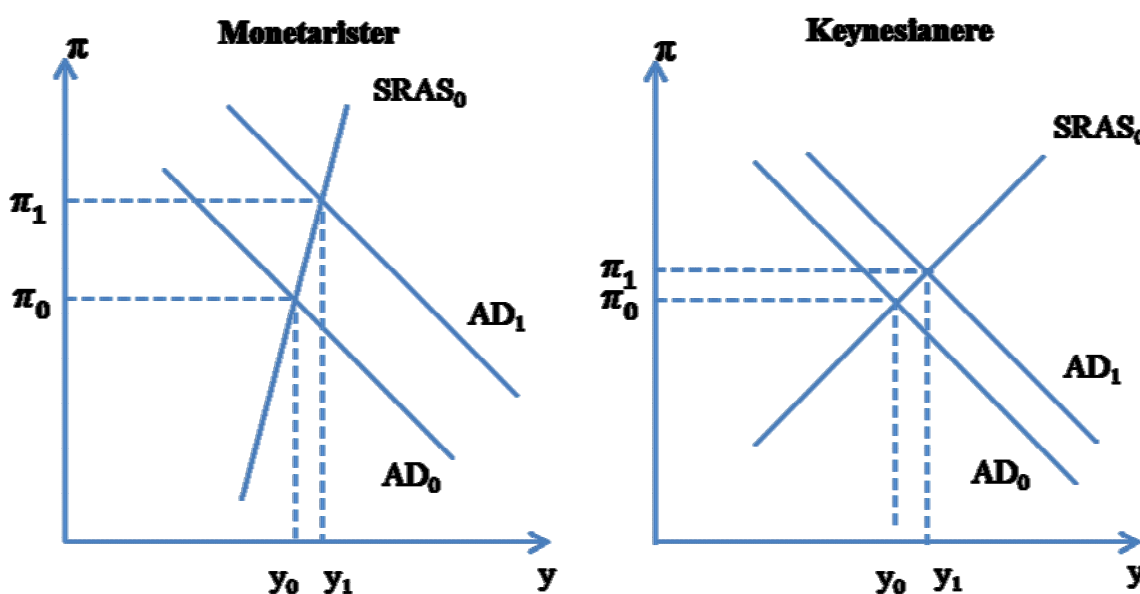
Figur 4.1 – Ekspansiv pengepolitik i IS-LM modellen



Effektiviteten af de pengepolitiske tiltag i henhold til IS-LM modellen har også betydning for udfaldet i AS-AD modellen. Konklusionen fra IS-LM modellen giver således en indikation på, hvor meget AD-kurven vil blive forskubbet mod højre. Monetaristerne mener således, at AD-kurven vil blive forskubbet meget som følge af den pengepolitiske ekspansion, mens keynesianerne som nævnt ikke mener der er den store effekt. Også i AS-AD modellen har hældningen på kurverne betydning for den endelige effekt af det politiske indgreb. Som det fremgik af (59), så afhænger AD-kurvens hældning af mange forskellige faktorer, og det kan være svært at afgøre, hvilken hældning der forventes af de forskellige makroøkonomiske skoler. Der antages derfor ikke at være nogen forskel på hældningen for monetarister og keynesianere. På den anden side afhænger SRAS-kurvens hældning af kapitalens andel af produktionen samt inflationens elasticitet i forhold til arbejdsløsheden. Monetaristerne antager at denne elasticitet er forholdsvis stor, således at SRAS-kurven er forholdsvis stejl, mens keynesianerne antager en lidt mindre elasticitet og deraf lidt mere flad SRAS-kurve. Dette fremgår af figur 4.2. Jo stejlere SRAS-kurven er, des mindre effekt vil en forskydning i AD-kurven have på det samlede output. Ændringen i den samlede efterspørgsel vil i stedet medføre et

højere inflationsniveau. I henhold til figur 2.9, så vil en inflationsstigning ikke have negativ betydning under en makroøkonomisk krise som den nuværende statsgældskrise, så længe inflationsniveauet er lavere end det udenlandske. I stedet vil inflationsstigningen blot hjælpe landet på vej mod den langsigtede ligevægt. Dette er ikke tilfældet i Italien og Portugal, hvor inflationsniveauet for nuværende er højere end det generelle i Eurozonen.³⁷ Den ekspansive pengepolitik er således inflationsmæssigt med til at drive disse to lande længere væk fra deres langsigtede ligevægtpunkt.

Figur 4.2 – Ekspansiv pengepolitik i AS-AD modellen



Samlet set vil de pengepolitiske tiltag foretaget af ECB føre til øget vækst ifølge monetaristerne, og så længe inflationsniveauet er under det udenlandske vil det ikke støde monetaristernes grundlæggende hovedpunkt om stabil pengetilvækst. Antages den keynesianske tilgang, vil det samlede output også forventes at stige. På grund af den fladere $SRAS$ -kurve vil den outputsmæssige påvirkning ikke afvige væsentligt fra monetaristernes. Den fladere $SRAS$ -kurve vil være medvirkende til, at keynesianerne forventer en noget mindre indvirkning på inflationen. I henhold til de moderne makroøkonomiske mainstream teorier vil de pengepolitiske tiltag ikke være at foretrække. Nyklassikerne vil blot have en fast regel for pengetilvæksten og så skal økonomien via markedskræfterne nok selv tilpasse sig de økonomiske forhold. Nykeynesianerne vil ligesom keynesianerne helst have fokus på finanspolitiske tiltag, mens RBC-tilhængerne mener, at politikerne bare skal lade stå til.

³⁷ Inflationsniveauet i Eurozonen ses her som det udenlandske inflationsniveau. Inflationen i Eurozonen var i april 2012 på 2,6 procent, mens den i PIIGS-landene var: Portugal 2,9 procent, Italien 3,7 procent, Irland 1,9 procent, Grækenland 1,5 procent og Spanien 2,0 procent (Eurostat 2012-1).

Ulempen ved dette løsningsforslag er, at det er svært for ECB at føre pengepolitik direkte rettet mod PIIGS-landene, da ECB er hele Eurozonens bank. Deres aktioner vil således ikke kun have indflydelse på de fem lande med de største økonomiske problemer, men også de øvrige eurolande. Selvom øget økonomisk vækst i de øvrige eurolande formentlig vil smitte positivt af på PIIGS-landene, så er det ikke sikkert, at ekspansiv pengepolitik er den optimale politik for de andre lande i eurosamarbejdet. Grundet de forskellige inflationsrater indenfor PIIGS-landene kan de pengepolitiske tiltag ikke siges, at være det optimale løsningsforslag for alle fem lande. Muligheden for at anvende en individuel pengepolitik kan derfor være en af fordelene ved at træde ud af eurosamarbejdet. En mulighed der vil blive diskuteret nærmere i afsnit 4.4. En fordel ved anvendelse af pengepolitik styret fra centralt hold er, at det ikke direkte påvirker PIIGS-landene statsbudgetter. Der skal ydermere gøres opmærksom på, at der i den aktuelle situation med stor usikkerhed og pessimisme ikke er sikkerhed for, at den ekspansive pengepolitik vil føre til øgede investeringer eller forbrug. Disse afhænger også af forventningerne til den fremtidige økonomiske udvikling, der i øjeblikket ikke ser alt for positiv ud. De økonomiske agenter vil således være påpasselige med at øge deres investeringer eller forbrug, selvom renterne skulle falde som følge af den ekspansive pengepolitik.

4.2. Finanspagten og de nationale spareplaner

Når PIIGS-landene har opgivet den uafhængige pengepolitik via indtrædelsen i eurosamarbejdet bliver de nødt til at anvende finanspolitiske tiltag, hvis de individuelt skal gøre noget for at forbedre de økonomiske konjunkturer i landet. Indtil videre har spareplaner som nævnt i slutningen af afsnit 3.1.5. været den primære måde at anvende finanspolitikken på. PIIGS-landene har således mest fokus på at nedbringe de offentlige underskud og gældsreter. I dette afsnit vil besparelsernes påvirkning af den økonomiske udvikling blive analyseret.

Som det blev nævnt i kapitel 3, så vedtog EU-landene i december 2011 Finanspagten. Finanspagten er en skærpelse af Stabilitetspagten, der blev vedtaget i forbindelse med oprettelsen af eurosamarbejdet. Den gamle pagt angav, at landenes offentlige underskud som andel af BNP ikke måtte overstige tre procent. Denne pagt førte som nævnt i afsnit 3.1 til et underskudsbias blandt de europæiske lande, hvilket gjorde det nødvendigt med en skærpelse af den oprindelige pagt i 2011. Som det fremgår af navnet har Finanspagten fokus på de finanspolitiske muligheder for landene (EC 2012). Pagten forpligtiger landene til at have et strukturelt underskud på maksimum 0,5 procent og en offentlig gæld på maksimum 60 procent af BNP. Finanspagten vil træde i kraft 1. januar 2013, men

spørgsmålet er om de problemramte lande kan leve op til disse krav allerede fra 2013. I følge IMF's estimater i tabel 3.2 er det således kun Italien som vil leve op til kravet for den strukturelle balance. Det er dog indskrevet, at landene midlertidig må afvige fra kravene, hvis der opstår ekstraordinære situationer. Med hensyn til landenes store gældsrate, så er det ikke muligt at få disse bragt under kravet i Finanspagten inden udgangen af 2013, hvor pagtens krav for første gang skal overholdes. Der kan ses bort fra denne overskridelse for gælden, hvis blot landene har en realistisk plan for, hvordan den store gældsbyrde vil blive nedbragt.³⁸

Med de store budgetunderskud taget i betragtning har PIIGS-landene ved underskrivelsen af Finanspagten forpligtiget sig til at gennemføre spareplaner for at overholde de opstillede krav i pagten. Hvordan det enkelte land implementerer spareplanerne afhænger af de økonomiske og politiske forhold i landet. Grundlæggende kan landene gennemføre denne kontraktive finanspolitik ved enten at hæve skatterne eller sænke de offentlige udgifter. Førstnævnte mulighed vil som regel påvirke hele befolkningen, mens besparelserne ofte kun rammer en del af befolkningen. Det kan derfor være nemmere at opnå folkelig opbakning til at gennemføre besparelser frem for skattestigninger.

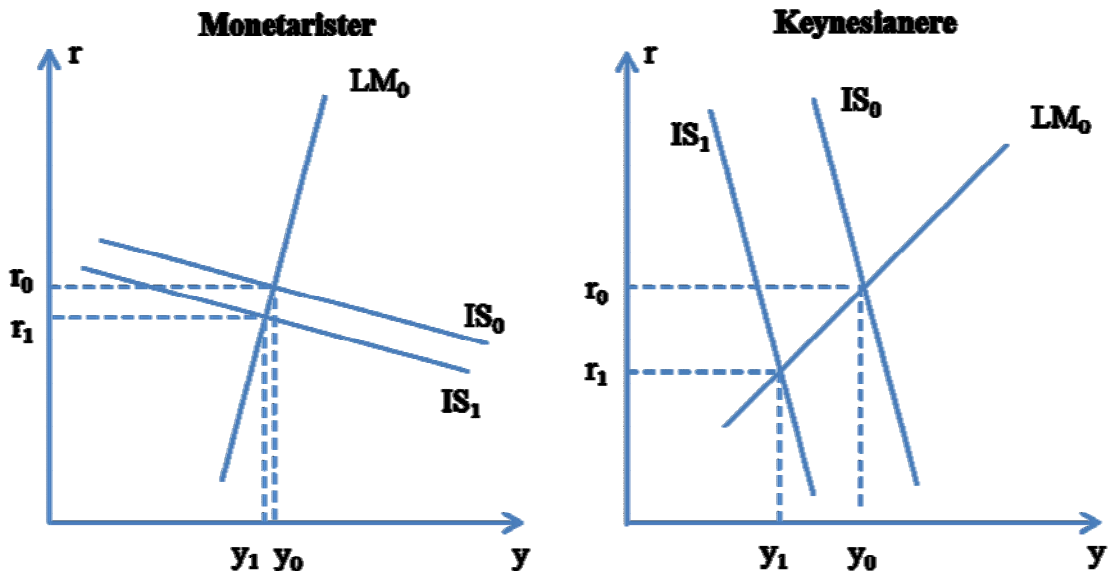
Overordnet set kan indførelsen af Finanspagten bedst forstås ud fra et nyklassisk synspunkt. Nyklassikerne ønsker ingen diskretionære tiltag til at dæmpe konjunkturudsvingene. I stedet skal en stabil pengetilførsel og balance på de offentlige budgetter medvirke til at sikre en positiv økonomisk udvikling. Formålet med Finanspagten er netop at bringe mere balance på de offentlige finanser. Lykkes dette er der ifølge nyklassikerne fundament for, at der vil ske en økonomisk bedring.

Ses de offentlige besparelser i henhold til de makroøkonomiske modeller, så vil de føre til en indsnævring af det samlede output. Ifølge IS-LM modellen sker dette ved, at IS-kurven flyttes mod venstre grundet mindre offentlig efterspørgsel efter varer. I henhold til figur 4.3 vil dette føre til et lavere renteniveau og et mindre output. Hvor stor faldet i outputtet vil blive afhænger igen af hældningen på kurverne i modellen. Antages den monetaristiske tilgang vil den stejle LM-kurve og flade IS-kurve medføre en begrænset effekt på det samlede output (med henvisning til tabel 2.1.). For skubbelsen af IS-kurven vil i dette tilfælde i større grad medføre et fald i renteniveauet. Omvendt er effekten mere markant, hvis den keynesianske tilgang antages. Her vil den stejle IS-kurve sammen-

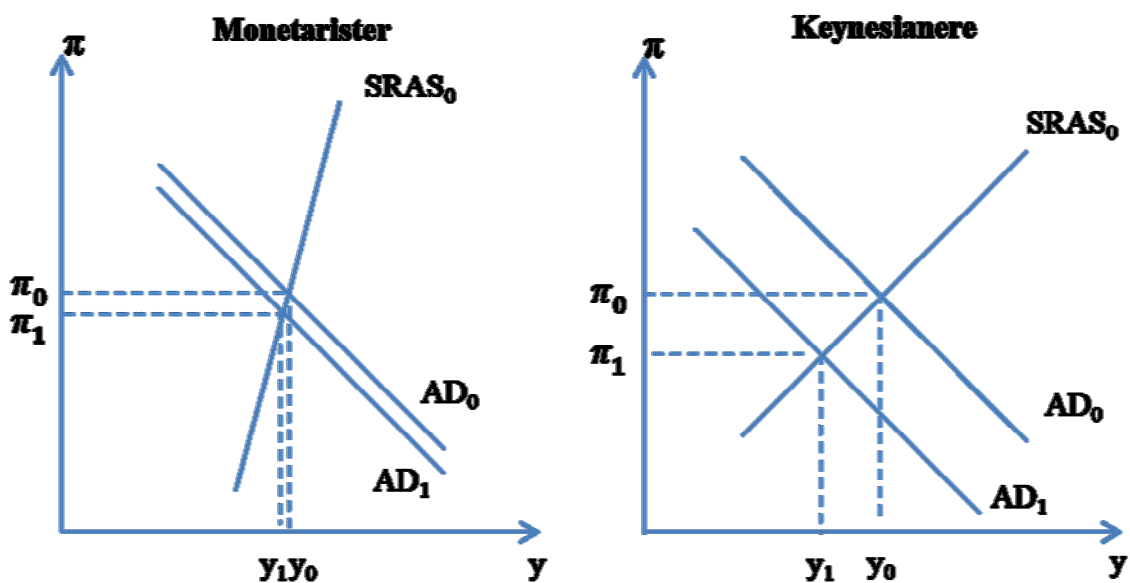
³⁸ Lande med for stor en gæld skal årligt nedbringe gælden med 1/20 af afvigelsen i forhold til de 60 procent. I Grækenlands tilfælde skal gælden i 2013 altså nedbringes med omkring 5,3 procent i forhold til BNP (antaget at gældsandelen ved udgangen af 2012 er den samme som angivet i afsnit 3.1.4.).

holdt med den normale LM-kurve føre til et markant større fald i det samlede output, mens renteniveauet ikke vil blive påvirket nær så negativt som monetaristerne vil forvente.

Figur 4.3 – Offentlige besparelser i IS-LM modellen



Figur 4.4 – Offentligt besparelser i AS-AD modellen

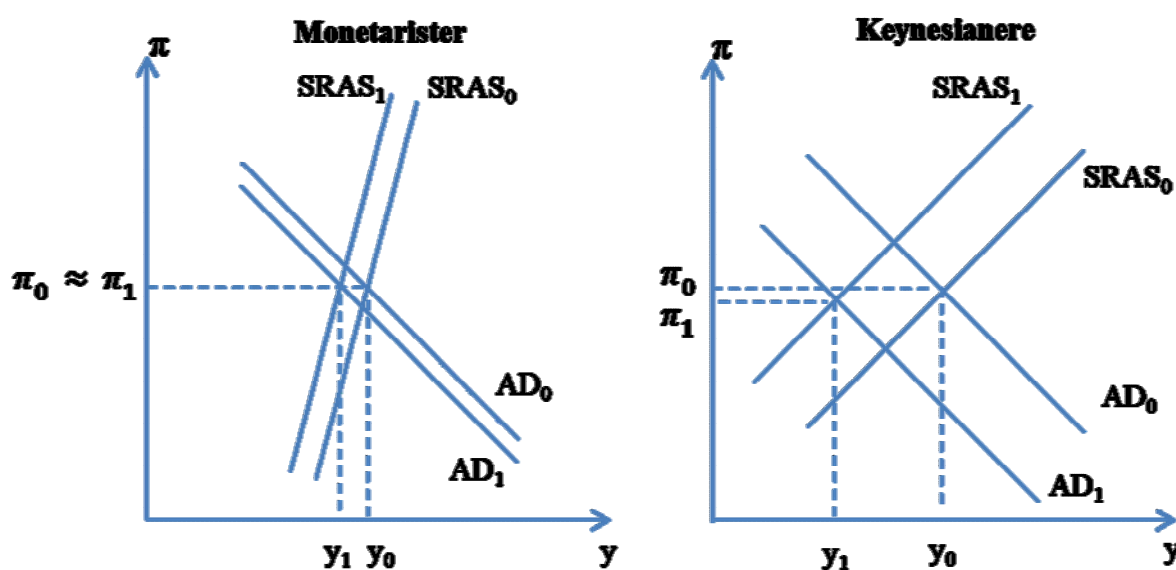


Ud fra ovenstående figur 4.4 vil monetaristerne altså ikke forvente den store forskubbelse af AD-kurven i AS-AD-modellen, mens keynesianerne vil forvente, at AD-kurven flyttes noget mere mod venstre. Med figur 2.8 i tankerne vil denne påvirkning af den samlede efterspørgsel føre til et mindre output og et lavere inflationsniveau, hvilket vil flytte landene endnu længere væk fra den langsigtede ligevægt. Ud fra de forskellige antagelser om hældningen for SRAS-kurven, så ses det, at de

offentlige besparelser vil føre til et større fald i output hos keynesianerne, som i forvejen forventer en større forskubbelse af AD-kurven. Da monetaristerne forventer en mindre forskubbelse af AD og antager en stejlere SRAS-kurve, så vil effekten på outputtet her være minimal. I stedet er det inflationsniveauet, der vil blive påvirket i negativ retning. Med monetaristernes antagelser om SRAS-kurven in mente vil det kommende inflationsniveau forventes at komme tættere på det tilsvarende ved en keynesiansk tilgang end outputtet. Den inflationære effekt af de nationale spareplaner i PIIGS-landene er således ikke så forskellig for de to tilgange, mens keynesianerne forventer en væsentlig mere negativ indflydelse på den økonomiske vækst.

Vælger regeringerne i PIIGS-landene at kombinere de offentlige besparelser med skattestigninger, så kan det udover den negative påvirkning på efterspørgslen også få indflydelse på det samlede udbud. Når deltagerne på arbejdsmarkedet skal betale en større andel af deres løn i skat, så vil det betyde et mindre økonomisk udbytte ved at arbejde. For nogle af deltagerne vil dette betyde, at det ikke længere er attraktivt for dem at forblive på arbejdsmarkedet. Der vil således blive et mindre udbud i arbejdsstyrken, hvilket kan presse lønningernes lidt op. I henhold til (42) vil dette føre til en forskydning af SRAS-kurven opad, som det også ses af figur 4.5.³⁹ Sker dette vil det føre til et endnu større fald i det samlede output, mens ændringen i inflationen stort set vil blive udlignet igen. Med tanke på SRAS-kurvens hældning vil keynesianerne forvente det største udfald for outputtet, mens monetaristerne vil forvente et lidt mindre udfald.

Figur 4.5 – Offentligt besparelser og skattestigninger i AS-AD modellen



³⁹ De forventede lønstigninger kan ses som en stigning i markupen for lønniveauet.

For de to moderne makroøkonomiske skoler, der endnu ikke er inddraget, ses der lidt forskelligt på de kontraktive finanspolitiske tiltag. Nykeynesianerne har som sagt fokus på finanspolitiske tiltag, der antages at være de mest effektive. Ligesom for keynesianerne vil kontraktive finanspolitiske tiltag derfor også her forventes at have en meget negativ indflydelse på den økonomiske vækst. Ifølge RBC-tilhængerne skal de europæiske politikere arbejde på at forbedre de langsigtede vækstmuligheder. Ligevægt på de offentlige balancer kan til dels ses som et skridt i den retning.

4.3. Ekspansiv finanspolitik i PIIGS-landene

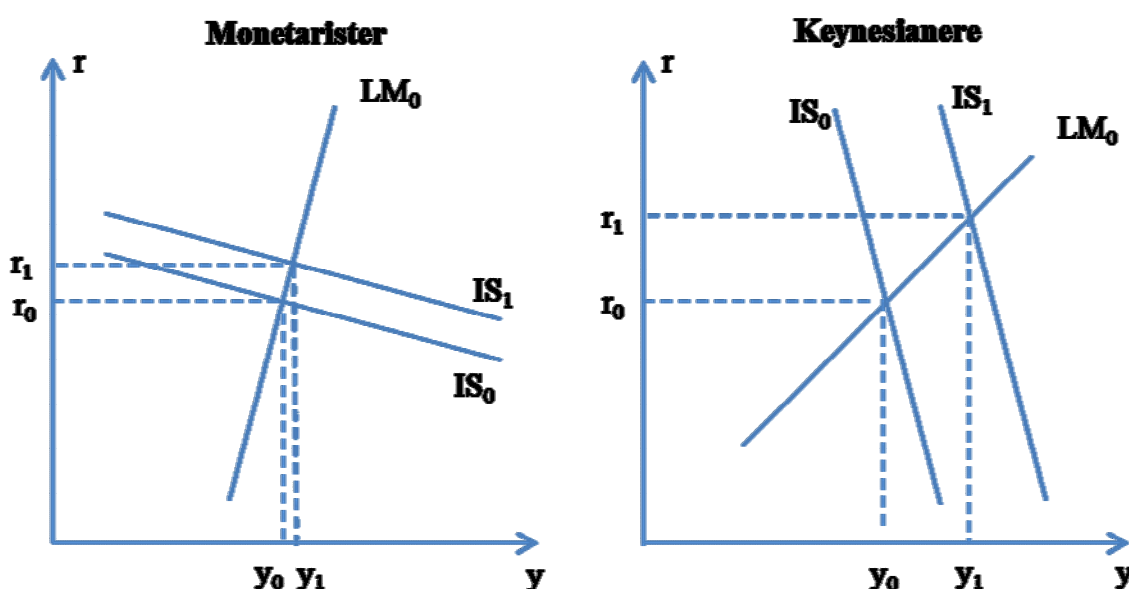
Som det fremgår af det forrige afsnit, så vil vedtagelsen af Finanspagten få negativ betydning for den økonomiske vækst i PIIGS-landene. For at styrke den økonomiske vækst i landene, hvor pengepolitisk suverænitet er afgivet, må ekspansive finanspolitiske tiltag anvendes. Dette er netop hovedtanken bag keynesianismen, hvor finanspolitikken skal bruges til at stabilisere økonomien. Med de lave vækstrater for PIIGS-landene, som blev præsenteret i kapitel 3, så er den keynesianske tilgang flere gange blevet nævnt som en løsning. De finanspolitiske redskaber der kan bruges til at stabilisere økonomien er øgede offentlige udgifter til for eksempel investeringer og skattelettelser. Først fokuseres der på en forøgelse af de offentlige udgifter.

Øges de offentlige investeringer vil det påvirke den samlede efterspørgsel i landene. Dette vil ikke kun ske direkte, men også indirekte. Det skyldes, at de penge regeringerne bruger på investeringer vil kom til at cirkulere rundt i samfundet, hvilket skyldes multiplikatoreffekten.⁴⁰ Den øgede efterspørgsel kan måske føre til en reducere af den høje arbejdsløshed, hvilket vil være med til at forbedre de offentlige finanser en smule. Investeringerne i PIIGS-landene kunne blandt andet være i infrastrukturelle projekter eller andet der kan være med til at forbedre konkurrenceevnen i landene. Netop den dårlige konkurrenceevne har som nævnt været en af årsagerne til, at specielt de fire syd-europæiske lande er havnet i den nuværende økonomiske situation. Kan konkurrenceevnen forbedres kan det være med til at øge eksporten på længere sigt, hvilket naturligvis også vil forbedre den økonomiske situation i landene.

⁴⁰ Multiplikatoreffekten angiver hvor stor den endelige effekt af for eksempel en offentlig investering vil være. Er multiplikatoreffekten på fem, vil en investering på 1 milliard i sidste ende have genereret en øget efterspørgsel på 5 milliarder. Multiplikatoreffekten påvirkes negativt af opsparringstilbøjeligheden, skatteraten og graden af åbenhed over for udlandet.

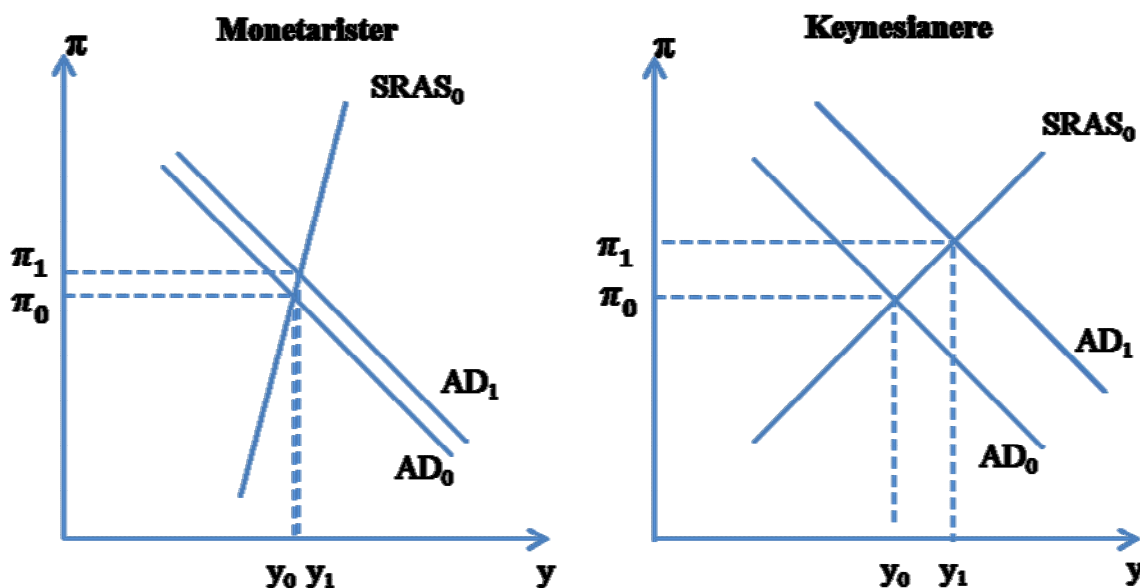
Fokuseres der i første omgang blot på de offentlige investeringers påvirkning af økonomien vil det som sagt føre til øget efterspørgsel. I IS-LM modellen vil det føre til en forskydning af IS-kurven mod højre. Det øgede output vil også medføre et højere renteniveau. Hvor stor påvirkningen vil være afhænger af den teoretiske tilgang. Ifølge keynesianerne vil den stejle IS-kurve føre til en stor effekt på det samlede output, hvis hældningen på LM-kurven antages at være normal. Dette ses af figur 4.6. For monetaristerne vil outputtet ikke blive væsentligt påvirket af de offentlige investeringer. Dette hænger godt sammen med monetaristernes antagelse om finanspolitikken som værende ineffektiv. I stedet vil investeringerne blot føre til en relativ større forøgelse af renteniveauet ifølge monetaristerne. Keynesianerne vil forvente en stigning i inflationen større end monetaristerne, men da keynesianerne ikke har fokus på en stabil pengetilvækst, accepteres en inflationsstigning gerne, hvis det blot giver øget efterspørgsel.

Figur 4.6 – Offentligt investeringer i IS-LM modellen



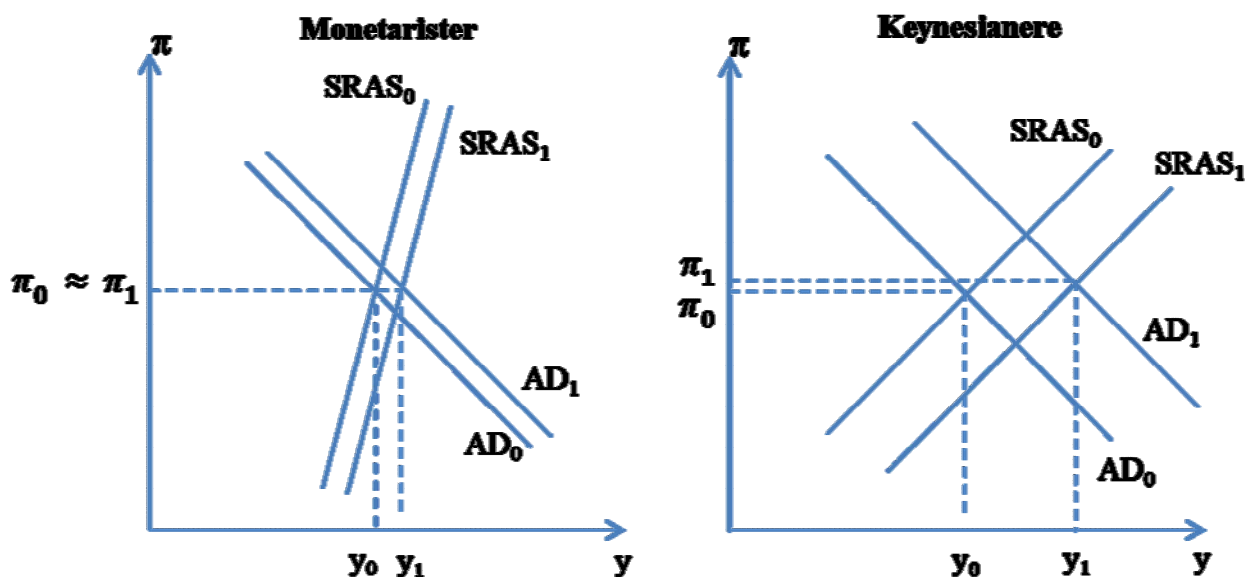
Der vil ifølge keynesianerne således ske en større forskydning af AD-kurven mod højre, hvilket vil signalere et større output og en stigende inflation, hvilket fremgår af figur 4.7. Monetaristerne derimod vil ikke forvente en speciel stor forskydning af AD-kurven, hvorved påvirkningen af det samlede output som nævnt vil være begrænset. Grundet den stejlere SRAS-kurve vil den største effekt ifølge monetaristerne ske på inflationssiden. På trods af den store forskel i den forventede påvirkning af outputtet, så vil de forventede inflationsændringer ikke afvige væsentlig fra hinanden, når offentlige investeringer gennemføres.

Figur 4.7 – Offentligt investeringer i AS-AD modellen



Som nævnt tidligere kan den ekspansive finanspolitik også ske gennem skattelettelser. Forbrugerne vil så få en højere disponibel indkomst, hvilket gerne skulle være med til at øge forbruget. Skattelettelser kan også være med til at påvirke arbejdsudbuddet. Når en mindre andel af indkomsten skal betales i skat vil en større andel af befolkningen være tilgængelig på arbejdsmarkedet. Lavere skattesatser kan endda være med til at lokke udenlandsk arbejdskraft til landet. Dette kunne for eksempel være iværksættere, der kan være med til at skabe økonomisk vækst i landene. Når arbejdsudbuddet på den måde udvides vil det presse reallønnen i nedadgående retning, hvilket naturligvis er den modsatte virkning i forhold til skattestigninger forbundet med spareplanerne i afsnit 4.2. $SRAS$ -kurven vil i dette tilfælde blive rykket nedad. Dette fremgår af figur 4.8, hvor skattelettelsens effekt er kombineret med de øgede offentlige investeringer. Påvirkningen af det samlede udbud er med til at øge effekten på det samlede output, mens påvirkningen af inflationen nærmest neutraliseres. Keynesianerne vurderer effekten på outputtet til at være meget stor, hvilket hænger godt sammen med deres idé om finanspolitik som økonomisk stabilisator. For monetaristerne vurderes finanspolitikken igen til nærmest at være uden betydning. De forventer kun en meget lille indflydelse på outputtet. Godt nok er det en positiv påvirkning, men monetaristerne vurderer ikke, at det endelige udfald tilsvarende de omkostninger, der er forbundet ved at føre en ekspansiv finanspolitik. Denne form for politik vil nemlig medføre et øget pres på de offentlige finanser. Det er således kun muligt at indføre finanspolitiske tiltag, hvis landene kan finansiere dem. Med tanke på de finansielle markeds syn på den nuværende økonomiske situation i PIIGS-landene, så er dette måske ikke muligt i øjeblikket i disse lande. Det vil der blive vendt tilbage til i afsnit 4.5.

Figur 4.8 – Offentligt investeringer og skattelettelser i AS-AD modellen



Mens monetaristerne stiller spørgsmålstegn ved relevansen af finanspolitikken, så mener keynesianerne altså at det vil have stor positiv indflydelse på den økonomiske vækst. Nykeynesianerne vil formentlig bakke op omkring denne tilgang, om end de formentlig vil foreslå, at de offentlige investeringer anvendes på nogle lidt andre ting end keynesianerne. RBC-tilhængerne kan til dels understøtte idéen om offentlige investeringer. Eksemplet med en forbedret konkurrenceevne som følge af de offentlige investeringer vil skabe øget økonomisk vækst på lang sigt, hvilket er det væsentlige i RBC. Nyklassikerne er ligesom monetaristerne modstander af finanspolitiske indgreb. Specielt med de nuværende store underskud på de offentlige finanser i PIIGS-landene in mente vil ekspansiv finanspolitik være meget kritisabelt ifølge nyklassikerne, som har kontrol af statsbudgetterne som et af hovedmålene.

4.4. Nyt Euroland

Eurosamarbejdet er et pengepolitisk samarbejde, hvor 17 af de europæiske lande i øjeblikket deltager. Meningen med samarbejdet var fra start at understøtte samhandlen mellem landene til fordel for alle. Ved at kunne styre pengepolitikken fra centralt hold var det håbet, at den økonomiske udvikling i landene ville blive ensartet. På den måde ville Euroland udvikle sig til et optimalt valutaområde. Som det ses af den nuværende situation med store statsunderskud i nogle af medlemslandene gik det ikke helt som håbet. Det blev fra flere sider påpeget inden oprettelsen af eurosamarbejdet, at det ikke var muligt at oprette en velfungerende monetær union uden at inddrage finanspoli-

tikken. Indgåelsen af den gamle stabilitetspagt var et begrænset forsøg på at kontrollere finanspolitikken i medlemslandene. Som det fremgik af afsnit 3.1, så var det ikke alle landene, der overholdte disse krav. Da overtrædelserne tilmed ikke blev straffet var der i sidste ende ikke meget kontrol over finanspolitikken.

Som det fremgik af figur 3.2, så var statsrenterne i PIIGS-landene væsentlig højere inden indtrædelsen i eurosamarbejdet. De forskellige niveauer for renterne var en indikation på, at landene i Eurozonen var forskellige. Selvom pengepolitikken er blevet centraliseret har det tilsyneladende ikke ensartet de europæiske økonomier, hvilket den store forskel mellem de ”rige” og ”fattige” lande er bevis på. Mens euroen har medvirket til at styrke for eksempel den tyske konkurrenceevne, så har den udhulet konkurrenceevnen i specielt de sydeuropæiske lande. Her har landene været låst af den faste valutakurs, der ikke har kunnet kompensere for den manglende forbedring af produktiviteten. Selvom landene kan forsøge at bruge finanspolitikken til at reducere disse forskelle, så kan det være svært når pengepolitikken styres andetsteds fra med andre interesser. Eurosamarbejdet ser ud til at være landet på en blind vej, og den nuværende opbygning vurderes til ikke at være holdbar i længden.

En ny opbygning kan betyde afsked med et eller flere lande fra eurosamarbejdet. I første omgang er der tale om Grækenland, der grundet Statsgældskrisen står i en presset situation både økonomisk og politisk (Christensen 2012). Bliver Grækenland i eurosamarbejdet kan det give en vis stabilitet, hvis altså tilliden til samarbejdet opretholdes. Vælger Grækenland derimod at træde ud af eurosamarbejdet åbner det blandt andet op for selvstændig anvendelse af pengepolitikken. Indfører Grækenland sin egen valuta vil den højst sandsynligt devaluere kraftigt til at starte med for at tilsvare den reelle økonomiske situation i landet. Selvom det vil skabe kaos i landet, vil det være med til at styrke landets konkurrenceevne og på den måde være med til at genoprette den græske økonomi. I henhold til analysen ud fra de makroøkonomiske modeller ville det kræve en justering af disse, da det vil betyde et valutaregimeskifte i Grækenland til flydende valutakurser.⁴¹

I forbindelse med det græske valg omtalt i afsnit 3.1.4 blev det beskrevet, hvordan EU-kritiske partier havde opnået mere og mere støtte. Selvom det ikke har været lige så markant andre steder, så har denne tendens også gjort sig gældende i andre lande. Andre lande kan således følge i Grækenlands fodspor, hvis de vælger at trække sig fra eurosamarbejdet. I et ekstremt tilfælde kan man fore-

⁴¹ Dette er ikke gjort i dette afsnit, da analysen af Grækenlands eventuelle fremtid udenfor eurosamarbejdet er vurderet til at ligge udenfor projektets rammer og nærmest vil være et helt projekt i sig selv.

stille sig, at alle lande med konkurrenceevneproblemer vil trække sig fra eurosamarbejdet, og det nye Euroland vil således kun bestå af de "rige" hovedsageligt nordeuropæiske lande. Her er den økonomiske udvikling mere ensartet, og de nuværende regler vil således have større mulighed for at få succes i dette nye, mindre Euroland.

I modsætning til en delvis opløsning af den monetære union står en styrkelse af eurosamarbejdet til også at gælde finanspolitikken. På den måde kan der arbejdes ud fra ét overordnet mål i stedet for 17 forskellige, hvilket kan være med til at øge den økonomiske konvergens. Den nye finanspagt er et skridt mod en øget integration af finanspolitiske regler. I henhold til den keynesianske vækstpolitik foreslået i sidste afsnit, så kan Finanspagten udvides til også at indeholde væksttiltag, der er gældende for hele Eurozonen. For eksempel kan de "rige" lande blive pålagt at skulle skabe vækst i de kommende år, mens PIIGS-landene og andre lande med statsbudgetproblemer kan konsolidere sig. På den måde vil den europæiske økonomi blive holdt i gang, indtil krisen er overstået.

På længere sigt vil en øget integration af finanspolitik i eurosamarbejdet åbne op for muligheden for euroobligationer. Her vil alle lande i eurosamarbejdet hæfte for obligationerne. Dette har af mange været nævnt som en mulig løsning i forbindelse med de finansielle markeders manglende tillid til nogle af de europæiske lande. Problemet er, at det bliver de "rige" lande, der kommer til at betale gildet som følge af højere renter. I takt med at krisen overstås og medlemslandenes økonomier konvergerer, vil byrden dog blive mere ligeligt fordelt.

I henhold til de makroøkonomiske modeller anvendt i forbindelse med de andre løsningsforslag er det svært at skitsere, hvad et nyt Euroland vil have af betydning. Dette fordi, at der er så stor usikkerhed om, hvordan det nye Euroland vil komme til at fremstå samt hvad konsekvenserne vil være af de forskellige muligheder. Her kan der med sikkerhed tales om ontologisk usikkerhed. Det kan således være svært at analysere løsningsforslaget ud fra monetaristernes, keynesianernes, nyklassikernes og nykeynesianernes synspunkt. Derimod er dette løsningsforslag konsistent med tilgangen forbundet med RBC. Her er der fokus på, hvordan den fremtidige økonomiske vækst kan sikres frem for at fokusere på den øjeblikkelige udvikling i økonomien – en udvikling økonomien alligevel allerede har tilpasset sig til. Da eurosamarbejdet kan siges ikke at fungere optimalt i øjeblikket er en ændring af samarbejdet ønskværdigt for også at sikre den økonomiske vækst i de kommende år.

4.5. De finansielle markeders rolle

I de forrige afsnit er muligheden for anvendelse af forskellige løsningsforslag i forbindelse med den europæiske statsgældskrise blevet vurderet ud fra forskellige makroøkonomiske mainstream skoler. Som det er blevet gennemgået foreslås forskellige løsningsforslag som værende de mest effektive alt afhængig af, hvilken tilgang der anvendes. Det er dog ikke alle forslagene, der kan anvendes lige med det samme grundet de finansielle markeders rolle. Som det fremgik af afsnit 3.2., så har netop de finansielle markeder nemlig stor betydning for den fremtidige udvikling i PIIGS-landene.

I øjeblikket har de finansielle markeder ikke meget tillid til PIIGS-landene, hvilket altså har udmøntet sig i høje renter på landenes statsobligationer. De nuværende renteniveauer gør det meget dyrt for landene at have gæld og underskud på de offentlige finanser. Den keynesianske tilgang med at føre ekspansiv finanspolitik vil på kort sigt forøge disse underskud, hvilket næppe vil blive modtaget positivt på de finansielle markeder. Det er ønskværdigt at få gang i den økonomiske vækst igen, men i øjeblikket har agenterne på de finansielle markeder fokus på, at der skal styr på de offentlige finanser. En gennemførelse af ekspansive finanspolitiske tiltag vil derfor øge mistilliden til PIIGS-landene, hvilket vil resultere i endnu højere renteniveauer.

Indtil videre har ECBs ekspansive pengepolitik holdt gang i de finansielle markeder, hvilket har været medvirkende til, at det endnu kun er Grækenland som er endt i statsgældskrise. Problemerne er stadig store i de fire andre lande også, og det er derfor nødvendigt fremover at føre en ansvarlig økonomisk politik for at vinde de finansielle markeders tillid tilbage. Agenterne på de finansielle markeder vil have bevis på, at PIIGS-landene kan udvise den vilje og handlekraft, der er nødvendig for at nedbringe gælden og sikre overskud på de offentlige finanser. De nationale spareplaner er første skridt i den rigtige retning, men endnu flere besparelser og reformer vil formentlig blive nødvendige, før tilliden er helt tilbage på de finansielle markeder.

Endnu et punkt der er medvirkende til den manglende tillid fra de finansielle markeder er den store usikkerhed omkring det fremtidige eurosamarbejde. Eurolandene og PIIGS-landene i særdeleshed må få afklaret, hvordan det fremtidige eurosamarbejde skal fungere. Er det bedste for landene at blive i eurosamarbejdet eller skal de vælge at melde sig ud og udnytte de muligheder det giver for løsning af den nuværende krisesituation. Uanset hvad der vælges skal agenterne på de finansielle markeder overbevises om, at det er den bedst mulige vej frem for det enkelte land. At forblive i eurosamarbejdet vil nok umiddelbart give mest stabilitet, men det kræver som nævnt, at eurosamarbejdet optimeres ved for eksempel at integrere finanspolitikken mere i samarbejdet. Sker dette ikke

vil problemerne formentlig fortsætte i PIIGS-landene. En udmeldelse af eurosamarbejdet kan derfor være mest fordelagtigt på lidt længere sigt. Forlader et land eurosamarbejdet vil det på kort sigt betyde stor usikkerhed på de finansielle markeder. Men på lidt længere sigt vil de finansielle markeds agenter genvinde tilliden til landene. Først når der er styr på de offentlige finanser og eurosamarbejdet vil tilliden begynde at blive genvundet, og landene kan herefter føre ekspansiv finanspolitik, der skal sætte gang i den økonomiske vækst.

Analysen i dette kapitel har selvfølgelig været bygget på forsimplede makroøkonomiske modeller, hvilket har medført, at figur 4.1-4.8 har været fortegnede. Grundet stor usikkerhed omkring størrelsen og effekten af de forskellige løsningsforslag, så har denne overordnede analyse været vurderet til at være tilstrækkelig i forbindelse med løsningen af problemstillingen i dette projekt. Som det blev fremhævet af Keynes, så er det ikke muligt at komme med et præcist budskab omkring udvikling i makroøkonomien, da den er i konstant udvikling. På trods af dette så lyttes der til stadighed til de forskellige økonomers vurdering af den økonomiske situation. Det skyldes, som det nævnes i Kureer (2010), at *"det [er] med økonomiske prognoser, som det er med vejret: De er tit forkerte – men vi vil nødig undvære dem."*

5. Konklusion

I marts i år måtte Grækenland restrukturere noget af deres gæld, hvorefter landet kunne karakteriseres som værende i statsgældskrise. Grundet den græske økonomis beskedne størrelse er denne statsgældskrise ikke katastrofal for den europæiske økonomi. Portugal, Italien, Irland og Spanien har imidlertid også store problemer med de offentlige finanser i kølvandet på Finanskrisen, og begynder Statsgældskrisen at sprede sig til disse lande er konsekvenserne væsentlig større. Det gælder således om at finde de rette løsningsforslag, der kan vende den økonomiske situation i PIIGS-landene. I dette projekt er der derfor svaret på følgende problemstilling: *Hvordan kan en teoretisk karakterisering af løsningsforslag til den europæiske statsgældskrise anvendes, når forslagene efterfølgende skal vurderes i forhold til den aktuelle situation i PIIGS-landene?* Den teoretiske karakterisering er sket ud fra fem makroøkonomiske mainstream tilgange, keynesianistiske, monetaristiske, nyklassiske, nykeynesianske og Real Business Cycles (RBC). Desuden er to makroøkonomiske modeller, IS-LM og AS-AD, anvendt i forbindelse med vurderingen af effekten af de enkelte løsningsforslag.

En kort analyse af den økonomiske situation i PIIGS-landene viste, at det udover den store gæld er de offentlige underskud, de lave vækstrater og den høje arbejdsløshed, som er de største udfordringer. De store økonomiske problemer har ført til politisk ustabilitet og specielt i Grækenland kan tilstanden karakteriseres som kaotisk. Udviklingen på de finansielle markeder har medvirket til disse problemer og tilliden til PIIGS-landene er stadig ikke stor. Den manglende tillid betyder højere renter, når landene skal ud at finansiere underskud eller refinansiere deres gæld. De finansielle markeder kan altså få stor betydning for, hvordan den fremtidige økonomiske situation i Europa vil komme til at se ud.

I dette projekt er fire forskellige løsningsforslag i forbindelse med Statsgældskrisen i Europa blevet vurderet; ECBs ekspansive pengepolitik, Finanspagten og de nationale spareplaner, ekspansiv finanspolitik og et nyt Euroland. Analysen viste, at Den Europæiske Centralbanks (ECB) ekspansive pengepolitik er konsistent med monetaristernes tilgang til makroøkonomiske kriser. Her går der ud fra et fast inflationsmål, men ekspansiv pengepolitik kan bruges ved markante afvigelser fra det langsigtede ligevægtspunkt. Finanspagten og de nationale spareplaner er et løsningsforslag støttet af nyklassikerne. Her skal der ikke fokuseres på at stabilisere økonomien men blot på at have balance på de offentlige finanser. Den ekspansive finanspolitik er et keynesiansk varemærke, der skal være med til at sætte gang i den økonomiske vækst igen. Ulempen ved dette løsningsforslag er, at de offentlige finanser i første omgang påvirkes negativt, hvilket ikke er i tråd med de finansielle marke-

ders krav i øjeblikket. Det sidste løsningsforslag er et nyt Euroland, hvor et eller flere lande forlader valutasamarbejdet og/eller finanspolitikken integreres mere i samarbejdet. Aktuelt er tilliden til eurosamarbejdets fremtid i dets nuværende forfatning ikke så stor. En ændring af opbygningen af Eurozonen kan derfor være med til at sikre en bedre fremtid for de europæiske lande, hvilket er konsistent med RBC. Her vurderes lav- og højkonjunkturer som økonomiens eget bedste svar på den økonomiske udvikling, og der skal derfor blot fokuseres på at sikre den fremtidige økonomiske vækst.

Hvilket af de fire løsningsforslag, der forventes at give den største effekt afhænger altså af øjnene der ser. Da alle ledende politikere og økonomer ikke er tilhængere af den samme makroøkonomiske mainstream skole er det altså ikke muligt at udpege et enkelt forslag som værende det mest åbenlyse. Dette er en af årsagerne til, at der endnu ikke er fundet en løsning på den europæiske statsgældskrise. Vurderes løsningsforslagene hver for sig har de alle en form for effekt, der vil være ønskværdig, når den nuværende økonomiske situation tages i betragtning. Kombineres løsningsforslagene derfor på den rigtige måde vil den største effekt opnås.

Indtil videre har ECB holdt de finansielle markeder i gang med deres ekspansive pengepolitik. Desuden er landene begyndt at gennemføre spareplaner for at forsøge og genvinde de finansielle markeders tillid. Yderligere spareplaner og reformer er formentlig nødvendige før dette lykkes. Samtidig er det påkrævende, at landenes fremtidige situation omkring eurosamarbejdet afklares. Først når dette er afklaret kan de finansielle markeders tillid vindes helt tilbage. Kan ECB holde de finansielle markeder kørende indtil dette er afklaret, kan det efterfølgende åbne op for, at der kan blive ført ekspansiv finanspolitik. Grundet stemningen på de finansielle markeder skal de offentlige finanser altså først forbedres i PIIGS-landene, før der efterfølgende kan fokuseres på væksten. I mellemtiden må de bedre stillede lande i Eurozonen sørge for at holde væksten oppe, hvilket forhåbentlig kan smitte af på efterspørgslen i PIIGS-landene.

Anvendelsen af modeller fra makroøkonomisk mainstream teorier er blot en af mange måder at vurdere de forskellige løsningsforslag i forbindelse med den europæiske statsgældskrise på. Det er nødvendigt at være opmærksom på, at analyse af de forskellige løsningsforslag er forbundet med stor usikkerhed uanset metodevalg. Dette skyldes blandt andet, at forventningerne til den økonomiske situation i fremtiden har stor indflydelse på de økonomiske valg, der bliver truffet i disse dage. Og sådan som den europæiske statsgældskrise har udviklet sig indtil videre og bliver ved med at udvikle sig, så kan der nemt komme flere eksterne choks, som vil påvirke forventningerne til den

europæiske økonomi i den ene eller anden retning. Denne store usikkerhed omkring fremtiden for økonomien i Europa vil være gældende for alle analyser af løsningsforslagene uanset metodevalg. På trods af den store usikkerhed er det nødvendigt med analyser af de forskellige forslag for at have det bedst mulige grundlag for at træffe de rigtige beslutninger. I dette projekt er dette blevet gjort ud fra et makroøkonomisk mainstream teoretisk perspektiv. Først om en årrække når den europæiske statsgældskrise er et overstået kapitel kan det konkluderes, om de valgte løsninger var de korrekte.

Kildehenvisning

Litteratur

Andersen, Torben M. (Februar 2012). *Statsgældskrisen*. Finans/Invest, 1/12, p. 4-9.

Atkins, Ralph & Kerin **Hope** (18. marts 2012). *FT Interview transcript: Lucas Papademos*. Financial Times. Lokaliseret den 20. marts 2012 på World Wide Web: www.ft.com/intl/cms/s/0/9b3f8d50-70df-11e1-8456-00144feab49a.html#axzz1peYQzbKb

Bini Smaghi, Lorenzo (15. marts 2012). *Has Europe learnt from the mistakes made in Greek debt crisis?* Financial Times. Lokaliseret den 15. marts 2012 på World Wide Web: <http://blogs.ft.com/the-a-list/2012/03/15/has-europe-learnt-from-the-mistakes-made-in-greek-debt-crisis/?#axzz1pHNtanm6>

Børsen, Mads Sixhøj (29. februar 2012). *Europas banker låner 4000 milliarder hos ECB*. Lokaliseret den 23. maj 2012 på World Wide Web: http://finans.borsen.dk/artikel/1/226755/europas_banker_laaner_4000_milliarder_hos_ecb.html

Christensen, Lars Seier (23. maj 2012). *Lars Seier: Lad grækerne få friheden tilbage*. Kronik, Børsen. Lokaliseret den 23. maj 2012 på World Wide Web: www.borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/233355/lars_seier_lad_graekerne_faa_friheden_tilbage.html

Det Europæiske Råd [EC] (2012). *Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union*. Lokaliseret den 24. maj 2012 på World Wide Web: http://european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26_en12.pdf

European Central Bank [ECB] (2012). *Key ECB interest rates*. Lokaliseret den 23. maj 2012 på World Wide Web: www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html

El-Erian, Mohamed (20. januar 2012). *How the world economy can solve its credit crisis*. The Guardian. Lokaliseret den 19. marts 2012 på World Wide Web: www.guardian.co.uk/business/economics-blog/2012/jan/20/how-world-economy-solve-credit-crisis

Europakommisionen (2012). *European Economic Forecast – Spring 2012*. Lokaliseret den 11. maj 2012 på World Wide Web: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-1_en.pdf

Eurostat (16. maj 2012-1). *Euro area annual inflation down to 2.6 %*. Lokaliseret den 24. maj 2012 på World Wide Web: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-16052012-BP/EN/2-16052012-BP-EN.PDF

Eurostat (2. maj 2012-2). *Euro area unemployment rate at 10.9%*. Lokaliseret den 2. maj 2012 på World Wide Web: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-02052012-AP/EN/3-02052012-AP-EN.PDF

Froyen, Richard T. (2009). *Macroeconomics: Theories and Policies*. 9. udgave. Pearson International Edition.

Financial Times (FT), James Wilson (29. april 2012). *German banks rein in exposure to Spain*. Lokaliseret den 30. april 2012 på World Wide Web: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5b9e76e8-8f89-11e1-9ab1-00144feab49a.html#axzz1tVYXSTHE>

Kureer, Henrik (2010). *International Økonomi*. Bind 1. Systime.

Olesen, Finn (2012). *Paul Davidson and the Post Keynesian Alternative to the Modern Macroeconomic Mainstream*. Working Papers - Macroeconomic Methodology, Theory and Economic Policy, Department of Business and Management. Lokaliseret den 26. maj 2012 på World Wide Web: www.business.aau.dk/wp/M12-01.pdf

Reinhart, Carmen M. & Kenneth S. Rogoff (16. april 2008). *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. NBER Working Paper No. 13882.

Sørensen, Peter Birch & Hans Jørgen Whitta-Jacobsen (2010). *Introducing Advanced Macroeconomics: Growth and Business Cycles*. 2. udgave. McGraw Hill.

Weidner, Justin & John C. Williams (14. februar 2011). *What Is the New Normal Unemployment Rate*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter. Lokaliseret den 26. maj 2012 på World Wide Web: www.frbsf.org/publications/economics/letter/2011/el2011-05.html

Wikipedia (2012). *List of countries by credit rating*. Lokaliseret den 3. maj 2012 på World Wide Web: http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_credit_rating

Data

EcoWin Pro, Reuters. Data tilgængelig via samarbejde med Spar Nord Bank.

Eurostat (11. april 2012-3). *General government gross debt (Maastricht debt) in % of GDP – annual data*. Tabel: tipsgo10. Lokaliseret den 12. april 2012 på World Wide Web: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/product_details/dataset?p_product_code=TIPSGO10

Eurostat (17. marts 2012-4). *Gross domestic products, current prices*. Tabel: teina010. Lokaliseret den 12. april 2012 på World Wide Web: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/main_tables

International Monetary Fund [IMF] (April 2012). *World Economic Outlook Database, April 2012*. Lokaliseret den 25. april 2012 på World Wide Web: www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx

OECD iLibrary (23. December 2011). *Total central government debt – As percentage of GDP*. Tabel: 10.1787/20758294-table1. Lokaliseret den 19. marts 2012 på World Wide Web: www.oecd-ilibrary.org/content/table/20758294-table1