

## **EU og EMS, ØMU eller?**

Det monetære økonomiske  
samarbejdes fordele

Af Finn Olesen

### **Resumé**

*Historisk set har Danmark altid været en varm fortaler for et internationalt økonomisk og monetært samarbejde, hvad enten dette har fundet sted inden for OECD eller E.U. I de senere år har debatten i Danmark været centreret omkring EMS'en og det planlagte ØMU-arrangement. Indtil sommeren 1992 syntes integrationsbestrebelseerne i E.U. at skulle krønes med held. Inden for ERM'en var den eftertragtede økonomiske stabilitet tilsyneladende etableret og en vellykket gennemførelse af en formaliseret økonomisk og monetær union kunne skimtes forude. Derefter tog begivenhederne fart. Ratifikationsproblemer, valutauro og devalueringsspres blev efterhånden næsten daglige foreteelser indtil fastkurssamarbejdet de facto brød sammen med indførelsen af en udsvingsmargin på ialt 15% i begyndelsen af august sidste år. Nærværende artikel har til hensigt at belyse forskellige aspekter ved såvel det nuværende som det fremtidige økonomisk og monetære samarbejde inden for E.U. Således sættes der f.eks. spørgsmålstegn ved visse elementer i den nuværende ØMU-traktattekst, selvom det på den anden side understreges, at en lille og meget åben økonomi som den danske ikke kan isolere sig fra hverken de internationale konjunkturbælgelser eller de internationale kapitalbevægelser. Et mere eller mindre formaliseret økonomisk monetært samarbejde vil derfor altid være i Danmarks interesse.*

## **EU og EMS, ØMU eller?**

Det monetære økonomiske  
samarbejdes fordele

Af Finn Olesen

### **Resumé**

*Historisk set har Danmark altid været en varm fortaler for et internationalt økonomisk og monetært samarbejde, hvad enten dette har fundet sted inden for OECD eller E.U. I de senere år har debatten i Danmark været centreret omkring EMS'en og det planlagte ØMU-arrangement. Indtil sommeren 1992 syntes integrationsbestrebelserne i E.U. at skulle krønes med held. Inden for ERM'en var den eftertragtede økonomiske stabilitet tilsyneladende etableret og en vellykket gennemførelse af en formaliseret økonomisk og monetær union kunne skimtes forude. Derefter tog begivenhederne fart. Ratifikationsproblemer, valutauro og devalueringsspres blev efterhånden næsten daglige foreteelser indtil fastkurssamarbejdet de facto brød sammen med indførelsen af en udsvingsmargin på ialt 15% i begyndelsen af august sidste år. Nærværende artikel har til hensigt at belyse forskellige aspekter ved såvel det nuværende som det fremtidige økonomisk og monetære samarbejde inden for E.U. Således sættes der f.eks. spørgsmålstegn ved visse elementer i den nuværende ØMU-traktattekst, selvom det på den anden side understreges, at en lille og meget åben økonomi som den danske ikke kan isolere sig fra hverken de internationale konjunkturbevægelser eller de internationale kapitalbevægelser. Et mere eller mindre formaliseret økonomisk monetært samarbejde vil derfor altid være i Danmarks interesse.*

## Indledning

Danmarks relationer til EU har nu ganske længe været en fast bestanddel af den offentlige debat. Her er det især navnlig de økonomiske aspekter af det europæiske samarbejde, der har været i fokus.

I den danske diskussion har der således bl.a. været lagt vægt på de økonomiske perspektiver, der følger af en eventuel accept af og tilslutning til dannelsen af en formaliseret økonomisk og monetær union inden for EU. Således har Danmark allerede på et meget tidligt tidspunkt fundet det nødvendigt at tilkendegive, at vi ikke ønsker at tilslutte os den såkaldte tredje og sidste fase i ØMU-arrangementet. Denne og de øvrige danske reservationer blev, som det vil være de fleste bekendt, accepteret af de øvrige EU-lande på Edinburgh-topmødet i slutningen af 1992.

Nærværende artikel har i forlængelse heraf til hensigt at forsøge at belyse nogle udvalgte centrale aspekter af det fremtidige økonomiske og monetære samarbejde inden for EU.

Jeg skal derfor i det følgende først behandle de i ØMU'en indeholdte ialt fire konvergensbetingelser. Således skal hensigtsmæssigheden af ØMU'ens centrale målsætning om prisstabilitet, der i traktatteksten er givet en absolut første prioritet, forsøges diskuteret. Dette sker bl.a. ved at trække en teoriehistorisk linie tilbage til et tidligt dansk bidrag af Jørgen Pedersen fra 1933. Dernæst skal der fokuseres på kravenes finanspolitiske dimension, idet denne bør stå centralt i en vurdering af unionssamarbejdets forventede samlede økonomiske fordele og ulemper. Endelig forsøger artiklen afslutningsvist at vurdere det planlagte ØMU-samarbejdes konkrete

fremtid set i lyset af ERM'ens de facto sammenbrud, der blev en realitet i begyndelsen af august sidste år.

## De opstillede konvergenskrav

Skal en økonomisk og monetær union fungere efter hensigten, kræver dette, som den helt centrale forudsætning, at de medlemslande, der skal deltage i et sådant unionssamarbejde har en tilstrækkelig stor grad af relevant ensartet – og helst også harmonisk – realøkonomisk udvikling; jævnfør f.eks. diskussionen heraf i DØR (1992). For at kunne forsøge at realisere dette, er der i ØMU-traktatteksten opstillet fire konvergensbetingelser, som de enkelte deltagende lande skal kunne honorere, førend de aktivt kan indtræde i samarbejdet, således som dette forefindes efter påbegyndelsen af unionens tredje fase.

For det første skal der etableres den nødvendige konvergens mellem landenes indbyrdes inflationstakter, i praksis målt ved væksten i forbrugerpriserne, ligesom landenes lange rentesatser for det andet skal have tilnærmet sig hinanden.

Videre for det tredje skal de indbyrdes valutakursforhold i en periode op til implementeringen af den tredje fase have udvist den nødvendige efterlyste grad af stabilitet i mindst to år uden nogen form for alvorlige spændinger. Herunder naturligvis uden, at nogen devaluering er forsøgt gennemført på landets eget initiativ.

Det sidste og fjerde krav er et krav af en finanspolitisk karakter, idet der her lægges en øvre grænse på størrelsen af såvel det årlige offentlige budgetunderskud, 3% af BNP, som den samlede offentlige gæld, ialt max. 60% af BNP.

Flere af de 12 EU-lande har dog idag

ganske væsentlige problemer med umiddelbart at kunne honorere disse opstillede konvergensbetingelser.

Umiddelbart synes ERM'en at ligge i ruiner. Et valutarisk samarbejde med tilfaldte udsving på ialt plus/minus 15% er at betragte som et de facto flydende kursregime, omend enkelte lande, f.eks. Danmark, forsøger at begrænse de faktiske valutakursudsving gennem en styret form for flydning. Man kan derfor stille spørgsmålstegn ved om den efterlyste grad af valutarisk stabilitet i realiteten idag er til stede; jævnfør dog Thygesen (1994 a) & (1994 b), hvor der argumenteres for den opfattelse, at kravet om valutarisk stabilitet, hvor interventionsgrænserne ikke må brydes, teknisk set kan vurderes også med en udsvingsmargin på ialt 15%. Betragtes landenes lange rentesatser er der også variationer de enkelte EU-lande imellem.

Derudover er det navnlig de fiskale kriterier, der volder de fleste af landene de alvorligste problemer. Således har f.eks. Italien, Belgien og Grækenland alle gældsætningsgrader, der overstiger 100% af landenes BNP, ligesom Italien og Grækenland begge har et årligt budgetunderskud, der er af en ganske betragtelig størrelsesorden (på over 10% af deres BNP).

Derimod er variationerne i inflations-takten landene imellem generelt mindre markante, hvilket falder ganske naturligt, den generelle tendens i den førte økonomiske politik taget i betragtning, hvor netop inflationsbekæmpelsen i mange lande har været højt placeret på den prioriterede liste over de forskellige økonomiske politiske mål.

Et EU i flere divisioner?

Vurderes alle EU-landene samlet under ét m.h.t. deres mulighed for umiddelbart at kunne honorere de her beskrevne fire konvergensbetingelser, ser det ud til, at man kan finde en tendens til en generel tredeling af landene; jævnfør Hoffmeyer (1992). En inddeling, der tager sit udgangspunkt i landenes historiske tilknytning til det stedfundne EMS-samarbejde før ERM-sammenbruddet i sommeren 1993: 1) de oprindelige ERM-lande (inden for det snævre bånd), 2) øvrige ERM-lande (inden for det brede bånd) samt 3) medlemslande uden for ERM-arrangementet.

Således ser de fleste af de lande, der hidtil har deltaget i ERM-arrangementet inden for det snævre bånd, den såkaldte »hårde kerne« af EMS-landene, ud til bedst at kunne opfylde de stillede krav; jævnfør Hougaard Jensen & Motzfeldt (1993), der argumenterer for, at netop Tyskland og Benelux eventuelt suppleret med Frankrig og Danmark synes at kunne udgøre et såkaldt optimalt valutaområde.

Forsøger de enkelte lande på denne baggrund gennem den økonomiske politik bevidst at ville tilstræbe opfyldelsen af de her præsenterede fire konvergensbetingelser, da må de økonomiske konsekvenser heraf formentlig forventes at blive af en overvejende kontraktiv karakter. Dette er et forhold, der navnlig er bestemt af de to finanspolitiske restriktioner.

Som en konsekvens heraf skal den finanspolitiske dimension i ØMU'en derfor diskuteres nærmere. Før end dette sker i afsnit 4, skal den helt afgørende centrale

økonomisk politiske målsætning om stabile priser dog først behandles noget mere uddybende.

### Målsætningen om prisstabilitet

På trods af, at en vellykket etablering og fastholdelse af en økonomisk og monetær union fordrer en rimelig realøkonomisk ensartethed landene imellem, er der i traktatbestemmelserne til det konkrete ØMU-samarbejde alligevel givet en absolut første prioritet til en økonomisk politisk målsætning om prisstabilitet. Der er altså ikke eksplicit lagt vægt på at ville forsøge at få den realøkonomiske udvikling i de enkelte lande til at konvergere f.eks. gennem en specificering af et krav, der til eksempel kunne fastlægge omfanget af den maksimale acceptable arbejdsløshed. Som fremhævet af flere, f.eks. Henning Christophersen, kan målsætningen om prisstabilitet, hvor central denne end måtte være for ØMU'en, dog ikke stå alene. Også f.eks. målene om økonomisk vækst og gode beskæftigelsesmæssige forhold må inddrages, når den økonomiske politik konkret skal fastlægges i unionen; se Økonomiministeriet (1990) herfor.

Den økonomisk teoretiske filosofi bagved ØMU'en

Som jeg har argumenteret for i Olesen (1993), er prioriteringen af de økonomisk politiske mål i ØMU-arrangementet i en ganske god overensstemmelse med grundholdningen i den økonomisk teoretiske filosofi, der må antages at have ligget bagved udformningen af de konkrete bestemmelser om ØMU'ens faktiske udformning og funktion. De centrale økonomiske ræsonnementer bagved unionen er således

hentet fra den neoklassiske og monetaristiske teori. Paradoksalt nok hænger nogle af de påståede positive effekter ved netop funktionen af ØMU'en imidlertid eksplicit sammen med eksistensen af en keynesiansk indkomstdannelsesproces og en dertil hørende multiplikatoreffekt.

Forestiller vi os en idealiseret økonomi, der fungerer optimalt, d.v.s. ved et maksimalt beskæftigelsesniveau – alternativt ved en arbejdsløshed svarende til den naturlige – og samtidig hermed er i en stabil ligevægtssituation over tiden, da vil en sådan økonomi fordrer, at der periode for periode fremkaldes et investeringsomfang af en given størrelse, der netop er tilstrækkeligt stort til at sikre, at økonomien også i fremtiden kan reproducere sig selv.

Også dette investeringsomfang kan antages at være af en konstant størrelsesorden over tiden. For igen og igen at frembringe netop dette investeringsomfang kræves der derfor en konstant rente – den naturlige – etableret og fastholdt i samfundet.

Skal den her beskrevne økonomi endvidere kunne klare sig i en konkurrence med omverdenen, kræver dette, at økonomien determinerer en prisstigningstakt, som i det store og hele er i overensstemmelse med prisstigningstakten hos i hvert tilfælde dens væsentligste konkurrenter. Kun herved, givet faste valutakurser, kan en neutral konkurrenceevnesituation mellem den pågældende økonomi og dens omverden forsøges fastholdt.

Da man gennem etableringen af ØMU'en netop ikke ønsker nogen næneværdig grad af realøkonomisk skævhed fremkaldt inden for unionens område, tværtimod, betinger dette således en neu-

tral konkurrenceevnesituation de enkelte deltagende lande imellem. Derfor de tre konvergensbetingelser m.h.t. prisstabilitet, ensartet renteudvikling og faste valutakurser. Dermed bliver blot tilbage at drage omsorg for, at der i henseende til en unionsammenhæng ikke hos de enkelte lande føres en uhensigtsmæssig og forvridd form for finanspolitik. Som en konsekvens heraf opstilles der i traktatbestemmelserne derfor de to nævnte restriktioner på finanspolitikken gennem hvilke, der forsøges tilsigtet en vis form for nødvendig koordination af finanspolitikken de enkelte unionslande imellem. For en nærmere analyse heraf kan der f.eks. henvises til Nielsen, J. Ulf-Møller, Heinrich, Hans & Hansen, J. Drud (1991) kapitlerne 6 og 7.

Et realistisk udgangspunkt?

Så langt, så godt. Nu er problemet blot det, at selv en idealiseret økonomi, som den overfor skitserede med en endda særdeles iøjnefaldende og tilsyneladende også effektiv markedsmechanisme, alligevel ikke af sig selv altid er i stand til at frembringe og fastholde det ønskede optimale outputniveau. Dette har længe været et erkendt, men ikke nødvendigvis anerkendt, standpunkt i den økonomiske litteratur.

Er dette korrekt, fører en målsætning om prisstabilitet derfor ikke automatisk også til en realisering af den fulde beskæftigelse. Således har til eksempel dansk økonomi jo efterhånden længe været karakteriseret af en endda i europæisk sammenhæng særdeles lav inflationstakt. På trods heraf har arbejdsløsheden i den samme periode været generelt stigende. Danmark har således på trods af en bevidst ført

økonomisk politik med det klare formål for øje at forsøge at sikre en stabil inflationsudvikling snarere bevæget sig længere væk fra end egentlig tilnærmet sig til det maksimale outputniveau. En beskæftigelsesmæssig tendens der vel også i et større eller et mindre omfang gør sig gældende i flere af de andre EU-lande.

Det er derfor mere end tvivlsomt om en målsætning om prisstabilitet med rette bør gives en status som den, den indtager i Maastrichttraktaten. Et tilsvarende synspunkt argumenterede Jørgen Pedersen for allerede i en artikel fra 1933 i et festskrift til Gustav Cassel med titlen »Economic Stabilization«.

Heri argumenterer han for den opfattelse, at skal der makroøkonomisk set foretages en relevant stabilisering, da bør dette så afgjort snarere være en stabilisering af den økonomiske aktivitet i samfundet end blot af priserne. Dette er et standpunkt, som er i en ganske god overensstemmelse med væsentlige dele af indholdet i det keynesianske paradigme. Men samtidig er det også et standpunkt, der lige så klart er i modstrid med og i opposition til nogle af de centrale argumenter og udsagn, der kan udledes af såvel den i 1920'erne og 1930'erne udbredte neoklassiske som den i dag mere moderne og fremherskende monetaristiske/nyklassiske teori.

Man kan derfor nok konkluderende sige, at den indre logik er til stede i de konkrete bestemmelser, der omhandler dels udformningen dels funktionen af ØMU'en, men dermed er hensigtsmæssigheden af det foreslåede arrangement, og herunder især målsætningen om prisstabilitet, naturligvis ikke automatisk sikret.

Et forhold der måske til dels også er er-

kendt af de politiske beslutningstagere i og med den øgede betydning, som der tilsyneladende skal tillægges EU's regionale fonde i den fremtidige økonomiske udviklingsproces inden for EU. Fonde, hvis eksistens ikke burde være påkrævet, såfremt de europæiske økonomier alle fungerede på en så optimal og hensigtsmæssig måde, som den, der netop er beskrevet.

### **Den finanspolitiske dimension**

Selvom forsøgene på at frembringe den nødvendige konvergens mellem landenes inflationstakter og deres lange rentesatser alene kan betinge en generel kontraktiv ført finanspolitik, da vil denne tendens naturligvis blive væsentlig forstærket, såfremt de enkelte lande også lægger vægt på en rimelig hurtig nedbringelse af dels deres årlige offentlige budgetunderskud dels størrelsen af den offentlige gældsætningsgrad. Hensigten hermed er selvfølgelig et ønske om at få reduceret de i forhold til ØMU-bestemmelserne eksisterende budgetmæssige problemer. En entydig formindskelse af disse problemer er dog ikke nødvendigvis det umiddelbare resultat af den førte restriktive finanspolitik.

Den internationale multiplikatorproces Således vil den kontraktiv afledte effekt i det enkelte land som følge af den førte finanspolitik af sig selv resultere i et bortfald af efterspørgsel i samfundet. Dette betinger efterfølgende en dårligere vækst i økonomien og dermed også en større arbejdsløshed, end det ellers ville have været tilfældet, såfremt finanspolitikken ikke netop var blevet gjort strammere. Som en konsekvens heraf mindskes automatisk statens indtægter – bortfald af di-

rekte og indirekte skatter og afgifter – ligesom statens udgifter af sig selv, f.eks. primært til arbejdsløshedsunderstøttelse, efterløn og bistandshjælp, vokser.

Resultatet af de økonomisk politiske anstrengelser bliver derfor måske ikke, som ønsket, et væsentligt forbedret offentligt budgetunderskud. Måske endda snarere tværtimod når også mere eksterne effekter forsøges inddraget i analysen.

Den kontraktiv førte økonomiske politik vil nemlig under alle omstændigheder betyde, at det pågældende lands import formindskes. Dette resulterer naturligvis i en mindre efterspørgsel efter andre landes varer og tjenesteydelser, hvorved også disse lande udsættes for en udefra kommende afledt konjunkturedgang. En sådan nedgang bevirker, at de forskellige eksportlande også meget let kommer ind i et kontraktivt økonomisk forløb, såfremt den oprindelig importreduktion, der startede hele processen, blot er af en vis betydende størrelsesorden. Dette er jo en af effekterne ved eksistensen af en international konjunkturspredningsmekanisme landene imellem.

Fører nu en række lande alle samtidig en restriktiv økonomisk politik i form af en kontraktiv finanspolitik i et forsøg på bl.a. at ville bekæmpe deres eventuelle budget- og gældsmæssige problemer, da bliver konjunkturtilbageslaget i det enkelte land såvel som internationalt set selvfølgelig kraftigere end, hvis blot den kontraktive effekt udsprang fra et enkelt land alene. En effekt der vil være større, jo større graden af samhandel er de involverede lande imellem, sådan som det jo netop er tilfældet med de 12 EU-lande. Dermed forværres også automatisk de oprindelige

offentlige budget- og gældsmæssige problemer i de enkelte lande, hvilket efterfølgende gør en permanent løsning af disse problemer fremover betydelig mere vanskelig, end det ellers oprindeligt var tilfældet.

Resultater EU-landenes forsøg på en opfyldelse af konvergensbetingelserne derfor i en generel set kontraktiv ført økonomisk politik, vil et deraf afledt tilbage-slag i de internationale økonomiske konjunkturer ramme flere økonomier, og herunder naturligvis også dansk økonomi, hvilket i sig selv yderligere vil forværre de i forvejen generelt set dårlige beskæftigelsesmuligheder i Danmark såvel som i de andre 12 EU-lande.

Nogle modsatrettede positive effekter

Dog medfører stramningen af finanspolitikken også nogle positive effekter, der vil gøre det ovenfor nævnte problem noget mindre.

Således kunne det tænkes, at der gennem stramningen af den førte finanspolitik blev åbnet op for muligheden af, at man kunne lempe på andre dele af den førte økonomiske politik. Dette kunne, eventuelt sammen med en samtidig tendens til en øget grad af konvergens mellem landenes inflationstakter og deres lange rentesatser, medføre et rentefald. Et sådant lavere renteniveau ville naturligvis gennem primært et øget investeringsomfang og sekundært et øget privatforbrug fremkalde en større samlet efterspørgsel i de enkelte lande.

Sættes en sådan økonomisk vækstproces i kraft indtager de automatiske stabilisatorer igen en central rolle i processens forløb. Nu er den ovenstående argumenta-

tion blot vendt om. Den øgede dynamik i de enkelte lande gavner således ikke alene landets egen interne balancesituation selv, men gennem en afledt importforøgelse, og altså eksistensen af en international multiplikatorproces, også andre landes økonomiske situation. Herved forbedres ikke alene generelt beskæftigelsesmulighederne, også de forskellige landes eventuelle offentlige budget- og gældsmæssige problemer reduceres i takt hermed.

Et sådant positivt forløb kan endda sandsynligvis finde sted uden, at landenes eksterne balancesituation bliver markant forværret.

Dette kræver for det første, at de potentielle vækstafledte effekter landene imellem er nogenlunde ensartet fordelt mellem dem, hvilket vel i højere grad kan siges at være gældende for landene inden for end uden for det nuværende EU-samarbejde. Er dette tilfældet, og den indbyrdes samhandel mellem EU-landene samtidig stor, kan de negative effekter på betalingsbalancens løbende poster formentlig i al væsentlighed neutraliseres.

For det andet kan denne effekt forstærkes af det forhold, at det potentielle unionsområde samlet gennem et generelt øget investeringsomfang måske isoleret set er i stand til at kunne vinde en konkurrenceevnemæssig fordel overfor omverdenen gennem en forbedret produktivitetsudvikling. Herved øges, igen under en forudsætning om en nogenlunde realøkonomisk ensartethed de 12 lande imellem, EU-landenes eksport til lande uden for det europæiske fællesskab, hvilket entydigt forbedrer disse landes betalingsbalancesituation.

Hertil kommer yderligere de positive



effekter, der kan realiseres, hvis konsistensen i den førte økonomiske politik i forhold til den planlagte unionsstrategi betinger, at der kan fremkaldes en øget grad af troværdighed i markedet til den fremtidige økonomiske udvikling i EU. Hermed opnår man formentlig en større grad af stabilitet m.h.t. navnlig udviklingen i valutakurserne og rentesatserne i en periode (den anden fase) indtil ØMU'ens fulde etablering, end man ellers ville have været i stand til at kunne realisere.

Endelig kan man argumentere for det synspunkt, at landene i det europæiske fællesskab, også uden en egentlig økonomisk og monetær union i sigte, alligevel ville have et behov for at føre en generel set stram finanspolitik. Dette er bl.a. betinget af den generelle accept hos de økonomisk politiske beslutningstagere af at ville forsøge at fastholde en allerede etableret lav inflationstakt. Et forhold som videre kunne forstærkes af landenes individuelle bestræbelser på under alle omstændigheder at ville iværksætte foranstaltninger, der har til hensigt at bekæmpe deres eksisterende offentlige budgetunderskud. Hertil kommer effekterne af yderligere restriktive tiltag i den økonomiske politik, der har deres selvstændige begrundelse i et ønske om en fremtidig positiv og acceptabel betalingsbalanceudvikling.

#### En vurdering af den samlede effekt

Hvorom alting er, det ovenstående taget i betragtning, da synes det at være rigtigt at argumentere for det synspunkt, at de påståede økonomiske nettofordele for Danmarks vedkommende (som for flere af de andre EU-lande) som følge af etableringen af ØMU'en næppe er hverken så markan-

te eller entydigt sikre, som det generelt ofte er fremgået af den førte offentlige debat. Hvor negative eller positive konsekvenserne af et EU-arrangement uden et egentligt formaliseret økonomisk og monetært samarbejde ville være skal ikke her diskuteres nærmere.

#### EMS-uro og ØMU-problemer:

##### Vejen frem?

Indtil den danske folkeafstemning den 2. juni 92, så det ud til, at den historisk set stedfundne stadig tættere integrationsproces inden for det europæiske fællesskab skulle fortsætte uden de store nævneværdige problemer. En forholdsvis hurtig og enig tiltrædelse i samtlige de 12 lande af den Europæiske Union og herunder accepten af den økonomiske og monetære union så ud til at skulle være den hidtil sidste station på vejen frem til det formentlige endegyldige mål med det europæiske samarbejde: den politiske union.

Måske fordi denne proces så ud til at skulle forløbe forholdsvis gnidningsløst, kom det danske nej ved folkeafstemningen som noget af et chok for de fleste. Pludseligt viste det sig, at tilslutningen til de fremlagte integrationsplaner ikke var hverken så overvældende stor eller entydig klar, som de politiske beslutningstagere og det professionelle embedmandsværk tilsyneladende havde forestillet sig det. Efterfølgende skulle det vise sig, at der selv i Frankrig, som sammen med Tyskland var en af initiativtagerne til ØMU'en, var en ganske betydelig folkelig modstand mod de foreslåede traktatsplaner, ligesom der også i såvel Storbritannien, og måske mere overraskende, som i Tyskland var stærke røster fremme, som advarede mod

en for hurtig integrationsproces i et Europa, der øjensynligt endnu ikke på alle områder, herunder også på det økonomiske felt, var klar hertil. Som Ølgaard (1992) har udtrykt sig, satte man måske »det europæiske samarbejdes troværdighed på spil ved at gå for hurtigt frem«.

Under alle omstændigheder blev det klart, at det danske nej ved folkeafstemningen og den øvrige manglende umiddelbare tilslutning til traktatbestemmelserne i flere af de andre medlemslande skabte en ubehagelig turbulens. En turbulens, der ikke alene skulle vise sig at have konsekvenser på det politiske plan, men som tilige også bragte uro og til slut kaos inden for ERM'en.

#### Reel ERM-stabilitet?

Dette grundlæggende samarbejde på det monetære område af fællesskabet havde længe udvist en ganske usædvanlig grad af stabilitet; jævnfør Hoffmeyer (1993 b). Der var tilsyneladende ikke længere noget behov for, at de deltagende lande skulle foretage aktive kursjusteringer af hensyn til deres konkurrenceevnesituation. Samtidig med denne stabilitet på det valutariske område, blev konvergensen mellem i hvert tilfælde de oprindeligt deltagende lande i ERM-samarbejdet stadigt større. Således indsnævredes landenes rentespænd i forhold til den toneangivende tyske rente, ligesom der var en ganske tydelig tendens til en harmonisering af landenes indbyrdes inflationstakter.

Var denne tilsyneladende stabilitet nu af en reel realøkonomisk karakter? Formentlig ikke. Betragtes de pågældende landes realøkonomiske udvikling i den samme periode kan man ikke finde det tilsvaren-

de positive mønster til konvergens henimod ligevægt i f.eks. arbejdsløsheden.

Havde stabiliteten været af en anderledes grundlæggende realøkonomisk karakter, end det har vist at være tilfældet, ville dette have resulteret i frembringelsen af et årligt aktuelt outputniveau og dermed et beskæftigelsesomfang, som havde tilnærmet sig det optimale. Dette var som bekendt ikke tilfældet.

Den udviste stabilitet i den pågældende periode må derfor skyldes andre årsager. Her ligger det lige for at pege på den bevidst førte stabilitetsorienterede økonomiske politik i de fleste europæiske lande og altså også i Danmark, som havde til hensigt at fastholde stabile valutakurser overfor den dominerende tyske mark; jævnfør Hoffmeyer (1993 a). En økonomisk politisk strategi, som vel for Danmarks vedkommende næsten var en nødvendighed vores liberalisering af kapitalbevægelserne gennem slutningen af 1980'erne taget i betragtning; jævnfør DØR (1985).

En af konsekvenserne af denne politik var, at det danske rentespænd overfor den tyske rente blev indsnævret gennem en ganske væsentlig reduktion af devaluering forventningerne til den danske krone. Samtidig hermed blev også den danske inflationstakt reduceret væsentligt. Endda i et omfang som var betydeligt mere markant end, hvad der var gældende for den tyske økonomis vedkommende, hvilket må siges at være et endda særdeles overraskende resultat set i et historisk perspektiv.

Paradoksalt nok hermed blev realrenten ikke mindsket tilsvarende. Tværtimod steg denne. Dette skabte og skaber fortsat,

i lighed med udviklingen i 1930'erne, ganske væsentlige problemer ikke alene for dansk økonomi, men tillige også for den europæiske økonomi. Dette skyldes primært, at den høje realrente lægger en kraftig dæmper på de private erhvervs investeringslyst.

#### EMS-uro

I efteråret 1992 blev stabiliteten i ERM'en brudt (for en gennemgang af det samlede forløbs forskellige faser kan der henvises til f.eks. Kjær (1993) og Hoffmeyer (1993 b). Dette skulle vise sig at indvarsle starten til en meget turbulent periode for det europæiske monetære samarbejde.

At den iagttagne turbulens på det økonomiske område ikke blot var af en midlertidig karakter, men snarere et udtryk for noget mere permanent blev erkendt af flere; se til eksempel DØR (1992). Således skrev Hoffmeyer herom følgende:

»Markets were, however, convinced that the obligation to coordinate fundamentals among members was so strong that the fixed-rate system would be a safe stepping-stone to the EMU. In retrospect, it can be argued that market expectations were naive or unrealistic and did not appreciate the true differences in fundamentals. Moreover, it is a fact that the widespread credibility of the system led authorities to believe that adjustment of fundamentals could be postponed without serious risk«; Hoffmeyer (1993 a) p. 17.

Tysklands rolle som centralt placeret ankerland i ERM'en blev ligeledes illustreret under disse til tider særdeles hektiske valutariske forhold. Således blev der navnlig fra britisk side rejst en skarp kritik af den tyske Bundesbanks påståede mang-

lende vilje til at ville foretage den tilstrækkelige intervention på valutamarkedene, der effektivt kunne have fastholdt de aftalte centralkurser for de valutaers vedkommende, som kom under et devalueringpres.

Hvor berettiget eller ej den rejste kritik mod Bundesbank end måtte være, belyser den dog problemstillingen m.h.t. hvilke midler, der konkret skal forsøges anvendt i en krisesituation for at fastholde et kurs-samarbejde intakt.

Hvilken rolle skal interventionsmekanismen spille, og hvornår skal rentevåbenet aktivt tages i brug? Et valg mellem og/eller en kombination af disse to instrumenter, som der ikke nødvendigvis hersker enighed om blandt de deltagende lande i ERM'en.

Således kunne man f.eks. fra tysk side hævde, at man fra Storbritanniens side burde have hævet renteniveauet både tidligere og mere markant end det konkret skete. Der må nemlig, i hvert tilfælde set med tyske øjne, være en øvre grænse for det omfang med hvilket, der kan foretages en intervention i andre landes valutaer. Dette skyldes mere præcist hensynet til den interne tyske pengepolitiske målsætning om prisstabilitet. En stabilitet, der skal forsøges tilvejebragt gennem en kontrolleret vækst i den tyske pengemængde. Foretages der nu en kraftig intervention i andre landes valutaer, bevirker dette automatisk, at væksten i den tyske pengemængde let bliver for kraftig. En opfattelse, som man ikke nødvendigvis deler, hvis man netop er det land, som nu har sin valuta udsat for et væsentligt devalueringpres; jævnfør f.eks. Lawson (1993) og Barker (1994) herfor.

Under alle omstændigheder viste det sig, at ERM'en ikke i længden kunne modstå det valutariske pres. Således opførte i realiteten fastkurssamarbejdet med udgangen af juli måned 1993, da der blev truffet beslutning om midlertidigt at udvide udsvingsmarginerne til plus/minus 15%. Siden har Danmark dog forsøgt at holde valutakursudsvingene inden for en betydelig mere snæver margin i hvert tilfælde overfor den tyske mark (i realiteten vel plus/minus ca. 3%), ligesom Tyskland og Holland bilateralt har aftalt fortsat at opretholde det oprindelige snævre bånd.

På trods af, at udsvingsmarginen på de 15% er en midlertidig foranstaltning, vil et egentligt nyt fastkurssamarbejde, som påpeget af Vastrup (1993), formentlig første etablere sig igen efter et par års forløb. I den mellemliggende periode vil de enkelte lande sandsynligvis benytte sig af den større udsvingsmargin inden for ERM'en til at justere den konkurrencemæssige situation for derved at sikre sig en mere acceptabel beskæftigelsesmæssig udvikling. Om ERM'en igen bliver reetableret i sin oprindelige skikkelse, kan man naturligvis sætte et spørgsmålstejn ved. Måske er det fundamentale problem ved ERM-samarbejdet, som fremhævet af Andersen (1994), at det enkelte land burde styre valutakursen i forhold til sin udenrigshandel – altså forsøge at stabilisere den effektive valutakurs – og ikke blot i forhold til de involverede ERM-lande.

Også ØMU-problemer:

En union i flere tempi?

Hvilke konsekvenser kan der nu drages af denne udvikling?

For det første må det være ganske klart, at processen henimod etableringen af ØMU'en nu er en ganske anderledes proces, end det oprindeligt så ud til at skulle være tilfældet.

I forlængelse af det danske nej ved folkeafstemningen i 92 fandt de danske politikere det nødvendigt allerede på et tidligt tidspunkt at sige fra overfor ØMU'ens tredje fase. Dette endda på trods af, at Danmark formentlig er et af de få medlemslande, der lettest inden for en overskuelig fremtid synes at ville være i stand til at kunne honorere de opstillede konvergenskrav, der styrer den automatiske adgang til deltagelsen i det fulde unions-samarbejde.

Dermed er der, om man formelt set vil anerkende det eller ej, åbnet op for muligheden af de facto at kunne komme til at realisere et ØMU-samarbejde blandt EU-landene i flere tempi; jævnfør f.eks. Bean (1992).

For det andet kan man diskutere, om dette vil få de helt store konsekvenser for den førte økonomiske politik i de lande, der ikke umiddelbart vælger at deltage aktivt inden for det formaliserede unions-samarbejde. Man kan således argumentere for det synspunkt, at de lande, der står uden for denne, alligevel bliver nød til at føre stort set den samme økonomiske politik, som hvis de havde været fuldgyldige medlemmer af unionen. Alene troværdighedshensyn med henblik på at ville forsøge på at fastholde landets valutakursforhold overfor de andre i unionen deltagende lande vil kunne betinge dette resultat. Omend fristelsen til at slække på den økonomiske politik i det enkelte land formentlig er større uden et gennemført for-

maliseret unionssamarbejde.

Disse fase II-lande, som f.eks. Danmark, ville derfor nok have vundet en vis form for formel økonomisk politik autonomi, men reelt set ville de næppe kunne bruge denne. Endda kunne man påstå, at netop et lille og meget åbent land som Danmark, reelt såvel som monetært, ville have meget svært ved at føre en isoleret set selvstændig, og i forhold til en europæisk økonomisk og monetær union, markant forskellig økonomisk politik. I denne situation forekommer det derfor svært med en rimelig grad af realisme at fastholde Danmark, som et land uden for et formaliserede ØMU-samarbejde på det blot lidt længere sigt.

#### **Afsluttende bemærkninger**

Hvor pessimistiske de dragne konklusioner af den her præsenterede redegørelse end måtte være, da forekommer nødvendigheden af et fremtidigt økonomisk politisk samarbejde, også inden for rammerne af det europæiske fællesskab alene, at være ganske indlysende og åbenbar. Alene Danmarks stilling som en lille, meget åben og dermed også rimelig sårbar økonomi betinger dette forhold. Vi kan ikke, selv om vi til tider måske måtte ønske det, gøre os ganske uafhængige af de internationale økonomiske konjunkturer og de til dels spekulativt betonedede kapitalbevægelser.

Men netop fordi det forholder sig sådan, bør Danmark være et af de mest interesserede lande i at forsøge at få etableret et økonomisk set hensigtsmæssigt økonomisk politisk internationalt samarbejde. Dette er, efter min opfattelse, et samarbejde, hvor der lægges en større vægt på eksplicit at ville forsøge at realisere en til-

fredsstillende realøkonomisk udvikling på et mere optimalt beskæftigelses- og outputmæssigt niveau end, hvad der automatisk følger af blot at give en målsætning om prisstabilitet den absolutte første prioritet i den overordnede økonomisk politiske makroøkonomiske planlægning og styring.

Man kan derfor håbe, at det fremtidige økonomiske og monetære samarbejde inden for EU vil blive præget af en større grad af realisme end hidtil. Dette kunne f.eks. ske ved at gøre de økonomisk politiske målsætninger noget bredere i deres indhold end, hvad der er gældende for den nuværende ØMU-traktattekst.

Dette er en tendens, der vel allerede er til stede i EU gennem den idag kraftigere fokusering på arbejdsløshedsproblematikken end tidligere; se f.eks. Andersen & Pedersen (1994). Ligeledes kunne man ved fastlæggelsen af de institutionelle rammer give bedre tid til forløbet af de forskellige nødvendige tilpasningsprocesser. En realøkonomisk tilpasning til de tidligere nævnte fire konvergensbetingelser, der endegyldigt skal tilendebringes senest med udgangen af 1998 for alle landes vedkommende synes således at være urealistisk i sin tidshorizont. Under alle omstændigheder synes det nuværende ERM-samarbejde at have få stabilitetsskabende muligheder med de retningslinier, der i dag er givet for dette.

Man kan således derfor håbe, at de politiske beslutningstagere vælger at tage ved lære af de senere års udvikling. Sikker kan man dog naturligvis aldrig være.

### Summary

*Historically, Denmark has always been an ardent supporter of international, economic, and monetary cooperation, whether within the OECD or the EU. In recent years, the debate in Denmark has centred on the ERM and the scheduled EMU arrangements. Until the summer of 1992, EU integration endeavours seemed to succeed. Economic stability had apparently been established within the ERM and a successful completion of the formalised economic and monetary union could be glimpsed ahead. Then events gained momentum. Ratification problems, turbulence in foreign-exchange markets and pressures to devalue became almost daily occurrences until, in fact, the fixed exchange rate cooperation collapsed with the introduction, in early August last year, of a new*

*margin of 15%. The aim of the article is to elucidate various aspects of both the present and future economic and monetary cooperation within the EU. While it queries certain elements in the present EMU treaty, it also emphasises that a minor and open economy such as the Danish should not be segregated from either international fluctuations or international capital movements. Economic monetary cooperation, more or less formalised, will therefore always be in the interest of Denmark.*

### Note

1. Jeg skal takke Professor Jørgen Drud Hansen, OU, for værdifulde kommentarer til et tidligere udkast af denne artikel. De eventuelle fortsat indeholdte uklarheder, fejl og mangler i artiklen bærer jeg naturligvis alene ansvaret for.

## Litteratur

- Andersen, Lars & Pedersen, Thomas V.: »Konjunkturpolitik og strukturarbejdsløshed«, *Samfundsøkonomen* 1994: 1, pp. 23-29, 1994.
- Andersen, Torben M.: »Smitsomme valutakriser« fra bogen »Perspektiver i samfundsvidenskaben. Faglige bidrag i anledning af Erik Harsaas 70-års dag«, Århus Universitetsforlag 1994, pp. 187-202, 1994.
- Barker, Kate: »Rates of uncertainty«, *New Economy* 1994, pp. 45-50, 1994.
- Bean, Charles: »Economic and Monetary Union in Europe«, *Journal of Economic Perspectives* 1992, pp. 31-52, 1992.
- DØR: »Dansk Økonomi – Dansk pengepolitik under forvandling. September 1985«, Det Økonomiske Råd København 1985.
- DØR: »Dansk Økonomi. November 1992«, Det Økonomiske Råd København 1992.
- Hoffmeyer, Erik: »Economic and Monetary Union – A Central Banker's Perspective«, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigten* Maj 1992, pp. 26-31, 1992.
- Hoffmeyer, Erik: »European Monetary Integration after the Recent EMS Turbulence«, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigten* Februar 1993, pp. 15-19, 1993 a.
- Hoffmeyer, Erik: »Preparatory Steps Towards the Economic and Monetary Union«, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigten* November 1993, pp. 12-17, 1993 b.
- Hougaard Jensen, Svend Erik & Motzfeldt, Christian: »Har ØMU'en overhovedet en fremtid?«, *Økonomi & Politik* 1993 nr. 3, pp. 52-61.
- Kjær, Jørn H.: »Valuta- og renteudviklingen under valutakrisen«, *Økonomi & Politik* 1993 nr. 3, pp. 13-17.
- Lawson, Nigel: »Lessons in credibility: From ERM to EMU«, *International Economic Outlook* 1993, pp. 4-8, 1993.
- Nielsen, J. Ulf-Møller, Heinrich, Hans & Hansen, J. Drud: »EF – i økonomisk belysning«, Forlaget Systime/Gad 1991.
- Olesen, Finn: »Den økonomiske og monetære Union – realistisk vision eller virkelighedsfjern utopi?«, *Working Paper Handelshøjskole Syd* 1993.
- Pedersen, Jørgen: »Economic Stabilization« her fra bogen »Essays in Monetary Theory and Related Subjects«, *Samfundsvidenskabeligt Forlag* 1975, pp. 11-23, 1993.
- Thygesen, Niels: »Reinforcing Stage Two in the EMU Process«, 1994-1, *Economic Policy Research Unit, Handelshøjskolen i København*, 1994 a.
- Thygesen, Niels: »Why Narrow Margins May Prove Unnecessary«, *EPRU-analyse* nr. 4, *Economic Policy Research Unit, Handelshøjskolen i København*, 1994 b.
- Vastrup, Claus: »Dansk økonomisk politik i lyset af den europæiske udvikling«, *Økonomi & Politik* 1993 nr. 3, pp. 47-51.
- Økonomiministeriet: »Konferencen om Økonomisk og Monetær Union, Christiansborg den 3. maj 1990«, J.H. Schultz Information A/S, København 1990.
- Ølgaard, Anders: »Europæisk samarbejde i flere hastigheder?«, *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1992, pp. 551-59.