

## Debat og kommentarer

### Pengepolitik, valutakurspolitik, monetær politik og pengemængde-definitioner

Anders Ølgaard

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

#### Indledning

Siden 1982 er målsætningen om en fast valutakurs for den danske krone (DKK) i EU-sammenhæng blevet stadig højere prioriteret. På denne baggrund kan der være grund til at spørge om, dels hvorvidt den traditionelle sprogbrug m.h.t. betegnelserne for typer af økonomisk politik passer til den nye situation, dels hvorvidt det traditionelle begrebsapparat stadig er relevant. I det følgende er det især pengemængdebegreberne, der vil komme i søgelyset.

Betragter man rentefastsættelse som pengepolitikens hovedinstrument, har det været et dilemma, at renten dels har betydning for den indenlandske aktivitet gennem påvirkning af den samlede reale indenlandske efterspørgsel, dels betydning for kapitalimport og -eksport og dermed for (pengemængde og) valutamarkedet. Gennem de seneste år er udviklingen gået i retning af, at pengepolitikken (den korte rente) stort set fastlægges udelukkende med henblik på at gøre politikken om en fast valutakurs så troværdig som muligt, givet finanspolitikken og de øvrige politikker sammenholdt med den danske økonomis faktiske udvikling.

Naturligvis er man alt andet lige interesseret i en lavere rente og et deraf følgende mindre rentespænd over for f.eks. den tyske Mark (DEM), i hvert fald når den indenlandske aktivitet er lav. Men skulle der opstå afvejningsproblemer, er resultatet på forhånd givet: pengepolitikens rolle er først og fremmest at understøtte valutapolitikken. Så længe det er tilfældet, kan man diskutere, om det overhovedet er hensigtsmæssigt at opretholde begge betegnelser. I stedet kunne man anvende samlebe-

tegnelsen »monetær politik«, ikke som en dårlige oversættelse fra engelsk, men som udtryk for, at der i en situation, hvor man har fastlagt sin valutakurspolitik og udelukkende anvender pengepolitikken med henblik på at opfylde denne målsætning, i virkeligheden er tale om én – og kun én – form for økonomisk politik, den monetære politik.

Den liberalisering af de internationale kapitalbevægelser, som er en af forudsætningerne for denne udvikling, foregik her i landet ikke mindst i 1980'erne. I 1983 blev der således generel adgang til at købe udenlandske børsnoterede obligationer og – nogle måneder senere – udenlandske børsnoterede aktier. Hermed var restriktionerne for udenlandske porteføljeinvesteringer stort set ophævet. Denne politik fra Nationalbankens side var i god overensstemmelse med Schlüter-regeringens politik fra efteråret 1982, hvor en fast valutakurs, en lav nominal rente og en lav inflationstakt blev centrale målsætninger.

I 1985-86 forsøgte en nyorientering af pengepolitikken indretning, der var lige så interessant, som den blev kortvarig. I Nationalbankens beretning for 1985 (p. 48) blev nyordningen beskrevet. En konsekvens var, at »pengeinstitutterne i modsætning til tidligere normalt (vil have) et nettotilgødehavende i Nationalbanken«. Selv om citatet stammer fra en sammenfatning med kursiv, blev denne politik ikke for alvor ført ud i livet. Betalingsbalanceunderskuddet i 1986, suppleret af en betydelig kapitaleksport, var formentlig for voldsomt til, at man ville fastholde de nye signaler med deraf følgende konsekvenser for renteutviklingen. I bakspejlet kan man så altid fundere over, om det ville have bidraget til at tage toppen af

## Debat og kommentarer

### Pengepolitik, valutakurspolitik, monetær politik og pengemængde-definitioner

Anders Ølgaard

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

#### Indledning

Siden 1982 er målsætningen om en fast valutakurs for den danske krone (DKK) i EU-sammenhæng blevet stadig højere prioriteret. På denne baggrund kan der være grund til at spørge om, dels hvorvidt den traditionelle sprogbrug m.h.t. betegnelserne for typer af økonomisk politik passer til den nye situation, dels hvorvidt det traditionelle begrebsapparat stadig er relevant. I det følgende er det især pengemængdebegreberne, der vil komme i søgelyset.

Betragter man rentefastsættelse som pengepolitikens hovedinstrument, har det været et dilemma, at renten dels har betydning for den indenlandske aktivitet gennem påvirkning af den samlede reale indenlandske efterspørgsel, dels betydning for kapitalimport og -eksport og dermed for (pengemængde og) valutamarkedet. Gennem de seneste år er udviklingen gået i retning af, at pengepolitikken (den korte rente) stort set fastlægges udelukkende med henblik på at gøre politikken om en fast valutakurs så troværdig som muligt, givet finanspolitikken og de øvrige politikker sammenholdt med den danske økonomis faktiske udvikling.

Naturligvis er man alt andet lige interesseret i en lavere rente og et deraf følgende mindre rentespænd over for f.eks. den tyske Mark (DEM), i hvert fald når den indenlandske aktivitet er lav. Men skulle der opstå afvejningsproblemer, er resultatet på forhånd givet: pengepolitikens rolle er først og fremmest at understøtte valutapolitikken. Så længe det er tilfældet, kan man diskutere, om det overhovedet er hensigtsmæssigt at opretholde begge betegnelser. I stedet kunne man anvende samlebe-

tegnelsen »monetær politik«, ikke som en dårlige oversættelse fra engelsk, men som udtryk for, at der i en situation, hvor man har fastlagt sin valutakurspolitik og udelukkende anvender pengepolitikken med henblik på at opfylde denne målsætning, i virkeligheden er tale om én – og kun én – form for økonomisk politik, den monetære politik.

Den liberalisering af de internationale kapitalbevægelser, som er en af forudsætningerne for denne udvikling, foregik her i landet ikke mindst i 1980'erne. I 1983 blev der således generel adgang til at købe udenlandske børsnoterede obligationer og – nogle måneder senere – udenlandske børsnoterede aktier. Hermed var restriktionerne for udenlandske porteføljeinvesteringer stort set ophævet. Denne politik fra Nationalbankens side var i god overensstemmelse med Schlüter-regeringens politik fra efteråret 1982, hvor en fast valutakurs, en lav nominal rente og en lav inflationstakt blev centrale målsætninger.

I 1985-86 forsøgte en nyorientering af pengepolitikens indretning, der var lige så interessant, som den blev kortvarig. I Nationalbankens beretning for 1985 (p. 48) blev nyordningen beskrevet. En konsekvens var, at »pengeinstitutterne i modsætning til tidligere normalt (vil have) et nettotilgødehavende i Nationalbanken«. Selv om citatet stammer fra en sammenfatning med kursiv, blev denne politik ikke for alvor ført ud i livet. Betalingsbalanceunderskuddet i 1986, suppleret af en betydelig kapitaleksport, var formentlig for voldsomt til, at man ville fastholde de nye signaler med deraf følgende konsekvenser for renteutviklingen. I bakspejlet kan man så altid fundere over, om det ville have bidraget til at tage toppen af

Tabel 1. Prisen i danske kr. på fire udenlandske valutaer samt den effektive kronkurs.

	DEM	GBP	SEK	USD	Effektiv kronkurs
1960	165	1936	134	690	•
1965	173	1934	134	692	•
1970	206	1798	145	750	(105)
1975	234	1274	139	575	(110)
1980	310	1311	133	563	100
1985	360	1364	123	1059	87
1990	383	1102	105	619	96
1994	392	973	82	636	100

Kilde: Hans Chr. Johansen (1985) pp. 260-62 samt publikationer fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

opsvinget i 1986-87, hvis man havde fastholdt de i 1985 fastlagte retningslinier.

#### Valutakurserne

I første halvdel af 1960'erne opfattede man finans- og pengepolitikken som de to centrale former for økonomisk politik, der kunne supplere – evt. erstatte – hinanden med henblik på at styre den samlede indenlandske efterspørgsel. Valutakursen lå fast. Indkomstpolitik førte man i 1962/63, men hvad man egentlig skulle forstå ved begrebet, var det svært at blive enige om, især hvis man vælger det udgangspunkt, som ligger til grund for denne kommentar, nemlig at forskellige former for økonomisk politik bedst karakteriseres gennem de instrumenter, de betjener sig af.

Frem til 1967 lå valutakursen fast i forhold til såvel det engelske pund, GBP, som US-dollars, USD. Siden 1949 havde USD kursen været 6,92. Den faste kurs på GBP havde været 19,36 helt siden 1943.

I november 1967 devalueredes GBP med knap 15 pct. i forhold til USD. Dette var starten på et begivenhedsforløb, der i dag er ukendt for de fleste yngre økonomer. Det er beklageligt, ikke blot fordi resultatet i Danmark blev det utraditionelle, at vi gik halvvejs med, men også fordi enden på forløbet blev, at »det røde kabinet« blev afløst af en VKR regering først i 1968. Hvilket illustrerer, at valutakurser skal man ikke spøge med. Ultimo 1967 var kurserne på USD og GBP hhv. 7,50 og 18,00.

Devalueringen af GBP i 1967 var indledningen til en overgangsperiode, der varede frem til 1973. På dette tidspunkt blev dollarens rolle som global nøglevaluta definitivt opgivet. Samtidig havde den danske krone ændret forankringspunkt fra GBP til DEM – eller til den vesteuropæiske »Slange«, hvori Danmark indtrådte i 1972. Dette var indledningen til en ubrudt deltagelse i det vesteuropæiske valuta-samarbejde, fra 1979 med EMS'en som etikette. At det ikke indebar en fast kurs på DEM kan illustreres ved, at Mark-kursen i 1968 var knap 200, mens den i dag er det dobbelte, jfr. tabel 1. Tabellen skitserer udviklingen i kursen på nogle vigtige fremmede valutaer, herunder den svenske krone SEK, anført med 5-års intervaller.

Desuden er i sidste kolonne anført den effektive kronkurs, der jo er defineret som et vejjet gennemsnit af kurserne på vore vigtigste handelspartners valutaer med vægte bestemt af de forskellige landes betydning for den danske udenrigsomsætning. Teknisk præsenteres den effektive kronkurs traditionelt som den pris, udlændige skal betale for kronen. Mens en svagere krone indebærer højere kurser på de enkelte fremmede valutaer, afspejler den sig derfor i en lavere effektiv kronkurs. Tallene for den effektive kronkurs i 1970 og 1975 stammer fra arbejdsrapporter fra Nationalbanken fra foråret 1984.

Mens kurserne på de enkelte valutaer svinger ganske meget, er den effektive kronkurs ret stabil. Det markante fald i kronens værdi i første halvdel af 1980'erne afspejler bl.a. den højere pris på USD, der hermed bidrog til at lette overgangen til politikken med faste valutakurser (i EF-sammenhæng) som mål.

Med frie internationale kapitalbevægelser blev pengepolitikken i stadig højere grad et middel med den primære målsætning at støtte troværdigheden af den danske kronens internationale værdi i EMS'en, herunder over for DEM. Denne prioritering blev særlig klar under EMS'ens vanskeligheder i 1992, og ikke mindst i eftersommeren 1993, jfr. Nationalbankens beretning for dette år. Som det fremgår af bilag 3, understregede statsministeren, at »målsætningen for den danske valutakurspolitik vil i den nye situation være at fastholde en

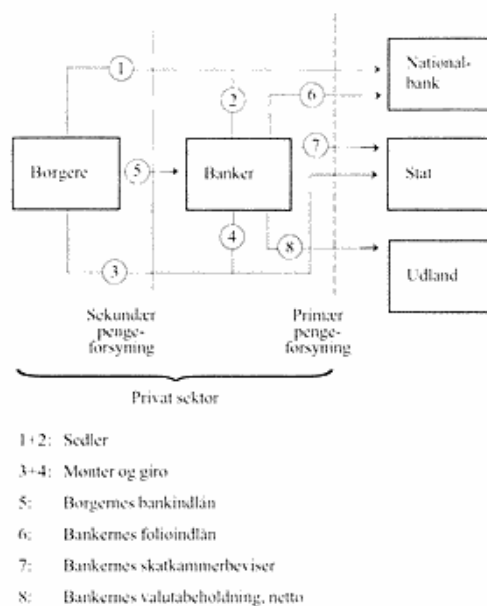
stabil valutakurs knyttet til de hidtidige kerne-lande i EF«. Denne erklæring må ses på baggrund af udvidelsen af udsvingsmarginen i EFs valutasamarbejde til »midlertidigt« at udgøre +/- 15 pct., hvad der ifølge nationalbankdirektøren (bilag 4) betød, at »vor valutakurspolitik for første gang i 21 år er uden det sikkerhedsnet, som kunne støtte os i nødsituationer«. At der faktisk var tale om en ændret prioritering kommer måske endnu tydeligere frem side 18 i 1993-beretningen, hvor det om begivenhederne i juli-august 1993 hedder: »Centralbankerne valgte til markedernes overraskelse (min kursivering) at undlade at udnytte den nye båndbredde til hastigt at få nedbragt pengemarkedsrenterne, ... men søgte i stedet at stabilisere valutakurserne«. At markederne så sent som i august 1993 blev overraskede over opprioriteringen af valutakursmålsætningen kan sikkert samtidig tages som udtryk for, at det sidste ord næppe er sagt i denne sag. I slutningen af denne kommentar vil der blive gjort nogle bemærkninger herom.

Men udviklingen m.h.t. valutakursmålsætning kombineret med de frie internationale kapitalbevægelser måtte samtidig få betydning for den interesse, man kunne tillægge de klassiske pengemængdebegreber. Herom handler det følgende.

#### Kassediagrammet

I en anmeldelse af 2. udgave af Nyboe Andersen, Fog og Windings *Nationaløkonomi*, (Ølgaard 1961), anvendte jeg p. 178 som udgangspunkt for en diskussion af de forskellige pengebegreber det kassediagram, som her er gengivet i figur 1. Det drejer sig især om et pædagogisk hjælpemiddel. De fem kasser rummer tilsammen den globale økonomi; de fire (bortset fra Udlandet) altså den indenlandske. Heraf udgør Stat samt Nationalbank den offentlige sektor, mens Banker og Borgere udgør den private. Borgere (incl. husholdninger, virksomheder og kommuner) har – ud over sedler, mønt og giro – (likvide) indlån i Bankerne (pengeinstitutterne); summen af disse likvide tilgodehavender betegnedes den sekundære pengeforsyning (i dag: pengemængden).

Den primære pengeforsyning (den private sektors kasse) var defineret som den samlede



Figur. 1. Kassediagram

private sektors likvide tilgodehavender hos Nationalbank, Stat og Udland. Komponenterne fremgår af noten til figuren. Det bemærkes bl.a., at mønter og giroindeståender dengang var tilgodehavender hos Staten. Da der var afleveringspligt for borgerne m.h.t. fremmed valuta, var det naturligt, at der ikke gik en pil fra Borgere til Udlandet. Bankernes tilgodehavende i Udlandet var opgjort netto for deres korte valutagæld.

I kassediagrammet kan den samlede primære – eller sekundære – pengeforsyning fastlægges som summen af alle de komponenter, som (repræsenteret ved vandrette linier) skærer den lodrette linie, der repræsenterer hvert af de to pengeforsyningsbegreber. Omvendt vil fordringer – eller betalinger – som udelukkende sker mellem kasser til højre (eller venstre) for en af de lodrette linier, overhovedet ikke øve indflydelse på det pågældende pengeforsyningsbegreb.

Til denne beskrivelse kan der – idet vi stadig befinder os på det rent tekniske plan – være grund til at knytte tre kommentarer. For det første er det vigtigt at gøre sig klart, om de forskellige begreber er opgjort brutto eller netto, som det var tilfældet for bankernes valutatilgodehavender. I denne forbindelse skal der erin-

dres om, at beskrivelsen i hvert fald forudsætter, at tilgodehavender med modsvarende gæld, hvor såvel kreditor som debitor befinder sig i samme kasse eller på samme side af den relevante lodrette linie, implicit må forudsættes at være nettet ud. For så vidt er der altså tale om nettoopgørelser. Iøvrigt er der naturligvis intet i vejen for, at nogle begreber opgøres brutto og andre netto, blot man gør sig opgørelsesmåden klar.

For det andet må man ikke glemme, at likviditeten ikke kun består af penge (likvide fordringer), men også af kreditmuligheder (trækningsmuligheder). Disse er vanskelige at kvantificere og er derfor som regel heller ikke medregnet i opgørelserne. Måske kan de også betegnes som mindre sikre i situationer, hvor den potentielle kreditor kan tænkes at opsiges kreditterne. Men principielt kunne man f.eks. medregne belånbare aktiver i pengemængden ud fra det anførte brede syn på, hvad begrebet likviditet indebærer.

For det tredje – og som det vigtigste supplement – kan kassediagrammet ikke blot anvendes til at illustrere *komponenterne* i de forskellige pengeforsyningsbegreber, jfr. pilene i figuren. Diagrammet danner også udgangspunkt for en analyse af, hvilke forhold der *påvirker pengeforsyningen* (primær eller sekundær). Det må nemlig dreje sig om nettoudbetalinger fra de sektorer, der befinder sig til højre for den lodrette streg, der beskriver det pågældende pengeforsyningsbegreb. Den primære pengeforsyning vil herefter blive påvirket i positiv retning af

(a) Forøgelse af *Nationalbankens* obligationsbeholdning samt af dens udlån (til Bankerne).

(b) *Statens* nettofinansieringsbehov plus afdrag på indenlandsk gæld med fradrag af statens indenlandske obligationssalg (indenlandsk låntagning).

(c) Overskud på *betalingsbalancens* løbende poster plus den private kapitalimport (låntagning i udlandet).

En forøgelse af den sekundære pengeforsyning vil være forårsaget af øgede udlån fra (incl. øget obligationsbeholdning i) de private

banker samt af de faktorer, der påvirker den primære pengeforsyning (med fradrag af Nationalbankens udlån til Bankerne).

Det vil fore for vidt – og næppe bidrage væsentligt til fremstillingens relevans – at uddybe ovenstående sammenfatning. Evt. interesserede henvises til min gennemgang af problemerne i Ølgaard (1979), især appendix til kap. 8, pp. 147-155, hvor fremstillingen afspejler forholdene midt i 1970'erne. Men et par supplerende kommentarer kan der dog være grund til at anføre.

For det første kan tabellerne i princippet altid opstilles på basis af tallene »oppefra« eller »nedefra«. Ser man eksempelvis på påvirkningen af pengemængden fra udlandet, kan man enten tage udgangspunkt i saldoen på betalingsbalancens løbende poster og herefter inddrage de relevante kapitalposter. Eller man kan, som nationalbanken, starte »nedefra« med udgangspunkt i ændringen i den internationale likviditet. I teorien skulle resultatet naturligvis blive det samme, men i praksis vil problemerne m.h.t. tilvejebringelse af tallene ofte tage sig noget forskelligt ud.

Endelig er der vide muligheder for at gøre begreberne mere forfinende, men med den konsekvens at antallet af faktorer til forklaring af ændringer i det pågældende pengebegreb nødvendigvis må forøges.

#### *Tallenes tale*

Den sekundære pengeforsyning, *pengemængden*, har stort set været defineret på samme måde i hele perioden. Mindre ændringer har bl.a. vedrørt udelukkelse af særlig illikvide bankindlån (præmierede indlånsformer m.v.) og inddragelse af borgernes beholdning af likvide fordringer på staten (statsgældsbeviser). Konsekvenserne heraf for tallene har dog været begrænsede, og antallet af faktorer til forklaring af ændringer i pengemængden er samtidig blevet forøget, jfr. ovenfor. Gennem de seneste årtier har pengemængden været af en størrelsesorden svarende til halvdelen af BNP, men med ganske markante udsving i perioder.

På baggrund af de ovenfor anførte generelle betragtninger er det en nærliggende hypotese, at pengemængdebegrebet som her defineret i virkeligheden ikke er velegnet som udgangs-

punkt for analyser, især fordi det lider af den svaghed, at det ikke inddrager borgernes likvide tilgodehavender i Udlandet – og da slet ikke deres kreditmuligheder i Udlandet. Med de institutionelle ændringer, der er sket, er det ikke tilfredsstillende at opretholde et uændret pengebegreb. Med frie internationale kapitalbevægelser kan der – især med en erklæret og troværdig politik om en fast forankring af kursen på den danske krone – i det hele taget sættes et stort spørgsmålstejn ved, hvilken glæde man egentlig har af tal for udviklingen i den danske pengemængde, som dette begreb nu stort set uændret har været defineret i årtier. Hvilken betydning kan det f.eks. tillægges, at pengemængden i løbet af 1994 faldt fra godt 415 til knap 395 mia.kr. til trods for, at BNP fra 1993 til 1994 steg fra knap 875 til knap 930 mia.kr.?

Har de frie internationale kapitalbevægelser således været et problem for den sekundære pengeforsyning, altså et pengemængdebegreb, som udelukkende vedrører danske likvide fordringer, har de været aldeles dødbringende for *den primære pengeforsyning*, »den private sektors kasse«, »the monetary base«, eller hvad man nu kalder barnet. Det er så meget desto mere bemærkelsesværdigt, som det ofte var dette begreb, der stod i centrum for pengeteoretiske overvejelser for et par årtier siden. Men nu har begrebet forladt de danske statistiske jagtmarker. Tal for den primære likviditet optrådte sidste gang i Nationalbankens beretning for 1990 – og i Statistisk Tiårsoversigt 1991. Baggrunden herfor var klar: Den primære pengeforsyning havde fået en tilbøjelighed til at blive negativ – og det er i modstrid med, hvad man normalt forudsætter i teoretiske overvejelser.

Fænomenet illustreres af tabel 2, der er hentet fra Statistisk Tiårsoversigt 1991. Som det fremgår, vedrører den periode ultimo 1980-1990. Forud for denne periode var den primære pengeforsyning steget fra omkring 10 mia.kr. i 1970, til den ultimo 1979 nåede godt 20 mia.kr. Ultimo 1980 var den 19.1 mia.kr., jfr. tabel 2.

Som det fremgår af tabellen, var det især Bankernes nettofordringer på udlandet og indestående i Nationalbanken, der gav anledning til problemer. I lyset af den ovenfor omtalte li-

Tabel 2. Primær pengeforsyning ultimo året. Mia.kr.

	Sedler og mont		Bankernes		
	Giro		Indest. Nat.bk.	Nettofordr. Udland	Ialt
1980	14.2	5.5	0.1	-0.7	19.1
1981	15.3	5.5	0.3	-1.5	19.6
1982	15.9	5.8	0.0	-2.0	19.7
1983	17.0	6.2	0.0	-12.2	11.0
1984	18.7	10.3	0.1	-23.8	5.3
1985	20.2	11.6	1.0	•	32.8
1986	21.3	10.3	-34.6	•	-3.0
1987	22.8	11.6	-17.6	•	16.8
1988	23.9	6.4	4.6	•	34.9
1989	25.0	10.5	-18.0	•	17.5
1990	27.0	14.9	-1.3	•	40.6

Kilde: Statistisk Tiårsoversigt 1991 side 76.

beralisering af de internationale kapitalbevægelser, der i praksis havde form af en proces over tid, kan det ikke overraske, at Bankerne fik en negativ nettostilling over for udlandet. Det skal dog tilføjes, at nettostillingen i de foregående år havde været positiv. Til gengæld forøgedes nettogælden hastigt de følgende år, hvad der var medvirkende til, at den primære pengeforsyning ultimo 1984 var nået ned på 5.3 mia.kr. Den gordiske knude løstes, som det fremgår af tabellen, ved simpelthen fra og med 1985 at fjerne de udenlandske nettofordringer som en komponent i den primære pengeforsyning. Denne løsning var selvsagt principielt utilfredsstillende, idet den indebar, at de ovenfor omtalte sammenhænge mellem på den ene side de faktorer, der påvirker den primære pengeforsyning, og på den anden side udviklingen i pengeforsyningen, ikke længere kunne opretholdes.

Med den ovenfor omtalte nye pengepolitiske strategi fra 1985 måtte man dog herefter i det mindste regne med, at den primære pengeforsyning ville være positiv. Men som nævnt brød strategien sammen allerede i det følgende år i forbindelse med den turbulens omkring den danske betalingsbalance, der kendetegnede året. Med de frie internationale kapitalbevægelser var der heller ingen grund til at forvente en stabil udvikling i bankernes indestå-

ende i Nationalbanken, og begrebet »Den primære pengeforsyning« havde mistet sin mening. Nationalbanken havde allerede fra 1984 til 1985 tilpasset sin definition af den primære pengeforsyning, men således at man samtidig i sine publikationer ændrede de bagudrettede tidsserier i overensstemmelse hermed. I 1991 indstillede man helt offentliggørelsen af tal for den primære pengeforsyning. Man må håbe, at begrebet også forsvinder fra de teoretiske fremstillinger omkring små, åbne økonomier, og at det her får følgeskab af kreditmultiplikatoren, der jo i så fald helt har mistet sin mening, idet den knytter forbindelse mellem (ændringer i) den primære og den sekundære pengeforsyning.

I det hele taget kan man måske vove den påstand, at en kvantitativ analyse af monetære aggregater for små, åbne økonomier er blevet mere og mere problematisk under de stadig mere liberale forhold – og samtidig mindre og mindre interessant som analyseområde for generelle makroøkonomer uden for specialisterens kreds. At det er blevet stadig mere kompliceret at analysere tallene skyldes bl.a., at bankerne jo i dag har forretninger med både indlændinge og udlændinge, i DKK og i fremmed valuta og med en række helt nye produkter. Lettere bliver det ikke af, at man i betalingsbalancestatistikken fra og med 1987 flyttede pengeinstitutternes udlandsstilling fra »Monetære institutioner« og til »Private virksomheder« på betalingsbalancens kapitalposter. Samtidig er de private bankers udlandsstilling blevet ekskluderet fra Danmarks internationale likviditet, som jo nu kun refererer til Nationalbanken.

Imidlertid afspejler problemerne for producenterne af statistik blot de stadig mere liberale forhold, der – i hvert fald m.h.t. den finansielle statistik – samtidig indebærer, at interessen for tallene er svindende.

#### *Afslutning, bl.a. om ØMUen*

Tænker man sig den beskrevne udvikling fortsat i de kommende år, er det nærliggende, at man havner i ØMUens tredje fase, altså i en egentlig valutaunion. De indbyrdes valutakurser mellem deltagerlandene fastlåses »uigenkaldeligt« i første omgang; senere omveksles de nationale valutaer til en fælles mønt. Her-

med er de enkelte deltagerlande pr. definition afskåret fra at bruge valutakursinstrumentet, og lykkes hele operationen, vil der også være meget begrænsede muligheder for, at der imellem de enkelte deltagerlande kan eksistere renteforskelle. Der bliver med andre ord ingen mulighed for, at de enkelte deltagerlande kan føre monetær politik. Samtidig vil interessen for pengemængdebegreber og andre monetære aggregater for de enkelte deltagerlande være begrænsede. Hvem interesserer sig i dag for pengemængden på Fyn?

Hvis hele operationen lykkes, vil det betyde noget i retning af en revolution, ikke mindst på noget længere sigt. Som det fremgik af tabel 1, har valutakurserne siden 1960 vist meget betydelige udsving. Mellem ØMUens deltagerlande indbyrdes vil sådanne afvigelser ikke kunne forekomme i fremtiden. Til gengæld vil f.eks. den danske effektive kronekurs meget vel kunne svinge mere end hidtil, idet ECUen (eller hvad den fælles mønt måtte komme til at hedde) jo vil kunne svinge over for de valutaer, der står uden for samarbejdet.

Det ser ud til at være den danske regerings holdning, at spørgsmålet om dansk deltagelse i ØMUens tredje fase ikke skal være noget hovedpunkt i den danske debat forud for regeringskonferencen i 1996. Men det udelukker jo ikke overvejelser om, hvorvidt en iværksættelse af ØMUens tredje fase vil være ønskelig og mulig, set i et internationalt perspektiv – herunder ikke mindst i et fransk og et tysk.

Som bekendt kan der anføres utallige argumenter for det ønskelige i en valutaunion. Det gælder lige fra de helt underlødige om besparelserne for turister, der veksler hele deres kontantbeholdning, hver gang de passerer en landegrænse (også som er jo dyrere, hvis man køber dem stykvis). Det mest seriøse argument for ØMUens tredje fase er vel, at man hermed fjerner usikkerheden m.h.t. de indbyrdes fremtidige valutakurser, ikke mindst hvor det er store beløb, det drejer sig om. .

Problemet er blot, at det for at sikre valutaunionens troværdighed er nødvendigt, at finanspolitikken og andre økonomiske politikker i de enkelte lande koordineres, således at man bl.a. sikrer, at inflationstakten og renten er ens i landene. Dette skal ikke blot være tilfæl-

det under en opgangskonjunktur i indkøbsfasen; det skal være gældende både i lyst og nød – og uanset forskelle i ledighedsprocenter etc.

Det er naivt at argumentere, at hvis konvergenzkriterierne viser sig at være for restriktive, kan man blot lempe på dem. For der vil være et grundlæggende trade-off problem – eller et afvejningsproblem, om man vil. Jo mindre håndfaste ØMU-medlemmerne er m.h.t. at holde indbyrdes justits (altså at afgive økonomisk-politisk suverænitet), jo større er risikoen for, at de internationale kapitalmarkeder vil betragte valutaunionen som utroværdig, hvorfor de vil spekulere imod mønsteret af »uigenkaldeligt fastlagte« valutakurser. Dette vil særlig let kunne ske i det første trin af tredje fase, inden man har afskaffet de nationale betalingsmidler. Og denne afskaffelse (eller ombytning) vil nødvendigvis kræve et længere åremål. Hvis der i denne periode kommer et spekulativt pres mod (nogle af) deltagerlandenes valutaer, vil man i så fald kunne og være parate til at forsvare de indbyrdes valutakurser – også uanset prisen?

En lang række andre spørgsmål trænger sig på, herunder deltagerlandenes stilling over for de øvrige EU-lande. Selv i bedste fald vil ØMUen i sin tredje fase vel kun kunne få et éncifret antal deltagere i en overskuelig fremtid. Mange EU-lande vil sikkert føle sig kaldede, men igen: jo flere, der bliver udvalgte, jo vanskeligere bliver det at bevare den fælles troværdighed over for omverdenen og de finansielle markeder.

Endelig kan der være grund til at fremhæve et af elementerne i begivenhedsforløbet i juli-august 1993, jfr. ovenfor, som de fleste tilsyneladende allerede har fortrængt. På det seneste er det flere gange blevet fremhævet fra ØMU-entusiasternes side, jfr. f.eks. Finansrådet (1995) p. 24, at »forøgelsen af båndbredden

har gjort EMS mindre sårbar overfor valuta-spekulation«. Det kan der måske være noget om under (relativt) rolige forhold, men betragtningen kan ikke stå alene. Man må samtidig huske – og ikke fortrænge – at »vor valutakurspolitik for første gang i 21 år er uden sikkerhedsnet«, jfr. Erik Hoffmeyers udtalelse ovenfor.

På denne baggrund kan man have den bekymring i relation til ØMUens tredje fase – især hvis man hører til dem, der tror, at det i bedste fald vil vare meget længe, inden den bliver til virkelighed – at hvis ØMU-planernes ikrafttræden udsættes i det uendelige, vil det samme komme til at gælde m.h.t. overvejelser vedr. det sikkerhedsnet, som forsvandt, da udsvingsmarginerne forøgedes. Ganske vist har disse problemer ikke været akutte på det seneste, men sikkerhedsnet savner man jo netop først for alvor, når ulykkerne er ude.

For nogle år siden kunne man fra politisk side fremhæve, at den danske kronkurs ville blive forsvaret til Bundesbanks sidste DEM. Det kan man ikke mere. Det er jo altid debitorerne, der er i nød i nødens stund – og kreditorerne, der i sidste instans bestemmer. Det har resulteret i, at sikkerhedsnettet er forsvundet. Hvor længe kan vi (danskerne) leve med det? – og hvor længe kan EU?

#### Litteratur

- Finansrådet. 1995. *Danmark og den Økonomiske og Monetære Union*. København.
- Johansen, Hans Chr. 1985. *Dansk økonomisk statistik 1814-1980*. Gyldendals Danmarkshistorie bind 9. København.
- Ølgaard, Anders. 1961. En klassiker i konfirmationsalderen. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 99, pp. 173-185.
- Ølgaard, Anders. 1979. *The Danish Economy*. EEC Economic and Financial Series no. 14. Brussels.



det under en opgangskonjunktur i indkøbsfasen; det skal være gældende både i lyst og nød – og uanset forskelle i ledighedsprocenter etc.

Det er naivt at argumentere, at hvis konvergenskriterierne viser sig at være for restriktive, kan man blot lempe på dem. For der vil være et grundlæggende trade-off problem – eller et afvejningsproblem, om man vil. Jo mindre håndfaste ØMU-medlemmerne er m.h.t. at holde indbyrdes justits (altså at afgive økonomisk-politisk suverænitet), jo større er risikoen for, at de internationale kapitalmarkeder vil betragte valutaunionen som utroværdig, hvorfor de vil spekulere imod mønsteret af »uigenkaldeligt fastlagte« valutakurser. Dette vil særlig let kunne ske i det første trin af tredje fase, inden man har afskaffet de nationale betalingsmidler. Og denne afskaffelse (eller ombytning) vil nødvendigvis kræve et længere åremål. Hvis der i denne periode kommer et spekulativt pres mod (nogle af) deltagerlandenes valutaer, vil man i så fald kunne og være parate til at forsvare de indbyrdes valutakurser – også uanset prisen?

En lang række andre spørgsmål trænger sig på, herunder deltagerlandenes stilling over for de øvrige EU-lande. Selv i bedste fald vil ØMUen i sin tredje fase vel kun kunne få et éncifret antal deltagere i en overskuelig fremtid. Mange EU-lande vil sikkert føle sig kaldede, men igen: jo flere, der bliver udvalgte, jo vanskeligere bliver det at bevare den fælles troværdighed over for omverdenen og de finansielle markeder.

Endelig kan der være grund til at fremhæve et af elementerne i begivenhedsforløbet i juli-august 1993, jfr. ovenfor, som de fleste tilsyneladende allerede har fortrængt. På det seneste er det flere gange blevet fremhævet fra ØMU-entusiasternes side, jfr. f.eks. Finansrådet (1995) p. 24, at »forøgelsen af båndbredden

har gjort EMS mindre sårbar overfor valuta-spekulation«. Det kan der måske være noget om under (relativt) rolige forhold, men betragtningen kan ikke stå alene. Man må samtidig huske – og ikke fortrænge – at »vor valutakurspolitik for første gang i 21 år er uden sikkerhedsnet«, jfr. Erik Hoffmeyers udtalelse ovenfor.

På denne baggrund kan man have den bekymring i relation til ØMUens tredje fase – især hvis man hører til dem, der tror, at det i bedste fald vil vare meget længe, inden den bliver til virkelighed – at hvis ØMU-planernes ikrafttræden udsættes i det uendelige, vil det samme komme til at gælde m.h.t. overvejelser vedr. det sikkerhedsnet, som forsvandt, da udsvingsmarginerne forøgedes. Ganske vist har disse problemer ikke været akutte på det seneste, men sikkerhedsnet savner man jo netop først for alvor, når ulykkerne er ude.

For nogle år siden kunne man fra politisk side fremhæve, at den danske kronkurs ville blive forsvaret til Bundesbanks sidste DEM. Det kan man ikke mere. Det er jo altid debitorerne, der er i nød i nødens stund – og kreditorerne, der i sidste instans bestemmer. Det har resulteret i, at sikkerhedsnettet er forsvundet. Hvor længe kan vi (danskerne) leve med det? – og hvor længe kan EU?

#### Litteratur

- Finansrådet. 1995. *Danmark og den Økonomiske og Monetære Union*. København.
- Johansen, Hans Chr. 1985. *Dansk økonomisk statistik 1814-1980*. Gyldendals Danmarkshistorie bind 9. København.
- Ølgaard, Anders. 1961. En klassiker i konfirmationsalderen. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 99, pp. 173-185.
- Ølgaard, Anders. 1979. *The Danish Economy*. EEC Economic and Financial Series no. 14. Brussels.