

ØMU – Fejlkonstruktion eller misligholdelse?

Artiklen argumenterer, at deltagerlandenes misligholdelse af Maastricht Traktatens lempe- lige regelsæt er hovedårsagen til de aktuelle problemer. Der er gjort gode fremskridt med at gøre en gentagelse usandsynlig; anstrengelserne kan nu samles om det mest nødvendige for at bringe ØMU-landene ud af krisen.



NIELS THYGESEN
Professor (emeritus),
Økonomisk Institut,
Københavns Universitet

Indledning

De politiske rammer for Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) er under stærk udvikling. Et dominerende synspunkt i debatten herom er, at Maastricht Traktaten fra 1992 på væsentlige punkter »fejlkonstruerede« ØMU, fordi beslutningen om at bevæge sig i retning af en fælles valuta var politisk snarere end økonomisk funderet. Selv om det er vanskeligt at være uenig i, at den politiske ramme har vist sig utilstrækkelig, er hverken det nævnte synspunkt eller præmissen indlysende.

Man kan spørge, om det ikke kan være ligegyldigt om ØMU havde medfødte skavanker eller »blot« blev misrøgtet i de første ti år af sin levetid, så længe der er nogenlunde enighed om at den politiske styring skal revideres. Debatten kan så koncentrerer om fremtiden. Men det rejste spørgsmål er væsentligt, for reformernes nærmere indretning og intensitet afhænger af svaret. Nærværende artikel vil forsvare det synspunkt, at de mere permanente reformer af ØMU, som har vist sig påkrævede, allerede i det væsentlige er gennemført, mens der endnu mangler en stillingtagen til nogle af de midler, der skal bringe ØMU ud af den aktuelle krise. Sagt med andre ord: Maastricht Traktatens betoning af det nationale ansvar for den økonomiske politik uden for det pengepolitiske område er værdifuld og bør ikke afløses af en vidtgående og permanent samling af økonomisk-politiske beslutninger, som går videre end det er åbenbart økonomisk påkrævet – og hvor gennemførligheden er så usikker, at det i sig selv kan virke destabiliserende i det komplicerede samspil mellem langstrakte politiske beslutningsprocesser og utålmodige finansielle markeder.

Artiklen ser i det følgende afsnit på den ramme, som blev lagt om ØMU i Maastricht og forberedt igennem de foregående 3-4 år, især i Delors-komiteen. Denne ramme havde konkrete begrundelser i de erfaringer, der var gjort under det hidtidige, noget løsere, samarbejde inden for Det Europæiske Monetære System (EMS) og i synet på arbejdsdelingen mellem de nationale politiske beslutningstagere og centralbankerne for to årtier siden. Traktaten gjorde to optimistiske antagelser; og den var ikke tilstrækkeligt opmærksom på den finansielle integration, som ville blive en følge af en fælles valuta. Herefter diskuterer artiklen afvigelserne fra de gjorte antagelser i perioderne før og efter indførelsen af Euro den 1. januar 1999 frem til krisen, der begyndte i 2007, men for alvor tog fart fra efteråret 2008. Forsøgene på at løse to hovedopgaver: permanente revisioner af reglerne for samarbejdet og krisebekæmpelse, der har været i gang siden begyndelsen af 2010, vurderes. Afslutningsvis gennemgås kort to store nye initiativer: gennemførelsen af en bankunion og de første skridt i retning af en fiskal union. Det er her, at man især må holde øje med, om behovet for at søge reformerne gennemført på samme tid er økonomisk påtrængende og realistiske, således at de bidrager til kriseløsningen snarere end at gøre den mere langtrukket og usikker.

Maastrichttraktaten: Model og antagelser

Planerne for ØMU havde udgangspunkt i det stadigt tættere samarbejde omkring de indbyrdes valutakurser, som havde udviklet sig igennem næsten to årtier. Det begyndte med det såkaldte slangesamarbejde i 1972, hvori de oprindelige seks medlemslande samt Storbritannien og Danmark deltog; det var begrundet i, at det globale valutasystem ikke længere kunne

opfylde de europæiske landes gennemgående præference for stabile valutakurser. Men stærkt divergerende økonomisk politik i de enkelte europæiske lande efter de voldsomme energiprisstigninger i 1973-74 og svækkelsen af dollaren gjorde det ikke muligt at fastholde andre end Tyskland og nogle mindre europæiske lande i det nye samarbejde. Betingelserne for at få i al fald Frankrig og Italien med i et fastere valutasamarbejde var blevet mere lovende i 1978, og det førte til oprettelsen af Det Europæiske Monetære System (EMS).

Dette nye fransk-tyske initiativ fik en vanskelig start. Dels var det ikke klart, om hovedformålet var at bevæge sig i retning af et regionalt IMF, der kunne bidrage til mere langfristet finansiering inden for Europa af fortsat uligevægt på de enkelte landes betalingsbalancer – Italien og Storbritannien havde i 1976 måttet søge lån hos IMF – eller at tage de første skridt i retning af en fælles pengepolitik og centralbank, dels blev forskellene mellem tysk og fransk økonomisk politik igen større med Præsident Mitterand's eksperimenter fra 1981. Men fra 1983-4 begyndte en vis konvergens i de økonomiske nøgletal og i den førte politik med tysk pengepolitik som anker. Det aktualiserede overvejelser af et fremtidigt system, hvor en mere holdbar konvergens kunne fastholdes gennem en deling af det pengepolitiske ansvar mellem Tyskland og andre lande. Disse overvejelser blev fremmet af to andre forhold: planerne for gennemførelsen af Det Indre Marked med sandsynlige synergieffekter med en fælles valuta, og Tysklands interesse i ikke at forblive den eneste europæiske deltager i den globale debat om økonomisk tilpasning og dermed adressat for USA's stadige kritik i G7 og i andre fora.

Tyskland stillede som betingelse for at gå ind i mere konkrete forhandlinger, at de øvrige lande frigav de resterende restriktioner på kapitalbevægelser over landegrænserne, som Tyskland selv for længst havde gjort det; derved ville alle være udsat for en bedømmelse på de finansielle markeder af deres politik. Men det var samtidig klart, at denne øgede eksponering ville gøre samarbejdet i EMS, som ellers tilsyneladende var blevet ganske robust, mere sårbart. Risikoen for hyppige destabiliserende valutakriser kunne bedst afværges gennem at skabe rammerne for en fælles europæisk pengepolitik, især ved at oprette et europæisk centralbanksystem af federal indretning som i USA – en forestilling, som gik tilbage til dengang urealistiske planer for ØMU fra 1970 (»Werner-rapporten«). Regeringerne bad derfor i 1988 et udvalg, overvejende bestående af cheferne for de tolv medlemslandes centralbanker og med Kommissionens daværende formand Jacques Delors som formand, om at vurdere hvorledes ØMU kunne gennemføres.

Rapporten fra dette udvalg – den såkaldte Delors-rapport fra 1989 – blev i det væsentlige fulgt i Maastricht Traktaten tre år senere. Det var en skitse med et snævrere fokus på det monetære end forgængeren, men til gengæld med klarere principper for et kommende centralbanksystems virke: systemet skulle være uafhængigt af nationale og europæiske politiske myndigheder, og den fælles pengepolitik skulle have mellemfristet prisstabilitet som primær målsætning. Begge principper afspej-

lede en markant udvikling i »mainstream economics« – i den dominerende fortolkning af erfaringerne over de foregående to årtier. Centralbankerne i Europa var inden for de nationale grænser stærkt på vej til at opnå øget autonomi i tilrettelæggelsen af pengepolitikken, som i stigende grad lagde vægt på gennemsigthed og regler.

Det indvendes ofte i dag, at dette fokus på M snarere end Ø i Maastricht Traktaten er kernen i den påståede fejlkonstruktion af ØMU. Der var faktisk forsøg på at præcisere indholdet af en økonomisk union, selv om det er et mindre klart begreb end monetær union. I Delors-rapporten nævnes (ud over et velfungerende fælles marked, hvor ikke blot varer og tjenesteydelser, men også arbejdstagere og kapital kan bevæge sig frit, samt en fælles valuta) effektiv konkurrence, en regional- og strukturpolitik til at fremme ligelige produktionsvilkår i hele unionen, samt makroøkonomisk koordination med bindende regler for national finanspolitik. På de fleste af disse punkter er der gjort gode fremskridt siden 1992, men på det sidstnævnte først i de seneste år under indtryk af krisen.

Da regeringerne i de dengang 12 EU-medlemslande underskrev Traktaten gjorde de implicit to antagelser om hvordan ØMU ville komme til at virke. Den første var, at centralisering af pengepolitikken, som overgangen til en fælles valuta indebar, kunne fungere, selv om andre økonomisk-politiske beslutninger fortsat overvejende skulle være et nationalt ansvar, kun underlagt relativt milde regler for at begrænse stærkt afvigende finanspolitisk adfærd i de enkelte deltagerlande. Den anden var, at Det Indre Marked, gennem den effektivisering der var vedtaget og stort set gennemført i 1992, sammen med EU's konkurrencepolitik og den skærpede konkurrence, som ville følge af overgangen til en fælles valuta, kunne holde udviklingen i nationale omkostninger og priser nogenlunde i samme tempo. Større forskydninger i konkurrenceevne og opbygning af store ubalancer i de indre betalingsbalancer inden for ØMU skulle herved kunne undgås.

Disse to antagelser forekom ikke på forhånd urimelige, som det ofte hævdes i dag af ØMU's kritikere. De var heller ikke alene dikteret af, at en monetær union var alt, hvad de politiske holdninger i medlemslandene ville tillade. Der var solide argumenter, både økonomiske og politiske for den valgte model. National pengepolitik har klart stærkere virkninger på udviklingen i andre lande end andre former for økonomisk politik som finans- eller strukturpolitik, hvis virkninger i det væsentlige ligger inden for landets grænser. Det blev derfor set som ønskeligt at efterlade god plads til national finanspolitik, så meget mere som denne måtte forventes at blive mere effektiv til stabilisering, jo fastere bindingen af landets valuta til partnernes. Men dette spillerum måtte respektere hensynet til langsigtet holdbarhed af et deltagerlands offentlige finanser; det ville være underminerende for ØMU, hvis den skulle udvikle sig til en koalition af debitorer med en fælles interesse i at drive den fælles pengepolitik i en stadigt mere ekspansiv retning. Der var allerede tendenser i denne retning i slutningen af 1980'erne, den offentlige gæld var i gennemsnit steget

til over 60% af det samlede BNP i EU omkring 1990, hvilket gjorde en opprioritering af hensynet til langsigtet holdbarhed naturlig. Men det vigtigste politiske argument for at afstå fra forsøg på at centralisere finanspolitiske beslutninger var, at nationalt ansvar på dette område i det lange løb ville give et bedre grundlag for konvergens inden for ØMU og forhindre en detailindblanding fra kreditorerne i debitorernes finanspolitik, som ingen af parterne ønskede.

Det er en udbredt opfattelse, at hovedresultatet i Maastricht skal ses som et storpolitisk kompromis mellem Tyskland og Frankrig. Tyskland havde brug for sine EU-partners støtte i den tyske genforeningsproces, og det gjorde navnlig forbundskansler Kohl særligt modtagelig over for franske ønsker om at dele ansvaret for den stadigt mere fælles pengepolitik, og uden at de tyske ønsker om en forudgående dybere politisk integration var tilgodeset. Det er en synsvinkel, som navnlig franske kilder har vist en interesse i at fremhæve. Men det forekommer usandsynligt, at tysk genforening var på nogen måde afhængig af fransk eller anden EU-støtte. Genforeningen havde simpelthen for meget momentum til at kunne standses, hvilket Mitterand og Thatcher og måske andre europæiske ledere utvivlsomt gerne ville have gjort.

Ved et tilbageblik på årene omkring og efter genforeningen bliver det i dag klart, at der i EU uden for Tyskland var en stærkt overdrevet frygt for den økonomiske styrke i det kommende samlede Tyskland. Genforeningen førte tværtimod til en svækelse af tysk økonomi i de følgende mindst 15 år som følge af de (uventet) store byrder, statsfinansielt og konkurrencemæssigt, som reformerne af det tidligere Østtysklands meget svage økonomi medførte.

Derimod var der snarere tale om et andet kompromis mellem Tyskland og Frankrig. Tidsplanen for ØMU, som allerede i princippet var vedtaget inden Berlinmuren faldt, blev fremskyndet af denne dramatiske og uventede begivenhed, hvilket var en indrømmelse til Frankrig (og Italien). Til gengæld blev det eneste finanspolitiske indhold i Traktaten loftet over offentlige underskud og gæld – det regelbundne og disciplinerende element, som var Tysklands ønske – mens det franske ønske om også fra tid til anden at kunne træffe diskretionære beslutninger i Rådet af finansministre med udgangspunkt i den økonomiske situation i hele ØMU – den normale betydning af begrebet »økonomisk-politisk koordination« – forsvandt fra dagsordenen.

I bagklogskabens lys fremstår ved siden af de to nævnte – optimistiske – antagelser også en i dag alvorlig undladelsessynd i Maastricht-beslutningerne: det blev undervurderet, hvor meget den finansielle integration efter indførelsen af en fælles valuta ville øge den indbyrdes afhængighed, og især i en krisesituation. Denne »synd« er måske forståelig, når man husker hvor begrænset den grænseoverskridende finansielle aktivitet inden for Europa var for godt to årtier siden. Det var først med gennemførelsen af Kommissionens Financial Services Action Plan, forelagt i 1998, indførelsen af Euro i 1999, og opfølgningen

med en mere strømlinet proces for finansiell regulering fra 2001, først for markederne for værdipapirer, senere for banker og forsikringselskaber, at denne udvikling blev klart synlig. Med datidens viden er det derfor ikke overraskende, at man ikke så noget klart behov for at placere et ansvar på europæisk niveau for finansiell stabilitet, det være sig hos den kommende centralbank eller hos nyoprettede tilsynsorganer. Det bør tilføjes, at centralbankerne under ØMU forhandlingerne aldrig vist nogen interesse for at få tillagt tilsynsbeføjelser i det omfang, som det nu er på vej til at ske. De følte, at det kunne skabe interessekonflikter i relation til deres pengepolitiske fokus, og de politiske myndigheder støttede dem heri, også ud fra det synspunkt, at det nye centralbanksystem ikke skulle have et så omfattende politisk ansvar som overvågning af finansielle markeder og institutioner.

Lovende optakt – men et første tiår med mange kontraktbrud

Da Traktaten blev underskrevet, var det en udbredt opfattelse, at den gav en god og robust struktur for ØMU i slutfasen, men at det ville blive meget vanskeligt for en række medlemsstater at opfylde adgangskravene og dermed indtræde i slutfasen med indførelsen af den fælles valuta. Det var ikke mindst derfor, at der – i sidste øjeblik i december 1991 – blev indføjet en fast tidsgrænse for, hvornår overgangen til den fælles valuta skulle finde sted. Det blev den 1. januar 1999, syv år ude i horisonten, uanset hvor mange lande, der havde opfyldt adgangskravene. Skøn over hvor mange af de 12, fra 1995 15, medlemslande, der kunne bringe sig dertil, lå typisk på 6-7. Men det kom til at gå væsentligt anderledes, idet 11 lande opfyldte kravene i 1997 og dermed måtte betegnes som kvalificerede fra 1. januar 1999; Grækenland var klar to år senere.

Der var to årsager til denne overraskende, men i sig selv lovende, udvikling: (1) byrden ved den påkrævede finanspolitiske konsolidering i navnlig de sydeuropæiske lande blev lettet voldsomt ved tilpasningen til det langt lavere renteniveau i Tyskland, der ville blive en konsekvens af indtræden i ØMU, og (2) det politiske pres for at være med i den første gruppe af deltagere voksede i Sydeuropa; Finland og Irland, hvis deltagelse heller ikke var forudsat i Maastricht, kom ind i en kraftig vækst og blev derved naturlige kandidater. Mest tydelig var denne tendens til flokadfærd i Italien, som først besluttede at søge at komme med i 1996, da det blev klart, at Spanien (og Portugal) havde truffet en lignende beslutning.

Årene 1994-98 blev dermed en lovende optakt til ØMU, hvor det så ud til, at konvergens i de nationale inflationstakter blev genoptaget, samtidig med at der foregik en markant budgetopretning og gennemført enkelte strukturreformer. Men udsigten til et langt større deltagerantal i ØMU skabte også betænkeligheder, navnlig i Tyskland og Holland. I 1997 vedtog man på tysk forslag Stabilitets- og Vækstpagten, som var en klar præcisering af tidsfølgen og sanktionerne ved Maastricht Traktatens »uforholdsmæssigt store budgetunderskud«; tilføjes af vækst som mål må betegnes som en kosmetisk indrømmelse til franske synspunkter. Man var blevet betænkelig ved

at vurdere et lands egnethed som ØMU-deltager alene på baggrund af et enkelt års resultater, men der var ingen mulighed for at indbygge en længere horisont i reglerne på dette sene tidspunkt.

På denne baggrund kan det undre, at det finanspolitiske regelsæt så hurtigt gled i baggrunden i den gensidige overvågning efter 1. januar 1999. Der blev i 2001 rettet henstillinger til Irland og Portugal om en mere forsigtig og mindre procyklisk finanspolitik, men Kommissionens forslag om at gøre noget lignende over for Frankrig og Tyskland i 2003 blev nedstemt af finansministrene i Eurogruppen, og i halvandet år var pagten reelt suspenderet. De to største medlemslande støttede hinanden i afvisningen, og de blev bakket op af de to deltagerlande med det højeste gælds niveau Italien, der endnu holdt sig under underskudsloftet på 3%, og Belgien. Det mest bekymrende var, at de to store lande knapt nok argumenterede for deres ønske om en længere tilpasningsperiode; Tyskland kunne have gjort det i kraft af de strukturreformer, som regeringen Schroder igangsatte i sin anden valgperiode fra 2002 med en styrkelse af såvel langsigtet holdbarhed i de offentlige finanser som bedre konkurrenceevne til følge.

I foråret 2005 forhandlede man sig til enighed om en revideret pagt, som i endnu højere grad blev en ramme om årlige forhandlinger om den nationale finanspolitik, snarere end en fast norm, som det enkelte land måtte forventes at holde sig på forsigtig afstand af. Det var en klar svækkelse, men ikke nødvendigvis et dårligt resultat – hvis deltagerne havde været indstillet på at være mindre høflige over for hinanden. Det var de fortsat ikke, men de følgende år så ikke egentlige kriser, da et økonomisk opsving fik mere fart og gjorde det lettere at begrænse de faktiske offentlige underskud. Men metoderne til at vurdere de underliggende (strukturelle) underskud var i tilbageblik utilstrækkelige, og såvel de ekstraordinært høje skatteindtægter som en række muligheder for at undlade at indregne udgifter i budgetterne tilsøredede den reelle situation. Det grelleste eksempel viste sig at være Grækenland, som mere systematisk underrapporterede sine underskud under skiftende regeringer – både før og efter regeringsskiftet i 2004.

I lys af den krise i ØMU, som for alvor brød ud da omfanget af Grækenlands problemer blev klart sidst i 2009, er det blevet indvendt, at det kun var krisen i dette land, der var af klart finanspolitisk indhold. Det er ikke korrekt; der blev langt mere generelt ført en så ekspansiv finanspolitik i de fleste lande, at det både var i strid med indgåede aftaler, når disse fortolkes stringent, og klart procyklisk. Spanien og Irland har hævdet, at de ikke rammes af denne kritik, da deres problemer skyldtes en stærk kreditfinansieret opgang i byggeaktiviteten, altså privat og ikke offentlig letsindighed; de to lande fik ros frem til krisen for deres solide offentlige finanser og høje vækst i BNP og beskæftigelse. Det var uberettiget, da de to landes overefterspørgsel, der førte til inflation og tab af konkurrenceevne, udmærket kunne være afdæmpet enten gennem strammere finanspolitik eller bedre national overvågning af den voldsomme kreditgivning. De irske og spanske erfaringer har givet nyttig inspira-

tion til den opstramning af overvågningen, som blev vedtaget i 2011, således at denne fremover kommer til vurdere ikke blot de offentlige finanser, men også den samlede økonomiske balance.

For at opfylde disse hensigter har Kommissionen og Eurogruppen nu genoptaget en praksis fra EMS ved løbende at overvåge en række indikatorer for ekstern ubalance og forskydninger i konkurrenceevnen. I EMS var disse indikatorer nødvendige for at vurdere størrelsen af de aftalte valutakursændringer. Hvor store disse skulle være måtte afhænge dels af størrelsen af den eksterne uligevægt, dels af de ændringer i den indenlandske økonomiske politik, som det enkelte land var rede til at gennemføre for at sikre, at tilpasningen ikke blot udskød problemerne. Med overgangen til ØMU blev overvågning af uligevægt på de nationale betalingsbalancer anset for overflødig, når de ikke længere kunne føre til valutakriser, men ville blive automatisk finansierede. På længere sigt er det imidlertid afgørende for holdbarheden i et underskud på et deltagerlands løbende betalingsbalance om den kapitalimport, som modsvarer den, finansierer en styrkelse af landets fremtidige konkurrenceevne inden for produktionen af internationalt handlede varer og tjenesteydelser, eller den anvendes til at dække offentlige underskud eller produktionen af ikke handlede varer som fast ejendom. På dette punkt svigtede de ØMU-lande, som i det første tiår opbyggede store betalingsbalanceunderskud, såvel forpligtelserne fra Maastricht som deres egne langsigtede interesser. At udviklingen fik lov at løbe så langt uden korrektion fra de europæiske politiske organer, at det er blevet meget vanskeligt at genoprette statsfinansiell og/eller generel makroøkonomisk balance, er forbløffende og afdækker en fundamental svaghed i gennemførelsen af ØMU.

Det var ikke blot de nationale og europæiske politikere, der svigtede. De finansielle markeder udviste en overraskende tolerance over for de voksende spændinger inden for ØMU. Helt frem til efteråret 2009 var rentespændene mellem de enkelte ØMU-landes statsobligationer meget beskedne. Både erfaringerne i større eksisterende federale stater med forskelle i økonomisk styrke på regionalt niveau men kun beskedne rentespænd og den ligestilling den finansielle regulering giver forskellige udstedere af offentlige obligationer som sikre med en risikovægtning på nul bidrager til at forklare denne tolerance. Politikerne og ECB tog de minimale rentespænd som en kompliment til ØMUens – og deres egen – troværdighed i stedet for som en anomali, der på et tidspunkt kunne give et voldsomt bagslag.

To hovedopgaver: Det længere og det korte sigt

Fra begyndelsen af 2010 har europæiske og nationale politikere, bistået af ECB og Kommissionen været beskæftiget med to hovedopgaver: (1) at gøre ØMU mere robust ved at minimere risikoen for en gentagelse af de aktuelle problemer, og (2) at bringe deltagerne ud af krisen. Der er gjort gode fremskridt på begge punkter, men især på det første.

Under ledelse af den nye præsident for Det Europæiske Råd,

Herman von Rompuy, vedtog de europæiske institutioner – med markante bidrag også fra Europaparlamentet – i efteråret 2011 reviderede rammer for det økonomisk-politiske samarbejde, den såkaldte »six pack«. De nye rammer indebærer i alt fald fire væsentlige forbedringer: For det første en gennemgang af de nationale offentlige budgetter på et så tidligt tidspunkt, at en europæisk stillingtagen til deres forenelighed med de mål, som de enkelte lande har sat, giver praktisk mening, dvs. inden budgetterne er forelagt i nationale parlamenter. For det andet en udvidelse af den økonomiske overvågning til at omfatte udvalgte makroøkonomiske indikatorer med særligt henblik på ekstern uligevægt og konkurrenceevne. For det tredje en mere præcis formulering af forpligtelsen til at nedbringe den offentlige gæld i retning af den langsigtede norm på 60% af BNP end det hidtidige vage krav om, at det skulle ske »med tilfredsstillende hastighed«. For det fjerde en ændring af afstemningsreglerne, når Eurogruppen skal tage stilling til Kommissionens forslag om henstillinger til deltagerne, herunder sanktioner; det vil fremover kræve kvalificeret flertal mod et forslag at afvise det, hvor et sådant flertal tidligere var påkrævet for vedtagelse.

Efter gennemførelsen af six pack har Det Europæiske Råd i begyndelsen af 2012 endvidere vedtaget en såkaldt finanspagt ved en aftale mellem ØMU deltagerne, som også 8 af de 10 ikke ØMU-lande, heriblandt Danmark, har tilsluttet sig; pagten er ved at blive ratificeret i nationale parlamenter, og Danmark var blandt de første til at vedtage den i foråret 2012. Den indeholder den nye forpligtelse, at underskriverne forpligter sig til at indføre princippet om langfristet strukturel budgetbalance – forstået som højst et minimalt underskud på 0,5-1 % – i overordnet national lovgivning. Om dette er sket på betryggende vis skal vurderes af Den Europæiske Domstol.

Med six pack og finanspagten er der skabt rammer om den fremtidige efterlevelse af fælles beslutninger, der giver forventninger om, at risikoen for en gentagelse af krisen i samarbejdet i de senere år er blevet kraftigt reduceret. Dette underbygges af erfaringerne med det mangelfulde samarbejde op til krisen; alternativerne til at følge aftalte spilleregler tager sig helt anderledes ud end for et tiår siden, da Stabilitets- og Vækstpagten ikke blev håndhævet. Hvad enten alternativet er at ende med at måtte bede om lån på vanskelige betingelser fra de europæiske institutioner eller at skulle leve med finansmarkedernes vågne skepsis, fremstår det nu som mere fornuftigt slet ikke at komme i nærheden af disse risici. De reviderede rammer for ØMU har en så meget bedre chance for at blive efterlevet, end det erfaringerne frem til krisen tilsiger, at der ikke synes at være noget klart behov for permanent yderligere overførsel af myndighed til det europæiske niveau. Reglerne forekommer at være tilstrækkeligt klare, men samtidig med en indbygget smidighed, der muliggør en vis hensyntagen til det enkelte lands situation, især ved, at der fremover lægges større vægt på det strukturelle end på det faktiske underskud. Herved bliver det muligt at tage hensyn til de offentlige finansers automatisk stabiliserende rolle under et konjunkturtilbageslag. Det vil ikke være nok til at ophæve konflikten mellem hensynet til langsigtet finanspolitisk holdbarhed og finanspolitikens stabilise-

ringspolitiske rolle på kortere sigt; hele sigtet med six pack og finanspagten er at opprioritere den første opgave i forhold til den anden.

En så relativt optimistisk vurdering af tilstrækkeligheden i arbejdet på at gøre ØMU robust i fremtidige kriser kan derimod ikke anlægges på de foreløbige bestræbelser på at bringe ØMU ud af en udpræget krisesituation som den aktuelle, om end der også her er gjort fremskridt, der for nogle år siden ville have forekommet helt usandsynlige.

Siden 2010 er der truffet en række beslutninger, der markant styrker ØMU deltageres krisestyring, især gennem udviklingen af et finansielt sikkerhedsnet. Mens det første låneprogram til Grækenland var improviseret, er der siden truffet beslutning om et oprette først en tidsbegrænset, siden en permanent, institution – henholdsvis EFSF og ESM – til at kanalisere krisestøtte til lande, der optager lån med betingelser (konditionalitet). Der er etableret et tæt samarbejde mellem Kommissionen, ECB og Den Internationale Valutafond (IMF) i vurderingen af låntageres behov for tilpasning. Det har været værdifuldt, ved at øge de beløb, der står til rådighed, men især fordi IMF's stab i mindre grad end de europæiske partnere er nødt til at anlægge politiske, snarere end mere rent økonomiske synsvinkler på formuleringen af de nødvendige lånebetingelser. Om IMF fortsat vil kunne bidrage finansielt til programmerne bliver stadig mere usikkert; der er blandt de ikke-europæiske medlemmer af IMF's bestyrelse et indtryk af, at der efterhånden er placeret en lovligt stor andel af de globale udlån til europæiske lande til trods for, at disse roser sig af at være i samlet ligevægt over for omverdenen og dermed i princippet skulle kunne klare problemerne med egne midler, selvom kun en lille del ligger i ESM/EFSF.

Den 6. september 2012 vedtog ECB's råd at iværksætte et program, Outright Monetary Transactions (OMT), hvorefter banken fremover uden beløbsgrænse kan opkøbe obligationer med kort restløbetid (1-3 år) udstedt af ØMU-deltagerlande, der har optaget kreditter med konditionalitet hos ESM. ECB har tidligere periodevis opkøbt statspapirer udstedt af nogle af ØMU's gældsplagede lande, men disse opkøb havde været indstillet i nogen tid, da de hverken førte til mere varige forbedringer i markedsforholdene eller sikrede en fortsættelse af budgetkonsolidering og strukturreformer i de pågældende lande. Mange kritikere har set ECB's hidtidige sporadiske rolle som sikkerhedsnet for tilstrækkelig likviditet i markederne for statspapirer som et yderligere element i fejlkonstruktionen af ØMU; i USA, UK og Japan har aggressive opkøb af statspapirer været anvendt som middel til at komme ud af krisen i en situation, hvor de pengepolitiske styringsrenter allerede var drevet ned i nærheden af nul.

Det var med velberåd hu, at Maastricht Traktaten beskyttede ECB mod at udvikle sig til en jævnlig långiver til regeringerne. Dels havde de nationale centralbanker i gennem de foregående år afviklet deres tidligere aktive rolle ved udstedelse og køb af »egne« statspapirer, dels var det et hovedsigte i Maastricht at

beskytte den kommende centralbank mod skulle påtage sig andre mål end prisstabilitet. Men det var og er ikke alene frygten for hurtigere inflation, som har motiveret ECB's modvilje mod at gå ind på markedet i større omfang. Det er en fundamentalt politisk opgave at vurdere, om spændet mellem italienske (eller spanske) renter og de tilsvarende tyske skal ligge på det ene eller det andet niveau; ved at give sig ind i omfattende støtteopkøb ville ECB påtage sig denne opgave og blive udsat for beskyldninger om politisering og om forskelsbehandling.

Man må derfor sige, at der nu er fundet en model for at give ECB en vigtigere rolle i at dæmpe fragmenteringen på de europæiske markeder for statsobligationer, som lægger en væsentlig del af denne rolle hos de politiske myndigheder. Centralbanker kan påtage sig kortfristet indbyrdes likviditetsstøtte, men ikke kreditgivning på lidt længere sigt. Det var princippet i EMS og overførtes til ØMU; det var også en årsag til, at Den Europæiske Monetære Fond ikke lod sig realisere omkring 1980: de institutionelle betingelser var ikke til stede. Men den nye model forudsætter, at et land i likviditetsvanskeligheder er villigt til at henvende sig til ESM og påtage sig forpligtelserne ved de betingede lån, og der er her fortsat tvivl om både Spaniens og Italiens villighed hertil; begge lande har håbet, at selve bekendtgørelsen af det nye samarbejde mellem ECB og ESM ville hjælpe dem til at bevare adgang til de finansielle markeder og på lidt lempeligere vilkår end igennem store dele af 2011-12.

Selv om der er gjort store fremskridt i krisehåndteringen fremstår denne dog stadig som en torso, indtil der er et klarere bud med de negative spiraler, som har præget det senere udvikling. Man kan håbe, at det nye samarbejde mellem de politiske myndigheder og ECB kan bryde den negative spiral mellem nogle af de gældsplagede landes svækkede markedsadgang og deres solvens og derved svække frygten for, at et af de større lande skulle forlade ØMU. Der er imidlertid også en tredje negativ spiral i form af sammenhængen mellem rentestigningerne på statsgælden og banksystemets soliditet. Denne sammenhæng går begge veje: fald i markedsværdien af bankernes beholdninger af statspapirer bringer dem under egenkapitalkravene, samtidig med at statsfinanserne belastes yderligere af at måtte deltage i rekapitaliseringer af banker. Disse sammenhænge har fristet nogle lande til at overvurdere sundheden af egne banker og til som en panikreaktion at beskytte bankernes private kreditorer mod tab. Spanien har frembudt eksempler på dette; Irland gjorde det i begyndelsen af krisen, men også kreditorlande som Tyskland har vist sig at have et overdrevet positivt syn på egne finansielle institutioner. Derfor er tankerne om en bankunion kommet stærkt frem i løbet af 2012.

De store reformer – bankunion og finanspolitisk union

Da Det Europæiske Råd i sommeren 2012 åbnede for muligheden for, at ESM kunne anvendes til at rekapitalisere spanske banker, kom der for alvor gang i diskussionen om at arbejde i retning af en bankunion; det er blevet stillet som direkte betingelse for gennemførelsen af en sådan rekapitalisering, at tilsynsbeføjelserne i forhold til de berørte institutioner skulle overgå

til europæisk niveau. Det ville straks medføre behov for traktatændringer, hvis det europæiske tilsynsorgan, der blev igangsat ved begyndelsen af 2011, European Banking Authority (EBA) skulle have sådanne beføjelser, men der blev fundet en anden og smidigere vej, idet Maastricht Traktaten åbnede muligheder for at tillægge ECB særlige tilsynsbeføjelser. Det undersøges nu, på basis af Kommissionens forslag af September 2012, om en sådan overførsel kan ske allerede ved indgangen til 2013 for kandidater til ESM rekapitalisering, for større institutioner senere det år og for alle 6.000 banker i ØMU i 2014. Det kan det nok ikke, men en kraftig europæisering af tilsynet er på vej – selvfølgelig under den forudsætning, at ECB kommer til at arbejde i høj grad gennem de nationale myndigheder.

En bankunion omfatter imidlertid mere end samling inden for ØMU af tilsynsbeføjelserne. Der er to andre elementer: fælles regler og praksis for rekapitalisering (eller afvikling) af banker og fælles indskyderforsikring. Disse to sidste elementer er langt mere omfattende end det førstnævnte og mere tidkrævende; de indebærer begge omfattende og til dels uoverskuelige gensidige forpligtelser og dermed potentielt store risici for ØMU landenes statsfinanser. Over en årrække har ØMU landene – og de øvrige EU-lande – udviklet et tættere samarbejde omkring opfølgning af den nationale gennemførelse af fælles regler og generelt udveksling af informationer. Men som bl.a. gennemførelsen af bankpakke III i Danmark med tab for nogle af danske bankers kreditorer og store indskydere illustrerede, kan forskelle i praksis give store dønninger i konkurrencevilkårene på det europæiske bankmarked. Fælles praksis er meget ønskelig, men om den forudsætter mere end tættere samarbejde mellem nationale myndigheder forekommer ikke klart dokumenteret; noget lignende gælder for indskyderforsikring. Hertil kommer den komplikation, at det indre marked for finansielle tjenesteydelser og dets regulering er et anliggende for alle EU-lande; da i al fald UK ikke kan forventes at tilslutte sig traktatændringer på dette område, vil man være henvist til at gennemføre bankunionen som finanspagten, dvs. som en aftale mellem de deltagende regeringer, obligatorisk for ØMU deltagerne, frivillig for de øvrige EU-lande.

En bankunion – og allerede oprettelsen af de finansielle sikkerhedsnet, senest ESM – er skridt på vejen mod en finanspolitisk union, da disse skridt indebærer mulige udgifter for det enkelte ØMU land. Men diskussionen om en mere omfattende finanspolitisk union er begyndt, ikke mindst i sammenhæng med tankerne om at foretage udstedelse af obligationer med fælles hæftelse for ØMU landene. Sådanne udstedelser ville, i deres mere ambitiøse former, kræve traktatændringer for at sikre en stærkere indflydelse på den nationale finanspolitik end den, der sikres gennem six pack og finanspagten. Diskussionen om, hvorledes dette kunne gøres, er så småt begyndt i Tyskland, men synes endnu ikke at være på dagsordenen i andre ØMU lande, hvilket ikke kan undre, da der her for alvor ville blive tale om en afvigelse fra princippet om nationalt ansvar for finanspolitikken. Det bliver derfor en langstrakt og vanskelig proces at få denne dimension vedtaget i alle lande.

Hvis man er bekymret over den usikkerhed som projektet medfører, kunne man spørge, om der ikke findes forslag til indførelse af en delvis fælles obligationsudstedelse og -hæftelse kunne vise sig mere gennemførlig. Der er faktisk forslag, som begrænser de nævnte udstedelser i tid eller omfang på måder, som kan gøre dem mere politisk acceptable, fordi de kunne ses som bidrag til løsning af den nuværende krise frem for som en permanent ændring af samarbejdet. Det tyske økonomiske Råd har således skitseret en version, hvor et land med en gældskvote på over 60% påtager sig at øremærke en del af sine offentlige indtægter til gældsnedbringelse i en markant takt mod at ombytte sin overskydende gæld med nye fællesudstedte og lavere forrentede papirer. Andre forslag tager sigte på alene at udstede kortløbende papirer i fællesskab og dermed med selvlikviderende karakteristika. Disse typer af forslag omhandler alle den udestående gæld uden af gøre ansvaret for ny gældsoptagelse fælles – den vigtigste traktatmæssige blokering for fælles udstedelser – og uden af øge tilskyndelserne til uansvarlig politik.

Konklusion

En krisesituation i det europæiske samarbejde – og man har ikke set nogen så alvorlig siden 1958 – kalder altid på to modstridende tendenser. Nogle vil gerne benytte lejligheden til at lave radikale forbedringer af samarbejdet og bevæge det i klart federal retning; de vil ikke »lade krisen gå til spilde.« Andre fordyber sig i tekniske løsninger på den aktuelle krise og tillægger det højst prioritet at komme så hurtigt ud af krisen som muligt, med kun de strengt nødvendige nydannelser.

EU – og den nydannede ØMU – havde chancen for at gennemføre ændringer i sin politiske ledelsesform i forbindelse med det

store Konvent, som arbejdede for godt ti år siden. Resultatet under disse rolige omstændigheder var på papiret omfattende – den såkaldte Forfatningstraktat, som faldt ved folkeafstemningerne i Holland og Frankrig i 2005 – men hvad angik det økonomisk-politiske samarbejde meget beskedent. Der var ikke enighed om nogen opstramning af rammerne herfor, selv om det i dag tager sig overraskende ud. Det illustrerer vanskelighederne ved at erkende noget behov for reformer uden for kriser og styrker derved dem, der i dag vil »udnytte krisen.«

Der er imidlertid i lyset af de senere erfaringer et argument for ikke at sætte målene for højt. En lektion fra de seneste tre-fire år har været farerne ved, at de politiske beslutninger kræver så meget mere tid end de finansielle markeder – og de politiske systemer i de svagere lande – giver dem. En vedtagelse af omfattende ændringer i traktatgrundlaget vil, selv under gunstige omstændigheder, tage en årrække og medføre meget tvivl undervejs om gennemførligheden. Selv en gunstig proces kan komme til at virke mere destabiliserende end konstruktiv, uanset om endemålet er særdeles velbegrunderet og, hvis gennemført, ville give et klart bedre grundlag for samarbejdet. Det taler for, at man, ikke mindst på baggrund af at der siden 2010 allerede er besluttet både en række nyttige og velmottimerede opstramninger af ØMU samarbejdet og en del nye instrumenter til at bringe deltagerne tættere på en afslutning af den aktuelle krise, i den kommende tid koncentrerer sig om at få afsluttet resten af de presserende elementer i det andet sæt af opgaver, herunder en styrkelse af ESM, dennes samarbejde med ECB samt de dele af en bankunion, som ikke skønnes at kunne udsættes.

YDERLIGERE LÆSNING OM ØMU:

De Grauwe, Paul (2009), *The Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.
Gros, Daniel og Niels Thygesen (1998), *European Monetary Integration – From the European Monetary System to European Monetary Union*, Longman, London.
Hoffmeyer, Erik m.fl.(2000), *Danmark og ØMU*

– *Økonomiske Aspekter*, Rådet for Europæisk Politik, Systime.

James, Harold (2012), *Making the European Monetary Union*, Harvard University Press, Cambridge, Ma.

Kelstrup, Morten m. fl. (2012), *Europa i forandring*, Hans Reitzels Forlag, København (især kapitel 9 om Europas politiske økonomi).

Marsh, David (2011), *The Euro*, Yale University Press, New Haven and London.

Moravcsik, Andrew (2012), »Europe After the Crisis«. *Foreign Affairs*, Vol. 91,3, pp. 54-68.

Det Økonomiske Råd, *Rapport, forår 2012*, (især kap. 2 om den europæiske statsgældskrise).