

Valutasamarbejdet: Sammenbrud eller nybrud?

Peter Wendt, bankdirektør, cand.polit.

1. Indledning

Den økonomiske dimension er den grundlæggende i EF-samarbejdet. Oven på den hviler de andre samarbejdsområder, den fælles udenrigspolitik, den fælles forsvars- og sikkerhedspolitik, lov- og regelharmoniseringsinitiativer inden for en lang række områder, som ikke er betingelser for økonomisk samarbejde, men naturlige, hvis visionen om et fælleseuropæisk statsforbund, ja måske endda en egentlig Europa-forbundsstat, skal kunne realiseres.

Den økonomiske dimension er grundlæggende, fordi det er her enhver kan se sin egen snævre fordel ved samarbejdet. Fællesmarkedet er ikke et idealistisk forsøg på at glæde sin nabo ved at lade hans varer frit handle på mit marked – det er det nødvendige kompromis for at jeg kan trænge ind på hans marked, øge min omsætning, indtjening, profit og i sidste ende magt og ære.

Sammenbruddet af Det Europæiske Monetære System, EMS, der er et af de alvorligste tilbageslag i EFs 35-årige historie, bør vurderes i dette lys. Påstanden i denne artikel er, at medlemslandenes regeringer følte sig tvunget til at tage beslutninger, som uden tvivl skal tages på længere sigt, men som nu iværksattes på et uheldigt tidspunkt – midt i en lavkonjunktur, som generelt har svækket EF-samarbejdets folkelige mandat. EMS brød sammen, fordi de finansielle markeder

ikke troede på, at de nationale selvinteresser blandt de store europæiske lande i det lange løb var forenelig med faste valutakurser.

EMSen blev ikke ødelagt af spekulanterne. Det var den hårdnakkede politiske fastholdelse af de faste valutakurser, trods det økonomiske tilbageslag, der undergravede markedernes tillid. Havde det ikke været for ØMU-illusionen, var EMSen blevet justeret allerede i 1990/91, da Tysklands nye situation stod klar.

Da en retablering af nogenlunde stabile valutakurser er en forudsætning for, at EF overhovedet vil kunne eksistere, overvejes til slut hvilke løsningsmuligheder, en realistisk politik kan tænkes at lægge frem.

2. Vejen til Det Indre Marked

Det var fællesmarkedets fædres indsigt i realiteternes verden, der fik dem til at gå den lange vej over den økonomiske sammenslutning til fælles fordel af Tysklands, Belgiens og Frankrigs vanskeligt stillede og ukonkurrencedygtige kul- og stålvirksomheder i 1952. Her var der – for den enkelte virksomhedsejer, der hyppigt var staten – meget at vinde og meget lidt at tabe ved en fælles markedsordning og virksomhedsstyring.

Romtraktatens Økonomiske Fællesskab havde samme karakter i det nu mere velud-

viklede Europa af 1957. Den gradvise op-hævelse af restriktioner på frihandlen med industrivarer, kombineret med den politisk meget betydningsfulde subsidierings- og markedsreguleringsordning for landbrugs-varer gav alle medlemslandene flere erhvervsmæssige fordele end ulemper.

EFs udvikling har været bakket op af et stort flertal erhvervslivets mænd og kvinder – både blandt virksomhedsejerne, de professionelle ledelser og i de faglige organisationer, som organiserer deres medarbejdere. De har sikkert også haft ideale visioner om en fælles europæisk fremtid. Det afgørende har imidlertid været deres individuelle vurdering af deres virksomheders fordele og ulemper ved at skulle fungere på et større, liberalt marked. Deres vurdering har som hovedregel været, at markedsudvidelsen ville være profitabel for deres egen virksomhed.

Udbygningen af flertallets materielle interesse som led i en politisk styret internationaliseringsproces er mulig i en situation med potentielle vækstmuligheder. Dette blev klart demonstreret i 1960ernes Europa. Den industrialiserede verdens økonomiske krise i kølvandet på energiprisforhøjelserne i 1973 og -79 medførte omvendt Fællesskabets stagnation og på visse punkter tilbagerulning i 1970erne. Fra 1973 og indtil midten af 1980-erne stod EF politisk i stampe. Krisen i de nationale økonomier kunne øjensynlig ikke lempes ved at give naboen flere fordele. Tvært imod begyndte handelshindringer, subsidiering af nationale industrier, konkurrerende devalueringer og begrænsninger af de liberaliserede kapitalbevægelser at vise sig – i klar strid med ånden i Romtraktaten.

Den næste serie fremskridt i det europæiske samarbejde fandt sted efter en fornyet konjunkturopgang satte ind overalt i Europa fra 1982. Den fælles interesse i en videreudbygning af samhandel for at udvide det umid-

delbart tilgængelige marked, grænseoverskridende produktionssamarbejde for at udnytte stordriftsfordele og at få del i de stigende budgetmidler, der afsattes til industripolitik på fællesskabsplan, skabte interessen blandt landenes ledende erhvervsvirksomheder for etableringen af »Det Indre Marked«, hvis regelsæt er velegnet til at svække de nationale myndigheders mulighed for at opretholde de »stille toldmure«. Den fuldstændige afskaffelse af valutarestriktioner landene imellem med nedlæggelse af kontrolbureaukratiet er et godt eksempel.

Kapitalliberaliseringen nødvendiggjorde imidlertid en styrkelse af valutasamarbejdet for at undgå, at den stærkt udvidede adgang for private til at disponere skulle lede til periodiske kraftige pres på enkelte valutaer.

EF-reformen med »Det Indre Marked« i 1985 accepteredes uden de store sværds slag, fordi den generelle opfattelse var, at her var en række økonomiske fordele, som overstrålede de eventuelle ulemper, man ville møde ved at slække på forsvaret af sit hjemmemarked. Når daværende statsminister Poul Schlüter kunne påstå, at »den politiske union er stendød«, afspejlede det i høj grad de nationale politikeres fornemmelse af, at tiden dengang ikke var inde til de store ideale Euro-armsving efter de forudgående 15 stagnationsår og hobevis af mislykkede initiativer, der var kulsejlet på den snævre nationale økonomiske interesses skær. Målet med den daværende omskrivning af EF-traktaten var at få det økonomiske fællesskab på benene igen.

3. ØMU – mere politik end økonomi

»Det Indre Marked«, der primært er økonomi, blev som idé en betydelig *politisk* succes lang tid før at deadline for dets iværksættelse pr. 1. januar 1993. Der var en betydelig fælleseuropæisk begejstring i det ekspande-

rende erhvervsliv i anden halvdel af 1980'erne. Dette gengav det Bruxell'ske eurokrati optimismen, således at den gamle model til en Økonomisk og Monetær Union (ØMU), der blev udarbejdet lige før 1973-krisen – Werner planen – atter kunne tages frem og præsenteres som en naturlig udbygning af »Det Indre Marked«. Under alle omstændigheder var der grund til at styrke valuta-samarbejdet på grund af kapitalliberaliseringen.

ØMU befinder sig i skellet mellem økonomi og politik. Europæiske importører og eksportører og grænseoverskridende koncerner har problemer med de mange forskellige europæiske valutaer. Det tager tid og koster penge at flytte varerne og tjenesteydelserne over valutagrænserne. Mange valutaer kan betragtes som interne handelshindringer. Ud fra de nationale erhvervslivs synspunkter vil en fælles valuta for hele det fælles marked være en god ting. Bagdelen ved en fælles valuta vil være, at virksomhederne ikke mere kan forbedre deres internationale konkurrenceevne – primært over for konkurrenterne i andre fællesskabslande – gennem en devaluering. I en situation med gode vækstforventninger spiller denne defensive holdning til valutakurspolitikken imidlertid mindre rolle.

For de nationale myndigheder er en fælles valuta imidlertid et skridt af meget stor politisk rækkevidde. De enkelte medlemslande opgiver de facto deres frie pengeudstedelsesret. Med et blot nogenlunde liberalt økonomisk regime betyder dette, at man faktisk opgiver kontrollen over sit generelle renteniveau. Adgangen til monetær finansiering af offentlige budgetunderskud kan heller ikke opretholdes. Det er ensbetydende med, at den nationale finanspolitik bliver underkastet meget snævre bånd. Mange vil vurdere, at den fastlåsnings af statens økonomiske dispositionsret, som hermed indirekte frem-

kommer i et demokrati (på grund af regeringspartiets tilbageholdenhed med at øge skatter/reducere velerhvervede offentlige udgifter af hensyn til genvalg), er et afgørende skridt hen imod ophævelse af nationalstatens rolle som økonomisk regulator. Da re op denne funktion mere end noget andet karakteriserer den moderne stat og giver bureaukratiet sin indflydelse, kan det ikke undre, at meningerne er stærkt delte om de betimelige i ØMU.

Vurderingen af ØMUen tager derfor ofte udgangspunkt i en klar politisk holdning. Ønsker man et Europa, der består af samarbejdende nationale stater – Fædrelandets Europa – eller ønsker man Europas Forenede Stater med et center, hvor de afgørende beslutninger med en høj grad af ensartethed træffes for Orkneyøerne så vel som for Sicilien, for Cork som for Saloniki?

Der er således noget politisk uigenkaldeligt ved opnåelsen af ØMUens endemål, og havde særlige omstændigheder ikke fremmet det, der senere kaldes »Maastricht-procesen«, var beslutningen om dens implementering næppe blevet truffet så relativt hurtigt.

Drøftelserne om ØMU gik i gang i juni 1988 – kort efter, at »Det Indre Marked« var en traktatmæssig realitet (men langt før at den økonomiske realitet var etableret), for at udnytte en positiv slipstrømseffekt på det politiske niveau. Midt i det hele falder Muren, DDR åbner sig og er kort tid efter formelt en del af den tyske forbundsrepublik.

På kort sigt fik dette den politiske proces til at koge op. En helt ny faktor, der betød meget store fremtidige afsætningsmuligheder for det tyske erhvervsliv mod øst, kunne forventes at svække den tyske interesse for Vesteuropa og åbne op for økonomisk rivalisering i stedet for økonomisk samarbejde. Vesttysklands »historiske mission« – for-

eningen af Riget – var fuldbragt og et nyt Supertyskland, størrelsesmæssig ikke ulig det, som de øvrige vesteuropæiske lande havde ofret millioner af liv for at forsvare sig imod i to verdenskrige, så ud til at blive 1990ernes dominerende europæiske realitet. Det er glædeligt, at det ikke mindst var den tyske kristelig-demokratiske regering under Helmut Kohl, der vurderede disse skurrende overtoner i en i øvrigt positiv storpolitisk udvikling, og stod bag den ret hovedkulse udbygning af ØMU-forhandlingerne med rammerne for en Politisk Union. Vedtagelsen af Maastricht-traktaten i 1991 kan i dag ses som en politisk manifestation med henblik på at mane den uro og usikkerhed i jorden, som de ustabile forhold på EFs dørtærskel skabte. Uden kold krig var medlemslandenes interesser i færd med at differentieres.

Uroen og usikkerheden var også medvirkende til at vende det langvarige konjunkturopsving. I 1991 begynder de positive konjunkturer at skride. Bortset fra Tyskland, hvor den betragtelige indenrigske opgave med at bringe de 6 østlige forbundslande op på vestligt niveau gik i gang, melder en aftagende vækst med stigende arbejdsløshed om problemer forude. Konjunkturproblemer gør egentlig ikke behovet for ØMU mindre. Men sandsynligheden for, at man når til enighed om en funktionsdygtig model aftager, fordi det europæiske samarbejde ikke på kort sigt mere er et plus-sums spil, men et nul-sums spil. De nationale interesser i at beskytte hjemmemarkedet for egne producenter vejer nu tungere end muligheden for at udvide markedet hos naboen.

I Maastricht-komplekset er ØMU-delen tydeligt den mest gennemarbejdede traktattekst. Der er relativt klare økonomisk-politiske målsætninger. Der er en beskrivelse af det administrative indhold af tilnærmelsesprocessen over mod det mest håndfaste – indførelsen af den fælles valuta og fælles

centralbank ved udgangen af dette årti. Indholdet har været diskuteret grundigt, både med medlemslandenes finans- og økonomiministre og med centralbankcheferne.

Opdelingen i tre faser er udtryk for en praktisk nødvendighed. Selv om der fra EMS-samarbejdet, Den Monetære Komité og Centralbankchefkomiteen ligger mange års erfaring for et effektivt samarbejde, er der tale om en proces, der uden tvivl vil indholde en lang række detailproblemer, som vi ikke har nogen erfaring med i dag, ja knap nok kan forudsige vil opstå. Men den gradvise tilnærmelse til det politisk så ømfindtlige punkt, der griber ind i regeringernes finanspolitiske dispositioner er måske mere end noget andet en politisk nødvendighed. Medlemslandenes regeringer føler ikke, at den afgørende beslutning uigenkaldeligt er taget, fordi muligheden stadig vil foreligge for at udskyde overgangen fra en fase til den næste. Det er en erfaring fra det politiske samarbejde i EF, at faseopdelinger, lange overgangstider og anden øjensynlig opblødning af beslutninger, der kan virke overvældende, er en realistisk og effektiv måde at gøre tingene på. På regerings- og parlamentarikerplan altså. Ikke nødvendigvis i relation til de, der konkret er blandet ind i problemet – i ØMU-tilfældet de finansielle markedsdeltagere.

4. EMS-udviklingens senere faser

EMS-samarbejdet fungerede øjensynligt udmærket efter konjunkturopsvinget i begyndelsen af 1980'erne. I sit udgangspunkt var valutasamarbejdet præget af, at det var selvstændige lande, der havde indgået en multilateral aftale om gensidig bistand for at fastholde de maksimale udsvingsgrænser. På kort sigt lå ansvaret på centralbankerne, der skulle følge bestemte spilleregler, både for så vidt angår ubegrænset intervention til fordel for svage valutaer og for god pengepolitisk skik i form af renteforhøjelser eller tilsvaren-

de støttende indgreb, når ens valuta nærmede sig interventionsgrænsen.

Interventionskreditterne centralbankerne imellem var ret korte, men normalt lange nok til, at periodiske pres på en valuta som følge af kapitalbevægelser kunne vendes, således at den svage valuta atter fik sin valutakse fyldt og kunne afvikle interventionskreditten. Længerevarende mellemværender måtte klares regeringerne imellem, dels gennem det mellemfristede bistandssystem, dels gennem langfristede fællesskabslån.

I 5-års perioden fra begyndelsen af 1982 til begyndelsen af 1987 blev der 7 gange foretaget kursjusteringer i EMSen, heraf to unilaterale devalueringer. Efter revalueringen af DEM, HFL og BEF den 12. januar 1987 gik der 5 år uden paritetsændringer. Tvært imod blev EMSen endnu snævrere. I juni 1989 indtrådte ESP i EMS med et bredt, 6-pct. udsvingsbånd. ITL indsnævrede sit 6-pct.s bånd til det generelle 2 ¼ pct.s bånd i januar 1990 og i oktober samme år trådte Storbritannien omsider formelt ind i EMSen, med et 6-pct.s bånd.

Efter 1987 og vedtagelsen af »Det Indre Marked« sker der altså en markant ændring i EMSens måde at fungere på. De periodiske, små valutakursjusteringer ophører. Dette kan naturligvis være udtryk for, at den økonomiske konvergens i de enkelte lande nærmer sig det fuldkomne og at valutamarkederne bedømmer kursrelationerne som rimelige. En mere detaljeret undersøgelse af dag-til-dag forløbet på de internationale valutamarkeder viser dog, at det ikke var fri for periodiske pres på enkelte valutaer. Disse kunne imidlertid imødegås, som regel ved justeringer af de korte renter i landene under pres, nogle gange suppleret med intervention (centralbankers køb/salg af valuta under pres for at holde top- og bund-valutaerne inden for de vedtagne udsvingsgrænser).

Denne stabilitet skal antagelig ses som et politisk udtryk. I 1988 begynder Delors-komiteen at snedkerere ØMUen sammen og det resultat forelå allerede til vedtagelse ved Det Europæiske Råds møde i juni 1989. Tre-fase-modellen er som ovenfor nævnt næppe kun etableret af praktiske grunde. Udskydelse af de rigtigt tunge problemer til en fjern fremtid – hinsides næste parlamentsvalg – gør det lettere for Ministerrådets beslutningstagere at gå mod deres instinkt og træffe beslutninger »på fællesskabsniveau«. Første fase af ØMU trådte allerede i kraft 1. juli 1990 (sammen med deadline for afvikling af de sidste valutarestriktioner). Selv om der ikke står nogen steder, at pariteterne i denne fase, der varer til 1. jan. 1994, ikke kan ændres, er filosofien bag bestræbelserne på økonomisk konvergens netop den, at den indenlandske økonomiske politik løbende skal justeres sådan, at ethvert medlemsland kan holde sin valuta over for ethvert andet – og det vil i denne sammenhæng sige økonomisk stærkeste – land.

Den økonomisk-politiske konsekvens af ikke at måtte justere valutakursen vil ideelt være, at de svagere lande – dem med for høj inflationstakt, for lille konkurrencedygtighed og underskud på betalingsbalancens løbende poster – i første omgang tvinges til at hæve renten for at sikre den kapitalimport, der er nødvendig for at holde valutakassen fyldt i en situation med løbende underskud på betalingsbalancens løbende poster. I denne forbindelse er det ikke (kun) pengerenten, men realrenten (den effektive pengerente pro anno med fradrag af den årlige prisstigningstakt i procent), der tæller. Dette stiller krav om pengepolitisk stramhed, der er vanskelig at gennemføre, hvis ikke de offentlige finanser bringes i balance. En samtidig penge- og finanspolitisk stramning bliver nødvendig, og for at begrænse konsekvenserne i form af en hurtigt stigende ledighed plejer det at være muligt at supplere disse indgreb med ind-

komstpolitiske forståelser, hvor fagbevægelsen viser sig yderst tilbageholdende med lønkrav, også selv om beskæftigede medlemmers realløn falder.

I takt med, at konkurrenceevnen gradvis forbedres gennem »det lange, seje træk«, falder inflationen. Ikke blot pengerenten, men også realrenten falder i takt med, at et behov for devaluering ikke mere forekommer de finansielle markeder så uafviseligt. Langsomt, men sikkert kommer den svage økonomi i Konvergensens trygge havn.

Den ideale model er ikke helt hen i vejret. Faktisk er det den model, som Danmark har fulgt siden den første Schlüter-regering tiltrådte i 1982. Frankrig har også haft succes med modellen. Og man kan sige, at Benelux har været underkastet dens regime nu i snart en menneskealder.

Hvis modellen kan realiseres, vil et EMS-regime uden små og hyppige devalueringer være troværdigt for markedet. Der vil være det nødvendige sammenfald mellem de markeds-mæssige tendenser og de euro-politiske aspirationer, som altid har været en forudsætning for, at EF-tiltag kan realiseres imod den iboende nationale selvinteresse.

5. Nye realiteter – lavkonjunkturen

Imidlertid synes der at have fundet en pludselig ændring af forudsætningen for den økonomiske models succes sted, fulgt af et overraskende politisk holdningsskifte. Dette er uden tvivl baggrunden for de markeds-mæssigt voldsomme reaktioner, der vælter EMS'en i 1992/93.

I løbet af 1990 ophørte efterkrigstidens længstvarende højkonjunktur. Konjunkturomsvinget kom overraskende. Mange observatører havde regnet med, at vi langt ind i 1990'erne kunne have regnet med en fortsat

sund vækst, båret frem af en positiv vurdering af Den kolde Krigs ophør og de markeds-mæssige strukturændringer, der knyttede sig til den verdensomspændende privatiseringsbølge, genopbygningen i Østeuropa og SNG-landene, liberalisering af verdenshandlen ved en positiv afslutning af GATT's Uruguay-runde og – af mere strukturel karakter – forventningen om en fortsat betydelig investeringsbølge som følge af den produktionsteknologiske revolution, der forbindes med informations-, materiale- og genteknologiens indtog i den industrialiserede verden.

I bagklogskabens grelle lys er opbremsningen af 1980'er-boomet måske ikke så overraskende. Det var investeringsdrevet, og en forudsætning for en stadig vækst i investeringsvolumet vil være en markant stigning i afsætningen til forbrug af de varer og tjenester, der produceres af det kapitalapparat, som øges ved investeringsvirksomheden. I slutningen af 1980'erne stagnerede det private og især det offentlige forbrug i en række af de ledende industrialiserede økonomier. Årsagen hertil var et samvirke af flere faktorer.

Investeringsbølgen i 1980'erne gav anledning til en udskiftning af det produktive kapitalapparat hen imod langt mindre beskæftigelseskrævende anlæg. Det vil sige, at den tilvækst i arbejdsstyrken, der er nødvendig for at bemande nye anlæg, var mindre end de jobs, der faldt bort i mindre konkurrencedygtige virksomheder. I mange brancher kan man observere en betydelig produktivitetsstigning.

I slutningen af 1980'erne observeres det nye fænomen »jobless growth«, især i de europæiske økonomier. Trods den positive økonomiske vækst observeres intet fald i ledigheden – også selv om den demografiske faktor i de fleste lande indebærer en stadig langsommere tilvækst til arbejdsstyrken.

En forudsætning for fortsat vækst – nemlig fortsat stigning i privatforbruget – svækkes alene af denne grund. Hertil kommer den generelle indsats i alle europæiske lande – uafhængig af den politiske observans – for at begrænse væksten i de offentlige udgifter, bl.a. gennem betydelige privatiseringer, som umiddelbart skabte forventninger om lavere beskæftigelse som følge af de påståede produktivitetsfordele ved at overgå til markedsstyring.

De storpolitiske hændelser i 1989/90 er medvirkende til at ryste stabiliteten i det økonomiske system og skabe usikkerhed om fremtiden. Sovjetunionens deroute og ophør med at fungere som supermagt sker ikke blot fordi befolkningerne er blevet trætte af kommunisme og nu vil prøve kapitalistisk markedsøkonomi. Den håndfaste realitet er, at det østlige økonomiske system fuldstændigt bryder sammen, med det resultat, at et vigtigt marked for vestlig eksport forsvinder, samtidig med, at betydelige tilgodehavender, som europæiske industrikoncerner og banker har i de fallerede stater, viser sig at være mere end dubiose.

Alvoren af det østlige imperiums sammenbrud aflæses klart af den domino-effekt det har haft på Finlands økonomi, men alle vesteuropæiske lande har mærket en effekt. Hertil kommer usikkerheden omkring stabiliteten i den betydelige råvareeksport fra Sovjetunionen. Iraqs overfald på Kuwait medførte ligeledes en – dog kun kortvarig – uro om råvarepriser og børskurser.

6. Det nye Tysklands problemer – og muligheder

Den økonomiske konvergens- model får et grundskud, da det pludseligt bliver klart, at EMSens centrale deltager, Tyskland, er på vej ind i en alvorlig finansiel krise som følge af en stadig mindre overskuelig situation

omkring genopbygningen og integrationen af de 6 nye forbundslande.

Det viser sig, at strukturproblemerne ved integrationen af den tidligere ekstensive planøkonomi umiddelbart leder til et produktionsmæssigt sammenbrud østpå. Den vesttyske økonomi blev overophedet og inflationen begyndte at tage til. I begyndelsen af 1990'erne opnås konvergens inden for EF ikke ved, at man tilnærmer sig det stabile niveau. Tvært imod begynder Tyskland i stigende grad at minde om et mindre stabilt land.

Det positive økonomiske grundlag – vækst i hele Fællesskabet – for ØMU var næppe tilstede på tidspunktet for den formelle politiske vedtagelse i 1991. Frankrig, Storbritanien og Italien måtte konstatere tiltagende ledighed og skuffende væksttal. I Vesttyskland var ledigheden ikke noget problem, men derimod vægten af de finansielle forpligtelser, som forbundsregeringen havde påtaget sig i forbindelse med genopbygningen mod øst. Det vesttyske budgetunderskud steg til knap 2 pct. af BNP i 1990 og har siden da udvist en stadig stigende tendens, således at det i 1993 forventes at nå op på 4 ½ pct. af BNP.

Tyskland var endnu i 1990 det af de store EF-lande, som havde lavest inflation (2,7 pct. p.a.). I de følgende år er inflationstakten accelereret og ligger p.t. på ca. 4 ½ pct. – højere end i de tre andre store lande. Indenrigspolitik er dette en betænkelig udvikling – også selv om en del af inflationen faktisk er udtryk for de skatte- og afgiftmæssige stramninger, der skal tjene til at forbedre stabiliteten i tysk økonomi. Den uafhængige forbundsbank reagerede tidligt på tendensen til uorden i økonomien gennem en tilstramning af pengepolitikken. I løbet af 1989 hævede den sin diskonto fire gange, fra 3 ½ pct. til 6 pct. I februar 1991, hvor Kuwait blev befriet og vestens olie atter kom under fuld kontrol,

begyndte en ny runde diskontoforhøjelser med henblik på at dæmpe inflationen og undgå, at D-mark faldt over for den amerikanske dollar (og dermed en importeret inflation via dollardenominerede råvarepriser). I perioden frem til juli 1992 forhøjes diskontoen endnu 4 gange, fra 6 til 8 ¾ pct.

Især den sidste diskontoforhøjelse skulle få videre følger.

Indtil den 2. juni 1992 var der næppe mange på de finansielle markeder, der seriøst satte et spørgsmålstejn ved, om køreplanen for ØMU ville holde. Hvis der var tvivl, gik det snarere på, at integrationsprocessen frem mod en fælles valuta ville løbe hurtigere end forudset. Egentlig udtalt kritik af den fælles valuta lød kun fra engelsk side, og da med klare politiske overtoner, der afspejlede striden mellem »europæerne« og »Thatcheristerne« hos de Konservative. I marginen var der ganske vist en akademisk økonom-kritik, der imidlertid ikke var absolut og ikke heller altid forholdt sig til de akademiske fortalere for den fælles valuta som et centralt institutionelt redskab til skabelse af en effektiv ØMU (bl.a. Niels Thygesen).

7. Markedet mister tilliden til konvergens-modellen

I denne sammenhæng kom afvisningen af Maastricht-traktaten ved den danske folkeafstemning til at virke som en katalysator for de undertrykte negative forventninger.

Den danske folkeafstemning var en klar reminder til de finansielle markeder om, at den politiske proces mod en fælles valuta ikke på forhånd var givet. Reaktionen kom umiddelbart. Ikke blot i Danmark, men i flere af EF-landene gik der en chockbølge gennem markederne, som meget hurtigt forplantede sig til det valutariske område. De aktuelle grundlæggende faktoer – f.eks. de offentlige

budgetunderskud – fik pludselig en ny vægt i vurderingen. Uden en stærk politisk manifestation om, at den fælles mønt alligevel ville blive realiseret, var den ideale model for »tvungen konvergens« måske alligevel ikke holdbar.

Italiens budgetsituation blev betragtet som særlig ømfindtlig. Ikke blot var det aktuelle budgetunderskud meget stort i relation til BNP, men den politiske proces i landet var helt tydeligt i færd med at kæntré. Det ville således være overordentligt vanskeligt for de nationale myndigheder på egen hånd at præstere den nødvendige stærke politiske manifestation. Forventningerne til centralbankens mulighed for at føre en hårdhændet pengepolitik var ligeledes begrænset. Banken havde allerede i slutningen af 1991 hævet sin diskonto til 12 pct., samtidig med, at ledighedssituationen hurtigt forværredes. Forsigtighedshensyn tilsagde, at udenlandske investorer dækkede deres ITL-positioner. Dette medførte umiddelbart et ret stærkt pres på liren.

På dette tidspunkt er det næppe rigtigt at påstå, at der ligefrem var tale om spekulation i EMS-systemets sammenbrud. Interessen rettede sig derfor mod Forbundsbankens reaktion. I sidste ende baserede tilliden til de stabile centralkurser i EMS sig på tilliden til, at Forbundsbanken ville intervenere. Så længe denne tillid opretholdtes, var der ingen forventninger om en valutarisk gevinst ved at gå imod en af de andre valutaer.

17. juli 1992 forhøjede Forbundsbanken sin diskonto fra 8 til 8 ¾ pct. Dette måtte opfattes som et stærkt signal om, at Forbundsbanken satte sin forpligtelse til at inddæmme inflationsudviklingen hjemme over hjælpeforanstaltninger til klart »divergerende« lande. Den italienske centralbank havde intet andet valg end at følge trop og gennemføre en »katastrofeforhøjelse af sin diskontosats – fra

det allerede høje niveau på 12 til 13 ¾ pct. Implicit i det tyske signal lå også, at Forbundsbanken ville være tøvende med en massiv støtte til ITL, fordi det ville medføre en udvidelse af den tyske pengemængde – en indikator for den pengepolitiske stramhed, som politisk tillægges en betydelig vægt i Tyskland.

Den tyske pengemængdemålsætning skulle efterfølgende vise sig at være en ubehageligt destabiliserende faktor for valutamarkedernes forventning til omfanget af den tyske forsvarsvilje for EMSen.

I begyndelsen af august lempede den italienske centralbank forsigtigt sin rentepolitik og nedsatte diskontoen til 13 ¼ pct. Ikke desto mindre fortsatte usikkerheden.

Det var ØMU-samarbejdets andet kerne-land, Frankrig, der gav ny næring til spekulationen om de faste EMS-kursers levedygtighed. Umiddelbart efter den danske folkeafstemning havde den franske præsident Mitterand meddelt, at også Frankrig ville gennemføre en vejledende folkeafstemning om landets tilslutning til Maastricht-aftalen. I den efterfølgende periode blev en relativ sikker majoritet for aftalen gradvis mindre, og i august måned – godt 1 måned før afstemningen – kom de første klare indikationer af, at også Frankrig kunne stemme nej – og dermed begrave ØMUen betydeligt dybere end danskerne havde gjort. På dette tidspunkt begynder professionelle positionstagere at komme på banen.

8. De skandinaviske valutaer

Sverige, Norge og Finland var på dette tidspunkt ensidigt tilknyttede til EMS-systemet, således at forstå, at deres centralbanker stræbte efter at holde udsvingene for deres valutaer inden for rammen på 2 gange 2 ¼ pct. af en internt fastlagt DEM-paritet, uden

dog at have nogen fast aftale med EMS-systemets centralbanker om forpligtelse til gensidig intervention. Sverige og især Finland havde betydelige udenrigsøkonomiske problemer, dels som følge af et for højt omkostningsniveau, dels efter det vigtige Sovjetmarkeds sammenbrud. Til gengæld var begge lande klare kandidater til et kommende EF-medlemskab. Norge var som EF-medlem mere tvivlsom, men kunne omvendt fremvise sin meget stærke betalingsbalance og meget store nettovalutaaktiver som følge af sit olie- og gassalg.

Danmarks afvisning af Maastricht-traktaten ville ikke blot ramme tidsplanen for ØMU-processens gennemløb. Det fik også en afsmittende effekt på troværdigheden af den svenske og finske ansøgning, som ellers var blevet foruddiskonteret også på valutamarkederne.

I august 1992 flytter det massive pres fra Italien til Finland og Sverige. Her er der givet tale om internationale spekulanter, der angriber en relativ lille valuta med en tilsvarende relativ lille valutabeholdning, et klart objektivi behov for at forbedre sin konkurrenceevne og en kun marginal og usikker alliance med Forbundsbanken. Selv om Finlands bank i den indledende fase optrådte efter lærebogen og afviste al tale om devaluering, men strammede sin pengepolitik markant, varede det ikke længe. Den 8. september meddelte Finlands Bank, at man ikke ville forsvare den selvbestaltede grænse over for DEM og umiddelbart efter faldt FIM med godt 10 pct. over for ECU. Sverige holdt stand længere, først og fremmest ved en massiv anvendelse af rentevåbnet. Riksbankens ledende rentesats forhøjedes til 24 pct. og over-night SKR kom til at koste 500 pct. p.a., svarende til ca. 1½ pct. pr. dag! Selv om dette reducerede presset noget, kunne situationen kun opretholdes gennem et – i forhold til

konjunktursituationen – dræbende højt renteniveau.

Selv om FIM må betragtes som en relativt marginal valuta var spekulationsprocessen nu sat i gang, samtidig med at forsigtighedsdispositionerne hos internationale investorer blev mere markante. Et par dage senere – den 13. september – devalueres ITL med 7 pct., antagelig fordi Forbundsbanken lod forstå, at den ikke anså yderligere intervention som berettiget under de givne omstændigheder. Hvorvidt dette skete mod den italienske regerings udtrykkelige interesse, står ikke klart. Muligvis var baggrunden, at regeringen her i forbindelse med det andet run på valutaen, ikke følte, at den kunne holde politisk til en ny periode med et meget højt renteniveau og derfor i realiteten overlod det til tyskerne, om ITL skulle reddes eller ej.

9. EMSens første sammenbrud – september-november 1992

Dermed var politikken med de fastlåste EMS-kurser – der skulle være kernen i ØMU-processens fase 2 – brudt sammen. Man skelnede hurtigt mellem de stærke EMS-valutaer – DEM, HFL og BEF, og de svage – ITL, ESP og PTE samt GBP, sidstnævnte mere af politiske end økonomiske grunde. FFR, DKK og IEP befandt sig i en mellemsituation. Den 17. september opgav Banca d' Italia at forsvare sin nye bundkurs over for DEM og styrtdykkede yderligere mellem 15 og 20 pct. Samtidig meddelte Bank of England, at heller ikke GBPs EMS-grænser ville blive forsvaret, med et tilsvarende fald til følge. Den spanske centralbank devaluerer med 5 pct. DKK og FFR kommer under pres.

Selv om den franske folkeafstemning faktisk gav et ja, hæftede de internationale valutamarkeder sig ved, at det var betænkeligt lille og at Maastricht-processen hermed var fun-

damentalt miskrediteret. Ved Edinburgh-topmødet nogle måneder senere, opnåede Danmark undtagelse fra tredje fase mod den fælles valuta. Her bliver det altså opfattet som en folkelig sejr, at DKK fortsat skal sejle sin egen sø.

Opløsningen fortsatte i de kommende måneder. Svenskerne opgav at forsvare kronen 19. nov. Spanien devaluerer igen – med 6 pct. – og fik denne gang følgeskab af Portugal. 10. dec. opgav Norge sit faste kursforhold til DEM og Irland måtte 1. februar 1993 – godt hjulpet af udtalelser fra tysk side – skrive puntet (IEP) ned med 10 pct. 14. maj devaluerede ESP og PTE henholdsvis 3. og 2. gang inden for kort tid.

På dette tidspunkt så blodbadet ud til at være fuldbragt. Den faste EMS var død – men valutasarbejdet mellem den hårde kerne – inkl. FFR og DKK – bestod.

10. Den hårde kernes endeligt – juli 1993

Tager man ØMUens konvergenskriterier som udgangspunkt, opfyldes de i rimelig grad af Tyskland, Frankrig, Holland, Luxembourg og Danmark. Belgien har klart haft sværere ved at holde sig på den statsfinansielle dyds smalle vej, ja udviser faktisk helt italienske overtoner, der yderligere forstærkes af en markant regionalisme, der er længere fremme mod landets opløsning end noget andet sted i Vesteuropa.

Talen om »den hårde kerne« syntes at have noget for sig. På et strategisk afgørende tidspunkt under en af de hyppigt opblussende nervøsitetskriser omkring FFR i februar – lige efter IEP blev løbet over ende, uden den nødvendige interventionsstøtte fra Forbundsbanken – valgte den tyske pengepolitiske myndighed at foretage en markant ned-sættelse af sine ledende renter, som kun kun-

ne tolkes som, at støtte for FFR – når alt kommer til alt – gik forud for den indenlandske pengemængdestyring.

Indtil juli måned 1993 levede troen på den hårde kerne uantastet. Trods det danske Ja til Edinburgh-justeringen af Maastricht var det dog klart, at Danmark ville have problemer med kronen, der jo ikke kunne underkastes den fælles valutakurs' disciplin i de kommende år. Den tiltagende opløsning af Belgien og øget fokus på det markante statsunderskud gav også vurderingsproblemer med hensyn til BEFs tilhørsforhold.

Valutakrisen i juli begyndte på et »tyndt marked«, hvor begrænsede positioner kan flytte en valuta ud mod marginerne. I begyndelsen blev den ikke taget rigtigt alvorligt. Der forekom kun at være behov for en moderat intervention for at holde FFR overfor DEM og HFL. I Danmark reagerede Nationalbanken prompte på svækkelsen af DDK og hævede renten. Dette undlod man i Frankrig – hele forsvaret måtte bæres af intervention. Da Forbundsbanken heller ikke nedsatte sin rente, svulmede presset op, med det resultat, at Tyskland på topmødet den 1. august 1993 reelt nægtede at fortsætte interventionen til fordel for andre EMS-valutaer.

Dette betragtes af mange som en politisk katastrofe, ikke blot for EF, men mere alvorligt for det særlige tysk-franske forhold. Den borgerlige franske statsminister Balladur, der blot var tiltrådt et par måneder tidligere, stod over for at blive offentligt nedværdiget. En helt formel og ganske utroværdig »redde ansigts-løsning blev indførelsen af kæmpeudsvingsmarginerne på plus/minus 15 pct. Det svarer reelt til indførelse af et system med frit flydende valutakurser.

11. Analyse af et sammenbrud

EMS-sammenbruddet må betragtes som et ganske alvorligt og overraskende tilbageslag for EF-samarbejdet. Men ved nærmere analyse må det nok betragtes som uundgåeligt. Den aktuelle økonomiske lavkonjunktur ligger som en spærrebom for gennemførelsen af den politik, som ville være forudsætningen for, at ØMUens anden fase skulle kunne virkeliggøres. Og i og med at deltagerne på valutamarkedet i deres vurdering af den lidt mere langsigtede situation måtte erkende, at det altid er den nationale økonomiske egeninteresse, der trækker det længste strå i EF-sammenhængen, må forestillingen om den hårde EMS, der tvinger sine deltagere til at føre den rette økonomiske politik, gives op.

Umiddelbart kan sammenbruddet se ud til at være Tysklands – og måske især Forbundsbankens – skyld. Tyskerne »forrådte« de øvrige EMS-lande ved at føre en pengepolitik, der i for høj grad fokuserede på det genforenede Tysklands egne problemer, og ikke tog tilbørligt hensyn til det pres, som den høje tyske rente øvede på de andre landes finansielle markeder. Det renteniveau, der var nødvendigt for at kurere den inflationære spiral i forbundsrepublikken, var for højt til at undgå en fortsat vækst i ledigheden i alle de omkringliggende lande.

Der er imidlertid noget selvmodsigende ved den påstand, at hele den aktuelle EMS-problematik skyldes forkert økonomisk politik i Tyskland.

Det er rigtigt, at der i forbindelse med inkorporeringen af DDR er gennemført en massiv statsfinansiell udpumpning med henblik på at holde de østtyske länder flydende i den periode, det vil tage at tilpasse det nedslidte produktionsapparat og omskole den østtyske lønmodtager til nyere teknik og hårdere arbejdstempo. Finansieringen heraf kan ske

på flere måder: forhøjelse af skattetrykket, optagelse af indenlandske eller udenlandske lån eller gennem en udvidelse af pengemængden.

Hvis den tyske økonomi havde været fuldt beskæftiget, således at investeringsbølgen i øst havde overophedet virksomhederne i vest, ville skattevejen have været den umiddelbart rigtige. Der har da også været mange – inklusive Forbundsbanken – der har peget på en stigning i skatterne som helt nødvendig for at undgå inflation og svækkelse af den tyske økonomis ledende rolle.

Der har været en vis stigning i skattetrykket i Tyskland – både »solidaritetsskat«, momsforhøjelse og forhøjelse af »giftskatter«. Det er ligeledes forståeligt, at regeringen har tøvet over for at dreje skruen helt i bund. Dette er ikke alene ud fra det snævert partipolitiske synspunkt, at massive skatteforhøjelser sjældent fremmer en regerings genvalgschance. Den økonomiske mekanisme, som skal bringe de østlige länder på levestandardniveau med de vestlige, vil fordrer et vist efterspørgselspres, som kan sikre en rimelig sikker gevinst ved at udvise initiativ og skabelse af arbejdspladser i det ledighedsramte område. En 100 pct.s underskudsdekning gennem nye skatter ville under alle omstændigheder begrænse multiplikatoreffekten af de offentlige udgifter.

Lige så vigtig er imidlertid skatteforhøjelsernes inflationsdrivende karakter. Erfaringen viser, at fagbevægelsen opfatter den fordyrelse af leveomkostningerne, der skyldes højere indirekte skatter, som lige så besværlig som faktorprisinflation. Hvis det er muligt, vil skatteforhøjelserne søges overvæltet på arbejdsgiverne, med umiddelbar negativ effekt for den tyske konkurrenceevne. Skatteforhøjelser skal med andre ord doseres med stor omhu, hvis man skal undgå større ska-

der end dem, man søger at bekæmpe gennem forhøjelsen.

Da man må forvente, at de østlige länder i løbet af nogle år vil kunne bidrage væsentligt til de tyske statsfinanser – dels gennem behov for langt lavere overførsler, når produktionen er blevet selv bærende og den konkurrencedygtige beskæftigelse er nået op på niveau med vest, dels gennem større skatteindtægter. Dette skaber basis for at »belåne« det fremtidige statsfinansielle omsving i dag. I stedet for at forhøje skatterne (med negativ effekt på konkurrenceevnen), låner staten i stedet for. Om nogle år, når budgetvendingen slår igennem, nedsættes skatterne ikke tilsvarende, men anvendes til at afdrage de optagne lån.

Den proces har Tyskland været inde i siden genforeningen i slutningen af 1989. Den øgede låntagning vil under alle omstændigheder presse den lange rente i vejret. Hvis Forbundsbanken ikke følger dette op med en stramning af sine egne, korte, rentesatser, vil de tyske pengeinstitutter låne med henblik på at købe statsobligationer. Effekten vil groft sagt være den samme som hvis det offentlige havde adgang til at låne direkte i Forbundsbanken til en kunstig lav rente.

Det massive offentlige låneprogram presser renten i vejret, fordi den tyske opsparing ikke stiger tilsvarende. Midlerne kommer nu to steder fra. Renteforhøjelsen gør en række planlagte investeringer urentable, hvilket frigør ressourcer, som i givet fald kan udnyttes østpå – eller mere sandsynligt, leder til større ledighed mod vest, med aftagende inflationspres til følge. I dette tilfælde er midlerne altså enten frigjorte reale ressourcer eller lavere omkostningsstigning end forventet, med større realkøbekraft af de til rådighed stående offentlige midler. Den anden måde, hvorpå renteforhøjelsen i Tyskland mobiliserer midler, er i form af kapitalimport. Uden-

landske investorer køber tyske obligationer fremfor andre landes.

Import af udenlandsk kapital virker imidlertid på samme måde som »monetær finansiering«. Pengemængden stiger, hvilket begrænser rentestigningen. Udlandets adgang til de tyske finansielle markeder er således medvirkende til at komplicere den vanskelige økonomisk-politiske styring i Tyskland.

Isoleret set følger Tyskland således en velafbalanceret, ansvarlig økonomisk politik, der antagelig vil vise sig på sigt at være uhyre fornuftig i sit bredspektrede valg af instrumenter. Ved at optræde på denne måde har landet stort set levet op til de forpligtelser, der eksplicit ligger i overgangen til ØMUens 3. fase. At netop sådan en politik giver anledning til EMSens sammenbrud, må derfor give stof til eftertanke. Problemet er helt klart *ikke* Tysklands.

Den tyske ekspansionspolitik, med dens inflationære pres på økonomien, burde umiddelbart lede til forventning om en *svagere D-mark*. Ved nøjere omtanke ville man imidlertid inddrage det ekstraordinære vækstpotentiel, som effektiviseringen af økonomien i de østlige länder vil medføre. På sigt vil DEMs styrke m.a.o. blive genoprettet. Dette er det underliggende problem: Trods sin aktuelle svækkelse er der en bred overbevisning om, at det nye, forenede Tyskland om et par år vil være en stærkere og internationalt mere konkurrencedygtig økonomisk magt end Vesttyskland. DEM vil have et klart revalueringspotentiale over for de øvrige større Europæiske lande på mellemlangt sigt.

Dette er den eneste logiske forklaring på, at et Tyskland, der er under eksternt politisk pres, har en langt højere inflation end de øvrige kernelande, og aktuelt synes at stå over for kaotiske statsfinanser med en uholdbar vækst i statsgælden, alligevel kan

tiltrække kapital fra bl. a. Frankrig og Danmark, således at disse landes valutaer kommer under pres, selv om den lange rente her ligger højere end i Tyskland. Tysklands inflation forventes af markedsdeltagerne at vilkafalde, især fordi der er tiltro til, at Forbundsbanken – om ikke regeringen – sætter sin stabiliseringspolitiske opgave forud for alt politisk kammerateri, herunder den Europa-politiske håndsrækning til centralbanker i lande, som markedsdeltagerne ikke har samme tillid til kan stå på egne ben, når det gælder stabilitet.

Man kan derfor sige, at vurderingen af DEM som en »stærk« valuta bl.a. forudsætter, at dens administrator udviser en høj grad af kølighed over for opgaven som redningsmand for svage valutaer. I den aktuelle økonomiske lavkonjunktur betragter markederne fordelingen af styrke og svaghed mellem valutaerne som et nul-sumsspil. Det spekulative pres mod den italienske, den spanske, den engelske og her til sidst mod den franske og danske valuta baserer sig på, at den økonomiske vækst og inflationen er så lav i disse lande, ledigheden så høj, at det vil være naturligt at have en rente, der er på højde eller højere end den tyske. Med eller uden en EMS bør valutakursforholdene tilpasses til foreningsrealiteterne, og hellere nu (hvor Tyskland er under pres) end senere, når den succesfulde inkorporering af Østtyskland genopliver landets økonomiske supermagtstatus.

12. Farvel til den tvungne konvergens?

Man kan så spørge: hvad blev der af »den tvungne tilpasnings model«, der trivedes i perioden 1987-92? Som sagt må den uden tvivl betragtes som en succes for så vidt angår Frankrig, Danmark, Irland og Spanien. I alle disse lande evnede myndighederne at stramme den økonomiske politik så meget,

at opfyldelsen af konvergenskriterierne kom inden for rækkevidde.

I takt med at lavkonjunkturen begyndte at slå igennem efter 1990, steg de indenrigspolitiske omkostninger ved at føre en konvergenskonsistent politik imidlertid. Nej'tet ved den danske folkeafstemning i juni 1992 var på samme tid en bremse for ØMUs virkeliggørelse og en indikation af, at den folkelige opbakning øjensynlig var ved at gå til i krisesymptomer. Det er interessant, at det ikke blev Danmark, som i første omgang blev mål for spekulanter og forskræmte investorers afdækningsbehov, men derimod de økonomisk svageste lande, med udbredt »divergens«, nemlig Finland, Sverige, Italien, Storbritannien, der rev Irland med. Spanien faldt på manglende tillid til Gonzales-regeringens mulighed for at fortsætte sin stramme og arbejderuvenlige økonomiske politik under det hurtige tilbageslag, som ophøret af Olympiaden og Verdensudstillingens samtidige positive aktivitetsstimulans medførte. Det fremgik da også, at markedsdeltagerne havde gættet rigtigt. Gonzales-regeringen har taget rigeligt til sig af devalueringsfordele, hvilket vil give basis for en lempeligere økonomisk politik og accept af større lønstigninger i en periode. Spaniens omfattende valutanedskrivning måtte efterhånden trække Portugal med sig.

Storbritannien fik en betydelig politisk succes med sin flydning og deraf følgende markante GBP-devaluering. Først og fremmest kunne Bank of England aggressivt nedsætte sin udlånsrente. Både den lange rente og aktiekurserne nød godt heraf. Den britiske økonomi er så småt begyndt at bevæge sig ud af lavkonjunkturen, både trukket frem af øget eksport og stigende indenlandsk efterspørgsel.

Den britiske devalueringssucces har været et problem for Frankrig. Ikke blot mødte

fransk eksport markant hårdere konkurrence fra engelsk side, men eksemplets magt har udgjort en selvstændig faktor. Den socialistske regerings fuldstændige nederlag ved valget i begyndelsen af 1993 skyldtes ikke mindst lavkonjunktorens indflydelse på det allerede høje franske ledighedsniveau. Presset på FFR fra juli 1992 og fremover medførte lange perioder med så høje rentesatser, at erhvervsaktiviteten generelt led under det. Den nye, konservativ-gaullistiske koalitionsregering kom ganske vist ud med en kraftig opbakning af »Le Franc Fort« – en FFR, der ikke lader DEM noget at høre – men Gaullisterne er ikke tilhængere af Maastricht, som undergraver deres model for et »fædrelandenes Europa«. For dem er en uafhængig penge- og valutapolitik ikke blot et spørgsmål om at kunne kompensere for en uansvarlig indenlandsk økonomisk politik, men også en principiel holdning til selvbestemmelse og magtudøvelse. Der har derfor været en vis skepsis vedrørende den fremtidige politiske opbakning bag den valutariske Frankfurt-Paris-akse efter regeringsskiftet.

Sammenbruddet indtrådte, fordi den franske position ikke var politisk troværdig nok. Presset på francen i juli måned voksede sig efterhånden stort, fordi den franske regering ikke denne gang accepterede endnu en periode med et astronomisk renteniveau. Francforsvaret skulle derfor ske ved intervention i DEM. Juli-interventionen har antagelig været endnu mere omfattende end de to tidligere gange. Da midlerne i første omgang blev Forbundsbankens problem gennem den massive udvidelse af pengemængden, udviklede situationen sig fra et forsvarligt og indforstået centralbanksamarbejde til en nervekrig fra fransk side: Hvad vil tyskerne – og specielt Forbundsbanken? Støtte francen til det yderste, herunder nedsætte deres egen rente markant eller ødelægge hovedhjørnestenen i EF-samarbejdet?

Det franske pokerspil mislykkedes. Tyskland meddelte, at Forbundsbanken af pengepolitiske hensyn hverken så sig i stand til at gennemføre en yderligere rentenedsættelse eller fortsætte med udpumpningen af DEM som støtte for FFR. Franskmændene måtte tage de nødvendige skridt i lyset af denne beslutning.

Sorteper blev således givet videre, for det stod helt klart, at en foreløbig stabilisering af EMSen ville kræve i hvert fald en fransk devaluering over for DEM. Antagelig også en dansk, omend Forbundsbanken ville have forholdsvis let ved at finansiere den nødvendige intervention til fordel for DKK, bl.a. fordi Nationalbanken ikke havde tøvet med at bruge højrentevåbnet, hvor ubelejligt det end måtte være for den nye socialdemokratiske ledede koalitionsregerings forsøg på at »knække arbejdsløshedskurven«. Men Forbundsbanken har næppe været overbevidst om det langsigtet fornuftige i, at Danmark ofrede en oplagt mulighed for en konkurrenceevneforbedring, der kunne kompensere for den forringelse, som nedskrivningen af de øvrige skandinaviske valutaer og GBP i efteråret 1992 havde medført. I sommeren 1993 lå de danske ledighedstal højest blandt de ikke-mediterrane EF-lande. Den belgiske politiske situation og løbskløbende statsfinanser gjorde heller ikke Forbundsbanken interesseret i at garantere ubegrænset intervention til fordel for BEF. Kun over for Holland følte Forbundsbanken, at den uden risiko for at tabe sin indenlandske pengepolitiske målsætning på gulvet kunne opretholde interventionsgarantien.

At løsningen på det, der burde have været en fransk, dansk og belgisk kursjustering, endte op med noget nær flydende valutakurser og dermed en foreløbig suspension af EMSen som en velfungerende valutablok, er udtryk for det chock og den uforberedthed, som juli-valutakrisen ramte hård-kernelan-

denes centralbanker og økonomiske ministerier med. Situationen var ikke blevet gennemanalyseret. Tysklands og Forbundsbankens stadig mere udsatte position, med lammelse af den indenlandske pengepolitik for at opretholde illusionen om, at FFR var lige så hård som DEM (DKK med, for den sags skyld), var øjensynlig ikke erkendt. Forbundsbanken blev tillagt opgaver, der passer til Den Europæiske Centralbank. Men de forudsætninger, som ikke mindst Tyskland har krævet for at gå med til en fælles centralbank – og dermed en fælles mønt – har ganske klart ikke været til stede. Hvis Forbundsbanken følte, at juli-93 krisen i virkeligheden var et udspekuleret fransk forsøg på at bondefange Tyskland til at finansiere en stærk FFR, så landets egne vælgere ikke skulle betale omkostningerne, kan man forstå det.

13. De fremtidige handlemuligheder

De 15 pct. udsvingsmargin er uacceptabel for realiseringen af Det Indre Marked. Hvis valutakrisen ikke skal medføre en begrænsning af handlen inden for EF – simpelt hen fordi afregning i andre valutaer bliver en så usikker affære og kurssikring bliver for kostbar – må man hurtigt træffe beslutninger, der genskaber noget nær stabile kurser.

Man kan næppe med fordel vende tilbage til situationen før 1987, med de hyppige, men små paritetsændringer omkring begrænsede udsvingsmarginer. Valutamarkedets deltagere kan ikke mere alvorligt tro, at centralbankerne har vilje eller evne til at forsvare nogen valuta, hvis presset blot er kraftigt nok.

Det lader to veje åbne.

Den mindst radikale er at gøre noget ved presset – dvs. begrænse volumet af valuta, der kan handles pr. tidsenhed over de finansielle markeder. Det kan ske ved at *genindføre valutarestriktioner*. Selv om dette vil være

et irritationsmoment, der også gør den frie udveksling over EFs indre grænser trægere, skaber det dog langt fra så store problemer som de frit flydende kurser, med mulighed for flere pct.points kursudsving fra dag til dag.

En lidt anden udformning af restriktionerne, der i det mindste ser liberal ud, er afvikling af kapitalbevægelser, der ikke direkte er knyttet til løbende betalinger eller direkte investeringer, over et særligt valutamarked, hvor kurserne kan svinge så tosset de lyster. Intervention forbeholdes markedet for løbende betalinger og direkte investeringer. Et sådant *dobbelt valutamarked* var i mange år en belgisk specialitet. Det har i perioder været anvendt i Storbritannien og i Frankrig. Heller ikke denne løsning er perfekt, fordi man kan snyde, men den gør det ganske vanskelig at få oparbejdet en egentlig spekulationsbølge, der kræver centralbankintervention.

En tredje variation over indgrebsmodellen er tanken om at lægge en afgift på valutaomsætning eller bedre »beskatte« *åbne valutapositioner*. Skal modellen have nogen mening, må sigtet være selektivt at fordyre de udlån fra et lands banker til det internationale valutamarked som anvendes til spot-spekulationer eller de deposits, som det angrebne lands banker tager i udenlandsk valuta for at afdække køb af udenlandsk valuta på termin. En afgift på 1 krone pr. 100 kr., uafhængig af udlånets eller depositets løbetid, vil virke prohibitivt på korte, spekulative positioner – uden at centralbankerne behøver at ændre deres rentesatser i øvrigt. Det kræver et kontrolapparat af et vist omfang, men det vil ikke belaste den intereuropæiske handel virksomhederne imellem, kun genere pengeinstitutterne.

Den radikale løsning er uden tøven at gå over til *en fælles valuta* for de lande, der er beredte til at bære konvergenskravets kortsigtede

byrder mod at få del i den stærke valutas langsigtede herligheder. Det bør først ske, når den tyske genforening er nået videre frem, f.eks. således at det gennemsnitlige BNP-niveau i de østlige länder under et ikke afviger signifikant fra det vestlige gennemsnit. Den tyske rente vil være normaliseret på et niveau, der afspejler et lavere inflationsniveau end i dag. De facto vil de lande, som går i valutaunion med Tyskland, ende op på en DEM-standard – også hvis vi finder på at kalde den ECU af hensyn til franske politikeres fine fornemmelser. Tilslutningen til unionen bør ikke ske med urealistisk høje kurser, opretholdt gennem en overrente i forhold til Tyskland. En forudgående periode, hvor renten ikke afviger fra den tyske, hvorimod valutaerne kan få lov til at tilpasse sig under en eller anden form for kontrolleret flydning, kan – sammen med opfyldelse af konvergenskravene – gøres til betingelse.

Det åbne spørgsmål bliver, om de store EF-lande virkelig ønsker at ende op i en valutaunion med Tyskland. Frankrig, Storbritannien og i et vist omfang Italien og Spanien har i dag nogen pengepolitisk autonomi. Nok vejer Tyskland normalt tungt i deres udenrigshandel, men størrelsen af den indenlandske økonomi er tilstrækkelig til, at beskæftigelsen ikke er domineret af eksportinteresser. De skandinaviske lande og Benelux er i højere grad afhængig af den tyske efterspørgsel, tenderer i forvejen mod at indrette deres økonomiske politik efter dette faktum, og har ikke nær den samme langsigtede bevægelsesfrihed på valutakursområdet. En overgang til en DEM-fod vil i realiteten blot fjerne et økonomisk-politisk instrument – nemlig valutakursjusteringer – der har gjort mere skade end gavn, når regeringerne har søgt at anvende det i stedet for at føre indenlandsk stabiliseringspolitik.

Europa efter år 2000 kan meget vel bestå af en DEM-blok med de nævnte 6-7 lande og de andre store lande med et EMS-lignende tilhørsforhold, hvor størrelsen af udsvingsmarginerne (og dermed interventionsforpligtelsen) skal kombineres med visse valuta-restriktioner over for 3.-landes valutaer.

Princippet med små paritetsændringer gælder for den sidste gruppe. For landene i DEM-blokken skal det ikke være udelukket at gå ud/blive smidt ud, men det skal være en tung proces, således at den ikke står til rådighed for den første og bedste regering, der vil sætte skatterne ned og øge de offentlige udgifter for at blive genvalgt.