Gældskrisen i EU er en trussel mod dansk finanspolitisk holdbarhed og selvstændighed

Af analysechef Otto Brøns-Petersen (20 92 84 40)

03-03-2023

EU-landenes budgetregler er reelt brudt sammen. Dette på trods af, at reglerne er traktatfæstet - altså en del af EU's "grundlov". Et flertal af EU-landene har større gæld end de 60 pct. af BNP, reglerne tillader. Gældskrisen kan true både stabiliteten i unionen og resultere i en stærkere central styring af den økonomiske politik i EU. Det vil mindske de enkelte landes selvstændighed. For Danmark kan en del af indsatsen med at konsolidere de offentlige finanser blive udhulet.

Budgetreglerne har været suspenderet siden 2020, først med henvisning til pandemien og siden til energikrisen og Ukraine-krigen, men analysen viser, at gældsproblemerne skyldes utilstrækkelig konsolidering lige siden euroens indførelse i 2000. EU-kommissionen (2022) har netop fremlagt et udkast til en revision, der skal træde i kraft i 2024, og det vurderes at rumme en reel lempelse af budgetkravene samt mindske regelstyringen. Visse lande ønsker at lempe yderligere. Analysen viser, at gældsproblemerne primært kan henføres til manglende håndhævelse af traktatens underskudsgrænse på 3 pct. af BNP.

Samtidig bevæger EU sig i retning af fælles hæftelse for gæld. Det kan indebære, at danske skatteydere de facto kommer til at bøde for budgetproblemer i andre EU-lande. Det kan udvande den betydelige konsolidering, der er fundet sted i Danmark, og som har resulteret i mere end holdbare offentlige finanser. Problemet er dog størst for eurolandene, som via ECB allerede har taget betydelige skridt i retning af en gælds- og transferunion.

Danmark står uden for euroen, men er omfattet af de fælles finanspolitiske regler. Dannelsen af en mere central politisk magt til at håndtere gældskrisen vil også med stor sandsynlighed berøre Danmark, hvis ikke der tages skridt til at afgrænse det til eurogruppen.

Det anbefales, at Danmark arbejder for en stramning af reglerne og ikke mindst sanktionerne for at overskride dem. Eurogruppen kan dog være "past the point of no return" i retning af gælds- og transferunion.

Danmark bør arbejde for, at eventuel centralisering af den økonomiske politik i form af yderligere gælds- og transferunion og fælles konjunktur- og investeringspolitik holdes strikt inden for euro-landenes regi, så Danmark ikke kommer til at bære byrden for gæld stiftet af euro-lande.

De finanspolitiske regler og deres overholdelse er en forudsætning for en decentral union, hvor medlemslandene har finanspolitisk suverænitet. Kan reglerne ikke håndhæves i en decentral struktur, trues unionen af sammenbrud, opløsning eller af en politisk centralisering, som går i retning af en føderal statsmagt.

Denne udvikling kan komme i pludselige ryk i kølvandet på gældskriser og markedsuro. Hvis der skal være en demokratisk diskussion om udviklingen, bør den finde sted nu.

EU's finanspolitiske regelværk er reelt brudt sammen. Gældsniveauet satte rekord i 2020 med et niveau på over 1½ gange det tilladte maksimum på 60 pct. Niveauet var endnu højere i euro-området.

De finanspolitiske regler og deres overholdelse er en forudsætning for en decentral union, hvor medlemslandene har finanspolitisk suverænitet. Kan reglerne ikke håndhæves i en decentral struktur, trues unionen af sammenbrud, opløsning eller af en politisk centralisering, som indebærer en føderal statsmagt. Denne udvikling kan komme i pludselige ryk i kølvandet på akutte gældskriser og markedsuro. Skal der være en demokratisk diskussion om udviklingen, er tiden begrænset. Tidspunktet er allerede forpasset i den forstand, at der er gennemført en bankunion, fælles lånoptagelse, udvanding af enstemmighedsbeskyttelsen mod fælles skattepolitik og inden for euroen sket en monetarisering af statsgæld, som ellers blev udelukket, da den fælles mønt blev indstiftet.

Danmark står uden for euroen, men er omfattet af de fælles finanspolitiske regler. Dannelsen af en mere central politisk magt vil også med stor sandsynlighed berøre Danmark, hvis ikke der tages skridt til at afgrænse det til eurogruppen.

Kommissionen har i november 2022 fremlagt et udspil til en revision af de fiskale regler, som lægger op til øget fleksibilitet, herunder landespecifikke gældslofter og krav til den økonomiske politik, men også øget politisk centralisering.

EU's voksende gældskrise

Det gennemsnitlige gældsniveau udgjorde i 2000 ved indførelsen af den fælles mønt 66,4 pct. af BNP i de nuværende 27 EU-lande og 69,2 pct. i de nuværende euro-lande (jf. tabel 1). For 2022 forventer OECD, at gennemsnittet vil andrage 88,1 pct. i EU-landene og 95,6 pct. i eurogruppen. Hertil kommer, at der navnlig som led i NextGenerationEU er optaget gæld på fælles EU-niveau svarende til 5,5 pct. af BNP. Reelt er gældskvoten dermed over 100 pct. i euro-landene, men lidt lavere i EU under ét.

De seneste år har været præget af en række ekstraordinære forhold, som kan gøre det vanskeligt at vurdere det strukturelle gældsniveau. På den ene side har ekstraordinære udgifter og "hjælpepakker" mv. under pandemien og energikrisen – hvor EU's budgetregler har været suspenderet – øget gældsniveauet betragteligt. På den anden side har den høje inflation i især 2022 skabt høje negative realrenter, som har trukket gældskvoterne den modsatte vej.

Tabel 1

Gældskvote

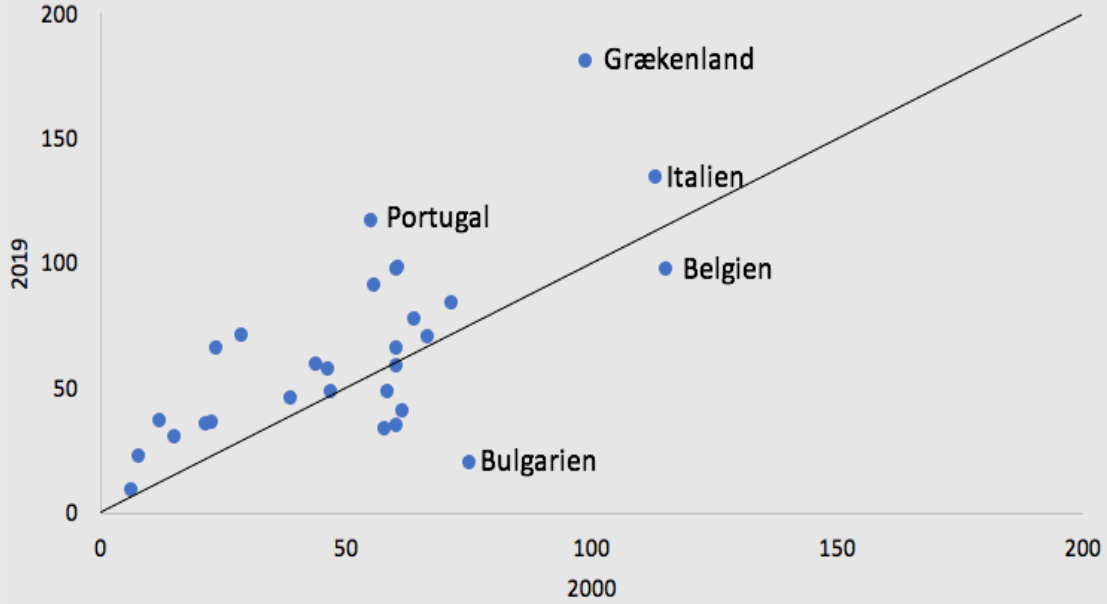
År	2000	2010	2019	2020	2021
EU (27 lande)	66,4	80,4	77,5	89,8	87,9
Euroområdet (19 lande)	69,2	85,7	83,9	97,0	95,4
Belgien	109,6	100,3	97,6	112,0	109,2
Bulgarien	70,7	15,3	20,0	24,5	23,9
Tjekkiet	17,0	37,1	30,0	37,7	42,0
Danmark	52,4	42,6	33,7	42,2	36,6
Tyskland	59,3	82,0	58,9	68,0	68,6
Estland	5,1	6,7	8,5	18,5	17,6
Irland	36,4	86,2	57,0	58,4	55,4
Grækenland	104,9	147,5	180,6	206,3	194,5
Spanien	57,8	60,5	98,2	120,4	118,3
Frankrig	58,9	85,3	97,4	115,0	112,8
Kroatien	35,4	57,1	71,0	87,0	78,4
Italien	109,0	119,2	134,1	154,9	150,3
Cypern	55,7	56,3	90,4	113,5	101,0
Letland	12,1	47,6	36,5	42,0	43,6
Litauen	23,5	36,2	35,8	46,3	43,7
Luxembourg	7,5	19,1	22,4	24,5	24,5
Ungarn	55,7	80,0	65,3	79,3	76,8
Malta	60,7	65,5	40,7	53,3	56,3
Holland	52,2	59,3	48,5	54,7	52,4
Østrig	66,1	82,7	70,6	82,9	82,3
Polen	36,4	54,0	45,7	57,2	53,8
Portugal	54,2	100,2	116,6	134,9	125,5
Rumænien	22,5	29,0	35,1	46,9	48,9
Slovenien	25,9	38,3	65,4	79,6	74,5
Slovakiet	50,5	40,6	48,0	58,9	62,2
Finland	45,1	50,1	64,9	74,8	72,4
Sverige	50,3	38,1	35,2	39,5	36,3

Kilde: Eurostat

Et bedre billede af den strukturelle gældsudvikling fås ved at sammenligne gældsraterne i 2000 og 2019, som begge var år på tærsklen til konjunkturtilbageslag. Som det ses af figur 1, har flertallet af EU-landene øget gælden i perioden, og et flertal overskrider grænsen på 60 pct. af BNP. Der er ingen systematisk tendens til, at lande med høj gæld i 2000 har haft en lavere gældsudvikling. Tværtimod er spredningen mellem landene vokset.

Figur 1

ØMU-gæld i pct. af BNP, 2000-2019



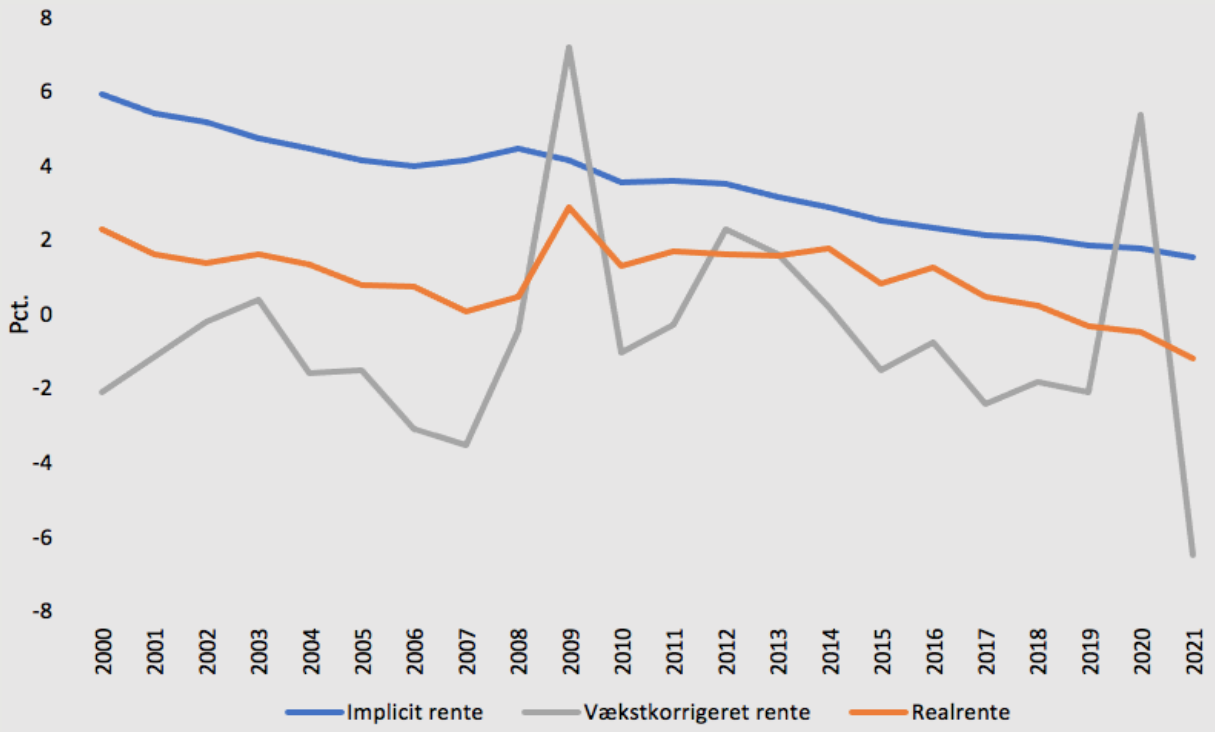
Kilde: Eurostat

Generelt har de fleste lande været i stand til at nedbringe gælden i perioder med højkonjunktur, men ikke tilstrækkeligt til at forhindre en voksende trend. I EU-landene under ét har den trendmæssige vækst – altså bortset fra konjunkturbetingede udsving – været på 1,2 procentpoint om året fra 2000-2019. I euro-landene har den været 1,5 procentpoint. Det er udtryk for, at gældsniveauet ved indgangen til hvert konjunkturtilbageslag har ligget på et højere niveau end ved det foregående. Udviklingen i de "gode tider" har ikke været stærk nok til at opveje gældsstigningen i de dårlige, hvilket ellers er en forudsætning for en stabil gældskvote.

EU har unægtelig været ramt af voldsomme negative chok gennem de tyve år. Især finanskrisen fra 2009 blev dyb og langvarig. Pandemien skabte et kraftigt, men kortvarigt udbudsstød, mens de konjunkturelle konsekvenser af den nødvendige pengepolitiske opbremsning efter lempelsen under pandemien, knapheden på energi og Ukrainekrigen endnu er ufortalt. Der har dog også været positive chok i form af strukturelt faldende renter. Trods den stigende gældskvote er den gennemsnitlige rentebyrde i EU-landene faldet fra 3,8 pct. af BNP i 2000 til 1,5 pct. af BNP i 2019 (og forventet 1,2 pct. i 2022). Den vækstkorrigerede rente – dvs. renten minus den økonomiske vækst – har i perioder været negativ. En negativ vækstkorrigeret rente indebærer, at gældskvoten falder af sig selv, blot der er balance på de offentlige finansers primære saldo (saldoen før renter).

Figur 2

Implicit rente, realrente og vækstkorrigeret rente, EU, 2000-2021

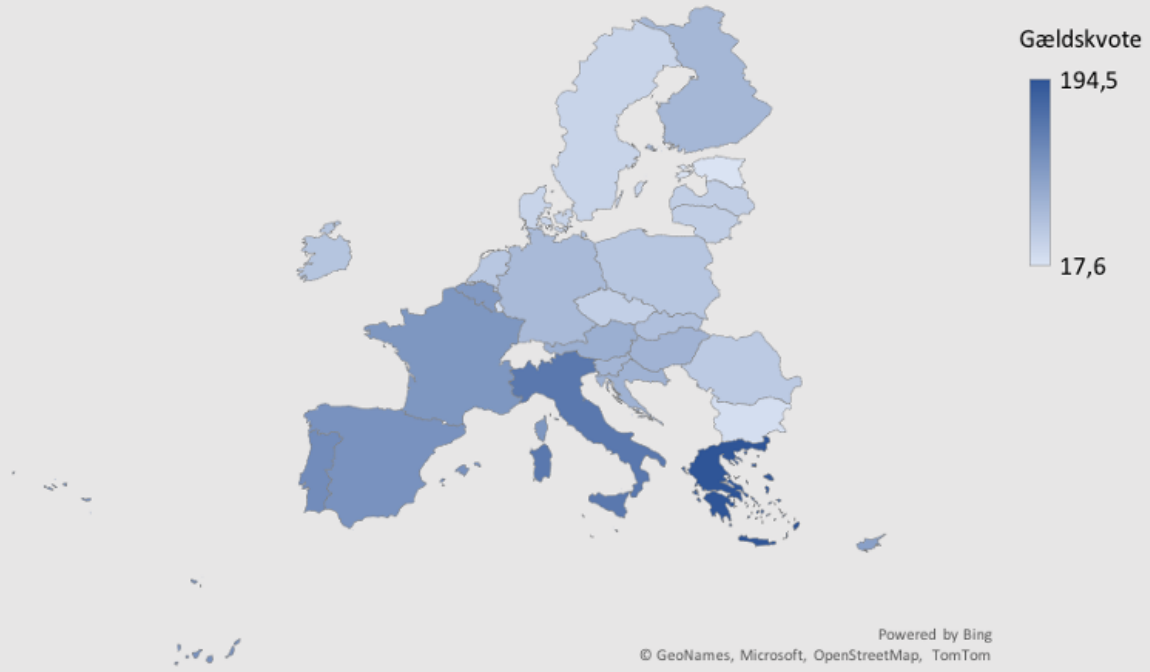


Anm: Implicit rente er rentebetalinger i forhold til gælden året før. Realrenten er efter fradrag af BNP-deflatoren. Den vækstkorrigerede rente er efter fradrag af den nominelle BNP-vækst.
Kilde: Eurostat og egne beregninger

Der er store forskelle på EU-landenes gældsniveauer. De højt forgældede stater er sydeuropæiske lande som Grækenland, Italien, Portugal, Spanien og Cypern, og Belgien har ligget højt siden euroens begyndelse. Det er imidlertid kritisk, at et politisk centralt placeret land som Frankrig har en høj gældsrate, og ikke mindst at Tyskland systematisk har overskredet gældsgrænsen på 60 pct. af BNP siden 2003 – bortset fra i 2019 – om end i mere behersket omfang. De fleste nye medlemmer fra den tidligere Østblok har relativt lave gældsprocenter, ligesom Danmark, Sverige, Holland og Luxembourg overholder grænsen. Det samme er tilfældet i Irland, der bemærkelsesværdigt er gået fra et meget højt gældsniveau efter finanskrisen. Irland er et eksempel på, at det ikke er umuligt at nedbringe selv en betragtelig gældsbyrde.

Figur 3

Gældskvoter i EU, 2021



Kilde: Eurostat

Problemet er mere manglende håndhævelse end for svage krav

De europæiske finanspolitiske krav blev introduceret med Maastricht-traktaten i 1992 og nedfældet i Stabilitets- og Vækstpagten 1997. De indeholder en række finanspolitiske krav samt en procedure for at håndtere overskridelser. Det samlede regelsæt er successivt blevet udbygget (se f.eks. EU-kommissionen 2023), men kernen er fortsat, at ØMU-gælden ikke må overstige 60 pct., og at det løbende ØMU-underskud på de samlede offentlige finanser ikke må overstige 3 pct. af BNP, uanset konjunktursituationen. Der er desuden landespecifikke krav til det forventede strukturelle budgetunderskud på ½-1 pct. af BNP. I princippet er dette krav strammere end 3 pct.-kravet til den faktiske saldo, men struktursaldoen er ikke på samme måde observérbar og dermed i praksis ikke så restriktiv. Landene skal årligt udarbejde et konvergensprogram, som godtgør, at kravene enten overholdes, eller at der er udsigt til tilstrækkelig konvergens mod de fiskale grænser. Overskrides gældsloftet, skal 1/20 af gabet lukkes hvert år.

Gæld og budgetsaldo hænger sådan sammen, at et budgetunderskud alt andet lige øger gælden tilsvarende. Når budgetsaldo og gæld måles i forhold til BNP, vil vækst i BNP (både i form af realvækst og af prisstigninger) derimod alt andet lige reducere gældskvoten over tid. I boksen er nærmere redegjort for de teoretiske sammenhænge. Her notes denne approksimative sammenhæng:

$$Ændring\ i\ gældskvote\ (fra\ t-1\ til\ t) \approx -Budgetsaldo - BNPvækst * gældskvote(t-1)$$

Ved f.eks. en gældskvote på 60 pct. og en budgetsaldo på -3 pct. skal der en nominel BNP-vækst på 5 pct. for at fastholde uændret gældskvote næste år.

Der skal dog noteres, at ØMU-gælden er en bruttogældsstørrelse, som også påvirkes af andre faktorer. Sammenhængen i formlen ovenfor er derfor noget forsimplet, men illustrativ for diskussionen her.

Budgetsaldoen kan ved overskridelse opdeles i to komponenter:

$$Budgetsaldo = Tilladt\ budgetsaldo + Overskridelse$$

Som nævnt kan både kravet til det strukturelle og det faktiske budgetunderskud overskrides, men det er 3 pct.-kravet til den faktiske saldo, som i kombination med overskridelse af gældsloftet på 60 pct. af BNP kan udløse en såkaldt procedure for uforholdsmæssigt stort underskud (EDP) fra Kommissionens side.

I tabel 2 er opgjort, hvor meget henholdsvis budgetunderskud på højst 3 pct. af BNP og overskridelser af dette loft har bidraget til ændringen i den samlede gældskvote fra indgangen til 2000 til 2019. Der er altså fortsat set bort fra de seneste negative stød fra pandemien og Ukrainekrisen. Det er opgjort ensartet for alle nuværende 27 medlemslande[1].

[1] Ikke alle lande har været medlemmer siden 2000, men disse lande har forudgående i princippet skulle demonstrere tilstrækkelig konvergens mod kravene.

Tabel 2

Gældskvoter i EU, 2000-2019

	Gælds-Kvote Primo 2000	Gælds-kvote 2019	Stigning i gælds-kvote 2000-2019	Heraf fra - budget-under-skud over 3 pct.	- budget-under-skud op til 3 pct.	- økono-misk vækst m.v.
EU– 27 lande	63,9	77,5	13,6	7,9	40,2	-34,5
Euroområdet	71,6	83,8	12,2	8,7	41,8	-38,3
Belgien	115,4	97,7	-17,7	6,3	31,9	-55,9
Bulgarien	75,3	20,0	-55,3	4,5	1,2	-61,0
Tjekkiet	15,2	30,1	14,9	15,2	34,5	-34,8
Danmark	58,1	33,6	-24,5	0,5	-18,1	-6,9
Tyskland	60,4	58,9	-1,5	3,8	17,5	-22,8
Estland	6,4	8,6	2,2	0,0	-7,2	9,4
Irland	46,6	57,2	10,6	64,1	11,8	-65,3
Grækenland	98,9	180,7	81,8	82,1	45,2	-45,5
Spanien	60,8	98,3	37,5	43,1	32,9	-38,5
Frankrig	60,5	97,4	36,9	18,1	55,0	-36,2
Kroatien	28,8	71,1	42,3	23,8	46,2	-27,7
Italien	113,3	134,1	20,8	6,5	53,1	-38,8
Cypern	55,8	91,1	35,3	23,3	30,8	-18,8
Letland	12,1	36,7	24,6	14,7	31,1	-21,2
Litauen	22,7	35,9	13,2	16,9	28,8	-32,5
Luxembourg	8,1	22,3	14,2	0,0	-34,2	48,4
Ungarn	60,4	65,5	5,1	33,9	54,2	-83,0
Malta	61,7	40,7	-21,0	16,6	33,9	-71,5
Holland	58,6	48,5	-10,1	7,1	21,5	-38,7
Østrig	66,7	70,6	3,9	5,5	35,2	-36,8
Polen	38,9	45,6	6,7	24,8	51,3	-69,4
Portugal	55,4	116,6	61,2	44,3	53,0	-36,1
Rumænien	21,7	35,3	13,6	18,9	45,9	-51,2
Slovenien	23,7	65,6	41,9	26,2	38,5	-22,8
Slovakiet	47,1	48,1	1,0	32,1	51,3	-82,4
Finland	44,1	59,6	15,5	0,0	-16,3	31,8
Sverige	60,5	34,9	-25,6	0,0	-9,7	-15,9
Alle uvejet	51,0	63,1	12,1	19,7	26,6	-34,2
Heraf lande med over 60 pct. gældskvote	67,2	94,7	29,2	28,8	43,9	-43,5

Kilde: Eurostat & CEPOS-beregninger

For de EU-lande, der i 2019 overskred gældsloftet på 60 pct., steg gældskvoten med gennemsnitligt 29,2 point fra 2000-2019. Heraf kan 28,8 point henføres til overskridelser af 3 pct.-loftet for underskuddet – det vil sige stort set det hele. Ligeledes for det mest forgældede land, Grækenland, svarer stigningen i gældskvoten omtrent til de samlede overskridelser af 3 pct.-loftet. For en del lande med høj gæld har væksten i gældskvoten dog været klart større, end overskridelserne af underskudsgrænsen tilsiger. Det gælder f.eks. Frankrig, Italien og Portugal. Her ville en stabilisering af gældsraten ikke blot have krævet en overholdelse af underskudsgrænsen, men tillige at underskuddene havde været mindre selv i år, hvor underskudsgrænsen blev overholdt, eller at den økonomiske vækst havde været højere. I lande med lav strukturel vækst er det derfor nødvendigt, at der er en større sikkerhedsmargin til 3 pct.-grænsen også i år, hvor den overholdes, eller at konsolideringen er kraftigere under opgangskonjunkturer.

Men der er altså samlet indikation i den hidtidige udvikling for, at de voksende gældsproblemer først og fremmest hænger sammen med for svag disciplin med at overholde 3 pct.-loftet i visse lande og for svag håndhævelse fra EU's side. Som det fremgår af tabel 3, har landene i gennemsnit overskredet gældsloftet godt en tredjedel af tiden fra 2000 til 2019. Otte lande har overskredet loftet mere end halvdelen af tiden, og det mest forgældede land, Grækenland, har overskredet 80 pct. af tiden. For Frankrig er det 70 pct. af tiden.

Tabel 3

Andel år med overskridelse af 3 pct. grænse 2000-19

EU– 27 lande	25
Euroområdet	30
Belgien	30
Bulgarien	15
Tjekkiet	35
Danmark	5
Tyskland	30
Estland	0
Irland	35
Grækenland	80
Spanien	55
Frankrig	70
Kroatien	60
Italien	40
Cypern	50
Letland	20
Litauen	35
Luxembourg	0
Ungarn	55
Malta	40
Holland	25
Østrig	15
Polen	70
Portugal	75
Rumænien	40
Slovenien	40
Slovakiet	50
Finland	0
Sverige	0
EU-uvejet	36

Kilde: Eurostat & CEPOS-beregninger

Samtidig hænger de høje gældsniveauer i en række lande sammen med, at deres indgangsniveau for gældskvoten lå på et højt niveau ved euroens start. I deres tilfælde er det ikke tilstrækkeligt med en underskudsprofil, der stabiliserer gældsniveauet; men én der er stærk nok til at udløse faldende gæld.

Der er politiske incitamenter til for høj gældsætning, men de begrænses af bankerot-risiko

Det kan være hensigtsmæssigt, at en stat har adgang til at optage gæld. Den første årsag er, at statens indtægter og udgifter – og dermed budgetsaldoen – svinger naturligt over konjunkturcyklen. En højkonjunktur er ofte forbundet med ekstraordinært høje indtægter fra beskatning af bl.a. indkomster hos både personer og selskaber samt af forbrug – og modsat i en lavkonjunktur. I standardteorien (Barro 1979) er det centrale motiv for offentlig gældsætning og formue således udglatning af skatteindtægter. Skatter indebærer et forvridningstab, som vokser uforholdsmæssigt med skattesatserne. Derfor ville den nødvendige skatteforhøjelse i en lavkonjunktur indebære et større tab end den gevinst, som ville være forbundet med en skattelettelse i en højkonjunktur, hvis budgettet skulle balancere år for år. Ved at udglatte indtægterne gennem over- og underskud på saldoen kan det gennemsnitlige forvridningstab sænkes.

Omvendt er udgifterne typisk højere i lavjunkturer på grund af flere overførselsindkomstmodtagere. De automatiske budgetvirkninger er såkaldt automatiske stabilisatorer, det vil sige en del af den automatiske finanspolitiske reaktion på konjunkturerne.

Desuden kan diskretionære beslutninger på både udgifts- og skattesiden forstærke de automatiske stabilisatorers effekt på efterspørgslen, hvilket øger budgetsaldoens udsving over konjunkturerne.

Udglatning af udgifter og indtægter samt ønsket om at føre konjunkturmodløbende finanspolitik kan således tale for midlertidig opsparing og gældsætning, men ikke systematisk strukturel offentlig lånoptagelse. Ifølge Barros teori om optimal gældsætning bør det strukturelle gældsniveau være nul, ligesom den strukturelle saldo bør balancere.

Afkastet af offentlige investeringer kan imidlertid strække sig over en lang periode ude i fremtiden, hvilket kan tale for, at finansieringsbyrden også strækkes ud. Ellers vil byrden falde på de generationer, som beslutter investeringerne, mens gevinsten i højere grad kommer fremtidige generationer til gode. Her er betragtningen altså, at det snarere er nettoformuen – værdien af det offentlige kapitalapparat fratrukket gæld – som bør være nul.

Desuden kan demografiske ændringer tilsige gæld- og formueopbygning ud fra et generationshensyn. I Danmark og de fleste andre vestlige lande øges andelen af ældre i disse år, og det kan tilsige en offentlig opsparing til at håndtere den øgede forsørgerbyrde, så den ikke kommer til at hvile på en faldende andel erhvervsaktive. De fleste EU-lande er dog langt fra at have sådanne fonde eller på anden sikre finanspolitisk holdbarhed (det vurderes derimod at være tilfældet for Danmark, der ifølge både Finansministeriet (2022) og De Økonomiske Råds Sekretariat (2022) har mere end holdbare offentlige finanser).

Der er også ulemper ved gældsoptagelse. Effekten af stabiliseringspolitik er tvivlsom, ikke mindst den diskretionære finanspolitik. Samtidig kan der være politiske incitamenter til at forstærke snarere end udglatte konjunkturerne – f.eks. lempe finanspolitikken i et valgår for at fremprovokerede bedre konjunkturer midlertidigt eller som bivirkning af større tilbøjelighed til at vedtage nye udgifter og holde igen med beskatning.

Mens gældsætning kan udjævne byrderne mellem generationer, kan det også forstørre forskellene. Fremtidige generationer har ikke stemmeret endnu, og derfor kan der være et incitament til at begunstige nuværende generationer med stor politisk indflydelse. Tilsvarende kan konkurrencen

mellem forskellige partier i et demokrati medføre for stor gældsætning, fordi en del af byrden vil falde på andre partier, når de på et tidspunkt får magten.

Det er værd at bemærke, at hvis der er incitamenter til overgældsætning, kan det ikke alene modvirke de positive effekter af adgangen til at stifte offentlig gæld, men også føre til, at gældsstiftelsen når et niveau, hvor spillerummet for f.eks. konjunkturmodløbende finanspolitik og samfundsøkonomiske rentable offentlige investeringer forsvinder. Et vigtigt argument hos EU-kommissionen for at revidere de finanspolitiske spilleregler går netop på at genskabe et sådant spillerum.

Den teoretiske litteratur er ikke entydig med hensyn til hverken incitamenter eller politiske mekanismer til overgældsætning (se Buchanan og Wagner (2000 [1977]) for en original teori og Alesina og Passalacqua (2016) for en oversigt). Grundlæggende kan både fiskal illusion og adgangen til at vælte en del af byrden over på andre end de aktuelle politiske beslutningstagere – dvs. en form for commons-problem[2] - være drivkræfter. Til gengæld finder Alesina og Passalacqua (2016), at gældsætningen i de vestlige lande afviger så markant fra optimal finanspolitik, at det kun kan forklares med uhensigtsmæssige politiske incitamenter, uanset at det er mindre klart, præcis hvori de består.

Aguiar og Amador (2021) viser, at en "utålmodig" regering vil vælge at optage gæld. Ved utålmodig forstås, at den diskonterer fremtiden med mere end markedsrenten. Derfor vil den være villig til at påføre fremtidige skatteydere et større forvridningstab end nutidige. Utålmodighed må også fortolkes som udtryk for et commonsproblem[3].

Selv om der er et incitament til, at regeringer overgældsætter sig, hvis der foreligger et commonsproblem, vil det ikke nødvendigvis føre til en så uholdbar gældsætning, at det leder til en statsbankerot. Konsekvenserne af en statsbankerot vil også kunne ramme de beslutningstagere og koalitionen bag dem, som frembringer den. Den vil miste gevinsterne ved at kunne udglatte indtægter og udgifter samt finansiere rentable investeringer, fordi kreditorerne ikke vil være villige til at yde nye lån. Allerede inden en bankerot kommer på tale, vil investorerne forlange et risikotillæg, der vokser med låntagningen og risikoen for bankerot. Men i tilfælde af uventede stød til økonomien vil en statsbankerot alligevel kunne blive en realitet.

Jiang m.fl. (2022) viser, at en utålmodig stat vil øge gælden, indtil den konvergerer imod en langsigtet steady state-gældsrate. Hvis staten har adgang til at forsikre sig imod udsving i BNP, vil gældsdynamikken følge et deterministisk forløb, bestemt af utålmodigheden. Den langsigtede gældsrate afhænger som i standardmodellen af den primære saldo og den vækstkorrigerede rente samt desuden af en hedging præmie. I en simulering baseret på amerikanske data får denne præmie markant indflydelse. Den kan også fortolkes på den måde, at risikoen for bankerot – som forsikringen reducerer – medvirker til at begrænse gældsætningen, inden den bliver alt for stor. Uden adgang til hedging må risikopræmien i stedet forventes at stige hurtigere.

Samlet set kan et commons-problem skabe incitamenter til højere end optimal gældsætning, men ikke i en grad, så det frembringer en overhængende bankerotrisiko, fordi det ville få kreditgivningen til at tørre ud.

[2] Et commons- eller fælledproblem refererer til "fælledens tragedie" (Hardin 1968), som i det oprindelige tilfælde handler om, hvordan fælles græsningsarealer blev overgræsset, fordi hver bonde kun bar en begrænset del af omkostningen ved at øge antallet af kvæg, men selv fik hele gevinsten. En række spilteoretiske tilfælde, herunder fangernes dilemma, kan repræsentere commonsproblemer. I den situation kan det fælles resultat forbedres ved at indføre en fælles myndighed, som tvinger deltagerne bort fra den ikke-kooperative ligevægt.
[3] Der er en betydelig teoretisk diskussion i relation til global opvarmning, om selv diskontering med markedsrenten er for utålmodigt "etisk" betragtet. Det bør dog afvises.

Uden regler eller koordination er der incitamenter til overgældsætning i en union

Incitamentet til overgældsætning kan imidlertid forstærkes, hvis et land indgår i en union eller lignende, som kan bære nogle af omkostningerne ved gældsstiftelse. Hvor commons-problemet internt i et land kan være vanskeligere at identificere, består det ved en union i, at landene kan have mulighed for at vælte byrder over på hinanden. Der kan både være tale om den ultimative byrde ved manglende evne til at honorere gælden og ved at dele den stigende risikopræmie ved gældsætning med andre.

Heller ikke i en union er der incitamenter til at drive gælden helt til kanten af *egen* bankerotrisiko. Men hvis staten har mulighed for at blive beskyttet mod bankerot ved at blive reddet af resten af unionen, kan gælden godt stige til et niveau, som ville svare til statsbankerot på egen hånd.

I princippet kan et land godt deltage i en økonomisk eller valutarisk union, uden at de øvrige lande behøver at bære en risiko, hvis det ikke kan vedstå sine forpligtelser. På samme måde kan private og statslige papirer udstedt i samme valuta have forskellige renter og risici, som ikke behøver at smitte af på hinanden. Lande, der pegger et andet lands valuta, bærer også selv risikoen ved låntagning (den amerikanske dollar bruges f.eks. ved kursfastsættelsen på en række valutaer, uden at det belaster de amerikanske statsfinanser).

Hvis der imidlertid er forventning om, at en del af risikoen vil blive delt, vil det isoleret set medføre et mindre risikotillæg til det enkelte land end ellers. Omvendt vil risikoen forbundet med andre landes gæld øge risikotillægget for de andre. Samlet set kan et common-problem, som der her er tale om, medføre, at der optages større gæld end optimalt og med en større risikopræmie. Hvis landene er ens med hensyn til bl.a. størrelse, præferencer og initiale offentlige finanser, kan det resultere i, at alle lande gældsættes mere, end de ville uden gensidigt at hæfte for hinandens gæld. Hvis landene er forskellige, kan det resultere i en situation, hvor nogle lande gældsættes væsentligt mere end andre.

En tilstand, hvor medlemmer af en union på grund af et commonsproblem optager for meget gæld, er næppe holdbar i længden, fordi det stiller alle parter ringere end nødvendigt, og fordi det i værste fald kan føre til fælles bankerot. Der er grundlæggende tre løsninger på et sådan commonsproblem:

- Commonsproblemet kan fjernes ved at afskære enhver mulighed for fælles hæftelse. Det er den mest troværdige løsning, og det er den, der blev forsøgt etableret med Maastricht-traktatens regler.
- Commonsproblemet kan løses gennem en kooperativ ligevægt, hvor deltagerne får skabt et spontant incitament til at samarbejde, fordi afvigelser straffes af de andre deltagere (se Ostrom 1990; Axelrod 2006[1984]). En sådan ligevægt kan dog være skrøbelig (Binmore 1994).
- Commonsproblemet kan løses gennem etableringen af en myndighed, som kan påbyde en adfærd, svarende til en kooperativ løsning. Dette er standardbegrundelsen i social kontraktteori for etableringen af en statsmagt i en anarkisk naturtilstand (se f.eks. Buchanan 1975; Brøns-Petersen 2021)

De to første løsninger bygger på, at staterne i en decentral magtstruktur opretholder begrænsninger på gældsætningen. Det har været udgangspunktet for finanspolitikken i EU, at der både er traktatmæssige grænser for reel fælles hæftelse i EU og i euroen via den fælles pengepolitik, traktatmæssige krav til finanspolitikken i form af gælds- og underskudsgrænser samt koordinering og sanktionsmuligheder ved overtrædelser. Men allerede fra begyndelsen har der været sat spørgsmålstegn ved realismen i at opretholde ikke-hæftelse, bl.a. af tidligere kommissionsformand Delor[4].

[4] I februar 1995 udtalte den tidligere formand Delors i Europaparlamentet: "EMU means, for instance, that the Union acknowledges the debts of all those countries that are in the EMU" (Connolly 1996).

Den sidste løsning indebærer derimod en mere centraliseret fiskal og politisk union. Hvis de to første redskaber ikke er tilstrækkeligt effektive til at forhindre gældskriser og commonsproblemer, kan det blive nødvendigt at etablere en føderal statsmagt. Som påpeget af Sargent (2012), fik USA en langt mere centraliseret statsmagt netop som resultat af gældsproblemerne i delstaterne efter uafhængighedskrigen, og han forudser et lignende scenario for EU.

Problemer ved overgældsætning

Commonsproblemer kan generelt ytre sig ved mindre effektiv ressourceudnyttelse, og det gælder også i forbindelse med overgældsætning, hvor finansieringsbyrden ikke indgår i fuldt omfang ved økonomiske beslutninger. Det kan som nævnt have karakter af en uforholdsmæssig stor skatteforvridning i fremtiden.

Gældsætning kan samtidig gennem et højere renteniveau fortrænge ellers produktive investeringer i den private sektor.

Der er en betydelig empirisk litteratur, som peger på, at høj offentlig gældsætning er forbundet med lavere økonomisk vækst. Det tyder på, at sammenhængen ikke er lineær, men de negative effekter sætter ind ved gæld over en kritisk grænse (se Salmon 2021 for en oversigt over litteraturen). Det er omdiskuteret, om grænsen er generel eller landeafhængig. Reinhart, Reinhart, og Rogoff (2012) finder, at gældsniveauer over 60 pct. har været forbundet med lavere vækst, og at niveauer over 90 pct. har ført til markant lavere vækst. Et vigtigt spørgsmål er naturligvis, i hvor høj grad kausaliteten løber fra gæld til vækst - f.eks. i form af fortrængning af private investeringer -, fra vækst til gæld eller skyldes en tredje faktor (f.eks. dårlig økonomisk politik), som påvirker både vækst og gæld. Det er ikke entydigt klart i litteraturen.

Der er kommet fornyet fokus på, at gældsætning også kan virke inflationært og har spillet en vigtig rolle for den aktuelle inflation. Cochrane (2018; 2023) anfører, at tilskyndelsen til delvis at finansiere statsgælden gennem inflation øges med gældsniveauet, og at det kan spille en rolle for inflationen allerede gennem inflationsforventningerne (se også den originale fiskale teori om inflation hos Sargent og Wallace 1981). Det kan i hvert fald fastslås, at de aktuelle meget negative realrenter formentlig har medført et fald i gældsraterne, trods betragtelige underskud.

Den Europæiske Centralbank har således været tøvende med at stramme pengepolitikken i 2021 og 2022 trods den høje inflation med henvisning til effekten på de højtforgældede lande, og der er samtidig med de seneste stramninger indført et instrument, der sigter på at udjævne renteforskelle mellem eurolandene. Da renteforskellene afspejler risiciene for statsbankerot[5], er der reelt tale om en subsidiering af de højtforgældede landes gæld på de øvrige medlemslandes bekostning. Det kan dårligt læses som andet end et signal om, at ECB er uvillig til at stramme pengepolitikken, hvis det forværrer statsgældskrisen for meget.

Også i USA og Storbritannien har der i forbindelse med pandemien været store offentlige udgiftsstigninger og underskud, som sammen med den ligeledes lempelige pengepolitik kan have været inflationsdrivende.

I en monetær union rejser den inflationsdrivende effekt af statsgæld særlige problemer, fordi byrden bæres af landene i fællesskab. Det er i endnu højere grad tilfældet end byrden ved stigende bankerotrisiko, fordi risikopræmien ikke nødvendigvis deles mellem medlemmerne. Inflationen i en monetær union er derimod ens på tværs af landene, fordi valutakursen er fast. I en union af lande med forskellige valutaer vil valutaen i et land med høj gæld kunne komme under pres eller ligefrem bliver

[5] Renteforskelle kan også afspejle de- og apprecieringsrisici mellem forskellige valutaer. Depreciering af gæld udstedt i hjemlig valuta kan sidestilles med en bankerot: Kreditor kan miste en del af sit tilgodehavende ved enten at blive påtvunget et 'haircut', dvs. en nedskrivning af hovedstolen, eller ved at det opgjort i udenlandsk valuta bliver mindre værd. Meget gældsatte lande er dog typisk nødt til at optage gæld i fremmed valuta for at afskære sig fra tilskyndelsen til at nedskrive valutaen.

tvunget til at forlade samarbejdet. I en union med fælles valuta er det udelukket, og derfor vil presset ramme alle gennem den fælles valuta. Commons-problemet er derfor større i en monetær union med fælles mønt. Statsgældskrisen i EU er først og fremmest et problem for euro-landene.

Danmark er dog påvirket i den forstand, at de pengepolitiske myndigheder flere gange har måttet intervenere for at forhindre kronen i at appreciere. Desuden har Danmark opjusteret renten mindre end ECB.

EU's decentrale finanspolitiske koordinering er brudt sammen

De mekanismer, som skulle sikre en decentral koordinering og konsolidering af finanspolitikken i EU, herunder pengepolitikken i ECB, er på væsentlige punkter brudt sammen.

For det første har ECB omgået traktatfastsatte regler, som skulle sikre mod monetarisering af landenes gæld, og opkøbt betydelige mængder statsgæld. Det er rent praktisk sket ved at finansiere nationale centralbankers opkøb. Gros (2019) anslår eksempelvis, at Banca d'Italia direkte og indirekte hæfter for over en tredjedel af den italienske statsgæld. Det er dog først for nylig, at monetariseringen har givet sig inflationære udslag, men ikke mindst i 2022 er statsgælden blevet udhulet af stigende priser. ECB har desuden i 2022 etableret et Transmission Protection Instrument (TPI), som kan anvendes til at udligne risikopræmierne på højt forgældede medlemslande. Det vil i praksis sige fælles gældsstiftelse, fordi risikopræmien udlignes ved, at ECB overtager en del af den risiko, som markedet ellers forlanger en højere præmie for.

For det andet har ECB udover at facilitere hæftelse for statsgæld gennem Quantitative Easing og dermed forbundne opkøb af andre finansielle aktiver end statsobligationer bidraget til meget rigelig likviditet og lave finansieringsomkostninger for statsgæld. I forvejen understøtter reguleringen af finansielle institutioner opkøb af statsobligationer, som - i modsætning til andre obligationer - stemples som risikofrie, selv fra lande som Grækenland og Italien. Lempelsen under corona-epidemien og Ukraine-krisen har været så voldsom, at ECB ikke har levet op til sit mandat om højst 2 pct. inflation, og mandatet er blevet udvandet til gennemsnitligt 2 pct. inflation.

For det tredje har EU interveneret for at redde Irland og Grækenland - og deres navnlig tyske og franske bankkreditorer - fra en alvorlig statsgældskrise, der udbrød i 2010. Det har skabt en udbredt forventning om, at eurogruppen ikke vil lade et medlemsland eller deres systematisk vigtige banker gå regulært bankerot. I Grækenlands tilfælde er de øvrige lande deciderede kreditorer i en lang fremtidig periode.

For det fjerde har EU med sit program NextGenerationEU optaget fælles lån svarende til 5,5 pct. af BNP i EU. De går som lån og tilskud overvejende til de sydeuropæiske lande, selv om alle medlemmer er berettiget til en vis andel (for en oversigt over fordelingen, se Bruegel 2022). Der er således tale om et væsentligt skridt i retning af en gælds- og transferunion. Desuden indebærer ordningen, at landene skal anvende provenuet på politisk prioriterede områder fastsat centralt, således at der også er sket en politisk centralisering. Det er en velkendt metode i føderale stater, at den føderale politiske styring udøves gennem politisk betingede tilskud fra centralmagten (det er f.eks. tilfældet i USA[6]).

For det femte er decentraliseringen på skatteområdet i kraft af enstemmighedskravet blevet omgået i 2022 ved at anvende traktatens artikel 122, som giver adgang til at vedtage foranstaltninger ved "alvorlige forsyningsproblemer … især på energiområdet". Foranstaltningen består i ekstraordinær beskatning af fossile energiselskaber og at omfordele provenuet til udvalgte grupper og vil således ikke engang afhjælpe knapheden på energi. Hvis det danner præcedens, vil enstemmighedskravet på skatteområdet og den betydelige fiskale decentralisering, det indebærer, være alvorligt svækket.

6

For det sjette har de gældende regler for en række landes vedkommende som nævnt ikke været overholdt, og overskridelserne har ikke været systematisk sanktioneret.

Endelig har budgetreglerne været suspenderet siden 2020, først med henvisning til pandemien og siden til energikrisen og Ukraine-krigen. Der er først lagt op til, at regelværket igen kommer til at fungere i 2024 efter den revision af reglerne, EU-kommissionen (2022) netop har fremlagt.

EU-kommissionens forslag til nye fiskale regler og procedurer

Hovedpunkterne i kommissionens forslag er:

- De traktatfæstede krav om budgetunderskud på højst 3 pct. af BNP og en gældskvote på højst 60 pct. opretholdes i princippet.
- Alle øvrige eksisterende budgetkrav, herunder primært det landeafhængige krav til den strukturelle budgetsaldo samt kravet om, at gældskvoten skal falde med 1/20 af overskridelsen af 60 pct.-grænsen, bortfalder. Der indføres i stedet et krav baseret på landenes primære offentlige udgifter. Ved primære offentlige udgifter forstås den offentlige sektors udgifter før renteudgifter, diskretionære engangsindtægter og konjunkturbetingede udgifter til arbejdsløshed.
- Medlemslandene skal udarbejde mellemfristede fiskale og strukturøkonomiske planer, der bringer de offentlige finanser på et spor mod at overholde gældsloftet på 60 pct. af BNP samt sikrer et underskud under 3 pct. af BNP. Planerne afhænger af landenes økonomiske grundbetingelser og udsigter, herunder demografi og underliggende økonomiske vækst, og af graden af gældsætning. Planerne erstatter de nuværende konvergensprogrammer.
- På baggrund af planerne indledes en dialog med Kommissionen, som - såfremt de lever op til kravet om et mellemfristet spor med tilfredsstillende gældsreduktion - indstilles til godkendelse i Rådet.
- Den eksisterende procedure med skærpet overvågning ved overskridelse af saldokravet (Excessive Deficit Procedure, EDP) opretholdes og udløses automatisk ved overskridelse. Proceduren ved overskridelse af gældskvoten styrkes og iværksættes ”som udgangspunkt” ved afvigelser fra det aftalte spor for de offentlige finanser og strukturpolitikken.
- For lande med en ”substantiel gældsudfordring” skal de primære nettoudgifter indebære en udvikling, som inden for fire år bringer gældskvoten på et ”plausibelt og kontinuert faldende spor” over en tiårig horisont, mens underskuddet holdes på højst 3 pct. For lande med ”moderate gældsudfordringer” skal tiårssporet opnås inden for højst tre år. For lande med ”lav udfordring” skal det samme være tilfældet ved uændret politik i løbet af en ligeledes højst treårig periode.
- Bødesystemet ved overtrædelser strammes angiveligt ved at sænke størrelsen til et mere realistisk niveau. Desuden lægges der op til at kunne modregnes i tilskud fra EU.

Forslaget indeholder klart lempende elementer. EU-kommissionen bøjer sig for, at det er politisk urealistisk for en række lande at opnå en overholdelse af gældsloftet inden for overskuelig fremtid. Det objektive krav til gældsreduktion falder således bort og erstattes af et krav om at følge et langsigtet spor, baseret på vurderinger som i sagens natur vil være langt mindre sikre. Kommissionen ønsker, at der i højere grad skal kunne tages hensyn til et behov for aktiv finanspolitik og angiveligt vækstfremmende udgifter. Den har dog opgivet overvejelserne om at friholde offentlige investeringer fra udgiftsloftet, hvilket ville have indebåret en yderligere lempelse.

Kravet til gældskvoten bliver mindre bindende end hidtil, og den hidtidige de facto-udvanding bygges formelt ind i regelsættet. Desuden bliver fortolkningen af, om reglerne overholdes, mere

diskretionær og op til forhandling. Det er velkendt fra f.eks. den hjemlige debat, at finanspolitisk holdbarhed er behæftet med usikkerhed, bl.a. om fremtidige politiske beslutninger. Urealistiske forudsætninger, som det reelt er op til fremtidige politiske flertal at bestemme, vil kunne få gældssporet til at udvise den krævede konsolidering. Hertil kommer, at planer, der hviler på diskretionære beslutninger, kan være vanskeligere at føre ud i livet på grund af tidsinkonsistens (Kydland og Prescott 1977).

Kommissionen lægger samtidig op til, at der i evalueringen af landenes mellemfristede planer skal lægges vægt på, om national politik understøtter EU-strategier om bl.a. digital industripolitik og klima. Det vil indebære et *trade off* mellem fiskale hensyn og disse målsætninger. Der er en risiko for, at Kommissionen og Rådet vil anvende dette spillerum til at drive politiske målsætninger frem på bekostning af konsolidering.

Der er også angivelige stramninger. Kommissionen kan i princippet blokere for, at et lands program bliver vedtaget ved ikke at indstille det til Rådet. Hvis Kommissionen er mindre eftergivende end Rådet, vil det naturligvis fungere som en stramning, men omvendt vil en lempelig linje fra Kommissionens side nok lettere kunne komme igennem i forhold til Rådet.

Loftet for de primære nettoudgifter udlægges også som en stramning - og har i øvrigt været ønsket af det uafhængige Finanspolitiske Råd med Niels Thygesen som formand. Begrundelsen er, at det ikke som det strukturelle underskud er uobserverbart og usikkert. Det rejser imidlertid nye problemer. Udgifterne er kun én komponent i den samlede saldo. Ændringer på indtægtssiden tæller således - modsat den strukturelle saldo - ikke med. Derfor er det muligt at forringe saldoen, uden at det er klart ud fra udgiftsmålet. Det kan endda være muligt at maskere udgifter på indtægtssiden ved at afholde dem som skatteudgifter. For at gardere sig imod sådanne forsøg på at omgå reglerne, vil det være nødvendigt at opgøre saldoeffekten alligevel, herunder korrigere for kortsigtede udsving. Det vil for fremtiden dog ske som led i Kommissionens beregning af det mellemfristede gældsprofil. Det vil på den ene side styrke den eksterne kontrol via Kommissionen, men på den anden svække det nationale ansvar for at budgettere rigtigt - både for så vidt angår regeringen som de uafhængige budgetmyndigheder. Så spørgsmålet er, hvor stort fremskridtet er.

Der er hidtil ikke anvendt bøder i nævneværdigt omfang ved overskridelse af de finanspolitiske regler[7], og de har heller ikke en størrelse, der giver reelle incitamenter til at overholde reglerne. Nu ønsker Kommissionen så at reducere dem yderligere. Det er højst usandsynligt, at det vil resultere i stærkere disciplin. Tværtimod ligger der i udspillet en reel opgivelse af muligheden for at udsætte medlemmerne for sanktioner. I stedet sætter man sine forhåbninger til et større "nationalt ejerskab" og "omdømme-mæssige konsekvenser".

Det kan dog vise sig lettere at komme igennem med at blokere for udbetalinger fra EU-budgettet end at afkræve indbetaling af bøder som sanktion ved overtrædelser, men det vil i givet fald være i kraft af, at EU-betalingerne får refusionslignende karakter som modydelse for bestemte politiske tiltag (Lorenzoni m.fl. 2023 henviser til NextGenerationEU som væsentlig inspiration bag Kommissionens tænkning, men her er netop tale om, at ydelserne kræver politiske tiltag i landene). Det vil altså være som led i en stærkere politisk centralisering på det politiske område. Hvis der derimod er tale om en sanktion for ikke at overholde de fiskale krav, er det vanskeligt at se, at det spiller en rolle, om der afkræves bøder eller tilbageholdes tilskud.

Udspillet indeholder tiltag, der skal styrke overvågningen med den faktiske udvikling i medlemslandene, herunder styrke de uafhængige fiskale institutioner i landene (i Danmark er denne opgave tillagt Det Økonomiske Råds Formandskab). Der har dog siden den græske gældskrise ikke været væsentlige tegn på, at den svage finanspolitiske disciplin i mange lande hænger sammen med, at kommissionen ikke har fået fyldestgørende og korrekte oplysninger (det er endda spørgsmålet, om Kommissionen ikke var klar over, at de græske oplysninger ikke var retvisende).

[7] Kun euromedlemmer kan pålægges bøder.

Samlet set løser Kommissionens udspil ikke krisen for de fiskale regler i EU, men kan måske endda ses som en del af den. Udspillet kan købe tid og give indtryk af handling, men kommer til at cementere problemerne ved ikke at tilbyde en reel løsning.

Det grundlæggende problem i EU's fiskale koordinering ligger, som vist i nærværende notat, i, at det basale krav om et underskud på mindre end 3 pct. af BNP er blevet systematisk overskredet, og at der ikke har været anvendt sanktioner, der er stærke nok til at sikre disciplinen. Det har svigtet både med hensyn til overholdelsen af selve 3 pct.-kravet og med at forlange efterfølgende konsolidering. Det er den primære årsag til den trendmæssige stigning i gældskvoten. Derimod kan problemet ikke i væsentlig grad tilskrives utilstrækkelig information om de offentlige finansers tilstand eller om strukturelle forhold.

Kommissionens udspil adresserer ikke de grundlæggende problemer og svækker endda traktatens krav om at holde gældskvoten under 60 pct. af BNP.

Kan gældsproblemet løses uden større centralisering?

Hvis det grundlæggende problem skal løses, forudsætter det, at overskridelser af saldokravet sanktioneres systematisk, så der er tilstrækkeligt stærke incitamenter til at overholde det. Det kræver enten, at det enkelte land selv bærer byrden ved at øge bankerotrisikoen, eller at fællesskabet iværksætter bøder eller andre sanktioner. Dernæst kræver det, at lande med overskridelser pålægges at genoprette de offentlige finanser.

Det ubetinget mest troværdige redskab er konstitutionelle regler, som forhindrer fælles hæftelse for gæld. Problemet er, at de eksisterende begrænsninger i princippet er ganske kraftige, men at landene har valgt at tilsidesætte dem. Som det konstitutionelle system i EU er indrettet, er det altid muligt for medlemslandene at vælge at tilsidesætte eller omgå begrænsningerne, om ikke andet så i enstemmighed. Og det har som sagt vist sig, at der har været en vilje til at gøre det. En ny forfatning kan muligvis skærpe reglerne - f.eks. ved at give EU-domstolen et mere eksplicit mandat til det - men det kan formentlig også tilsidesættes, hvis viljen er til stede hos medlemslandene. I den forbindelse skal det noteres, at det kan kræve særdeles fast beslutsomhed ikke at redde et medlemsland, som er i dybe økonomiske - og sandsynligvis også politiske - vanskeligheder. I sidste ende beror problemet på, at der mangler en instans, der kan garantere, at forfatningsmæssige regler og intentioner overholdes. Sådanne instanser vil altid bero på, at andre instanser opretholder den konstitutionelle orden, hvorved der er en infinit regres, medmindre de er selvbærende (se især de Jasay 1997). de Jasay sammenligner dilemmaet med ”et kyskhedsbælte, hvor nøglen altid er inden for rækkevidde.”

Som udgangspunkt har EU i kraft af bl.a. enstemmighedskrav og magtdeling et meget effektivt og efficient forfatningssystem, men akilleshælen består i muligheden for at sætte regler og intentioner ud af kraft, i hvert fald når der kan opnås enstemmighed.

Udfordringen er således at opbygge en decentral håndhævelse af reglerne i praktiske politiske beslutninger i en situation, hvor selv de konstitutionelle bindinger har vist sig utilstrækkelige. Det kræver en koalition af lande, som er tilstrækkeligt indflydelsesrige og besluttede på at opretholde den fiskale disciplin. Det vanskeliggøres af, at der også er interesser, som trækker i retning af en centralisering, herunder ikke mindst EU-kommissionen, der samtidig har en central opgave i håndhævelsen af de fiskale regler.

Sammenbruddet af den fiskale disciplin i EU indebærer derfor en betydelig risiko for en fortsat udvikling i retning af centralisering økonomisk og politisk. Ved nye kriser vil der være et stærkt pres for at fortsætte ad den vej, der allerede er betrådt med fælles lånoptagelse og omfordeling mellem landene, hvilket kan kræve en stærkere fælles politisk magt til at imødegå commons-problemer. I Next-Generation-programmet kræver landenes adgang til at benytte låne- og tilskudsfaciliteterne, at de anvender provenuet på bestemte områder og efter central godkendelse. Der vil samtidig formentlig

være fortsat stærkere ønsker om at give EU centralt flere "muskler" til at føre ekspansiv finanspolitik under lavkonjunkturer, når flere af medlemslandene er for svækkede fiskalt til selv at gøre det.

Dilemmaet for navnlig eurolandene er, at gældsproblemet for en række lande er så stort, at det fortaber sig i det urealistiske at genoprette den disciplin, som traktaten egentlig foreskriver med hensyn til den maksimale gældskvote. Anerkendelsen af dette kan i sig selv svække disciplinen, men reformer, der ikke løser de grundlæggende problemer, vil også trække i den retning. Kommissionens forslag til at justere de fiskale regelsæt og den fiskale procedure tilhører i realiteten begge kategorier.

Det er dog muligt og ønskeligt at stramme forslaget. Sanktionerne bør gøres ubetingede, og provenuet bør bindes til at tilbagebetale en forholdsmæssig andel af de øvrige medlemslandes kontingent, så der skabes incitamenter til at effektuere sanktionerne. Underskudsgrænsen bør indfases gradvist, men strikt for lande, der ikke overholder gældsgrænsen på 60 pct.

Adgangen til at underfinansiere kan som nævnt begrundes med at udjævne skatteindtægter og udgifter over konjunkturcyklen. Gæld bør i princippet alene være et resultat af midlertidig underfinansiering. Lande, der har opbygget en endda betydelig gæld bør således have strukturelle overskud, hvilket taler for at saldogrænsen ikke bør gå ved -3 pct. men højere. Optrapningen af saldogrænsen kan ske gradvist, så den er realistisk, men bør samtidig være regelstyret skematisk og kendt på forhånd.

For euro-landene kan det realistisk set være for sent at gennemføre en væsentlig forbedring af den fiskale disciplin uden en yderligere centralisering. Det ville formentlig kræve, at lande, som ikke opfylder kravene, kunne udelukkes fra den fælles mønt, hvilket ikke forekommer politisk eller praktisk realistisk.

For ikke-eurolandene kan det derimod stadig være muligt at holde sig ude af denne centralisering. Det kræver, a) at disse lande blokerer for fælles låntagning, fælles finanspolitik, yderligere skattepolitik uden om enstemmighedskravet, interstatslig omfordeling, yderligere egne indtægter til EU og højere budgetbidrag i regi af EU snarere end af eurogruppen; b) at disse lande på forhånd afskærer sig fra at kunne blive reddet fra statsgældsproblemer af andre lande. Fremtidige programmer som NextGenerationEU bør kun kunne gennemføres i euroregi. Af hensyn til balancen mellem eurogruppen og ude-landene kan det være hensigtsmæssigt at få optaget nye medlemslande, men vel at mærke under absolut betingelse af, at de opfylder de finanspolitiske krav inden indtræden.

Hvis ikke-eurolandene kan blive tvunget til at deltage i en politisk centralisering, er der en betydelig risiko for, at unionen sprækker yderligere, således som det allerede er sket med Brexit. Og hvis centraliseringen sker uden en forudgående demokratisk debat, men som en "teknokratisk nødvendighed" - som det allerede i høj grad er sket på det monetære område i ECB - kan det øge risiciene og mindske legitimiteten.

Anbefalinger

Hvis den decentrale håndhævelse af fiskal disciplin skal genetableres, kræver det, at uret så sige kan stilles tilbage, og at tilsidesættelse af navnlig konstitutionelle bindinger bliver gjort til tabu igen. Det kan for euro-landenes vedkommende vise sig meget vanskeligt. Det har hidtil ikke været en del af ligevægten i spillet mellem landene, at de alle har haft incitament til at følge reglerne, og spørgsmålet er, hvorfor det skulle blive det nu.

Der kan ikke desto mindre peges på en række anbefalinger til EU som sådan under forudsætning af, at det lykkes at etablere en sådan ligevægt. Alternativt vil det kræve en centralisering af den politiske magt - eventuelt først efter voksende gældsproblemer og nye exit af medlemslande.

Analysen i notatet viser, at væksten i gældsætningen især kan henføres til manglende håndhævelse af reglerne og sekundært, at lande med lav strukturel vækst ikke har haft tilstrækkelig sikkerhedsmargin til underskudsgrænsen, selv når de har overholdt den.

Selv om det sidste kan tale for individualiserede krav tilpasset de enkelte lande, tilsiger det første hensyn, at reglerne er enkle, generelle og bygger på en automatik uden mulighed for undtagelser. Det anbefales derfor, at det undgås at gøre reglerne landespecifikke, baseret på diskretionære vurderinger eller afhænge af konjunktursituationen. Der bør ingen elementer være, som indebærer centralisering, herunder centrale fonde eller fælles lånoptagelse.

For Den Europæiske Union som sådan kan anbefalingerne opsummeres således:

- At de traktatbestemte fiskale grænser for offentlig saldo på -3 pct. og gæld på 60 pct. af BNP fastholdes både formelt og reelt.
- At lande, der overskrider gældsloftet, pålægges et saldokrav, som gradvist optrappes år for år fra -3 pct., indtil gælden er nedbragt under loftet, og en tilhørende maksimal gældskvote år for år, indtil gældsloftet overholdes.
- At der indføres ubetingede sanktioner for lande, som overskrider de fiskale grænser i form af bøder. Provenuet kan f.eks. udbetales som forholdsmæssig tilbagebetaling af kontingent til de øvrige lande. Hvis der ydes rabatter eller lignende i EU-kontingentet, som lemper bødebetalingen, bør lande, der ikke deltager i beslutningen, krav på en lignende rabat udbetalt fra de lande, som deltager i den.
- At nettooverførslerne fra EU ikke kan stige (realt) til lande med højere end 60 pct. gældsrate, medmindre gældsraten har været faldende med mindst 3 procentpoint i gennemsnit i mindst tre år.
- At der indføres i første omgang en praksis for og siden ved førstkommende lejlighed en traktatmæssig regel om, at præsidenten for Rådet, formanden for Kommissionen og præsidenten for ECB ikke kan vælges blandt borgere fra medlemslande med større end 60 pct. gældskvote.
- At statsobligationer udstedt af EU-lande med gældskvote over 60 pct.-loftet ikke længere kan tildeles en vægt på 100 pct. i risikovægtningen af aktiver i finansielle institutioner, men en lavere vægt på linje med f.eks. kommercielle obligationer.
- At der indføres lofter for primære offentlige udgifter, som foreslået af Kommissionen og Det fiskale råd.
- At der ikke føres finanspolitik med konjunkturelt sigte på fælles niveau.
- At styrke de uafhængige finanspolitiske råd samt indføre sanktioner mod dem ved systematiske fejlvurderinger.
- At fremtidig fælles lånoptagelse, fælles finanspolitik og fælles offentlige investeringsprogrammer alene kan omfatte eurolande og besluttes i eurogruppen.
- At det overvejes at etablere reelle exitmuligheder af euroen for lande, som ikke overholder de finanspolitiske regler eller har realistisk udsigt til det.

For Danmark anbefales det:

- At Danmark arbejder for, at eventuelle skridt til øget centralisering - i form af bl.a. fælles lånoptagelse, ny omfordeling mellem landene, fælles konjunktur- og investeringspolitik - alene finder sted inden for euro-gruppen og ikke i regi af alle EU-lande.
- At Danmark afviser skattepolitiske beslutninger med mindre end enstemmighed, herunder yderligere anvendelse af artikel 122 på skatteområdet.
- At Danmark ikke frivilligt tiltræder programmer for gældsplagede euro-lande (modsat deltagelsen i det græske program) eller fælles programmer, der - som NextGenerationEU - er målrettet sådanne lande.
- At Danmark samarbejder med andre ikke-eurolande om denne position og fortsat samarbejder med de lande (i og uden for euroen), som ønsker et stramt finanspolitisk regelsæt.
- At proceduren med at afgive mandat til regeringen i EU-sager i Europaudvalget samt udvalgets beslutningsgrundlag strammes op med henblik på at begrænse *reel* suverænitetsafgivelse til EU's centrale myndigheder.
- At Danmark arbejder for de generelle anbefalinger ovenfor og at styrke EU's fokus på kollektive goder på fællesskabsniveau, herunder at styrke de fire friheder, international frihandel, grænseoverskridende klima- og miljøopgaver, samt styrke subsidiaritetsprincippet.
- At Danmark ikke deltager i euroen, medmindre der findes en holdbar decentral løsning på at skabe finanspolitisk disciplin inden for euro-gruppen.

Referencer

Aguiar, Mark, og Manuel Amador. 2021. *The Economics of Sovereign Debt and Default*. CREI Lectures in Macroeconomics. Princeton Oxford: Princeton University Press.

Alesina, A., og A. Passalacqua. 2016. "The Political Economy of Government Debt". I *Handbook of Macroeconomics*, 2:2599–2651. Elsevier. https://doi.org/10.1016/bs.hesmac.2016.03.014.

Axelrod, Robert M. 2006. *The Evolution of Cooperation*. Rev. ed. New York, NY: Basic Books.

Barro, Robert J. 1979. "On the Determination of the Public Debt". *Journal of Political Economy* 87 (5, Part 1): 940–71. https://doi.org/10.1086/260807.

Binmore, K. G. 1994. *Game theory and the social contract*. v. 2: MIT Press series on economic learning and social evolution. Cambridge, Mass: MIT Press.

Bruegel. 2022. "European Union Countries' Recovery and Resilience Plans". Bruegel | The Brussels-Based Economic Think Tank. december 2022. https://www.bruegel.org/dataset/european-union-countries-recovery-and-resilience-plans.

Brøns-Petersen, Otto. 2021. "Markedsfejl og statsfejl". I *Borger og stat - en dansk indføring i liberale og konservative idéer*. København, Danmark: Klim.

Buchanan, James M., og Richard E. Wagner. 2000. *Democracy in deficit: the political legacy of Lord Keynes*. The collected works of James M. Buchanan, v. 8. Indianapolis: Liberty Fund. https://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv8.html.

Buchanan, James MacGill. 1975. *The Limits of Liberty: Between Anarchy and Leviathan*. 10. Dr. Chicago: The Univ. of Chicago Press.

Cochrane, John H. 2018. "Stepping on a Rake: The Fiscal Theory of Monetary Policy". *European Economic Review* 101 (januar): 354–75. https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2017.10.011.

———. 2023. *The fiscal theory of the price level*. Princeton: Princeton University Press.

Connolly, Bernard. 1996. The rotten heart of Europe: the dirty war for Europe's money. London ; Boston: Faber & Faber.

De Økonomiske Råds Sekretariat. 2022. "Dansk Økonomi, efterår 2022".

EU-kommissionen. 2022. "Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework COM(2022) 583". https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-11/com_2022_583_1_en.pdf.

———. 2023. "History of the Stability and Growth Pact". 2023. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/stability-and-growth-pact/history-stability-and-growth-pact_en.

Finansministeriet. 2022. "2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2026". https://fm.dk/media/26421/2030-planforloeb-grundlag-for-udgiftslofter-2026_web.pdf.

Gros, Daniel. 2019. "Who Holds Italian Government Debt?" *Policy Insights* 2019 (11): 6.

Hardin, Garrett. 1968. "The Tragedy of the Commons". *Science* 162 (3859): 1243–48. https://doi.org/10.1126/science.162.3859.1243.

Jasay, Anthony de. 1997. *Against politics: on government, anarchy, and order*. Routledge studies in social and political thought 7. London ; New York: Routledge.

Jiang, Wei, Thomas Sargent, Neng Wang, og Jinqiang Yang. 2022. "A p Theory of Government Debt and Taxes". w29931. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w29931.

Kydland, Finn E., og Edward C. Prescott. 1977. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy* 85 (3): 473–91.

Lorenzoni, Guido, Francesco Giavazzi, Veronica Guerrieri, og Leonardo D'Amico. 2023. "New EU Fiscal Rules and Governance Challenges". *CEPR* (blog). 2. januar 2023. https://cepr.org/voxeu/columns/new-eu-fiscal-rules-and-governance-challenges.

Ostrom, Elinor. 1990. *Governing the commons: the evolution of institutions for collective action*. The Political economy of institutions and decisions. Cambridge ; New York: Cambridge University Press.

Reinhart, Carmen M, Vincent R Reinhart, og Kenneth S Rogoff. 2012. "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800". *Journal of Economic Perspectives* 26 (3): 69–86. https://doi.org/10.1257/jep.26.3.69.

Salmon, Jack. 2021. "The Impact of Public Debt on Economic Growth". *Cato Journal*, 23. https://doi.org/DOI:10.36009/CJ.41.3.2.

Sargent, Thomas J. 2012. "Nobel Lecture: United States Then, Europe Now". *Journal of Political Economy* 120 (1): 1–40. https://doi.org/10.1086/665415.

Sargent, Thomas J., og Neil Wallace. 1981. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic". *Federal Reserve Bank of Mineapolis Quarterly Review* Fall 1981 (531). https://www.minneapolisfed.org:443/research/quarterly-review/some-unpleasant-monetarist-arithmetic.

Boks 1

Gældsdynamik

Dynamikken i et lands gældsudvikling kan beskrives ved et sæt af differensligninger.
Lad gældsraten være forholdet mellem samlet gæld og BNP på tidspunkt t:

$$g_t = \frac{G_t}{Y_t}$$

Da vil

$$g_t = \frac{g_{t-1}}{1+y_t} - s_t \leftrightarrow$$
$$g_t - g_{t-1} = -\frac{y_t}{1+y_t} g_{t-1} - s_t$$

hvor y_t er den nominelle vækstrate i BNP og s_t er budgetsaldoen i forhold til BNP. Stabilisering af gældsraten fra periode til periode kræver ved konstant vækstrate og budgetsaldo i forhold til BNP:

$$-\frac{y}{1+y} g^* = s^*$$

(hvor '*' markerer, at gældskvote og saldo er i ligevægt, der stabiliserer gældskvoten). Ved positiv nominel vækst indebærer en positiv gældsrate, at den gældsstabiliserende budgetsaldo er negativ, og ligevægtsunderskuddet er stigende med stigende gældskvote og nominel økonomisk vækst. Som nævnt i teksten, er en budgetsaldo på -3 pct. af BNP og en gældskvote på 60 pct. forenelig med en nominel BNP-vækst på 5 pct.
Det umiddelbart lidt påfaldende resultat om, at større budgetunderskud kræver større gældskvote, hænger sammen med, at når budgetunderskuddet vokser skal det modgående bidrag fra økonomisk vækst via udhuling af gældsbyrden være større, og derfor skal gælden også være større.
I almindelighed udledes finanspolitiske regler for ligevægtskrav til saldo og gældskvote ikke for den faktiske, men primære saldo, dvs. før renter. Det har den begrundelse, at den primære saldo er mere styrbar end den faktiske saldo, når rentebyrden bliver stor nok. En akut gældskrise er således typisk præget af, at manglende kontrol over den faktiske saldo bringer gæld og rentebyrde i vejret, således at saldoen forringes yderligere og så fremdeles. I en sådan proces, hvor gælden er på vej til at blive uholdbar, vil den rente, obligationskøberne forlanger desuden stige som følge af den øgede risiko, hvilket vil bidrage til gældsspiralen.

$$g_t = g_{t-1}\frac{1+r_t}{1+y_t} - p_t \leftrightarrow$$
$$g_t - g_{t-1} = \frac{r_t - y_t}{1+y_t} g_{t-1} - p_t$$

Hvor r_t er den nominelle statsgældsrente og p_t er den primære saldo. Ved konstante renter, vækstrater og saldi kan kravet til stabil gældsrate udtrykkes som

$$\frac{r-y}{1+y} g^* = p^*$$

Den primære saldo må ikke være mindre end den såkaldt vækstkorrigerede rente af statsgælden. Det indebærer, at statsgælden højst må udgøre den primære saldo divideret med den vækstkorrigerede rente. I modsætning til en regel med et krav til den samlede saldo, som i princippet altid vil stabilisere gælden, når gældskvoten bliver høj nok til, at effekten af økonomisk vækst kommer til at dominere, vil en regel med krav til den primære saldo medføre eksploderende gældskvote, når den passerer det gældsstabiliserende niveau og den vækstkorrigerede rente er positiv. Det skyldes, at effekten af rentebyrden på gælden vil mere end opveje den negative effekt af økonomisk vækst.

Gældsdynamikken vil i øvrigt medføre, at den vækstkorrigerede rente på et tidspunkt bliver positiv, når gældskvoten bliver høj nok. Det skyldes, at forrentningskravet vil vokse, når gældskvoten stiger, og der forlanges en højere risikopræmie.

Konklusionen er med andre ord, at når renteudgifterne potentielt ikke er fuldt styrbare, er der en risiko for en gældseksplosion - og ultimativt en statsbankerot - når gældskvoten passerer en kritisk grænse.