



At bryde den onde cirkel

Bedre overvågning kan anspore ECB til handling

Professor Niels Thygesen

Det næste EU-topmøde den 9. december bliver nødt til at bryde den onde cirkel med manglende tillid til mange europæiske statsobligationer og finansielle institutioner, som lige nu hersker blandt investorerne. Konsekvenserne kan være voldsomme: Stadig højere renter på den offentlige gæld, et "credit crunch" for mange private med gæld, og recession i 2012 og efter.

Hvad kan der gøres? Ved det seneste Eurotopmøde i slutningen af oktober blev der lanceret, hvad der så ud til at være en lovende pakke med fokus på både kort- og lang sigt: en velordnet græsk gældsoplægning, rekapitalisering af banker, flere ressourcer til Den Europæiske Stabilitetsfond (EFSF) og "governance"-reformer i Euroområdet. Men i den seneste måned har utålmodigheden på markedet overskygget virkningen af disse initiativer og de ellers gode nyheder på den politiske front: der er (i hvert fald midlertidigt) etableret reformvenlige regeringer i både Grækenland og Italien, mens valgsejren i Spanien sendte lignende signaler.

Den 1. januar 2012 træder omfattende mekanismer til overvågning af eurolandene i kraft. De understøttes af, at regeringerne nu er stærkt opmærksomme på den reaktion fra markedet, som de møder, hvis de ikke fører den rette politik. Det rejser to væsentlige spørgsmål. For det første kan man håbe på, at de politiktiltag, som er gennemført af økonomierne under pres fra markerne, kombineret med den styrkede overvågning, vil give tilstrækkelig politisk grundlag for den europæiske Centralbank (ECB) til at øge deres køb af statsobligationer via ECB's opkøbsprogram (*Securities Market Programme*, SMP), inden for rammerne af den meget lempelige pengepolitik, som nu synes påkrævet.

For det andet kan man – hvis den styrkede overvågning ser ud til

at blive en succes og landene trækker på de fælles støttefaciliteter – stille spørgsmålstejn ved, om det er nødvendigt at sætte gang i en omfattende og risikabel proces med traktatændringer. Politikere, der forsøger at 'sælge' nødvendigheden af traktatændringer alene med henvisning til behovet for større disciplin i samarbejdet, bliver nødt til at finde mere tungtvejende og positive argumenter.

Der har ikke skortet på radikale løsningsforslag i de seneste dage. Europa-Kommissionen har fremlagt forskellige modeller for euroobligationer – nu omdøbt til *stabilitetsobligationer*. Den finanspolitiske overvågning står over for at blive strammet yderligere, og skridt i retning af en finanspolitisk union bliver ikke længere udelukket. Alle disse tiltag tager imidlertid tid at implementere, og nogle kan kræve traktatændringer. Det forklarer ønskerne om handling der virker på kortere sigt i form af væsentligt større køb af statsobligationer fra ECBs side.

Alt dette skal imidlertid ses i en sammenhæng. Lanceringen af SMP i maj sidste år, som blev ledsaget af den første hjælpepakke til Grækenland samt stiftelsen af EFSF, som har til formål at forhindre finansiel afsmitning på tværs af euroområdet. Det var en traumatisk beslutning for alle i bestyrelsen i ECB, ikke kun de tyske medlemmer. Ikke så meget på grund af frykten for inflation, som i dag forekommer fjern, men på grund af, at det brød med den traditionelle arbejdsdeling mellem de monetære og politiske autoriteter.

ECB's opgave er at føre pengepolitik for euroområdet som helhed, ikke at være dommer over de enkelte økonomiers præstation i forhold til hinanden. Det er grundlæggende en opgave for det politiske niveau at tage stilling til, om et bestemt rentespænd mellem suveræne udstedere er overdrevet eller ej. Markedsdeltagerne vil imidlertid tilsyneladende have ECB til at lægge et

loft over rentesatserne eller et loft over rentespændet til de tyske statsobligationer. Dette kan dog kun gøres, hvis der er en troværdig politisk aftale om de økonomiske betingelser mellem euro-medlemslandet og euroområdet som helhed. En udvidelse til en bredere gruppe af lande synes nu sandsynlig.

De måske mest innovative beslutninger ved Eurotopmødet i oktober var anbefalingerne til Italien og Spanien, som var usædvanligt specifikke, og som udover budgetkonsolidering også omfattede strukturelle reformer på arbejdsmarkeds- og pensionsområdet. Tiden er meget knap, men topmødet den 9. december bør være i stand til at tage højde for den styrkede overvågning af de finanspolitiske og økonomiske ubalancer, som sætter en ny standard fra januar. Man kan sige, at Europa derved ikke blot kan adressere behovet for at forebygge fremtidige kriser, men også kan bane vej for en "exit" fra den nuværende.

Fra 1. januar 2012 vil landenes ubalancer og politik være underlagt de nye mekanismer. Nogle lande har lånt gennem fælles faciliteter (Grækenland, Irland, Portugal). Andre er som tidligere omfattet af "excessive deficit" procedurerne, men med strammere kontrol end hidtil. Nogle vil formentlig være tilbøjelige til at ansøge om EU- og/eller IMF-likviditetsbistand. Den sidstnævnte gruppe vil blive underlagt programbetingelser så snart de har trukket på de fælles faciliteter, som dog først skal have større kapacitet. Ét spørgsmål er, hvor mange Eurolande som vil stå tilbage alene under den normale, men dog intensiverede, overvågning. De nye overvågningsmekanismer kan åbne vejen til en mere aktiv rolle for ECB, men dette er en beslutning som kun centralbanken selv kan træffe.