

Et scenarie for gennemførelsen af tredje fase af ØMU

Niels Thygesen, professor i nationaløkonomi ved Kbh.'s Universitet, dr.polit.; seniorforsker ved Economic Policy Research Unit (EPRU), Handelshøjskolen i København

Det er fortsat et emne for offentlig debat i mange EU-lande om ØMU'ens tredje fase, der indledes med fastlåsning af kurserne mellem de deltagende landes valutaer og videreføres senest tre år senere ved den kommende fælles valutas afløsning af nationale penge, vil blive gennemført. Tvivlen skyldes især den mulige konflikt mellem den i Maastricht Traktaten fastsatte seneste dato for starten på tredje fase – 1. januar 1999 – og evnen til at opfylde adgangskravene – de såkaldte konvergenskrav – inden for denne tidsfrist hos en række deltagerlande.

Denne artikel argumenterer for, at det er overvejende sandsynligt, at omkring otte af EU's femten medlemsstater i foråret 1998 vil beslutte sig for at iværksætte tredje fase til den fastsatte frist. En gennemgang af otte landes økonomiske data tyder på, at de i 1997 vil komme tilstrækkeligt tæt på at opfylde konvergenskriterierne i betragtning af den fleksibilitet i fortolkningen af disse, som er nedlagt i Traktaten (afsnit 1). En forudsætning for denne vurdering er, at der synes at være fundet en generelt acceptabel løsning på to spørgsmål: finanspolitiske retningslinier efter 1. januar 1999 (afsnit 2) og karakteren af det monetære samarbejde mellem den

første gruppe af deltagerlande og ikke-deltagere – det såkaldte "ins-and outs" problem (afsnit 3). Nogle uafklarede problemer ved overgangen til ØMU behandles i afsnit 4 inden et kort konkluderende afsnit 5.

1. Hvornår vil ØMU starte, og med hvem?

Siden 1992 har der været stærke svingninger i de finansielle markeders og den offentlige menings vurdering af, hvorvidt ØMU'ens tredje fase vil blive realiseret. Efter sammenbrudet i EMS-samarbejdet i september 1992 og udvidelsen af udsvingsgrænserne mellem de europæiske valutaer et lille år senere var der få markedsdeltagere, som regnede med at ØMU'en kunne realiseres allerede i løbet af 1990-erne. En hovedårsag til denne pessimistiske vurdering var arven fra det økonomiske tilbageslag i 1991-93, som satte sig uventet dybe spor i de offentlige budgetunderskud i de fleste medlemslande. Det viste sig her, at regeringerne havde været for optimistiske, da de i 1991 under forhandlingerne om Maastricht Traktaten enedes om at tilstræbe at holde det offentlige budgetunderskud under 3% af nationalindkomsten. Det seneste år, for hvilket man havde oplysninger på daværende tidspunkt, var 1990, som var et i flere henseender usædvanligt år, først og fremmest

fordi det markerede afslutningen på en langvarig højkonjunktur i Europa, hvor budgetterne tegnede sig bedre end de faktisk var. Ekstraordinært høj aktivitet og store offentlige indtægter havde reduceret underskuddene til omkring 3% i gennemsnit i 1990, men siden da har det vist sig mere end vanskeligt at fastholde underskuddene under en langvarig konjunkturafmatning. Samtidig med, at det

har vist sig relativt let at holde inflationstakten lav og stabil i de fleste kandidatlande til ØMU, er budgetunderskuddet nu klart blevet det vanskeligste problem at overvinde, især hvis man ønsker at anlægge en streng fortolkning af kriterierne. Tabel 1 sammenfatter de seneste skøn fra dels Europakommissionen, dels OECD for underskuddene i perioden 1995-97.

Offentlige underskud 1995-97 (Procent af BNP)

	1995		1996		1997	
	KOMM	OECD	KOMM	OECD	KOMM	OECD
Belgien	-4,5	-4,4	-3,2	-3,2	-3,7	-3,7
Danmark	-1,4	-1,8	-0,9	-1,5	-0,6	-0,8
Tyskland	-3,5	-3,5	-3,9	-4,1	-2,9	-3,6
Grækenland	-9,2	-9,2	-8,1	-8,0	-6,9	-6,8
Spanien	-6,2	-6,2	-4,8	-5,2	-3,7	-4,7
Frankrig	-5,0	-5,0	-4,2	-4,3	-3,0	-3,7
Irland	-2,4	-2,4	-2,0	-2,7	-1,6	-2,6
Italien	-7,1	-7,2	-6,3	-6,7	-5,2	-6,4
Luxembourg	0,3	-	0,7	-	0,3	-
Holland	-3,4	-3,3	-3,5	-3,2	-2,9	-2,7
Østrig	-6,2	-6,2	-4,6	-4,0	-3,1	-3,2
Portugal	-5,4	-5,1	-4,4	-4,4	-3,7	-4,2
Finland	-5,6	-5,6	-3,3	-3,2	-1,6	-1,2
Sverige	-8,1	-8,1	-5,2	-5,5	-3,1	-3,1
England	-6,0	-5,7	-4,4	-4,8	-3,7	-3,7
EU15	-5,0	-5,3	-4,4	-4,8	-3,4	-4,1

* Eksklusiv gældsovertagelser fra det tidligere Østtyskland.

Kilde: *European Economy, Supplement A, Economic Trends, No. 5/6, May-June 1996, Commission of the European Communities (CEC), Brussels, p. 21, OECD Economic Outlook 59, June 1996, OECD, Paris, p.A. 33.*

Der er et par iøjnefaldende og interessante træk ved denne tabel. For det første er der klare forskelle, især hvad angår 1997, mellem skønnene fra de to internationale organisationer. Mens Kommissionen eksempelvis for Frankrig og Tyskland regner med, at man vil

nå ned på eller under 3% i 1997, antager OECD, at opretningen vil standse et sted mellem 3½ og 4%. Fra er formelt synspunkt skyldes forskellen, at Kommissionen i modsætning til OECD har indregnet regeringernes hensigter i disse to (og enkelte andre) lande

med den økonomiske politik i 1996 og 97, mens OECD holder sig til økonomisk politiske beslutninger, som faktisk er truffet i tilstrækkelige detaljer til at vurdere deres virkninger. For det andet er det klart, at selv om Kommissionen skulle have ret i sine antagelser – hvilket i øvrigt forekommer overvejende sandsynligt – vil der endnu tilbagestå et stykke vej for flere af de lande, der normalt betragtes som naturlige kandidater for ØMU. Maastricht Traktaten kræver ikke præcis opfyldelse af 3-procentskravet i et bestemt år, men lægger alene op til, at man skal være tæt på denne referenceværdi og kunne forklare, hvorfor man ikke har nået den fuldstændigt. Samtidig indeholder Traktaten krav om, at den offentlige gæld, som er en del af nationalindkomsten, skal nærme sig 60% med en såkaldt »tilfredsstillende hastighed«. Ingen har imidlertid endnu defineret, hvad dette begreb skulle indebære, og i det følgende ses der derfor helt bort fra gældskriteriet, selv om det på enkelte punkter indeholder nyttig supplerende information, også om udviklingen i underskuddet, jvf. Thygesen (1996).

Det har længe været erkendt, at ØMU'en ikke kunne starte den tredje fase uden at både Tyskland og Frankrig var parat. Selv om Traktatens bestemmelser om start pr. 1. januar 1999 ikke indeholder noget mindste antal for deltagerne, har repræsentanter for begge lande sagt, at hvis ét af dem skulle være ude af stand til at gå ind i Unionen på dette tidspunkt, ville dennes start blive udsat. Det er derfor af afgørende betydning at begynde en vurdering af mulighederne for at gennemføre den ved at se på disse to landes status.

Efter vedtagelsen af en relativt omfattende pakke af spareforslag i den tyske Forbunds- dag i september 1996 forekommer det overvejende sandsynligt, at Tyskland vil kunne nå ned på eller meget tæt ved et underskud på 3% i 1997. Det vil gøre det klart, at Tyskland vil have en forpligtelse til selv at gå ind i

Unionen, således at den tyske kritiske holdning til ØMU i givet fald især vil give udslag i, hvorledes andre landes evne til leve op til kvalifikationskravene bliver vurderet. De fleste har hæftet sig ved, at de efter den overordentlig kritiske debat om mange andre landes økonomiske politik i Tyskland i de senere år er en overvejende sandsynlighed for, at Tyskland vil fortolke disse kriterier strengt. Bl.a. har den tyske forfatningsdomstols kendelse af 12. oktober 1993 lagt op hertil. Baggrunden for denne restriktive holdning er den i Tyskland udbredte frygt for, at en for bredt realiseret møntunion indebærer risici for en forringelse af prisstabiliteten i Tyskland og andre kernelande, som måtte være parat til at begynde i 1999.

Der er imidlertid et andet hensyn, som med stigende styrke nu fremtræder i den tyske holdning, og som går til dels på tværs af det meget puristiske synspunkt, som hidtil har præget den offentlige debat i Tyskland. For tysk industri og fagbevægelse er det af meget stor betydning, at D-marken er stabil og ikke for stærk, og i alt fald at den ikke pludselig kan risikere at stige i værdi overfor de nærmeste handelspartnere inden for EU, således som det skete i 1992-93. Al erfaring har vist tyskerne, at hvis D-marken er relativt alene i Europa, vil den blive både for stærk og ustabil, hvilket altid har kostet beskæftigelse, investeringer og økonomisk vækst i Tyskland. Det var overvejelser af denne art, der i 1978 fik daværende forbundskansler Helmut Schmidt til at tage initiativet til oprettelsen af EMS. Det var også momenter, der spillede en vigtig rolle i Tysklands villighed til overhovedet at gå ind i ØMU-projektet i slutningen af 1980-erne. Ekstern stabilitet er i dette perspektiv fuldt så væsentlig for Tyskland som den interne stabilitet, der traditionelt fremhæves i tysk debat.

Hertil kommer de politiske motiver til at fastholde ØMU-projektet. Siden ledelsen af den kristelige demokratiske fraktion i den tyske Forbundsdag i september 1994 udsendte et papir om den centrale rolle, en monetær union kan spille i den politiske integrationsproces, har det været klart, at selv tyskere, som ikke er stærkt interesserede i møntunionen for dens egen skyld, er parat til at gøre meget for at realisere den som et led i Europas politiske forening. Efter denne tankegang vil det være et for stort ansvar for Tyskland at påtage sig en ledende rolle i en opbremsning eller forsøg på udsættelse af ØMU.

Det er muligt, at ingen af disse to faktorer i sig selv ville være stærke nok til at overvinde den tyske inflationsfrygt, men en tredje faktor, der favoriserer dannelsen af ØMU, er den udbredte forventning om, at inflationsfaren i dag er væsentlig mindre, end den tegnede sig for fem år siden, da Traktaten blev underskrevet. Det generelle internationale økonomiske klima med voksende konkurrence på de internationale markeder, herunder med nye konkurrenter fra lavtlønslande i Asien og Østeuropa, giver i forbindelse med jævnlige, omend ikke radikale strukturreformer på de europæiske arbejdsmarkeder, forventning om, at inflationstakten mere permanent vil holde sig lav i det næste par årtier. De risici, Tyskland tager ved at gå ind i ØMU tager sig derfor fra en rationel betragtning mindre alvorlige ud end de gjorde i 1991, hvor inflationen igen i de fleste lande i Vesteuropa syntes at være på vej opad.

I det sidste års tid har *Frankrig* klart været det svage punkt i ØMU-processen. Egentlig er det overraskende, da vedtagelsen af Maastricht Traktaten ikke mindst var et fransk initiativ, drevet af et stærkt ønske om endelig at få medindflydelse på europæisk pengepolitik. Frankrig kom imidlertid under det økonomiske tilbageslag ud i større budgetunderskud end de fleste andre europæiske lande, især

fordi såvel den socialistiske regering som regeringen Balladur i perioden frem til 1995 lempede finanspolitikken for at mildne konjunkturedgangen. Herved nåede underskudet op på 6% af nationalindkomsten i 1994 og ved valget af præsident Chirac i foråret 1995 blev målsætningen knæsat om gradvist at nedbringe dette underskud med ét procentpoint om året frem til 1997 og dermed sikre Frankrigs deltagelse i møntunionen. Ud fra et historisk synspunkt er denne opretning nok kummulativt betydningsfuld, men på ingen måde større end man har oplevet i tidligere omlægninger af den økonomiske politik. Alligevel var opstramningen i den økonomiske politik i efteråret i 1995 en medvirkende årsag til alvorlig social uro i Frankrig med omfattende arbejdsnedlæggelser og delvis tilbagetrækning fra regeringens side. Der er forventninger om, at lignende forsøg i efteråret 1996 også vil give anledning til stærk modvilje, og hele forløbet har medvirket til at give ØMU'en en negativ klang i franske vælgers opfattelse. Den franske regering har i høj grad præsenteret besparelsesforslag og skatteforhøjelser som systematiske forsøg på at bringe den franske økonomi i form til deltagelsen i ØMU, mens alt tyder på, at de pågældende initiativer under alle omstændigheder ville have været nødvendige også selv om ØMU-projektet overhovedet ikke havde foreligget. Det er dog fortsat overvejende sandsynligt, at Frankrig vil komme tilstrækkelig tæt på de 3% i 1997 under forudsætning af blot en moderat konjunkturopgang frem til udgangen af 1997. Når hertil kommer, at den franske regering såvel som andre regeringer, der lægger stor vægt på at nå budgetmålene i 1997 har betydelige muligheder for midlertidigt at pynte på underskudet gennem ekstraordinære udsættelser af visse udgifter, eventuelt overflytning af udgifter til institutioner uden for det offentlige budget i en overgangsperiode, må man konkludere, at der er overvejende sandsynlighed for, at det stærke franske politiske ønske om at deltage

i ØMU'en vil overvinde de tilbageværende besværligheder. Det er samtidig klart, at Frankrig gerne så en relativt bred møntunion startet i 1999, idet der i Frankrig har været særligt stærk opmærksomhed om de konkurrencemæssige fordele, som andre sydeuropæiske lande opnåede efter 1992 ved ikke at holde så fast en valutapolitik som Frankrig.

Hvis man derfor antager, at Frankrig og Tyskland begge vil opfylde kravene i tilstrækkelig grad, melder der sig ikke under seks andre lande, som i alt fald opfylder kravene lige så godt som de to førstnævnte. Det drejer sig om de tre Benelux-lande, Østrig, Finland og Irland.

Holland er måske det mest oplagte eksempel, idet dette land siden 1983 har ført en ekstremt fast valutapolitik over for D-marken, og reelt i betydelig grad har oppebåret alle omkostninger, der er nødvendige for at deltage i Unionen. Holland ligger dog med en gældsandel, der er markant større end 60% og uden klare tendenser til fald i denne. Alligevel er der ingen grund til at betvivle, at Holland vil komme med. Som et lille tegn i samme retning kan man opfatte det, at Hollands nuværende centralbankschef, Wim Duisenberg, i år er blevet nomineret til kommende chef for Det europæiske Monetære Institut fra midten af 1997 og i alle kredse nævnes som den sandsynlige første chef for Den europæiske Centralbank, når denne starter 1. Januar 1999; kun kandidater fra lande, der er med i ØMU'en, kan komme i betragtning til denne stilling.

Østrig er i flere henseender en parallel til Holland. Ganske vist har landet kun i kort tid været med i EU, men Østrig har siden 1974 fulgt en økonomisk politik, der på det valutapolitiske område var baseret på en klippefast tilknytning til D-marken. Også Østrig har problemer med de offentlige finanser af nogenlunde samme karakter som Holland, men

forventes også at komme tilstrækkelig tæt på 3%.

Belgien og Luxembourg har siden 1920-erne været i indbyrdes møntunion. Man kunne vente, at de på denne baggrund ville have nogenlunde ensartede kvalifikationer med henblik på optagelsen i ØMU. Det er imidlertid langt fra tilfældet; Luxembourg er EU-klassens artige dreng med opfyldelse af alle kvalifikationskrav gennem de senere år, mens Belgien har EU-rekord i offentlig gæld og et betydeligt underskud. Det er klart, at Luxembourg kvalificerer sig og formentlig, hvis Belgien ikke skulle komme ind i første omgang i Unionen, ville være rede til at suspendere den mangeårige møntunion og indtræde i ØMU. Et mere sandsynligt forløb er imidlertid, at det ikke vil komme til dette valg og opbrud i den hidtidige mini-union. Belgien opfylder de nominelle krav til adgang til ØMU så godt som nogen og har kun en beskeden overrente på sine statsobligationer. De finansielle markeder tager således den enorme belgiske offentlige gæld lidt mindre tungt end regeringer og politikere. Et bekymrende træk er det imidlertid, at underskuddet efter de seneste skøn vil blive lidt større i 1997 end i 1996, samt at nedbringelsen af gælden kun med ekstrem velvillighed kan fortolkes som foregående i en tilfredsstillende hastighed. Den belgiske regering har imidlertid sikret sig at kunne gennemføre offentlige besparelser ved dekret i 1996-97, og er således vel rustet til at foretage de nødvendige justeringer, forudsat naturligtvis, at man er nogenlunde tæt på 3%. Den offentlige gæld skulle i 1997 have bevæget sig ned på omkring 132% af BNP – et beskedent fald i forhold til de 138%, der blev nået ved maximum i 1994.

De finansielle markeder regner tydeligvis med, at alle de ovennævnte seks lande er solide kandidater til ØMU. Frankrig, Holland og Østrig ligger på en langfristet rente på statsobligationer, der ikke adskiller sig fra

den tyske, og den belgiske lange rente ligger knap 25 basispoint over den tyske. Herefter er der et spring i de finansielle markeders opfattelse af graden af forberedthed til ØMU, men det forekommer alligevel naturligt at regne med, at i alt fald to yderligere lande vil kvalificere sig til ØMU.

Irland har i flere år været Europas hurtigst voksende økonomi. Denne udvikling er sket samtidig med, at inflationen er blevet fastholdt på et lavt niveau og betalingsbalancen har været i overskud. Samtidig er det offentlige budgetunderskud konstant blevet fastholdt under 3%, en præstation som kun i øvrigt er opnået af Luxembourg. For Irland er det bekymrende, at landets fortsat største handelspartner – Storbritannien – formentlig vil stå uden for ØMU i første omgang, fordi bevægelser i sterling vil kunne give alvorlige konkurrencemæssige forskydninger for Irland. Alligevel er der ikke grund til at tvivle på, at Irland har den fornødne politiske beslutsomhed til at gå med i ØMU og at det vil opfylde kravene. Irland foretog et mindst så fundamentalt brud med Storbritannien i 1979, da det tilsluttede sig EMS, mens Storbritannien holdt sig udenfor. Herved ophævedes den møntunion, som de to lande havde levet under i over hundrede år.

Finland forekommer også at være en særdeles nærliggende kandidat til ØMU. Efter at have oplevet et af Europas dybeste konjunkturtilbageslag i begyndelsen af 1990-erne, hvor markederne i den tidligere Sovjetunion stort set forsvandt med kort varsel, har den finske økonomi gennemgået en forbløffende hurtig tilpasningsperiode, som på det seneste har resulteret i samtidigt lav inflation og beskedent budgetunderskud. Det bekymrende træk ved den finske økonomi er den fortsat høje ledighed, selv om denne er blevet reduceret i løbet af perioden fra 1994. For Finland er der også betænkeligheder ved at gå ind i ØMU, så længe Sverige, som er Finlands største

handelspartner og konkurrent, endnu ikke er med. Men for Finland spiller også rent politiske overvejelser, navnlig af sikkerhedspolisk karakter en meget stor rolle. Finland synes indstillet på at vise, at man kan deltage i alle former for avanceret europæisk samarbejde.

Når man ser på tabel 1 ovenfor, må man unægtelig spørge sig selv, hvorfor ØMU-processen nødvendigvis skal stoppe ved de otte ovenfor nævnte lande. Tre andre lande nærmer sig stærkt at opfylde kriterierne ligeså godt som flere af de første otte: *Portugal*, *Spanien*, og endda *Italien*. Disse tre lande vil formentlig i 1997 opfylde de såkaldt nominelle kriterier, idet inflationstakten i alle 3 lande for øjeblikket er klart aftagende. Spanien og Portugal har bevaret deres status i EMS, og Italien vil formentlig vende tilbage hertil inden udgangen af 1996. Alle disse tre lande vil være særligt opmærksomme på det præcedens, der måtte være skabt ved belgisk indtræden, så meget mere som alle tre relativt nyvalgte regeringer er stærke tilhængere af deres landes optagelse i ØMU. De vil med styrke hævde, at de er lige så gode kandidater til at deltage som Belgien, og de vil næppe stille sig tilfreds med en blot udsættelse af deres optagelse. Et sandsynligt kompromis er, at der i første omgang bliver slået en streg efter de første otte, men at der på forskellig måde gives velvillige erklæringer om de tre sydeuropæiske landes senere optagelse, eventuelt i form af en tilkendegivelse af at man snart igen vil se på deres kandidatur. Et moment, der vil gøre Tyskland og andre oplagte deltagere betænkelige ved udvidelsen, er de finansielle markeders fortsatte skepsis over for de tre sydeuropæiske lande. Selv om den lange rente i de tre lande i slutningen af 1997 skulle være kommet nærmere end 200 basispoints på renten i lavinflationslandene, opfatter de finansielle markeder tydeligvis optagelsen af de tre sydeuropæiske lande som indebærende en betydelig risiko for mere inflation og en svagere euro i fremtiden. Der

vil utvivlsomt på dette punkt være forskellige opfattelser mellem Tyskland og Frankrig, med sidstnævnte mere ivrig efter at optage de sydeuropæiske lande, med hvilke Frankrig har betydelig handel og konkurrenceudsathed. I Tyskland er sådanne synspunkter ikke fraværende, men de har en mindre stærk politisk indflydelse.

Det ovenfor nævnte scenarie indebærer således start af ØMU'en med otte lande pr. 1. januar 1999 og udsigt til optagelse 2 – 3 år senere af de tre sydeuropæiske lande. Dette efterlader *Storbritannien*, *Sverige* og *Danmark* udenfor. Storbritannien og Danmark har som bekendt begge forbeholdt sig ret til at stå udenfor ØMU i forbindelse med særlige protokoller til Maastricht Traktaten. Det er meget vanskeligt at vurdere, hvornår disse beslutninger eventuelt vil blive taget op til fornyet overvejelse, men det antages implicit i ovennævnte scenarier, at det næppe vil ske i tilstrækkelig tid til at bringe dem ind i medlemskredsen allerede fra starten. Størst interesse fra et europæisk perspektiv er der naturligvis i den britiske deltagelse, og britiske synspunkter svinger mellem ønsket om at bevare indflydelse i EU gennem deltagelse i ØMU og ønsket om at holde sig på afstand af et arrangement, som fremmer en grad af politisk integration, man ikke er interesseret i. Også i Sverige kan man finde en lignende konfliktfyldt stillingtagen; modsat forventningerne for et par år siden er opretningen af den svenske økonomi gået tilstrækkelig hurtigt til, at Sverige i 1997 formentlig vil opfylde budgetkriteriet i samme grad som en række af de førstnævnte otte lande. Men samtidig er bekymringen ved at deltage i ØMU, selv om man skulle klare at opfylde konvergenskriterierne vokset, og Sverige holder sig fortsat uden for EMS-samarbejdet, hvilket sandsynligvis vil være en barriere for ØMU-deltagelsen i første omgang. Sverige vælger måske fortsat at stå uden for dette samarbejde for at kunne påberåbe sig en

formel grund til ikke at indtræde i 1999. Hvornår Danmark i givet fald vil ønske at tage spørgsmålet om ØMU-deltagelse op ved en folkeafstemning, er i dag helt uvist. Regeringens strategi synes at være at afvente andre landes start på ØMU, for at kunne tage stilling på et konkret og mere pragmatisk grundlag engang efter 1999.

Ovennævnte scenarie har ikke beskæftiget sig med Grækenlands situation eller med optagelsen af de central- og østeuropæiske lande engang i næste årti. *Grækenland* har ikke udsigt til at kunne deltage i ØMU inden for en længere periode. Hvad angår de mulige nye medlemslande i Central- og Østeuropa (samt Cypern og Malta) forekommer det i dag sandsynligt, at der på det tidspunkt, hvor deres medlemskab kan blive aktuelt – dvs. 2002-2006 – meget vel kan være tale om sådanne fremskridt i deres økonomiske opretning, at flere af dem også vil være kandidater til ØMU i relativt kort tid efter deres medlemskab.

Et scenarie af den ovennævnte karakter hviler på to forudsætninger. For det første en fleksibel fortolkning af konvergenskriterierne, som er nødvendig for at starte med en bred landekreds i 1999. Flexibilitet er kun mulig, hvis deltagerlandene viser den langsigtede budgetopretning en større interesse, end Traktaten egentlig har lagt op til. Det er kernen i den såkaldte stabilitetspagt, som på tysk foranledning nu er ved at blive gennemført. For det andet forudsætter scenariet rimeligt harmoniske forhold til de lande, som i første omgang står uden for ØMU, uanset om årsagen er endnu utilstrækkelig økonomisk evne eller politisk skepsis over for projektet. Der har derfor også i det sidste års tid været en betydelig interesse for at definere, hvorledes valutaarrangementet mellem deltagerne og de udenforstående EU-lande skulle være (det såkaldte »ins« og »outs«-problem). De føl-

gende to afsnit i nærværende artikel vil se på disse to forudsætninger for hovedscenariet.

2. Stabilitetspagten og den langsigtede budgetpolitik

Maastricht Traktatens krav om, at adgang til ØMU er betinget af, at man i et bestemt år højest har 3% i budgetunderskud, er i flere henseender vilkårligt og utilfredsstillende. Det kom utvivlsomt ind i Traktaten, dels fordi der var et ønske om at have håndfaste retningslinjer for budgetunderskuddene, dels fordi 3% på underskrivelsestidspunktet forekom et realistisk og ikke alt for ambitiøst mål. I begge henseender ville man imidlertid være bedre hjulpet med et budgetkriterie, der var af mere gennemsnitlig karakter og iøvrigt tilsigtede en langsigtet nedbringelse af gælden for de lande, der ligger klart over Traktatens referenceværdi.

Allerede under forberedelserne til ØMU, blandt andet i den såkaldte Delors rapport af 1989, findes der tilløb til tanken om bindende overgrænser for det faktiske budgetunderskud år for år. Under ikke urealistiske forudsætninger kunne det påvises, at fastholdelse af et budgetunderskud på højst 3% ville sikre en langsigtet holdbar gældsudvikling, såfremt den økonomiske vækst er tilfredsstillende, og den reelle rente ikke for høj. Begge disse to forudsætninger er imidlertid afgørende. Såfremt den økonomiske vækst falder til under 5% nominelt, og/eller realrenten er højere end 2-3% – således som det i de senere år har været tilfældet – kommer dette ræsonnement i alvorlige vanskeligheder. Det er derfor ikke muligt på forhånd at sige, hvad det kræver at gennemføre en langsigtet holdbar budgetpolitik; det kan være både mere eller mindre end Maastricht Traktatens krav. På det seneste har det været mere.

Hertil kommer det åbenbart utilfredsstillende i at knytte bedømmelsen af et lands kvalifikationer alene til dets præstationer i et enkelt

år. Det ville være mere i overensstemmelse med økonomisk tankegang at vurdere landets budgetmæssige stilling i relation til de gennemsnitlige resultater over en konjunkturbevægelse eller eventuelt ved løbende at søge at vurdere dets strukturelle budgetunderskud, dvs. budgetunderskuddet, som det ville se ud, såfremt den aktuelle forskel mellem normal og aktuel kapacitetsudnyttelse blev elimineret. De internationale organisationer har i 20-30 år beregnet sådanne størrelser, men det må indrømmes, at de igennem de sidste 5-10 år med relativt høj ledighed i mange industrilande er blevet mere tvivlsomme, fordi uklarhed omkring hvad der er normal kapacitetsudnyttelse i en sådan situation bliver uundgåelig. Centralbanker og finansministre viste derfor i sidste instans en vis preference for at have tal i Traktaten, som kunne opgøres uden indviklede økonomiske analyser, og som samtidig gav et udtryk for, hvilken belastning af de finansielle markeder, regeringerne giver gennem deres budgetunderskud.

Diskussionen i de seneste år omkring den af den tyske finansminister Theo Waigel foreslåede stabilitetspagt har bragt sund fornuft tilbage ad bagdøren. Den tyske finansminister foreslog i efteråret 1995, at lande, der indtrådte i ØMU, skulle forpligte sig til at holde et lavere gennemsnitligt budgetunderskud end de 3%, f.eks. 1% af BNP, dog således, at overskridelser af de 3% selv i år med dårlige konjunkturer skulle føre til sanktioner af kraftigere og mere automatisk karakter, end dem, der findes i Maastricht Traktaten. Da dette forslag blev fremlagt, sagde mange til sig selv, at tyskerne havde spændt buen for hårdt. Ikke blot skulle kravene til finanspolitikken i ØMU skærpes ud over et niveau, som allerede blev betragtet som vanskeligt opnåeligt, men afvigende adfærd skulle også sanktioneres hurtigere og mere automatisk end omtalt i Traktaten. Det er imidlertid en rimelig vurdering, at det afgørende problem i en ØMU ikke så meget er landenes niveau for

underskuddet ved indtræden, men deres evne til mere langsigtet at styre saldoen på de offentlige finanser på en sådan måde, at gældsandelen nedbringes. Med moderat vækst og høj realrente er det sandsynligt, at budgetunderskuddet må fastholdes noget lavere end de 3%, såfremt et fald i gældsandelen skal sikres i de lande, der klart ligger over et acceptabelt niveau. Det har også været tankevækkende for mange landes finansministre at studere den sandsynlige udvikling i deres budgetter lidt efter år 2000, når effekterne af de demografiske forskydninger i de europæiske landes befolkninger begynder at slå igennem. I denne ikke særligt fjerne fremtid vil udgifterne til såvel aldersforsørgelse som sundhedsvæsenet vokse uafviseligt, og det vil kræve justeringer på andre poster, hvis man fortsat er af den opfattelse, at skattetrykket ikke kan forøges. At udskyde tilpasningen af de indeværende store budgetunderskud til næste årti, savner derfor økonomisk begrundelse; problemerne ville ikke blive enklere – tværtimod. Det er da også et afgørende argument for ikke at udsætte ØMU'en til efter år 2000.

Der synes nu at være nået enighed blandt finansministrene om at iværksætte noget, der ligner finansminister Waigels stabilitetspagt. På længere sigt vil deltagerlandene i ØMU – men i øvrigt med tilslutning fra også ikke-deltagere – tilstræbe et budgetunderskud, der svinger omkring nulpunktet. Hovedindvendingen mod Waigels oprindelige forslag viste sig at være, at forskellen mellem et underskud på 1% i gennemsnit over konjunkturbevægelserne og 3% i de dårligste år forekom utilstrækkeligt til at sikre budgetternes automatiske konjunkturregulerende funktion. Det synes at være nødvendigt at tilstræbe budgetbalance, frem for mere permanente små underskud. For det andet er der også nået enighed om en fremskyndelse og numerisk præcisering af de sanktioner, som tages i anvendelse over for deltagerlande i ØMU, som ikke klarer at

opfylde 3%-kravet, efter at de er blevet medlemmer.

Enigheden om stabilitetspagten er væsentlig ikke blot fordi den bringer et økonomisk mere velbegrunderet regelsæt ind i de finanspolitiske retningslinier, men også fordi den brede tilslutning til den har banet vej for en lidt mindre rigoristisk holdning til opfyldelsen af Maastricht Traktatens vilkårlige 3%-krav i 1997.

3. Det monetære samarbejde mellem euro-området og ikke-deltagerne

Et andet område, hvor der er gjort væsentlige nye fremskridt, er spørgsmålet om det fremtidige monetære samarbejde mellem de lande, der i første omgang indtræder i den monetære union og de udenforstående.

Dette problem blev overgangsvist stærkt dramatiseret såvel af nogle af de udenforstående lande som af forventede deltagere i den monetære union. Den britiske premierminister gjorde således i 1995 spørgsmålet om et tilfredsstillende arrangement med de udenforstående til et kerneproblem – noget overraskende i betragtning af at det siden har vist sig, at Storbritannien ikke er interesseret i noget egentligt arrangement med euro-området. Også fra fransk side blev alarmsignalerne hejst i 1995 i forbindelse med fransk bekymring over tilbøjeligheder hos udenforstående lande til at optræde som "free riders" på bekostning af de lande, der låste deres deres valutakurser fast den 1. Januar 1999. På det seneste er problemet blevet reduceret til mindre dramatiske proportioner. Dette skyldes bl.a. at det forventede antal af deltagere i den monetære union er steget samtidig med at det nu må forventes, at nogle af de udenforstående lande hurtigt vil komme med. Det drejer sig herefter alene om at lave et midlertidigt arrangement for nogle lande, der aspirerer til hurtigt medlemskab samt eventuelt at behandle problemerne for de lande,

der ikke i dag forudser at træde ind i unionen senere – i første række Danmark.

De forhandlinger, der er blevet ført i løbet af det seneste år omkring det problem, havde et relativt svagt udgangspunkt i Maastricht Traktaten. Fordi Traktaten antog, at de fleste lande fra starten ville deltage og at resten ville forblive i noget, der lignede det dengang eksisterende Europæiske Monetære System (EMS) med snævre udsvingsgrænser, var behovet for at beskrive arrangementer med udenforstående lande ikke rigtigt erkendt i 1991. Traktaten indeholder dog en formodning om, at der skal skabes et nyt EMS fra 1. januar 1999, dels fordi Traktaten opretholder kravet om at et land skal have været med i et valutasystem med »normale udsvingsgrænser« i en to-årig periode, inden det kan kvalificere sig til at komme ind i Den monetære Union, dels fordi en anden paragraf i Traktaten (Art. 109 m) taler om, at man i forbindelse med samarbejdet med de udenforstående skal drage erfaringer fra EMS-samarbejdet ind i systemet. Det afgørende problem i relation til Traktatens bestemmelser har i realiteten været at definere hvad man skulle forstå ved normale udsvingsgrænser efter begyndelsen af 1999.

En komplicerende faktor i forhandlingerne har det været, at interesserne hos de udenforstående lande var langt fra sammenfaldende. De to lande, der har politisk prægede forhold over for indtræden i den monetære union – Storbritannien og Danmark – repræsenterer i denne sammenhæng yderpunkterne. *Storbritannien* er, i det tilfælde det vælger at stå uden for den monetære union ikke interesseret i et EMS-lignende samarbejde; Briterne ønsker at holde sig til et indenlandsk bestemt inflationsmål, som de finder vil lægge en dæmper på udsving i sterlings kurs over for andre europæiske valutaer. *Danmark* er til gengæld interesseret i den snævrere mulige tilknytning til euroen, dvs. udsvingsgrænser,

som er væsentligt snævrere, end dem der kendes i dagens EMS ($\pm 15\%$) og gerne ledsaget af gensidige forpligtelser til intervention for såvel den danske nationalbank som ECB. De øvrige sandsynlige lande uden for Unionen i den indledende fase befinder sig et sted mellem disse to synspunkter, og lande som *Portugal*, *Spanien* og *Italien* ville utvivlsomt være tilfredse med en nogenlunde fortsættelse af det nuværende system med brede udsvingsgrænser, så længe det blot er klart, at man kan gå direkte fra et sådant system ind i Den monetære Union. Også disse lande lægger vægt på gensidige forpligtelser i forhold til ECB.

De sandsynlige deltagerlande i Den monetære Union fremtræder umiddelbart som mere homogene. På den ene side har disse lande en interesse i at få indseende med valutakursudviklingen for lande, der står uden for Den monetære Union. Frem for alt ønsker man at minimere risikoen for betydelige deprecieringer af disse valutaer, som kunne lede tanken hen på en gentagelse af 1992-93. Betegnelsen »konkurrerende devalueringer« er måske ikke ganske velanbragt, i betragtning af at de store kursændringer i denne periode næppe kan siges at have været tilstræbte fra f.eks. Storbritanniens, Italiens og Spaniens side, men de var klart en stor belastning for det indre markeds funktion. I længden anser lande som Frankrig og Tyskland en betydelig grad af valutakursvariabilitet som uforenelig med opretholdelsen af et velfungerende indre marked. På den anden side er deltagerlandene i Den monetære Union bekymrede over udsigten til at skulle kaste store beløb ud i interventioner til støtte for de udenforstående valutaer. Den rammeaftale, der nu tegner sig, antyder derfor at den pengepolitiske stabilitet for den europæiske centralbank under ingen omstændigheder må bringes i fare som følge af sådanne interventioner.

Disse noget modstridende synspunkter har åbenbart trods alt givet basis for et kompromis omkring et fremtidigt EMS 2. Den sandsynlige stærke asymmetri mellem de mange lande inden for Unionen og det enkelte land udenfor betyder, at man må forvente en stærkere afhængighed i det udenforstående land af den i Unionen førte pengepolitik end den afhængighed, man tidligere så i EMS-samarbejdet i de ikke-tyske deltagerlande. De udenforstående landes pengepolitik må simpelthen forventes at rette sig meget kraftigt ind efter ECB's retningslinjer. Hvis man samtidig bevarer relativt brede båndgrænser for de udenforstående valutaer, er det klart at risikoen for store interventioner er begrænset. Skulle en udenforstående valuta komme ud på grænsen af et bredt interventionsbånd er det højst sandsynligt, at dens kurs vil blive ændret inden store interventioner foretages.

Alligevel er det ønskeligt, ja endda nødvendigt, med rimelig klare tilkendegivelser om en forpligtelse til intervention. I lang tid fungerede det tidligere EMS godt med relativt snævre bånd, fordi der var udbredte forventninger i markedet om en ubegrænset interventionsforpligtelse hos både det land, der var udsat for et angreb i markederne og for de stærkere valutaer. Den tyske forbundsbank havde ganske vist i 1978 fået den tyske regerings tilslutning til et forbehold over for en ubegrænset interventionsforpligtelse, hvis denne truede den pengepolitiske stabilitet i Tyskland, men denne aftale var nærmest gået i glemmebogen, da den ikke blev påberåbt før i 1992. Bundesbanken påberåbte sig imidlertid det såkaldte »Emminger-brev« til den tyske regering under valutakrisen i 1992, og et lignende forbehold synes at blive gentaget i forbindelse med ECB's interventionsforpligtelser. Det gøres også klart i den kommende aftale, at ECB selv kan initiere kursjusteringer af de udenforstående valutaer i forhold til euroen.

Tonen i sådanne tilkendegivelser er måske lidt urovækkende eller i al fald ikke helt hjælpsom overfor udenforstående valutaer, som ønsker at styrke deres troværdighed under forberedelserne til senere deltagelse i euro-området. På den anden side er det usandsynligt af de ovenfor nævnte grunde, at forbeholdet vil få større praktisk betydning. Det helt afgørende moment, så længe det dominerende system har brede interventionsbånd, er hvorledes ECB vil tilrettelægge sine interventioner inden for udsvingsgrænserne. Sådanne interventioner har altid i det væsentlige været diskretionære og har ikke indebåret ubetingede forpligtelser. Det ville være nyttigt for stabiliteten i arrangementet med de udenforstående valutaer, om aftalen også klart afspejlede en villighed til konstruktive interventioner af denne karakter.

Den nu forhandlede aftale går ud på, at et EMS 2 med relativt brede udsvingsgrænser – dog næppe helt så brede som de 15% i dag – vil blive hovedreglen. Herudover vil der for lande med god konvergens blive mulighed for at aftale snævrere udsvingsgrænser med ECB i forståelse med finansministerrådet. Det er i denne kategori at Danmark – utvivlsomt som eneste land – forventes at kunne placere sig. Deltagelse i det normale arrangement vil være frivillig for de udenforstående, og det må imødeses, at *Storbritannien*, *Sverige* og *Grækenland* i første omgang vil stå uden for ethvert arrangement med euro-området. Det er et omstidt punkt, hvorvidt de inflationsmål, som *Storbritannien* og *Sverige* har lagt for deres pengepolitik er et rimeligt substitut for deltagelse i et valutaarrangement, men Traktaten savner midler til at tvinge medlemsstater til at deltage i et EMS 2.

Alt i alt synes den forestående aftale at have fjernet en usikkerhed omkring sameksistensen mellem deltagerlandene og ikke-deltagerlandene. Det må betragtes som en vigtig forudsætning for, at også møntunionen kan starte

på nogenlunde harmonisk måde. Man skal næppe vente nogen definitiv fastlæggelse af detaljerne i aftalen før den endelige deltagerkreds i Den monetære Union bliver kendt i foråret 1998.

4. Uafklarede problemer ved overgangen til ØMU

De væsentligste uafklarede problemer i forbindelse med gennemførelsen af ØMU'en synes i dag at være dels den mulige ustabilitet i valutakurserne i perioden umiddelbart før 1. januar 1999, dels den noget tunge og uklare formulering af retningslinjerne for en valutapolitik over for tredielandes valutaer.

Det er nødvendigt at træffe beslutningen om deltagerkredsen nogle måneder inden starten på Den monetære Union. En beslutning i f.eks. april 1998 på basis af landenes præstationer i 1997 vil give en passende forberedelsestid især til at udnævne ledelsen i den nye centralbank og færdiggøre forberedelserne til iværksættelsen af en fælles pengepolitik otte måneder senere. Denne periode er efter mange centralbankfolks opfattelse lovlig kort, men bør betragtes som tilstrækkelig på baggrund af, at den forberedende institution, Det europæiske monetære Institut, har udarbejdet ret fuldstændige blue-prints for, hvorledes den fælles pengepolitik skal fungere.

Intervalleret på omkring otte måneder kan imidlertid give basis for fornyede spekulative angreb på de designede deltagende valutaer. Traktaten fastslår, at de kurser, til hvilke de nationale valutaer omregnes til den kommende fælles valuta, euroen, først kan fastsættes ved starten af den afsluttende fase, dvs. pr. 1. januar 1999. Som retningslinie for, hvorledes denne fastlæggelse skal ske, siges det i Traktaten, at værdien af en euro den første dag i slutfasen skal svare til den eksterne værdi af én Ecu, den nuværende sammenvægtede valutakurs af de tolv valutaer, som indgår i denne enhed den 31. december 1998. Denne

bestemmelse udelukker i praksis den ellers tilsyneladende hensigtsmæssige løsning at deltagerlandene samtidig med at de udpeges til Den monetære Union fastlagde deres valutaer indbyrdes og dermed omregningsforholdet til euroen. En sådan procedure kunne nødvendiggøre komplicerede justeringer omkring nytår 1998-99 med de udenforstående valutaer for at få regnestykket med kontinuitet i den eksterne værdi til at passe, idet det kan tænkes at markedskurserne den 31. december ikke vil ligge helt tæt på de aftalte kurser pr. 1. januar.

Deltagerlandene ville derimod have en mulighed for i april 1998 at omtale efter hvilke retningslinjer de vil søge at fastlægge kurserne i slutningen af året. I betragtning af den betydelige stabilitet, der i nogen tid har rådet inden for EMS ville en anvendelse af centralkurserne i og for sig være nærliggende. Et alternativ, som flere markedsdeltagere har peget på, ville være at bruge gennemsnitlige kurser for en længere periode, der går tilbage før udpegningen af deltagerkredsen. Det må forventes, at der i forbindelse med udpegningen af deltagerkredsen kommer en vis tilkendegivelse om sådanne retningslinjer, men fuldstændigt kan usikkerheden ikke elimineres i denne overgangsfase. Det kan heller ikke formelt udelukkes at et land i sidste øjeblik får en ændring i sin omregningskurs overfor euroen i forhold til det, markederne havde forestillet sig – eller at markederne ihærdigt vil teste et bestemt lands omregningskurs i forberedelsen til starten på tredje fase. Det kan derfor formentlig blive nødvendigt at markere, at der i de afsluttende måneder inden 1. januar 1999 er en ubegrænset interventionsforpligtelse for deltagerlandene, således at spekulation forebygges. Men helt betryggende er dette overgangsscenario naturligvis ikke.

Et mere langsigtet men ligeledes uafklaret problem er hvorledes deltagerlandene i ØMU

vil optræde i internationale monetære sammenhænge. ECB vil føre ordet på vegne af de deltagende landes centralbanker, men det må forventes, at de fire store europæiske lande, der har særskilt repræsentation i G-7 landenes finansministtermøder vil ønske at fortsætte hermed. Når hertil kommer den tunge og omstændelige formulering af ØMU'ens valutapolitik overfor dollaren og andre tredjelandssvalutaer gennem en kombination af beslutninger i finansministerrådet og ECB med det sidste ord til denne, kan man godt forstå at deltagerne i ØMU af udenforstående betragtes som indadvendte i deres problemformuleringer. Enkelte amerikanske iagttagere, har slået til lyd for, at de amerikanske myndigheder burde afæske Den europæiske Union et klart svar på, hvorledes euro-området vil varetage sin eksterne repræsentation fremover, først og fremmest i G-7-regi. Et sådant spørgsmål ville blive meget vanskeligt at besvare for EU.

Det er ikke oplagt, hvilken praktisk betydning den svage formulering af rammerne for den eksterne valutapolitik vil få. Hvis euroen skulle vise tegn til at styrkes mere end det kan motiveres i lavere inflation end i USA, vil ECB nok principielt være i stand til at tage skridt til at bremse en sådan uønsket opdrift. Men en svækkelse af dollaren vil på ny fremkalde ret delte opfattelser i de europæiske lande af behovet for korrigerende indgreb, dvs. i første række eksternt motiverede rentenedsættelser. Den almindelige forventning må være, at ECB vil være meget tilbageholdende med at påtage sig interventionsforpligtelser og i stedet vil søge at koncentrere sig om at leve op til målsætningen om prisstabilitet som det afgørende mål. Det må derfor ventes at udsvingene i dollarkursen over for de europæiske lande i al fald ikke bliver mindre, end de har været i de seneste år.

5. Konklusion

Indtil for ca. et år siden domineredes debatten i de fleste europæiske lande af spørgsmålet om, hvorvidt ØMU'en overhovedet ville starte, og om man i tilfælde af problemer hermed skulle vælge at svække kriterierne eller udskyde tidsplanen. De fleste var fortalere for det sidste. I dag forekommer denne problemstilling mindre aktuel; det erkendes nu bredt, at kriterierne må fortolkes med en vis rimelig fleksibilitet og opstramningerne af den langsigtede finanspolitik gennem stabilitetspagten har givet yderligere næring til denne opfattelse. Med den politiske vilje til at gennemføre ØMU'en styrket i de fleste sandsynlige deltagerlande må det i dag forudses, at deltagelsen bliver bredere, end de fleste ville have ventet, samt at Unionen starter planmæssigt den 1. januar 1999.

De faktorer, der har betinget en mere konkret vurdering af, hvorledes ØMU'en vil udvikle sig snarere end en endeløs diskussion om, hvorvidt projektet bliver realiseret, er dels de lidt bedre konjunkturudsigter for de fleste deltagerlande i 1996-97 sammenlignet med det foregående år dels de stadig mere konkrete forberedelser til, hvorledes tredje fase skal gennemføres. Der er nu i flere af de sandsynlige deltagerlande omfattende oplysningskampagner om, hvorledes ØMU'en vil blive gennemført. Det er klart, at sådanne kampagner, som går langt ned i de praktiske spørgsmål omkring betalinger i den kommende valuta, kontinuitet i kontrakter og en lang række tekniske spørgsmål tjener til at overbevise tvivlende befolkninger om, at projektet faktisk er på vej.

Det ville være naivt at foregive, at gennemførelsen af ØMU i nogenlunde den her skitserede form i dag er sikret 100%. Alvorlige konjunkturtilbageslag eller dramatiske politiske begivenheder i Østeuropa eller andre tilgrænsende områder kan modificere billedet og føre til en udskydelse, selv om en sådan

hverken ville være i overensstemmelse med Traktaten eller med de ønsker, som i dag næres i de sandsynlige deltagerlande. Men ØMU'en ses i dag også som et bedre værn overfor forstyrrelser udefra end et system, der forbliver fragmenteret. Selv i tilfældet med alvorlige kriselignende situationer forekom-

mer det sandsynligt, at ØMU'en vil blive søgt gennemført. At udsætte projektet på nærværende tidspunkt ville have så betydelige politiske og økonomiske omkostninger, at selv de mest tvivlrådige politikere måtte komme i alvorlige overvejelser, om hvorvidt en udsættelse var hensigtsmæssig.