

Kapitel 4. ECB og pengene

Kampen om pengene

Hvis jeg har en stol til en værdi af 500 kr er det begrænset, hvad jeg kan 'købe' med den, eftersom det er begrænset, hvor mange mennesker der lige står og mangler en stol. Hvis jeg har en 500 kr seddel, derimod, kan jeg købe enhver vare, i bestemte mængder naturligvis. Penge er *alment byttemiddel* ('alment ækvivalent'). Det er den egenskab, der adskiller penge fra almindelige varer.¹

Oprindeligt var penge derfor en vare, som alle altid havde brug for, og som derfor med sikkerhed kunne bruges som betalingsmiddel. I et landbrugssamfund kunne det være korn eller kvæg ('pekuniær' kommer af latin 'pecus' = kvæg). Senere knyttedes pengefunktionen til luksusgoder som sølv og guld; disse ædelmetaller havde datidens overklasse brug for til smykker, og dertil kom at de var praktiske penge, fordi de – modsat en ko – let kunne opdeles i mindre dele, hvis værdi afhang af vægten.

Da penge kan købe alt, er der knyttet en enorm økonomisk magt til dem. Derfor satsede de politiske magthavere på at få kontrol med pengene, og fordi de havde politisk magt kunne dette lykkes. Gennem erobringer i bl.a. Amerika og gennem beskatning kunne datidens overklasse tilegne sig de rigdomme, som de behøvede for at føre krige og et behageligt liv. Sålænge penge var guld, var dette stort set et nulsumspil, fordi der kun er så og så meget guld i verden (hvis vi ser bort fra nyudvinding), så det guld, som en bestemt stat var i besiddelse af, var det guld, som en anden stat ikke havde. Derfor gjaldt det for et land om at tiltrække guld fra andre lande, og det kunne ske ved at have et handelsoverskud, hvor udlandet måtte dække deres underskud med betaling i guld. Dette var kernen i det merkantilistiske eller handelskapitalistiske system, der gik forud for den industrielle revolution.

Guld avler ikke mere guld, og derfor er pengemængden begrænset.

Kan der gøres noget ved det, har staterne åbenbart spurgt sig selv. Kunne vi ikke opfinde en gås, der lægger guldæg? Det første svar på denne udfordring kom ca. 700 f. Kr. i Lydien, hvor kongen begyndte at trykke sit portræt på guldet. Guld var nu blevet mønter og dermed officielle statspenge.

Det havde den praktiske fordel for købmænd og andre, at værdien nu var anført på guldet, så man slap for at veje det. For staten lå fordelene i, at den kunne forfalske guldværdien ved at blande mindre værdifulde metaller i. Hvis man fx skal finansiere en krig, kan man beskatte befolkningen direkte, men det giver tit ballade; så er det mere diskret at fifle lidt med pengeværdien. Gåsen var begyndt at lægge guldæg.

Men det fungerer selvfølgelig kun så længe folk ikke fatter mistanke; når præsen går op for dem, vil lejesoldater og andre kræve flere af disse devaluerede mønter. Gik staten for vidt i denne indirekte beskatning, opstod risikoen for at ingen længere ville acceptere mønterne som gyldigt betalingsmiddel; det problem oplevede Ivan den Grusomme – Zar i 1500-tallets Rusland – og han løste det med to pengepolitiske indgreb, nemlig enten at stege eller drukne (dog i vinkar) de boyarer, som nægtede at acceptere zarens mønt. Det virkede vist nok.

Næste skridt var statens udstedelse af pengesedler, oprindeligt med sikkerhed i guld. Dette var således systemet i guldfodsperioden, omend indløsningspligten til tider suspenderedes, og også under Bretton Woods, for så vidt som ankeret her var USA's pligt til at indløse dollars med guld.

'Pengeforfalskningen' består nu i at udstede sedler med et pålydende, der overstiger guldbeholdningen. Det gjorde alle stater nu, ofte med en regel om, at der skulle være dækning for en bestemt andel af sedlerne, hvilket kunne fungere fordi borgerne kun i en absolut krisesituation på én gang ville ønske at indløse deres sedler. Men det er klart, at det for en stat er fristende at dække

sine udgifter ved at lade seddelpressen køre; det giver inflation, dvs. formindsket værdi for hver seddel, så derfor er der grænser for denne måde at lægge guldæg på. Men hvor går grænsen?

Staten har to midler til at indgyde tillid til værdien af dens penge. Det ene er naturligvis guldbeholdningen, det andet er statens magt til at inddrive skatter for at dække sine forpligtelser, herunder til at honorere de penge, den har udstedt. Med sammenbruddet af Bretton Woods i starten af 1970'erne forsvandt guld som anker, og derefter har pengenes værdi alene været funderet i tilliden til at staten kan betale, og den tillid afhænger altså afgørende af dens politiske magt i forhold til borgerne. Ingen tror på pengesedler udstedt af en magtesløs og ineffektiv stat.

For at staten kan have fuldstændig kontrol med pengevæsenet, og dermed sikre sig den overordnede økonomiske magt, må den *monopolisere* pengene. Det sker ved at erklære statens penge for 'legal tender', dvs. det betalingsmiddel som borgerne *skal* bruge. De må selvfølgelig ikke forfalske statens penge (det straffes ofte på linje med højforræderi), men de må heller ikke udstede deres egne penge; det var heller ikke tilladt fx at betale med udenlandsk valuta i Danmark.

Når staten på den måde har fuld kontrol med pengevæsenet, kan den gennemføre en effektiv pengepolitik, hvor indgreb slår fuldt ud igennem, fx når man i en krisesituation ønsker at lempe pengepolitikken ved at sænke diskontoen eller øge pengemængden.

Fra en principfast liberal vinkel er det naturligvis utåleligt, at staten på denne måde har den overordnede kontrol med samfundsøkonomien. Derfor foreslog Hayek, at statens monopol brydes ved at tillade private banker at udstede deres egne penge, som så kunne konkurrere indbyrdes om borgernes gunst.² Men der er også andre metoder til at svække statens økonomiske magt; måske mindre revolutionære, men dog effektive.

En metode til at begrænse statens pengepolitiske frihed har været at pålægge den ikke at øge pengemængden med mere end så og så mange procent pr. år (det sikreste ville være at indskrive en sådan regel i grundloven). Det ville være en garanti mod inflation, hvilket naturligvis er det værste i verden for dem, der har penge, hvilket i gennemsnit er de rige. Inflation omfordeler fra rige til fattige, herunder fra kreditorer til debitorer; med Stiglitz' ord betyder "fokus på inflation at obligationsejernes interesser sættes i centrum".³ Generelt er inflation en trussel mod den private ejendomsret, så det kan ikke undre at liberale økonomer og politikere ser den som 'public enemy nr. 1'.

70'erne var netop præget af stor inflation, især grundet de voldsomt stigende oliepriser, og det var som reaktion herpå at *monetarismen* – nyliberalismens første skikkelse – slog igennem, med krav om at pengemængden kun steg i begrænset omfang. Den teoretiske arkitekt var den ultraliberale Milton Friedman. Idéen var at lægge staten i lænker ved at lægge pengepolitikken i lænker, og begrundelsen var at staterne i gennemsnit er uansvarlige, fordi de presses af vælgerne til stedse at give penge ud til velfærd o.l., hvilket undergraver pengenes værdi. Monetarismen var således snævert knyttet til en mistillid til vælgerne, dermed til demokratiet, en holdning, der blev søgt underbygget i 'public choice' teorierne, der går ud fra at vælgerne – og politikerne – er asociale egoister.

Monetarismen blev forsøgt praktiseret i begyndelsen af 80'erne, da Reagan kom til magten i USA, men den fungerede ikke efter hensigten, idet inflationen stadig ikke kom under kontrol; det kom den først, da man opgav forsøget på at styre pengemængden og i stedet hævdede diskontoen (den hårdhændede anti-inflationspolitik, i begge varianter, forøgede arbejdsløsheden voldsomt).

Hvorfor fungerede den oprindelige monetarisme ikke? Sjovt nok, fordi statens magt over pengene allerede er begrænset, nemlig af de private bankers pengeskabelse. De kunne derfor kompensere for begrænsningen i egentlige, 'offentlige' penge – dem med monarkens portræt og centralbankchefens underskrift – ved at skabe deres egne, private penge.

Sådan har det været siden Middelalderen, da banksystemet begyndte at brede sig. Mekanismen hedder 'kreditmultiplikatoren', hvor idéen er at en bank nogenlunde risikofrit kan udlåne langt mere end den får af indlån, fordi indlånerne ikke samtidig gør krav på alle deres penge; hvis de årligt hæver 1/5 af deres penge, kan banken i sine udlån multiplicere indlånene med 5. For hver 100 kr indlån har banken fremtryllet ekstra 400 kr. Det betyder at man til den statslige pengemængde på fx 100 mia kr (altså værdien af alle sedler og mønter) må addere 'private' penge på 400 mia kr, i alt 500 mia kr. De private banker må ikke trykke, men godt *skabe* penge. I private hænder er guldgåsen blevet meget produktiv.

Eksistensen af private banker, der må udlåne mere end deres indlån, betyder at staten trods sit monopol på pengeudstedelse ikke har kontrol med pengevæsenet. Magten over pengene er delt mellem det offentlige og det private. Den præcise magtfordeling har vekslet. Tidligere fastsatte centralbanken en bestemt mindstereservesats, fx 25%, således at der skulle være 25%'s dækning af udlånene (altså en multiplikator på 4). Dermed havde staten hånd i hanke med pengemængden i samfundet, og ved at ændre denne sats kunne man med ret stor sikkerhed påvirke økonomien; hvis der var fare for inflation kunne man hæve satsen til fx 30%, hvilket ville tvinge bankerne til at begrænse deres udlån. Den finansielle deregulering under nyliberalismen har naturligvis givet bankerne friere hænder på dette område; i Euro-zonen blev mindstereservesatsen sænket til 2%, altså næsten afskaffet.⁴ Det indebærer en massiv magtforskydning fra det offentlige til den finansielle kapital. I Euro-zonen har man dog for nyligt indført skærpede kapitalkrav; det er dog tvivlsomt om de vil vise sig effektive, eftersom bankerne får lov til selv at beregne reservesatsen (den afhænger af hvor risikable udlånene antages at være), og også fordi en meget stor del af den finansielle kapital lever sit liv i helt uregulerede 'skyggebanker'.⁵

Så hvad bestemmer i sidste instans pengemængden? Det er et særdeles omdiskuteret emne. Hvor staten tidligere havde fat i den lange ende, mener mange at det i dag omvendt er bankerne, der bestemmer. Tidligere bestemtes pengemængden af udbuddet, som var fastlagt af staten, i dag snarere af den private efterspørgslen efter penge.⁶

Hidtil har vi antaget at kampen om magten over pengene stod mellem det offentlige (staten) på den ene side og det private (markedet, bankerne, finanskapitalen) på den anden.

Det er en forsimpning. Historisk er pengeudstedelsen blev varetaget af en centralbank. Oprindeligt var denne tit privat,⁷ men kraftigt reguleret, senere blev den offentlig; det gælder således Danmarks Nationalbank, hvis første inkarnation var privat.

Når liberale ønsker at vriste magten over pengene ud af statens hænder, kan det derfor også ske ved at løsne statens magt over centralbanken; den behøver ikke at privatiseres, den kan 'blot' gøres uafhængig af staten. Dette harmonerer med liberalismens normative grundteori om staten, nemlig magtadskillelæren, hvis kerne er at den for den private sektor så farlige stat bør neutraliseres ved at deles op i forskellige institutioner – den lovgivende, udøvende og dømmende magt – der kan afbalancere hinanden.

Denne lære stammer fra Montesquieu, der skrev under den franske enevælde, og dengang havde teorien den funktion at argumentere for at kongens magt blev begrænset af andre statsinstitutioner. Efter at staten er blevet demokratisk er læren imidlertid blevet et argument for at begrænse folkets magt. Således levede det danske system frem til 1901 fuldt ud op til magtadskillelærens principper, idet regeringen (i skikkelse af Estrup) var uafhængig af Folketinget, eller i hvert fald ikke kunne afsættes af dette. Kongen udnævnte suverænt regeringen, mens folket bestemte Folketingets sammensætning. Folkets magt og Kongens – læs: overklassens – magt afbalancerede hinanden. Indførelsen af parlamentarismen – at en regering skal gå af, hvis den ikke har Folketingets tillid – betød at magtadskillelse blev afløst af folkestyre: 'Ingen over og ingen ved siden af Folketinget', som Viggo Hørup sagde.

Ud fra en demokratisk målestok kan det være ligegyldigt om den pengeudstedende centralbank er mere eller mindre uafhængig af staten, så længe denne er udemokratisk. Men med demokratiets indførelse betyder løsrivelse fra staten afdemokratisering.

Kampen om kontrol med centralbanken, dermed pengevæsenet, har bølget frem og tilbage i mange år; i Bretton Woods tiden havde regeringerne for det meste fuld kontrol, men graden kunne skifte fra land til land, fx var der i Frankrig tradition for stærk kontrol, i Tyskland for det modsatte. For liberalismen var en af regeringen uafhængig centralbank naturligt nok et helt centralt krav, og det er da også blevet indfriet efter at nyliberalismen slog igennem for mere end 30 år siden. Nederlaget for demokratisk kontrol med pengevæsenet og dermed pengepolitikken kronedes med etableringen af ECB, der udtrykkeligt skal være uafhængig af Euro-zonens regeringer.

Penge og kredit

Penge udmærker sig som sagt ved at være alment ækvivalent; de kan altid købe, hvad det skal være, og er dermed et *likvidt aktiv*.

For den enkelte er penge, hvad jeg har på lommen, plus hvad jeg kan hæve på mit kreditkort. Modsat huset eller bilen, der er værdifulde aktiver, men jo ikke kan bruges som betalingsmiddel. Det samme gælder en virksomheds bygninger og maskiner.

For en bank består en stor del af aktiverne i udlån, enten direkte udlån eller obligationer. Dette er kredit, ikke penge. Det direkte udlån kan sjældent kræves tilbagebetalt straks, og værdipapirer kan godt nok sælges – omveksles til penge – på få sekunder, men det er altid usikkert til hvilken pris. Til gengæld har sådanne udlån den fordel i forhold til penge, at de giver renter. Det er naturligvis derfor, at bankerne altid vil søge at udlåne så meget som muligt på grundlag af de penge, den sikre kapital, som de råder over, jf. ovenfor.

Grænsen mellem penge og kredit (lån) er ikke klar; er fx amerikanske statsobligationer ikke lige så gode som dollar-sedler? Derfor opererer man med flere forskellige mål for pengemængden (M) i et samfund.

Grænsen skifter også med konjunkturer. Når alting går opad, som frem til 2007, breder der sig den opfattelse, at de fleste værdipapirer er så gode som penge, altså ikke forbundet med nævneværdig risiko. Da krisen kom, blev forskellen mellem kredit og penge manifest; ingen troede længere på disse papirer, og alle søgte at sælge de lån, der nu viste sig mere eller mindre rådne. Der kom et kapløb for at sikre sig likviditet, penge.⁸

ECB og Euro-zonens pengepolitik

ECB har ét og kun ét mandat, nemlig at sikre et stabilt pengevæsen i Euro-zonen, forstået på den måde at den årlige værdiforringelse (inflation) ikke må overstige 2%; banken må altså ikke – som fx Federal Reserve i USA – interessere sig for at bekæmpe arbejdsløshed.

Der er en snæver sammenhæng mellem ECB's institutionelle og opgavemæssige særtræk, mellem dens politiske uafhængighed og dens eksklusive fokus på inflationsbekæmpelse. Vælgerne og deres politikere har ofte fuld beskæftigelse som topprioritet, så banken kan kun ignorere denne målsætning, hvis den er uafhængig. De to målsætninger – høj beskæftigelse og lav inflation – er nemlig i modstrid med hinanden, i hvert fald på kortere sigt. Lav inflation kræver en høj diskonto og lille pengemængde, for dette vil dæmpe den økonomiske aktivitet og dermed presset på priserne – men også øge arbejdsløsheden.⁹

ECB er imidlertid ikke en frit i luften svævende institution, der kysk er hævet over alle interesser. Den beskytter finanskapitalen mod at blive udhulet af inflation, og den finansierer de private banker. Den er deres serviceinstitution:

De uafhængige centralbanker i USA og Europa fungerede ikke specielt godt i den sidste krise. De fungerede helt sikkert langt dårligere end centralbanker, der havde mindre uafhængighed, såsom Indiens, Kinas og Brasilien. Grunden var indlysende: Amerikas og Europas centralbanker var i realiteten blevet erobret /captured/ af den finansielle sektor. De var ikke ansvarlige overfor demokratiske myndigheder, men de reagerede på bankernes interesser og drømme. Bankfolkene ønskede lav inflation og en dereguleret finansiell sektor med slap kontrol, og det var hvad de fik ...” (Stiglitz, 2012: 249).

Afhængigheden af folkevalgte politikere er altså afløst af en anden afhængighed.

Hvordan fungerer dette system nærmere?

Det er udtrykkeligt forbudt ECB at finansiere medlemslandenes regeringer, altså deres offentlige sektorer. Udover at den ikke må tage ordre fra regeringerne, må den altså heller ikke støtte dem. Der skal i alle henseender være vandtætte skodder mellem ECB og demokratisk kontrollerede institutioner. Som vi senere skal se har nøden – krisen – dog tvunget ECB at lempe på disse skodder.

I stedet finansierer banken de private banker. ECB har jo monopol på at udstede euro, og det er ved at formidle disse til 400-500 storbanker, at der sikres likviditet – penge – i Euro-zonen. Det sker ved at udlåne til disse banker. Udlånene antager forskellige former. Det kan være kontantlån, som vi kender det fra vor egen bank, eller det kan være ved at købe obligationer og andre værdipapirer fra bankerne.¹⁰ Under alle omstændigheder skal bankerne stille en vis sikkerhed ('collateral') for at få disse lån.

Det er klart at bankerne foretrække at kunne låne så billigt og med så ringe sikkerhed som muligt. Det tilsiger en lav diskonto. Men en lav diskonto vil alt andet lige stimulere inflationen.

Finanskapitalens interesser, og dermed ønsker til ECB, er derfor i strid med sig selv. Her og nu vil man gerne have billige penge, men billige penge kan på sigt give inflation og dermed undergrave kapitalens værdi. Det er dette dilemma finanskapitalen, og dermed ECB, til stadighed kæmper med.

Hvordan har ECB taklet dilemmaet?

Generelt holder banken en lidt højere udlånsrente end de fleste andre centralbanker, og her under krisen har Federal Reserve sænket diskontoen noget mere aggressivt end ECB. Men ved særlige lejligheder har ECB været mere rundhåndet med at finansiere bankerne. Mest dramatisk i december 2011 og februar 2012, hvor 800 banker fik et ekstraordinært tilbud om at låne ikke mindre end €1.000 mia over 3 år til kun 1% i rente, og med ret dårlig sikkerhed. Idéen var at de skulle bruge pengene til at låne til regeringerne i Sydeuropa (købe deres statsobligationer, så kursen steg og rentebyrden dermed faldt) og til at låne til erhvervslivet for at sparke lidt gang i væksten.¹¹ Det gjorde de stort set ikke. De inkasserede de billige penge og placerede dem passivt – fx i ECB selv – til en noget højere rente. Fin forretning, der giver et vist belæg for at ECB snarere er finanskapitalens interesseorganisation end en almennyttig institution.

Episoden aktualiserer også spørgsmålet om ekspansiv ('lempelig') pengepolitik overhovedet fungerer i en krise som den nuværende?

Det er blevet forsøgt i alle de kapitalistiske lande. Både ved at sænke diskontoen og ved at forøge pengemængden (likviditeten), det sidste ved at centralbanken køber værdipapirer af bankerne (Quantitative Easing, tidligere kaldtes det 'open market operations').

Resultatet har ikke været gunstigt, hverken i Euro-zonen eller andetsteds. Både England og USA har forsøgt at sparke gang i den økonomiske vækst ved gentagne massive indsprøjtninger af

likviditet, men i England er det alligevel gået hastigt ned ad bakke og i USA kan der ikke rigtig komme gang i væksten.¹² Eurolandene (og England) er særligt afhængige af at den ekspansive pengepolitik virker, eftersom nedskæringspolitikken har annulleret det finanspolitiske instrument, eller rettere indebærer en kontraktiv finanspolitik, så hvis pengepolitikken ikke virker, er yderlige økonomiske depression, eller i bedste fald langvarig stagnation, befolkningernes sikre skæbne. Men den ekspansive pengepolitik har heller ikke virket i Euro-zonen, tværtimod forværres den økonomiske situation til stadighed i alle medlemslandene, ikke blot de Sydeuropæiske.

Hvorfor har politikken været impotent?

Forklaringen blev givet af Keynes. I krisetider holder alle i den private sektor på pengene; i stedet for at bruge dem som betalingsmiddel, bruger de dem som værdiopbevaringsmiddel ('hoarding'). Forbrugerne fordi de garderer sig mod fremtidig økonomisk nedtur, måske arbejdsløshed, virksomhederne fordi de usikre afsætningsvilkår afskrækker dem fra at bruge penge på at udvide produktionen, og bankerne fordi de må gardere sig mod tab på dårlige lån til fallerede virksomheder og spekulanter. Det så Keynes i 30'erne, og det ser vi i dag i Europa. Det eneste, der kan få gang i hjulene, er at det offentlige stimulerer efterspørgslen i samfundet gennem en ekspansiv finanspolitik, med større offentligt forbrug, flere offentlige investeringer etc.

Idéen i en ekspansiv pengepolitik er naturligvis, at bankerne bruger de billige og rigelige penge fra centralbanken til billige og rigelige lån til virksomhederne, som derefter sætter aktivitet i gang. Sådan er det altså ikke gået. Den lave officielle rente (diskontoen) har ikke fået bankerne til at sænke den 'private' rente, som de har krævet af virksomhederne; de har som nævnt foretrukket at beholde pengene selv eller placere dem i værdipapirer med høj rente.¹³ Det kan de for så vidt ikke fortænkes i, eftersom udlån til virksomheder i sagens natur er et risikabelt foretagende i krisetider, hvorfor det er naturligt at de som kompensation for den større risiko kræver en så høj rente, at det bliver mindre tillokkende for virksomhederne at låne. Og set fra sidstnævntes vinkel er det naturligvis ikke tillokkende at låne med henblik på produktionsudvidelser, når de økonomiske udsigter er dårlige. Udbydere af produktive lån (bankerne) holder sig tilbage eller skærper vilkårene, herunder den krævede rente, og efterspørgerne efter lån (virksomhederne) har mistet interessen. Ikke mærkeligt, at der ikke sker noget.

Ekspansiv pengepolitik er et eksempel på den *udbudspolitik*, der blev omtalt i forrige kapitel, for formålet er jo at forbedre vilkårene, her lånevilkårene, for virksomhederne. Men dette forsøg på at aktivere økonomiens private aktører er altså slået fejl, og vil slå fejl under en krise. Individualisme og privat initiativ kommer til kort, kun fællesskabet kan redde os, for kun dette kan med sikkerhed skabe vækst og arbejdspladser. Hvis det offentlige beslutter sig for det, kan det blot begynde at ansætte lærere og bygge skoler. Stigningen i beskæftigelse er her ikke betinget af, at nogle lader sig lokke til at ansætte lærere eller bygge skoler. Den positive beskæftigelseseffekt er sikker, fordi den er besluttet politisk.

Mens ekspansiv finanspolitik gavner befolkningen, gavner ekspansiv pengepolitik finanskapitalen. Dette er det almene mønster, men som vi nu skal se har den dybe krise tvunget ECB til på nogle punkter at fravige ortodoksien.

ECB og Sydeuropa

En centralbank fungerer normalt som 'låner i sidste instans' ('lender of last resort'), når alt andet fejler. Det har ECB da også gjort under krisen.

Når Euro-landene og IMF på dramatiske topmøder har bevilget lån til gældsramte sydeuropæiske lande, og det snart efter viser sig at finansmarkederne ikke er beroliget, træder ECB diskret til med opkøb af statsobligationer. Formålet er det samme, nemlig at hjælpe regeringerne med at finansiere deres underskud, men metoderne er forskellige. De 'politiske' penge er direkte lån til regeringerne,

mens ECB's støtte er indirekte: Ved at købe landenes statsobligationer øges efterspørgslen efter disse, således at deres værdi (kurs) stiger, hvilket er ensbetydende med at renten falder (se forklaringen i Indledningen), således at det bliver billigere for regeringerne at opnå lån på det almindelige finansmarked.

Dette skete første gang i maj 2010, hvor ECB's opkøb af statsobligationer fra de gældsplagede lande var af nogenlunde samme størrelsesorden som den politisk bestemte lånepakke. I efteråret 2011 og foråret 2012 så vi atter massive opkøb, jf. Figur 4.1.

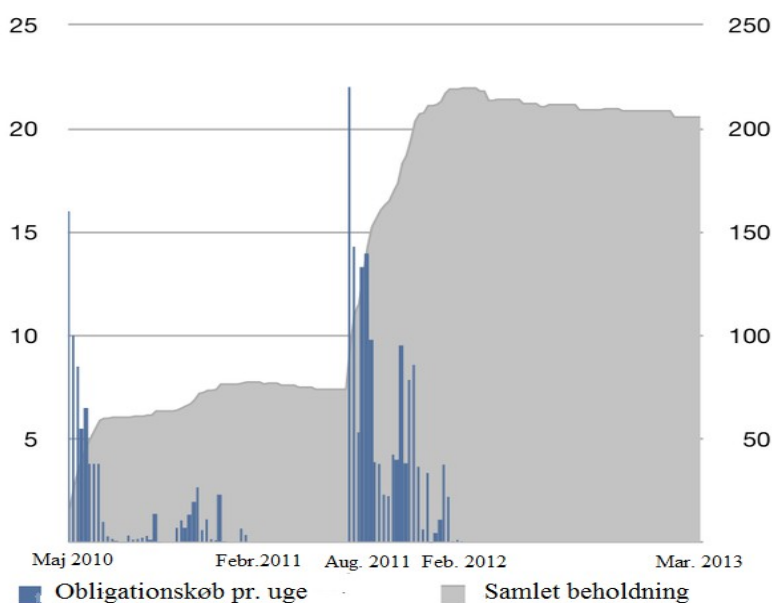
Er dette ikke i strid med reglen om, at ECB ikke må finansiere regeringer?

Det har fremtrædende tyske bankøkonomer ment, og af den grund har de trukket sig fra deres stillinger i ECB, mest markant Bundesbank's chef, Axel Weber. Og især i maj 2010, da Eurokrisen for første gang kom på bordet, var der mange bekymrede og forargede kommentarer i den finansielle presse, fordi de vandtætte skodder mellem ECB og den offentlige sektor var blevet lempet.¹⁴

Men vi er i en gråzone. ECB må ikke – og har ikke – finansieret regeringer direkte, dvs. købt statsobligationer af dem; dette 'primære marked' er forbudt territorium. Men når regeringer har udstedt og solgt statsobligationer på finansmarkedet, må ECB godt købe dem på dette 'sekundære marked'. Dette er faktisk en vigtig del af ECB's bestræbelser – krise eller ej – på at regulere likviditeten i Euro-zonen.

Så hvad var problemet? Hvorfor forargelsen og bekymringen? Nok fordi det var oplagt at formålet i maj 2010 ikke var at regulere likviditeten, men at redde gældstruede regeringer.¹⁵

Figur 4.1. ECB's opkøb af obligationer (i mia Euro).



Kilde: Wikipedia, artikel om ECB.

Forklaring: Venstre akse refererer til søjlerne og angiver antal obligationsopkøb indenfor SMP (Securities Markets Program) pr. uge; højre akse angiver samlet beholdning i mia. Euro.

Formålet var ikke teknisk-økonomisk, men politisk. ECB benægtede og lod forstå, at den faktiske støtte til regeringerne blot var en lykkelig sideeffekt, men dette var utroværdigt.

Bankens virkelige bekymring i disse situationer er faren for 'moral hazard', dvs. at landene holder op med at bekymre sig om deres offentlige underskud og gæld, fordi de véd at ECB i sidste instans redder dem, at ECB er 'lender of last resort'. Det ville trække grundlaget væk under hele nedskæringspolitikken.

Derfor har banken normalt stillet som betingelse for opkøbene, at den pågældende regering allerede deltager i et Trojka-program, altså har fået støttepakker med dertil hørende betingelser om privatiseringer, liberaliseringer og sanering af det offentlige budget (ECB er jo den tredje hest i Trojkaen). Det løser problemet med 'moral hazard' – men gør samtidig mistanken om politiske motiver bag ECB's støtteopkøb til en tilståelsessag!

Har ECB's støttepolitik virket?

Ja og nej. Som vi så i Kapitel 2 er de Sydeuropæiske landes gældsbyrde (gæld i forhold til BNP) steget og steget, samtidig med at krisen i deres realøkonomi stedse uddybes. For så vidt er svaret på spørgsmålet et klart 'nej'. På den anden side er ingen af landene jo gået fallit, dvs. ingen af regeringerne har måttet meddele at de er ude af stand til at honorere deres gældsforpligtelser.

Faktisk er gældssituationen stabiliseret siden sommer 2012, da ECB erklærede i ubegrænset tid at ville opkøbe ubegrænsede mængder af statsobligationer; dette var Draghi's 'bazooka', eller mere formelt OMT = Outright Monetary Transactions. Siden da er renten faldet, fordi finanskapitalen vurderede at det nu var mindre risikabelt at låne til Sydeuropa. Det overses imidlertid ofte, at ECB's løfte er betinget, nemlig af at den pågældende regering forpligter sig overfor Trojkaen til at implementere dennes sparepolitik. Det har Spanien hidtil vægret sig imod, og derfor har dette land ikke nydt godt af opkøbsprogrammet. Alligevel er også de spanske renter faldet, fordi markedet regner med at hvis det går galt, vil landet være nødt til at søge Trojka-støtte, hvilket så vil åbne for pengene fra ECB.

Vi kan konkludere at ECB's politik på ingen måde har løst Eurokrisen, men den har stabiliseret gældssituationen. Foreløbig, for ingen aner selvfølgelig hvad der vil ske – og hvordan markederne vil reagere – hvis italiensk politik bliver helt kaotisk, hvis Rajoy må gå af grundet korrupsionsanklager, eller hvis Eurokrisen kommer til at omfatte Frankrig.

ECB's finansiering af Sydeuropas udlandsunderskud

Som omtalt i Kapitel 2 blev Sydeuropas konkurrenceevne forværret i forhold til Nordeuropas op gennem 00'erne, især grundet højere lønstigninger end i Tyskland. Det gav stigende betalingsbalanceunderskud i Sydeuropa og stigende overskud i Nordeuropa.

Det var denne ubalance, snarere end offentlige underskud, der var hovedårsdagen til Eurosystemets ustabilitet. Indtil gældskrisen satte ind i maj 2010 var det let for Sydeuropa at finansiere disse underskud, fordi landene kunne låne billigt – til den lave fælleseuropæiske rente – i Nordeuropa. Denne kapitaltilstrømning stoppede i 2010, og hvad så?

Her kommer ECB atter ind i billedet.

Systemet – kaldet Target2 – er dette: En spansk importør køber en vare i Tyskland. Betalingen finansieres gennem et lån i hans spanske bank, som på sin side låner i den spanske centralbank, som så igen låner hos ECB. ECB godskrifter nu beløbet hos den tyske centralbank (Bundesbank), der godskrifter den tyske bank, som repræsenterer den tyske eksportør.¹⁶

Via ECB har den spanske importør fået en gæld, og den tyske eksportør et tilgodehavende. Al udenrigshandel mellem Eurozonelandene konteres på denne måde, og det opsummeres i, at den spanske centralbank skylder ECB penge, mens Bundesbank har penge til gode. ECB fungerer som

clearingcentral, som vi kender det fra Danmark, hvor bankerne dagligt clearer deres mellemværender.

Før ECB, altså dengang Spanien og Tyskland havde forskellige valutaer, cleared man regnskabet en gang imellem ved, at Spanien betalte underskuddet ud af centralbankens reserver. Og frem til ca. 2010 klaredes problemet som nævnt ved, at Spanien kunne betale differencen med de rigelige private kapitalmængder, der flød til landet.

Men siden 2010 er det altså ikke muligt, og så er det mellemmanden – ECB – der sidder med aben.

Det er ikke småpenge, vi taler om, faktisk skylder Sydeuropa (især Spanien og Italien) omkring €1.000 mia til ECB, mens Nordeuropa (især Tyskland) har det samme beløb til gode; Tysklands bidrag til ESM og lignende er småpenge i sammenligning hermed. For at give en idé om størrelsesforholdene kan det nævnes at Tysklands BNI i 2012 var på €3.401 mia, Spaniens på €1.352 mia.

Det betyder i al sin enkelhed, at Sydeuropa ud over pengene fra ESM og støtteopkøbene fra ECB har modtaget et gigantisk, men stort set uomtalt lån fra ECB. Og det betyder videre, at hvis fx Spanien går fallit og fraskriver sig sin gæld, så vil ECB og Tyskland lide så store tab, at hele Nordeuropas økonomi vil vakle. Dette er nok den vigtigste grund til at Sydeuropa holdes oven vande.

Jeg tvivler på, at læseren har hørt om Target2. Det allervigtigste i Euro-systemet flyver ofte under radaren.

Er akkumuleringen af disse gældsposter en bombe under ECB og Euro-systemet?

Svaret er vel 'ja', hvis ECB's forpligtelser bliver ved med at vokse. Tidligere valutasytemer såsom EMS'en er netop brudt sammen, fordi landene afveg mere og mere i konkurrenceevne. Gæld må i sidste instans afregnes. Eurolandene ejer ECB og garanterer for institutionen, så det er ultimativt dem, især Tyskland, der står til at tabe penge.

Men så galt behøver det ikke at gå. Krisen har reduceret Sydeuropas udlandsunderskud noget, fordi den realøkonomiske nedtur har gjort landene så fattige, at de ikke har råd til at importere så meget, hvilket selvfølgelig betyder en valutabesparelse og en nedtrapning af udlandsgælden. Nedsæringspolitikken hjælper ikke på den offentlige gæld, men den reparerer faktisk på den afgørende ubalance i Eurosystemet, nemlig mellem underskuds- og overskudslande. Dette er fattiggørelsens sikre effekt – og formål?

Sammenfatning

ECB er sat i verden for at finansiere finanskapitalen og sikre den mod forringelser af dens værdier. Bankens formål er udtrykkeligt *ikke* at finansiere regeringerne, og *ikke* at afhjælpe arbejdsløshed ved at forbedre realøkonomien. Disse positive og negative opgaver nødvendiggjorde, at banken blev afskærmet fra demokratisk indflydelse, for folket kan frygtes at prioritere fuld beskæftigelse over inflationsbekæmpelse.

Således fungerede systemet op igennem de relativt fredsommelige 00'erne. Men så kom Eurokrisen, og topprioriteten for ECB blev nu at forhindre et sammenbrud for hele systemet. Derfor måtte der ses stort på principperne, dvs. de sydeuropæiske regeringer måtte reddes fra en fallit, der kunne få hele det finansielle system til at brase sammen. Og samtidig måtte ECB påtage sig at afværge den mere langsigtede trussel fra de sydeuropæiske landes betalingsbalanceunderskud, ved at finansiere disse, således at den økonomiske polarisering mellem Nord og Syd ikke ender i en eksplosion.

Betyder det, at ECB har udviklet sig fra alene at varetage finanskapitalens interesser til også at værne om almenvellet? Ingen har jo interesse i et finansielt – og dermed realøkonomisk – sammenbrud.

Jeg vil mene at svaret må blive et fuldtonende 'Tjah'.

ECB prøver at inddæmme krisen ved at finansiere Euro-zonens private banker på meget gunstige vilkår, med ultralave renter og mod ofte halvrådden sikkerhed – bl.a. græske statsobligationer – for lånene; og der er stort set ingen modkrav til gengæld for disse begunstigelser, fx i form af offentlige repræsentanter med vetoret overfor spekulationshandler. Det skaber en oplagt 'moral hazard', for hvorfor skulle bankerne optræde ansvarligt, når andre dækker deres tab?

I modsætning hertil er de lån, som regeringer får fra ECB (og ESM) dyre og knyttet op på en lang liste af krav om nedskæringer, privatiseringer og omformningen af arbejdsmarkedet til et mere frit marked. Ellers er der risiko for 'moral hazard', dvs. for at regeringerne blot inkasserer pengene og fortsætter deres påståede uansvarlige politik. Måske, men hvorfor denne forskelsbehandling?

ECB varetager nu en almen interesse. Men på finanskapitalens betingelser, altså kun for så vidt som dennes interesser tilgodeses.

Noter

¹ En grundigere redegørelse for pengenes begreb og historie kan findes i Lundkvist, 2004, I: Kap. 14, 15 og 16.

² Hayek, 1978. Systemet har faktisk været afprøvet i praksis, nemlig i Skotland fra 1716 til ca. 1845.

³ Stiglitz, 2012: 239. – Tidligere var det almindeligt at lønnen var indexeret, således at den steg i takt med inflationen, hvilket indebærer at lønmodtagernes interesser var afkoblet fra interesserne hos de mere velstående lag i samfundet. Denne sikring mod inflation blev i Danmark afviklet for mere end 30 år siden, da de såkaldte dyrtidsportioner først blev indefrosset og senere afskaffet. I Euro Plus aftalen fra foråret 2011 mellem Eurolandene (også andre EU-lande, herunder Danmark, tilsluttede sig) opfordres der til at eliminere enhver sådan indexing, således at reallønnen kan sænkes. I takt med at denne politik lykkes, får også lønmodtagerne en interesse i at bekæmpe inflationen (måske til skade for beskæftigelsen).

⁴ Bandulet, 2011: 38f. De 2% var gældende februar 2011.

⁵ Corporate Europe Observatory: Deutsche Bank, the blindfolded regulator, and the 26 billion euro vanishing trick (<http://corporateeurope.org/news/deutsche-bank-blindfolded-regulator-and-26-billion-euro-vanishing-trick>).

⁶ I et diagram med udbud og efterspørgsel efter penge markerer punktet, hvor kurverne skærer hinanden 'ligevægtsprisen' på penge, dvs. renten. Da jeg lærte økonomi for mange år siden, tegnedes udbudskurven som en lodret linje, fordi udbuddet antoges at være fastlagt suverænt af staten (centralbanken); ved at have kontrol med mindstereservesatsen, havde staten kontrol med den samlede pengemængde. Penge var 'eksogene' i forhold til markedsøkonomien. I dag mener mange at penge er 'endogene', dvs. deres mængde genereres af markedsmekanismerne, præcis som med tomater; det kan oversættes til at udbudskurven snarere er vandret, således at alene efterspørgslen bestemmer pengemængden.

⁷ Rodrik, 2011: 36.

⁸ Richard Duncan har argumenteret at forskellen mellem penge og kredit er ved at forsvinde (Duncan, 2012: 57). Efter afkoblingen fra guld, en realværdi, er penge blevet mere som kredit, nemlig afhængig af tillid (til staten); dollars "er simpelthen kreditinstrumenter, der ikke betaler rente." Omvendt er kredit blevet mere som penge, idet hans argument er at værdipapirer straks kan omveksles til penge, altså er likvide.

Hertil er to ting at sige. Det er rigtigt at pengesedler ikke er sikker værdi, for denne kan udhules af inflation, men den meget lave inflation i de sidste årtier har vel svækket dette argument; en dollarseddel er 'mere penge' end den var for 35 år siden. Og nok er det rigtigt at værdipapirer normalt straks kan sælges, men de er ikke værdifaste (og på bunden af subprime-krisen kunne en mængde papirer faktisk ikke sælges, til nogen pris).

⁹ Pengepolitikens grundtræk er omtalt i Indledningen.

¹⁰ Den mest almindelige form er dog de såkaldte Repo'er (Repurchase Arrangements), der fungerer på den indviklede måde, at den private bank samtidig med at den får lånet, sælger nogle værdipapirer til ECB med en forpligtelse til at købe dem tilbage, når lånet udløber, således at ECB i låneperioden besidder disse papirer som sikkerhed for lånet.

¹¹ Ved et tidligere program af samme type fra 2008, hvor ECB-renten også var 1%, købte bankerne faktisk statsobligationer, bl.a. græske der dengang – før Eurokrisen – gav 4%, altså en gevinst på 3%; det var risikofrit, fordi ECB accepterede sådanne statsobligationer som sikkerhed ved optagelse af yderligere lån hos ECB (Lynn, 2011: 105). – Den Danske Nationalbank kørte et tilsvarende program med meget billige penge til de danske banker.

¹² Skidelsky, 2012: 19f og 109f.

¹³ Også en *kontraktiv* pengepolitik er temmelig ineffektiv. Det oplevede man i USA i perioden 2004-06, da Greenspan hævede diskontoen fra 1% til 5,25% for at bekæmpe den boligboble, der senere brast. Amerikanerne omgik denne fordyrelse af lån ved i stedet at låne billigt i udlandet (Roubini/Mihm, 2011: 81). Grundet kapitalliberaliseringen er der i vore dage kun ét, globalt marked for kredit; derfor kræver en effektiv pengepolitik international koordinering.

¹⁴ Economist, 11/5 2010: http://www.economist.com/node/16096384?story_id=16096384 . Det hedder bl.a.: "Jean-Claude Trichet, centralbankens leder, benægtede at banken var blevet presset til at købe obligationer, skønt det kun er et par dage siden at han offentligt erklærede, at ECB's styrende råd end ikke havde *diskuteret* obligationskøb på sit regulære månedlige møde. Trichet erklærede at ECB var 'agressivt og totalt uafhængig'. Men trods alle hans protester ligner ECB et andet dyr end da finanskrisen begyndte. Efter sidste år at have kritiseret, at andre centralbanker købte statsobligationer som led i deres pengepolitik, er banken nu selv involveret i udtrykkelig støtte til europæiske regerings finanspolitik. Hvilket er en langt større trussel mod bankens billede af sig selv."

Lynn, 2011: 170f, giver en dramatisk beskrivelse af Weber's modstand; også ECB's cheføkonom, Jürgen Stark og præsidenten for den hollandske centralbank, Nout Wellink, var imod.

¹⁵ En anden måde at hjælpe en regering på, er at acceptere dens statsobligationer som sikkerhed, når ECB forsyner de private banker med likviditet. Dette sker som nævnt ved at udlåne mod sikkerhed ('collateral'), og når ECB her accepterer rådne græske statsobligationer som gyldig sikkerhed, giver banken disse papirer et gyldent stempel, hvilket understøtter deres markedsværdi.

¹⁶ Target2 diskuteres i Mayer, 2012: 117ff.