

Dansk økonomisk politik i lyset af den europæiske udvikling¹

Claus Vastrup, Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

1. Indledning

Både Danmark og resten af Europa er midt i deres længste recession efter 2. verdenskrig. Samtidig er det europæiske valutasamarbejde for mindre end 1 måned siden i hvert fald midlertidigt brudt sammen. Det er baggrunden for, at emnet for mit indlæg er dansk økonomisk politik i lyset af den europæiske udvikling. Først vil jeg komme ind på baggrunden for sammenbruddet i det europæiske fastkurssamarbejde og vurdere betingelser og muligheder for genetableringen af et sådant samarbejde. På den baggrund vil jeg dernæst forholde mig til de aktuelle problemer for den økonomiske politik i Danmark.

2. Det europæiske valutasamarbejde

Årsagerne til den europæiske valutakrise i juli/august 1993 er ikke som nogle valutaeksperter og enkelte centralbanker synes at mene alene et spørgsmål om den aktuelle rente- og pengepolitik. Årsagerne ligger dybere og går længere tilbage, nemlig til den tyske genforening i 1990 og de efterfølgende spændinger, undladelser og fejltagelser i den økonomiske politik på europæisk plan.

Kort fortalt udløste murens fald i november 1989 en vandringsbølge fra Øst- til Vesttyskland, som de tyske myndigheder af helt forståelige grunde forsøgte at modvirke gennem en pengeombytning og massive indkomstoverførsler. Selvom den økonomiske aktivi-

tet efter tysk vurdering allerede var af passende omfang, undlod den tyske regering gennem skatteforhøjelser at modvirke den kraftige finanspolitiske ekspansion, som var resultatet af denne pengeudpumpning. Med et betalingsbalanceoverskud på 5 pct. af BNP i 1989 havde Vesttyskland betalingsbalancemæssigt råderum for en væsentlig ekspansion, men som følge af aktivitetsniveauet, et særlig kraftigt efterspørgselspres i bygge- og anlægssektoren, andre flaskehalse og traditionelle tyske præferencer for prisstabilitet betragtede man med en vis ret den udvikling, der fulgte af pengeudpumpningen efter genforeningen, som inflationær og ensbetydende med overophedning. Som følge af det store betalingsbalanceoverskud kunne i hvert fald nogle af de inflationære virkninger have været modvirket, ligesom overflytningen af ressourcer til hjemmemarkedserhvervene kunne have været lettet gennem en tidlig revaluering af DM'en over for de øvrige europæiske valutaer. En sådan ændring af centralkurserne i EMS'en blev imidlertid ikke gennemført, og årsagen til denne undladelse skal givetvis ikke udelukkende søges hos tyske myndigheder. Andre EMS-landes præferencer for stabile valutakurser også som følge af ØMU-planerne har givet været en væsentlig årsag til, hvad jeg betragter som den anden fejltagelse i europæisk økonomisk politik i kølvandet på den tyske genforening.

Den sidste mulighed for at modvirke de inflationære tendenser i Tyskland var herefter en stram pengepolitik. Tro mod sin tradition og sin formålsparagraf valgte Bundesbank uden megen hensyntagen til andre lande i EMS'en og i kølvandet på de to første undladelser i den økonomiske politik at fastholde en meget stram pengepolitik indtil efteråret 1992 og først herefter langsomt at reducere den høje rente. Selvom lande, der som Danmark eksporterer til det tyske marked, i de første par år efter genforeningen havde gavn af importtrækket fra Tyskland, lagde den høje tyske rente fra og med 1991 et nedadgående pres på aktiviteten i Europa, som var særlig udtalt i de lande, som inden eller uden for EMS'en opretholdt en fast valutakurs i forhold til DM. Den stigende arbejdsløshed som følge af den tyske højrentepolitik fik derfor i efteråret 1992 først Italien og Storbritannien og siden Sverige, Spanien og Portugal til at devaluere eller forlade fastkurs-samarbejdet. Efter yderligere to europæiske valutakriser valgte de tilbageværende fastkurslande (incl. Tyskland) den 1.-2. august 1993 reelt at suspendere det resterende valutasamarbejde. Man vurderede således, at Bundesbanks stramme pengepolitik, der føres af hensyn til inflationsbekæmpelsen i Tyskland, ikke længere var forenelig med andre fastkurslandes ønske om at undgå en fortsat stigning i arbejdsløsheden. Den nye franske regerings vurdering og håndtering af hensynet til produktion og beskæftigelse spillede en rolle for selve sammenbruddet, men Tyskland har et medansvar for, at det kom så vidt, og andre lande har formentlig et medansvar for, at der ikke i forbindelse med sammenbruddet blev etableret et nyt fastkurs-samarbejde evt. mellem færre lande end i den gamle EMS.

Nogle kan lære nyt om økonomi (og politik) af udviklingen i Europa efter den tyske genforening. Andre får bekræftet tidligere fordomme om den økonomiske politik og valu-

tasamarbejdet mellem europæiske lande. Og begge grupper kan efter erfaringerne med den tyske genforening i hvert fald konstatere, at den økonomiske udvikling skal forløbe nogenlunde parallelt mellem lande, som vil opretholde en fast indbyrdes valutakurs. Den efterspørgselsstigning, som den tyske genforening udløste, ramte i første omgang Tyskland og derfor skævt i det europæiske valutasamarbejde. Efterspørgselsstigningen blev ikke neutraliseret på en måde, som genoprettede balancen på acceptabel vis for andre europæiske lande. De sidste 3 år illustrerer således, at et fastkurssamarbejde kræver konvergens i den økonomiske udvikling om ikke alt for divergerende målsætninger for beskæftigelse og inflation. Med mulighed for skæve eller asymmetriske stød kræver et fastkurssamarbejde således en fleksibel og dermed forskellig finanspolitik i de lande, der deltager i samarbejdet. Hvis der ikke er politisk villighed til at sikre en sådan konvergens og fleksibilitet, kræver skæve økonomiske stød som den tyske genforening, at valutakurserne af og til justeres. Forudsætningerne for fastkurspolitik kan ikke sikres alene ved at fastsætte tidsfrister eller oprette institutioner uden reel indflydelse på den nødvendige samordning af den økonomiske politik mellem fastkurslandene. Fastkurspolitik kræver reel politisk vilje til samordning og konvergens i den økonomiske udvikling.

Der er ikke grund til at tvivle på, at sammenbruddet i EMS'en den 1.-2. august 1993 var et resultat af reelle forskelle og interessemodsætninger om inflation og arbejdsløshed mellem de deltagende regeringer og centralbanker i det hidtidige samarbejde. Da de europæiske lande af gode grunde i længere perioder i efterkrigstiden (Bretton-Woods aftalerne i 1960'erne, slangesamarbejdet i 1970'erne, EMS'en i 1980'erne) har forsøgt at stabilisere deres indbyrdes valutakurser, kan man imidlertid også forvente, at et sådant forsøg vil blive gjort igen, jf. i denne

forbindelse planerne om en ØMU. Det er derfor værd at overveje betingelser og tidsfrister for den forventelige genetablering af et europæisk valutasamarbejde om faste, men muligvis justerbare valutakurser.

Som følge af de skitserede, dybereliggende årsager til det nylige sammenbrud er det nødvendigt før etableringen af et nyt fastkurssamarbejde, at der skabes tilstrækkelig stabilitet hos og konvergens mellem de deltagende lande. Det er derfor venteligt, at det nye valutakursregime med variable valutaer inden for de nye grænser for kursudsving på 15 pct. omkring de gamle centralkurser sammen med især pengepolitikken først skal sikre et acceptabelt beskæftigelsesniveau og en tilsvarende inflationstakt i de kommende fastkurslande, før et sådant samarbejde bliver genetableret. Selvom pengepolitikken i Europa med det nye valutakursregime har fået friere vilkår, vil en acceptabel konvergens og stabilitet derfor formentlig først kunne etableres, når Europa er på vej ud af den nuværende recession. Det er derfor sandsynligt, at der vil gå 1-2 år eller mere, før en ny EMS ser dagens lys.

Dette nye samarbejde vil i kraft af landets størrelse og traditionelle stabilitet naturligt igen få Tyskland som ankerland. Det er også sandsynligt, at den kreds af lande, som vil, kan og tillades at deltage i et sådant nyt fastkurssamarbejde, i hvert fald i første omgang vil være færre end antallet af fastkurslande i den gamle EMS. På det valutariske område vil det derfor blive tydeligere, at Europa kører med to hastigheder. På samme måde som på mødet den 1.-2. august 1993 vil der derfor i den kommende tid foregå et spil mellem de interesserede lande om både, hvem der skal deltage i det nye fastkurssamarbejde og på hvilke vilkår, herunder med hvilke centralkurser samarbejdet skal fungere. Det er på den baggrund, at man allerede i dag skal overveje den danske valutakurspolitik, også

for så vidt angår perioden, indtil et nyt europæisk fastkurssamarbejde formelt måtte blive etableret.

4. Danmarks muligheder i den økonomiske politik

Da en valutakurs er prisforholdet mellem to landes valutaer, kan et enkelt land almindeligvis ikke på længere sigt ensidigt fastlægge den indbyrdes valutakurs mellem to lande. Hvis man på kort sigt skal undgå konkurrerende devalueringer (eller revalueringer) og således sikre en rolig udvikling i valutakurserne til gavn for den økonomiske udvikling, kræver det også en vis grad af enighed mellem landene. Valutakurser vil derfor almindeligvis være afhængige af de økonomiske vilkår i mere end et enkelt land. Det er kun, når et lands betydning er meget begrænset, at andre lande kan være indifferente over for den bilaterale valutakurs. Den gensidige interesse for de indbyrdes valutakurser brydes ikke, selvom et land forsøger sig med en valutakurspolitik i forhold til værdien af en kurv af flere landes valutaer. De bilaterale valutakurser vil stadigvæk eksistere. Fastlæggelse af valutakurser mellem lande, der er tæt forbundne gennem varehandel og kapitalbevægelser, foregår derfor bedst i indbyrdes forståelse.

Selvom Danmarks muligheder for at føre en selvstændig valutakurspolitik umiddelbart er større, end tilfældet er f.eks. for Tyskland, så er der på grund af de nævnte bilaterale relationer grænser også for vores handelfrihed. Danmark har dertil en interesse i at undgå indbyrdes konkurrence og dermed ustabilitet i valutakurserne mellem andre europæiske lande. Samtidig har det hidtidige samarbejde i EMS'en både disciplineret den økonomiske politik og givet os tid til en roligere og derfor en mere smertefri tilpasning efter bl.a. de store betalingsbalanceunderskud i midten af 1980'erne, end tilfældet ville

have været uden stabiliteten i det hidtidige samarbejde i EMS'en. Endelig kan små lande som regel opnå indflydelse og fordele ved formaliseret at deltage i et internationalt samarbejde, som under alle omstændigheder vil have konsekvenser for deres situation. Danmark har derfor af flere grund en langsigtet interesse i en forholdsvis betydelig grad af stabilitet i det europæiske valutakurssamarbejde.

Den seneste udvikling er som nævnt ensbetydende med, at Europa i øjeblikket de facto har et valutakursregime med variable kurser. Samtidig må man vente, at i hvert fald en eller anden form for EMS-lignende fastkurs-samarbejde vil genopstå. For ikke at forskertse Danmarks muligheder for at deltage i et sådant samarbejde må dansk økonomisk politik også aktuelt tage hensyn til vores langsigtede interesse for stabilitet på valutaområdet. Som følge af de spændinger på europæisk plan, der udløste sammenbruddet i EMS'en, er det dog naturligt, således som det også er sket, at DM revaluerer i forhold til andre europæiske valutaer. Men af hensyn til de fremtidige muligheder for at genskabe et valutasamarbejde med stabile valutakurser også med deltagelse af DKK, må sidstnævnte helst ikke falde til et lavere niveau i forhold til DM og de øvrige europæiske kernevalutaer, end tilfældet har været i august måned. Den devaluering af DKK, som her har fundet sted, er ensbetydende med en væsentlig forbedring af konkurrenceevnen i forhold til f.eks. forudsætningerne i den seneste vismandsrapport. Det skyldes dog ikke udelukkende ændringerne i kurserne i forhold til valutaerne i det europæiske fastkurssamarbejde, men også den senere tids stigning i kurserne for USD og GBP. Når den tyske inflation er nedbragt yderligere, og pengepolitikken i Tyskland derfor på et eller andet tidspunkt lempes, vil man formentlig se en yderligere stigning i kurserne for disse valutaer i forhold til DM.

For så vidt angår den øvrige økonomiske politik, er der selvfølgelig en tæt sammenhæng mellem på den ene side valutakursregimet og på den anden side penge- og rentepolitikken. Men de nye valutariske forudsætninger ændrer også på rammerne for den fremtidige finanspolitik.

Så længe et europæisk fastkurssystem ikke er genetableret, må man af hensyn til valutakursstabiliteten indstille sig på større variabilitet i den korte rente, end man har været vant til i hvert fald i de rolige perioder i EMS-tiden. Hvor meget vil afhænge af svingningerne i privates forventninger på både valuta- og pengemarkedet. For at reducere den variabilitet i rente og valutakurser, som følger af disse svingninger, er det nødvendigt med en tosidig risiko for private spekulanter. Det kan derfor i den nuværende mellempæriode med variable valutakurser være hensigtsmæssigt med en vis uklarhed om de konkrete målsætninger for valutakurs og rente, for herved at give mulighed for at private både kan vinde og tabe ved at spekulere. En sådan uklarhed vil give Nationalbanken større muligheder for at føre lavrentepolitik.

Det nye valutakursregime betyder også, at den lange rente ikke længere behøver at være så tæt bundet til den lange rente i Tyskland. Sammenbruddet i det europæiske valutakurssamarbejde giver således en vis forøgelse af den pengepolitiske handlefrihed i de øvrige europæiske lande. For Danmarks vedkommende sætter udlandsgælden og specielt de danske kroneobligationer i udlandet dog snævre grænser for denne selvstændighed. Det er derfor væsentligt og rigtigt, at Nationalbanken og Finansministeriet især siden valutakrisen kraftigt har forøget den statslige låntagning i fremmed mønt. Det sker for at forøge valutabeholdningen, men sammenhængende hermed formentlig også for at kunne refinansiere en eventuel tilbagestrømning af danske kroneobligationer fra

udlandet og dermed af hensyn til stabiliteten på penge- og valutamarkederne.

Netop muligheden for tilbagestrømning og risikoen for en højere rente er baggrunden for, at det nye valutakursregime på trods af de sidste par års store overskud på betalingsbalancen gør afviklingen af udlandsgælden mere presserende end under det tidligere fastkurssamarbejde i EMS'en. Af hensyn til renteutviklingen sætter de ændrede valutारiske vilkår snævrere grænser end tidligere for en yderligere lempelse af finanspolitikken. Som bekendt blev finanspolitikken inden sommerferien lempet betydeligt, men i hovedsagen først med virkning fra 1994. En lempelse på et tidligere tidspunkt havde været at foretrække både af hensyn til beskæftigelsen og af hensyn til valutamarkedets aktuelle vurdering af styrken i dansk økonomi.

Men tidligere undladelser skulle – som tilfældet har været på europæisk plan – nødig i Danmark føre til fremtidige fejltagelser i den økonomiske politik. Med den usikkerhed, der ikke kan undgås at være om virkningerne af den omlægning af den økonomiske politik, som blev vedtaget i forsommeren 1993, er det af hensyn til stabiliteten i dansk økonomi også nødvendigt at afvente virkninger på aktivitet og beskæftigelse af de kommende skattelettelser, de offentlige an-

lægsarbejder og de forøgede offentlige driftsudgifter m.v. Virkninger af disse foranstaltninger kan selvfølgelig tidligst komme, når vedtagelserne træder i kraft, og det er for hovedpartens vedkommende i 1994. Dertil kommer, at de fulde virkninger først vil vise sig, når de vedtagne skattelettelser m.v. får tid til at rulle videre i form af efterspørgsel og nye indkomststigninger. Samtidig vil faldet i den lange rente og især forbedringen af konkurrenceevnen inden for de sidste par måneder også med en vis tidsmæssig forsinkelse omsætte sig i forøget beskæftigelse og aktivitet. Selvom det på grund af den høje arbejdsløshed havde været ønskeligt, om de gennemførte lempelser af finanspolitikken var blevet vedtaget eller i det mindste var trådt i kraft på et tidligere tidspunkt, er det af hensyn til en stabil udvikling på penge- og valutamarkederne alligevel nødvendigt at afvente de konkrete virkninger af alle de nævnte ændringer, før yderligere ændringer i den økonomiske politik eventuelt gennemføres.

Note

1. Manuskript til indlæg ved årsmødet i Arbejderbevægelsens Erhvervsråd onsdag den 25. august 1993