

Har ØMU'en overhovedet en fremtid?

Svend Erik Hougaard Jensen, Economic Policy Research Unit,
Handelshøjskolen i København
og Christian Motzfeldt, Økonomisk Afdeling, Den Danske Bank

1. Indledning

Planerne om en økonomisk og monetær union (ØMU) i Europa forudsætter en stor vilje til samarbejde om den økonomiske politik på tværs af landegrænser. Meget kunne nu tyde på, at viljen til at koordinere den makro-økonomiske politik er utilstrækkelig til at realisere et så ambitiøst projekt. Forsinkelser med ratifikation af Maastricht-traktaten, svage tegn på konvergens, og ikke mindst uroen på valutamarkedene sidste år efterfulgt af et *de facto* sammenbrud¹ af det Europæiske Monetære System (EMS) i år er umiddelbart tydelige tegn herpå. Eftersom mange har set ØMU i direkte forlængelse af EMS, virker det derfor besnærende at svare nej til det spørgsmål, der rejses i titlen til denne artikel.

I det følgende diskuteres nogle af årsagerne til, at det i dag står så dårligt til med det økonomisk/monetære samarbejde i Europa. Vi starter med at fremhæve nogle hovedtræk ved EMS-systemet og diskuterer herunder mulige grunde til dets sammenbrud (sektion 2). Derefter forsøger vi at afveje de økonomiske fordele og ulemper ved en økonomisk og monetær union, dvs. vi stiller spørgsmålet om Europa er et optimalt valutaområde (sektion 3). Vi fortsætter derfra med en vurdering af den strategi for opbygning af en ØMU, som Maastricht-traktaten bygger på,

nemlig den såkaldte fase-strategi (sektion 4). Eftersom de økonomiske argumenter for denne strategi ikke er overbevisende, går vi videre med at diskutere nogle mulige politiske forklaringer på, hvorfor den alligevel er blevet valgt (sektion 5). Artiklen retter dernæst et blik ind i fremtiden og opstiller forskellige scenarier for det økonomiske samarbejde i Europa (sektion 6). Endelig runder vi af med at slå til lyd for en videreudvikling i flere hastigheder (sektion 7).

2. EMS-samarbejdet

Der er i hovedsagen to fortolkninger af EMS'en. Ét syn går på, at EMS-samarbejdet simpelthen er en praktisk måde at koordinere pengepolitikken i Europa på. Efter dette pragmatiske syn skulle EMS forhindre, at EF-landene engagerer sig i konkurrerende devalueringer og dermed bidrage til en bedre samlet makroøkonomisk tilpasning i kølvandet på udefra kommende stød – som f.eks. rente- eller olieprisstigninger. Derimod lægges der ikke vægt på EMS som instrument til at mindske og skabe konvergens i inflationsraterne. Tværtimod betones vigtigheden af, at der løbende kan ske kursjusteringer, således at medlemslandene kan realisere forskellige målsætninger om inflationsraten. Synspunktet var dominerende i den tidlige fase af EMS-samarbejdet, hvor

nøgleordene var *fleksibilitet* (mulighed for paritetsjusteringer) og *symmetri* (dvs., at der i princippet ikke skulle være noget 'ankerland' i EMS'en).

Begge disse egenskaber er imidlertid blevet stærkt neddæmpet siden midten af 80'erne, hvor der bl.a. på basis af litteraturen om centralbankers troværdighed har udviklet sig et andet syn på EMS'ens rolle og muligheder. Antagelsen er, at høj inflation i et land afspejler en manglende evne hos centralbanken (og regeringen) til at overbevise den private sektor om dens vilje til at gennemføre en økonomisk politik med lav inflation. Forskelle i inflationsrater i de respektive lande er derfor udtryk for, at landenes centralbanker nyder forskellige grader af troværdighed. I kraft af sin veletablerede status som en troværdig inflationsbekæmper kom den tyske forbundsbank, Bundesbank, til at fremstå som *model* på et tidspunkt, hvor prisstabilitet fik høj prioritet i Europa. Det blev efterhånden en udbredt opfattelse, at lande med inflationsproblemer med fordel kunne tilslutte sig systemet. Ved – via EMS – at binde sig til den pengepolitiske disciplin bestemt af Bundesbank skulle det ifølge denne tankegang være muligt for andre medlemslande at 'adoptere' tysk troværdighed for lav-inflationspolitik og dermed bringe inflationen ned med færre omkostninger (i form af f.eks. arbejdsløshed) i forhold til at stå uden for ankertilknytningen.

Vurderet ud fra dette synspunkt måtte EMS'en fra midten af 80'erne siges at bevæge sig ind i 'smult vande'. Siden januar 1987 har der ingen paritetsjusteringer ('realignments') været, og Tyskland er i stigende grad blevet systemets ankerland. Uagtet at der i perioden derefter opnåedes en markant konvergens i inflationsrater, fulgte der alligevel en skævvridning af EMS-landenes indbyrdes konkurrenceevne. Prisen for at forene Vesttyskland og DDR skulle ikke uventet komme

til at bestå i et tysk inflationspres, som blev (og stadig bliver) søgt modvirket gennem en høj tysk rente i stedet for en stram finanspolitik. Fortsat recession i Europa tvang i første omgang Storbritannien og Italien til at opgive tilknytningen til EMS'en. Senere blev der rokket ved tilliden til, at Frankrig og Danmark fortsat ville holde en høj rente for at fastholde deres valuta til marken. Lidt firkantet kan man derfor sige, at på samme måde som Bretton Woods systemet brød sammen, fordi USA eksporterede inflation, så har EMS-sammenbruddet sin rod i, at Tyskland eksporterer deflation.

3. Er Europa et optimalt valutaområde?

De realøkonomiske forudsætninger må formodes at have en vis betydning for ØMU'ens fremtid. Formulert i fagøkonomisk jargon lyder spørgsmålet, om EF-landene udgør et *optimalt valutaområde*? Svar på det spørgsmål beror normalt på en cost-benefit analyse af monetær integration.

Omkostningerne ved en monetær union kan illustreres som følger. Antag en 'reference-model' med to lande, hvorom det forudsættes, at de (a) har den samme økonomiske struktur, (b) har samme målsætning for den økonomiske politik og (c) rammes af samme økonomiske chok. Under disse antagelser vil tilpasningsomkostningerne forbundet med at opgive valutakursinstrumentet formentlig være små. Ifølge den konventionelle visdom holder dette resultat imidlertid ikke, hvis der brydes med blot én af disse symmetri-forudsætninger. Vi kan forestille os en situation, hvor forudsætningerne (a) og (b) holder, mens de to lande (Danmark og Tyskland for eksemplets skyld) rammes af et asymmetrisk efterspørgselschok, som i Tysklands tilfælde består i en stigning i eksporten og i Danmarks tilfælde i et tilsvarende fald. Et chok af den type vil medføre handelsoverskud og

inflationspres (overbeskæftigelse) i Tyskland, mens der i Danmark vil komme handelsunderskud og arbejdsløshed. I det skitserede tilfælde vil omkostningerne ved monetær integration være mindre, hvis der i landene eksisterer en betydelig grad af *indre* robusthed mod sådanne stød. Det betyder mere konkret, at der skal være en høj grad af fleksibilitet på arbejdsmarkedet, f.eks. reallønsfleksibilitet og/eller international mobilitet af arbejdskraft. Hvis det ikke er tilfældet – hvad det typisk ikke er i Europa – vil fordelene ved en monetær union måske ikke kunne opveje ulemperne, og det vil ud fra en økonomisk betragtning ikke kunne betale sig at gå med i en ØMU.

Inden vi vender blikket mod de egentlige fordele ved en monetær union, bør det nævnes, at der kan rejses berettiget tvivl om en devalueringens effektivitet m.h.t. at korrigere for lande-specifikke chok. I løbet af firserne har der udviklet sig det synspunkt, at devalueringer ikke blot er ude af stand til at påvirke produktion og beskæftigelse (i hvert fald på lidt længere sigt), men at de faktisk kan have direkte skadelige virkninger. En devaluering viser sig nemlig ofte at blive gentaget og kan dermed være starten på en ond, inflations-skabende cirkel. Dette pessimistiske syn må dog ikke bortlede opmærksomheden fra, at valutakursinstrumentet kan virke positivt på kort sigt, hvis det bruges sjældent (f.eks. i en situation, hvor økonomien rammes af et negativt (lande-specifikt) efterspørgselschok) og i kombination med en veltilrettelagt økonomisk politik i øvrigt (f.eks. indeholdende et element af kontraktiv finanspolitik).

Lad os kort repetere de direkte økonomiske fordele ved ØMU. Det ligger i sagens natur, at hvis EF-landene vælger at erstatte de nationale valutaer med én fælles mønt, vil valutakurssvingninger kun være relevante i forhold til den fælles valutakursudvikling over for tredjelande. Dermed vil der forsvinde en

væsentlig kilde til usikkerhed. Givet at økonomiske agenter baserer deres beslutninger på informationer indeholdt i priser, vil usikkerhed om de fremtidige valutakurser naturligvis bidrage til at svække kvaliteten af denne information. Usikkerhed genfindes i form af risikopræmier, som kan opretholdes i lang tid efter, at egentlig valutakursstabilisering har fundet sted. Det er baggrunden for, at en troværdig etablering af en monetær union med blot én valuta må forventes at have fordele i sammenligning med EMS – uagtet at sidstnævnte har formået at nedbringe valutakursvariabiliteten ganske meget. En anden håndgribelig fordel af én valuta er bortfaldet af vekselomkostninger. Alt i alt anslås disse omkostninger at løbe op i 1/2% af BNP; for nogle af de små og meget åbne medlemslande dog ofte noget mere.

Det relevante spørgsmål er naturligvis, om EF-landene efter disse kriterier er et optimalt valutaområde? Det er en udbredt opfattelse blandt økonomer, at det ikke er tilfældet for EF-landene under ét. Det udelukker imidlertid ikke, at en mindre gruppe af EF-lande med fordel kan danne en monetær union. F.eks. er det sandsynligt, at Tyskland i alliance med Benelux, evt. suppleret med Frankrig og Danmark, udgør et optimalt valutaområde. Det antyder muligheden af en videreudvikling af EF i to hastigheder. Det vil være en mindre ambitiøs start på ØMU-projektet, men udelukker selvsagt ikke, at en sådan union på et senere stadium kan blive udvidet med andre lande, som måtte ønske at komme med.

4. Kritik af fase-strategien

Såvel Delors-planen som Maastricht-traktaten er forankret i filosofien om, at den økonomiske og monetære union skal gennemføres i faser ('gradualism'). Efter denne tankegang anses projektet med fælles mønt for et mindre dramatisk skridt, hvis processen

foregår langsomt, og hvis landene inden da har opnået en høj grad af økonomisk konvergens.

Set fra en økonomisk synsvinkel er der ikke meget, der taler for denne strategi. Pointen er, at i overgangsperioden med mere eller mindre faste valutakurser vil der i princippet stadig være uafhængige nationale centralbanker. Disse har hver deres historie og typisk også en forskellig troværdig m.h.t. inflationsbekæmpelse. Derfor vil der også i landene typisk være forskellige forventninger til den fremtidige inflation og dermed også en forskellig faktisk inflation. På den baggrund kan det være svært at overbevise den private sektor (især arbejds- og valutamarkedene) om, at der ikke vil blive foretaget kursjusteringer.

Problemet med at opnå konvergens på basis af fase-strategien hænger altså navnlig sammen med den rolle, som forventninger spiller for løn-, pris-, rente- og valutakursdannelsen. Sådanne forventninger baserer sig på dels historiske erfaringer, dels på 'gæt' om den makroøkonomiske politik, der vil blive ført i fremtiden. Hverken erfaringerne eller gættene lover imidlertid godt for fase-strategien. Erfaringerne viser, at både i 1970'erne og især i 1980'erne har de øvrige EF-lande haft en højere inflation end Tyskland. For 1980'erne er dette interessant, eftersom de fleste lande da var deltagere i EMS-samarbejdet. For alle andre lande end Storbritannien, der ikke deltog, blev konsekvenserne af disse inflationsforskelle dog modvirket af deprecieringer vis-à-vis mark. På basis af de historiske data kan den private sektor derfor nære tvivl om regeringernes evne til at bringe inflationen under kontrol.

Forventningerne til de kommende års makroøkonomiske politik er formentlig også for usikre til, at de kan bidrage til stabilitet i valutakursudviklingen. Alene det forhold,

at EF-landene har hver deres centralbank, kan forårsage hyppig uenighed om, hvad der er den 'rigtige' pengepolitik.² Derudover synes holdningerne til en monetær union med fælles mønt og centralbank at veksle fra 'haster' (Italien?) til 'forhåbentlig aldrig' (Tyskland?). Uden en fast, troværdig køreplan for ØMU'en, der overholdes til punkt og prikke, er det svært at få overbevist den private sektor (med 'ansvar' for prisdannelsen på de centrale markeder) om, at fase-strategien er den rigtige vej. Incitamentet til at tilrettelægge den økonomiske politik med henblik på at opnå konvergens er utilstrækkeligt.

Vedrørende de nominelle konvergenskriterier – de velkendte krav om lav inflation og rente samt valutakursstabilitet – kan der siges, at disse forholdsvis nemt lader sig opfylde i en monetær union, hvorimod der tilsyneladende er problemer i et EMS-lignende arrangement. Egentlig er det ret klart, at det forholder sig sådan. I et fastkurssystem, hvor hvert land har sin egen selvstændige centralbank og pengevæsen, vil en ukoordineret økonomisk politik med forskellige målsætninger med stor sandsynlighed føre til forskellig inflation. Fase-strategien er derfor næsten bundet til at havne i dilemmaet: *enten* at foretage paritetsjusteringer, som vil være en officiel erkendelse af den valgte strategi's fiasko, *eller* at fortsætte med de eksisterende pariteter, som kan give anledning til stærkt forværrede ubalancer mellem landene givet de forvredne relative priser. Disse potentielle konfliktkilder kan, som vi har set, føre til, at de finansielle markeder kommer i tvivl om et lands vilje til fortsat at forsvare fastkurspolitikken. Det kommer til udtryk i form af spekulative angreb, som kan tvinge landene til enten at forlade samarbejdet eller at devaluere. Den potentielle styrke af spekulative angreb i en verden med højt udviklede kommunikationsmidler og fri bevægelighed for kapital blev tydeligt demonstreret op til EMS-sammenbruddet. På gan-

ske få dage måtte de europæiske centralbanker foretage støtteopkøb i samme størrelsesorden som deres samlede valutabeholdninger.³

I en monetær union med fælles mønt og fælles styring af pengepolitikken vil den nominelle konvergens komme næsten automatisk. På den baggrund virker det paradoksalt, at Maastricht-traktaten taler om nominal konvergens som en forhåndsbetingelse for en monetær union, når det omvendt synes at forholde sig sådan – såvel teoretisk som empirisk – at en monetær union er en forhåndsbetingelse for at opnå nominal konvergens!

Det store spørgsmål er, om EMS sammenbruddet samtidig er et gravskrift for denne strategi. Først skal vi argumentere for, at fase-strategien kan tjene som skalkeskjul for en politisk motiveret modstand mod ØMU'en.

5. Politiske aspekter af ØMU

Ved en nærmere politisk vurdering af ØMU'ens fremtidsmuligheder når man hurtigt frem til, at der er store interessekonflikter involveret. Tyskland har som ankerland for det eksisterende EMS den afgørende indflydelse på pengepolitikken i Europa. Det vil helt ændre sig i en ØMU, hvor beslutningsprocessen bliver mere symmetrisk. Denne forskel mellem EMS og ØMU er ret fundamental og indebærer f.eks. muligheden af, at Tyskland kommer i mindretal. Det er umiddelbart svært at se, hvilken interesse Tyskland skulle have i en sådan frivillig 'suverænitetsafgivelse'. Et kompromis kunne dog bestå i den snævre union, som en ren økonomisk analyse synes at pege på som en økonomisk set hensigtsmæssig løsning. Her ville Tyskland formentlig stadig kunne spille en dominerende rolle. I den forstand går den

økonomiske analyse og de politiske interesser op i en højere enhed for Tyskland.

Situationen er diametralt modsat set fra andre EF-lande. Her er problemet ikke at blive holdt ude. Det ligger i sagens natur, at der i et arrangement med et ankerland ikke tilflyder de øvrige lande nogen stor indflydelse. De må passivt akkommodere den pengepolitiske norm, som sættes af ankerlandet. Af den simple grund frembyder en monetær union mulighed for de øvrige EF-lande for at få indflydelse på den førte pengepolitik ved at få en 'plads omkring bordet' på lige fod. Som det også har været fremme i den danske ØMU-debat, indebærer en monetær union en større indflydelse på den fælles pengepolitik i forhold til nu, hvor dansk pengepolitik bliver bestemt i Frankfurt. Man kan i den forbindelse også spekulere over, om det høje europæiske renteniveau havde været lige så højt, hvis vi havde haft ØMU'en nu.

Man fristes derfor til at konkludere, at den vigtigste anstødssten for ØMU er de store forskelle i politiske hensigter mellem Tyskland på den ene side og *alle* andre lande på den anden side. Den økonomiske analyse af fordele og ulemper er næsten bundet til at spille en sekundær rolle i sammenligning med denne politiske konflikt.

Set i et historisk perspektiv er det formentlig også svært at pege på ØMU'er, som er kommet til veje på basis af økonomiske overvejelser. Dannelsen af sådanne unioner er blevet drevet frem af politiske overvejelser med opbakning af fælles institutioner, der har tjent til at fremme politisk og intellektuel konsensus. På den baggrund må man også sige, at fraværet af en egentlig fælles *sag* i Europa gør det lidet sandsynligt, at en større forkromet ØMU er lige om hjørnet.

6. Hvilke muligheder er der?

Vi har hidtil forsøgt at påvise nogle svagheder ved den valgte fase-strategi. Da vi imidlertid er positive over for endemålet, nemlig en økonomisk og monetær union i Europa, samler uenigheden sig om det tempo, hvori unionen bør gennemføres. Set ud fra et økonomisk synspunkt er tempoet kun begrænset af den tid, det tager at trykke de nødvendige penge til cirkulation. Som vi har set, er en sådan hurtig reform – 'cold turkey', 'shock-therapy' eller 'just do it' – alligevel ikke realistisk, fordi den savner den nødvendige politiske opbakning.

Man tvinges på den baggrund til at rejse et mere fundamentalt spørgsmål: Hvordan er det da muligt at holde sammen på ØMU, når det synes svært at opnå tilstrækkelig konvergens, som er en forudsætning for fase-strategien, og når der ikke er politisk vilje til at gennemføre 'her og nu'-strategien? I det følgende diskuterer vi nogle alternative scenarier.

Tilbagevenden til flydende kurser

Flydende valutakurser er naturligvis en mulighed. Nogle vil mene, at udvidelsen af udsvingsgrænserne til $\pm 15\%$ reelt er udtryk for, at denne mulighed er valgt. Det ligger i sagens natur, at denne løsning repræsenterer det diametralt modsatte af ØMU, og man kunne forledes til alene på den baggrund at erklære ØMU for død. En mindre pessimistisk udlægning kunne gå på, at flydende kurser kunne være passende i en overgangsperiode, hvor valutakurserne så kunne finde deres ligevægtsniveau, dvs. en periode hvor landenes relative konkurrenceposition kunne bringes i harmoni. Derefter ville det ligge lige for at indføre den fælles mønt. Alt tyder dog på, at flydende kurser vil medføre større usikkerhed omkring svingninger i de reale valutakurser, ligesom strategien kan vise sig at underminere den økonomiske integration

i Europa og føre landene ind i helt ukoordinerede handlinger med kompetitive devalueringer. Derved kunne også Det indre Marked blive bragt i fare, hvilket må tjene som en advarsel mod strategien.⁴

EMS'en fortsætter

– med mulighed for kurstilpasninger

Et mindre drastisk scenario består i at bevare EMS'en, men med mulighed for paritetsjusteringer. Denne strategi er ikke uforenelig med ØMU efter fase-strategien, eftersom denne i såvel fase 1 som fase 2 åbner mulighed for sådanne justeringer, omend kun i 'exceptional circumstances'. Alligevel må man sige, at denne strategi virker mest tiltalende på folk, som ønsker EMS bevaret i sin skikkelse fra perioden før 1987 (men *efter* 1983⁵), og som for alt i verden ikke ønsker ØMU! Det fundamentale problem ved denne strategi er som nævnt oven for, at hvis muligheden for kursjusteringer står åben, vil det ikke være muligt at opnå konvergens i inflationsrater. Troværdigheden vil blive sat over styr. Med muligheden for kursjusteringer vil der ikke kunne skabes konvergens i hverken inflationsforventninger eller faktisk inflation. Pointen er den simple, at en devaluering af den valuta, som har været under pres p.g.a. manglende tillid fra de finansielle markeder til regeringens politik, vil være intet andet end at føje den private sektor. Mere fundamentalt kan man sige, at hvis der lægges op til at akkommodere inflationsforskelle ved kursjusteringer, vil der ikke længere være incitament til at udligne sådanne forskelle.

I et system med justerbare kurser risikerer myndighederne altså at blive 'trukket rundt i manegen' af de finansielle markeder, med mindre de nøje følger et sæt af troværdige og koordinerede økonomiske politikker. Kravene til graden af troværdighed og koordination af de økonomiske politikker har med de seneste valutakriser vist sig så store, at et va-

lutakurssamarbejde med faste, men justerbare kurser med stor sandsynlighed vil være henvist til periodevis nedbrud. EF-kommissionen har i en analyse af den seneste valutauro anbefalet, at spændinger i EMS-systemet erkendes i tide, således at markedsreaktionerne kommer i forkøbet med en eventuel kursjustering. Kommissionen nævner i midlertid ikke, at netop en sådan tidlig erkendelse er for meget at forlange af et system som EMS'en. Der kan a priori opstilles nogle retningslinier for en hensigtsmæssig økonomisk politik, hvorefter brud kan 'straffes' med en kursjustering. For at undgå et troværdighedsknæk søger politikere og centralbank fra de svage lande imidlertid ofte at undgå en devaluering. Alternativt argumenteres for, at det stærke land revaluerer.

Diskussionerne omkring justeringerne er ofte langvarige og komplicerede. Det gælder ikke mindst, når de udsatte lande er dem, som i mest udpræget grad følger de opstillede retningslinier. Med hensyn til inflation, konkurrenceevne og offentlige finanser var Frankrig og Danmark i en særklasse i EMS. Myndighederne i disse lande fandt det derfor ganske urimeligt, at netop deres valutaer skulle komme under pres og var derfor ikke sene til at pege på valutamarkederne som de egentlige skurke. Men valutamarkederne var (måske med rette) bekymrede for, om politikerne kunne forsvare den hårde valutakurs, når omkostningerne i form af fortsat opgang i ledigheden blev tydelig for vælgerne. At myndighederne samtidig præsenterede, hvad valutamarkederne betragtede som alt for optimistiske prognoser for den økonomiske udvikling, gjorde kun ondt værre og blev taget som et tegn på, at man ikke ønskede at afsløre de sande omkostninger ved den førte politik. Troværdigheden i den økonomiske politik blev altså betvivlet. Det paradoksale er, at spekulatøren formentlig var blevet svagere, hvis de politiske myndigheder tidligt havde erkendt, at en fastholdt valutakurs uundgå-

ligt ville medføre en stærk stigning i ledigheden. Det ville samtidig have medført et mindre behov for at opbygge et renteforsvar og dermed større muligheder for at bekæmpe ledigheden. Altså, jo større det realøkonomiske behov for et rentefald er, jo vanskeligere er det at fastholde en given valutakurs. Denne elementære indsigt kan udledes direkte af renteparitetssætningen: Kun ved at skabe forventninger om en fremtidig styrkelse af valutakursen kan rentespændet over for udlandet blive negativt. Det kan tilføjes, at der erfaringsmæssigt skal et betydeligt initialt kursskred til for at generere så markante apprecieringsforventninger, at rentespændet over for udlandet kan fastholdes negativt. Valutakursforskydningerne er med andre ord ofte meget større end renteforskellene kan forklare.⁶

Det forhold, at valutasamarbejdets 'dukse', Danmark og Frankrig, skulle komme under hårdt pres, er siden blevet anvendt til at agitere for genindførelse af kapitalrestriktioner. Det vil dog højst sandsynligt kun i beskedent omfang bremse spekulatøren, men vil givet skabe en række yderligere problemer. I praksis er det nemlig umuligt at sondre nøjagtigt mellem spekulative og kommercielle/porteføljemæssige transaktioner. Og rammes sidstnævnte kan det ikke alene blive et grundskud til Det indre Marked, men også starten på en gradvis reduktion i hele den europæiske samhandel. Desuden kan forsøget på at bremse de spekulative kapitalbevægelser let blive et figenblad, bag hvilket der føres en økonomisk politik, som i længden ikke er forenelig med faste kurser. På sigt lader faste, men justerbare valutakurser sig ikke gøre uden (snæver) international koordination af den økonomiske politik, jvf. 'den umulige trekant' som omtalt i fodnote 3. Det udelukker imidlertid ikke, at der 'kastes grus i maskineriet' i form af genindførelse af kapitalrestriktioner.⁷

EMS'en fortsætter

- uden mulighed for kurstillpasninger

En tredje mulighed er at bevare EMS'en, men uden mulighed for kursjusteringer. Denne strategi synes at harmonere med den danske regerings og nationalbanks synspunkter. Det er givet, at denne strategi vil være mest velegnet til at opnå konvergens i inflationsraterne. Alligevel er også den behæftet med problemer, især hvis der er store forskelle i inflation mellem medlemslandene. I så fald vil der ske en skævvridning af landenes reale valutakurser, dvs. relative priser. Hvis EMS-landene skal konvergere mod identiske inflationsrater, vil der i en kortere eller længere tilpasningsperiode være behov for, at lande med høje inflationsrater 'undershooter' det fælles langsigtsniveau. En anden mulighed er naturligvis, at de(t) tidligere lav-inflationsland(e) får en højere inflation. Set fra et dansk synspunkt er dette næppe urealistisk givet den seneste vækst i den tyske inflation. Problemet vil her navnlig være at overbevise de finansielle markeder om, at pengepolitikken ikke vil blive slækket i de nye lavinflationslande. Hvis det ikke lykkes at overbevise markederne herom, kan det medføre en særlig pinefuld tilpasning, hvor realrenten og ledigheden i en periode bliver rekordhøj.

Konklusionen på denne oversigt er vel, at der er to ligevægts-regimer: enten flydende kurser eller en monetær union. Omend af vidt forskellige grunde er der imidlertid ikke meget, der tyder på, at disse er de politisk foretrukne løsninger. Flydende kurser er ikke noget godt alternativ, fordi de ikke passer med den relativt høje grad af økonomisk og politisk integration i Europa. Omvendt står en monetær union ikke højt på dagsordenen, fordi den administrativt ikke umiddelbart lader sig etablere, men ikke mindst fordi den politisk ikke har tilstrækkelig opbakning.

7. Opsummering

Det seneste års uro på valutamarkederne med et de facto sammenbrud i EMS-samarbejdet har udløst spørgsmålet, om ØMU'en overhovedet har en fremtid. Artiklen er på dette punkt ret pessimistisk, eftersom den nødvendige vilje til international koordination af den makroøkonomiske politik ikke synes at være til stede. Samtidig mener vi dog, at alternativerne enten er urealistiske eller har betydelige negative træk. I et system med faste, men justerbare valutaer stilles der lige så store krav til politikkoordinering som i en ØMU. Det gælder i hvert fald, så længe kapitalen frit kan flyde over grænserne. Genindførelse af kapitalrestriktioner synes derfor en besnærende løsning. Det fremføres imidlertid, at argumentet har væsentlig større intellektuel end praktisk appeal. Det risikeres, at kommercielle dispositioner direkte eller indirekte rammes af restriktionerne. Herved bringes hele meningen med Det indre Marked i fare. Det samme risikerer at blive resultatet af at vende tilbage til helt flydende valutakurser.

Vi har i artiklen peget på en 'two-speed' løsning, hvor Tyskland, Frankrig, Benelux og evt. Danmark danner en ØMU. En sådan løsning vil have flere fordele. Landene kan antages at udgøre et optimalt valutaområde, hvorved medlemmerne direkte kan høste nogle økonomiske fordele ved en monetær union. Hertil kommer, at tyskerne formentlig vil have en større interesse i et sådant samarbejde end i den store forkromede løsning. En sådan mindre ambitiøs ØMU-udgave vil for Tyskland indebære mindre suverænitetsafgivelse end et arrangement omfattende alle EF-lande. Endelig vil det formentlig kunne generere en række politiske og formentlig også økonomiske fordele for resten af Europa. Problemet med det nuværende valuta-kurssamarbejde er nemlig bl.a., at Tyskland er for lille en økonomi til i turbolente perio-

der at kunne udfylde ankerfunktionen for fastkurssamarbejdet. Det problem vil ikke blive mindre med tiden. Tværtimod vil den tyske produktion med stærk vækst i både Øst- og Sydeuropa komme til at udgøre en stadig mindre del af den samlede europæiske produktion. Der er altså behov for et 'større anker'.

Endelig kritiseres den fase-strategi, som i følge Maastricht-traktaten skal føre til ØMU. Den er i værste fald medskyldig i EMS'ens sammenbrud og i bedste fald overflødig. I stedet anbefaler vi en hurtig overgang. Det kan gøres lige så hurtigt, som trykning af de fælles mønter og etablering af de fælles institutioner tillader.

Noter

1. Når vi bruger betegnelsen *sammenbrud*, skal det ses i sammenhæng med den hyppige fortolkning af EMS som et fastkurssystem. I tilfælde af en forventning om systemets reetablering med snævre udsvingsgrænser ville *nedbrud* måske være et mere dækkende udtryk for begivenhederne i begyndelsen af august.
2. Som en vigtig forudsætning for et levedygtigt fastkurssystem fremhæver Eichengreen (1993) en vis intellektuel konsensus med hensyn til såvel økonomisk teori som praktisk økonomisk politik.
3. At der var grund til at frygte en så brat afslutning på et tilsyneladende stabilt valutasamarbejde burde imidlertid ikke komme bag på myndighederne. Siden afviklingen af kapitalrestriktionerne i midten af firserne, har en række økonomer advaret mod det umulige i at forene (a) ukoordineret økonomisk politik, (b) faste, men justerbare valutakurser og (c) høj kapitalmobilitet uden restriktioner. I det følgende betegner vi denne konstellation 'den umulige trekant'.
4. Det skabte en del furore i Frankrig, da støvsugerfabrikken Hoover i forbindelse med pundets depreciering vis-à-vis EMS-valuterne i efteråret 1992 valgte at flytte produktionen fra Frankrig til Skotland. Eksemplet kan tjene som illustration af, hvad valutakursvariabilitet betyder i den virkelige verden.
5. Perioden fra 1979-83 ses ofte beskrevet som en periode med alt for hyppige og alt for stor kursjusteringer. Således betegner Hoffmeyer (1992) denne EMS-periode som et 'jumping-peg' arrangement, mens perioden 1983-87 betegnes 'crawling-peg'.
6. I den forbindelse er det interessant at bemærke, at faldet i den danske krone over for D-marken i den første måned efter EMS-sammenbruddet på 5-10% tilsyneladende ikke har været tilstrækkelig til at skabe en modgående spekulation, som er en forudsætning for en lavere dansk rente. Tværtimod har de private kapitalbevægelser igen hele august givet anledning til fortsat valutaudgang. På grund af høj ledighed og svag økonomisk vækst befinder dansk penge- og valutakurspolitik sig fortsat i et dilemma, der vanskeligt lader sig løse af høje korte rentesatser. De finansielle markeder vil formentlig stadig mene, at pengepolitikken er for stram til at sikre en udvikling i vækst og beskæftigelse, som er konsistent med regeringens målsætning. Det vil i sig selv kunne udløse nye spekulative angreb.
7. Fortalere for kapitalrestriktioner kan finde intellektuel forankring i den såkaldte 'Tobin tax'. F.eks. fremhæver Eichengreen og Wyplosz (1993) genindførelse af kapitalrestriktioner som et realistisk alternativ til de nuværende problematiske tilstande på valutamarkederne. De argumenterer netop for en slags 'Tobin tax' bestående af et krav om, at alle åbne valutapositioner helt eller delvis modsvares af et ikke-rentebærende indskud i centralbanken. Et lignende synspunkt er i Danmark fremført af formanden for Det økonomiske Råd.

Litteratur

- Bayoumi, T. and B. Eichengreen, *Shocking aspects of European monetary unification*, CEPR Discussion Paper, No. 643 (1992).
- Bean, C., *Economic and Monetary Union in Europe*, Journal of Economic Perspectives 6 (1992), 31-52.
- Buiter, W., G. Corsetti og N. Roubini, *Excessive deficits: sense and nonsense in the treaty of Maastricht*, Economic Policy 16 (1993), 57-101.
- Currie, D., *International cooperation in monetary policy: has it a future?*, Economic Journal 103 (1993), 178-187.
- De Grauwe, P., *The political economy of monetary union in Europe*, paper præsenteret på konferencen 'Small countries and the EMU', Joensuu, Finland (1993).
- Delors Committee, *Report on economic and monetary union in the European Community*, Office for Official Publications of the European Community, Luxembourg, 1989.
- Eichengreen B., *Is Europe an optimal currency area?*, CEPR Discussion Paper, No. 478 (1990).
- Eichengreen B., *The Endogeneity of Exchange Rate Regimes*, NBER Discussion Paper, No. 4361 (1993).
- Eichengreen B. og C. Wyplosz, *The unstable EMS*, CEPR Discussion Paper, No. 817 (1993).
- European Economy, *One Market, One Money*, EC Official Publications, 1990.
- Fратиanni, M. og J. von Hagen, *The European monetary system and European monetary union*, Westview Press, 1992.
- Giovannini, A., *Is European economic and monetary union falling apart?*, International Economic Outlook 1 (1991), 36-41.
- Hoffmeyer, E., *The international monetary system: an essay in interpretation*, North-Holland, 1992.
- Hughes Hallett, A.J. og D. Vines, *On the possible costs of European monetary union*, Manchester School LXI (1993), 35-64.
- Jensen, S.H. og L.G. Jensen, *Debt, deficits and transition to EMU: A small country analysis*. Papir præsenteret på konferencen 'Small countries and the EMU', Joensuu, Finland (1993).
- Krugman, P., *Policy problems of a monetary union*, i De Grauwe, P og L. Papademos (eds.), *The European Monetary System in the 1990's*, Longman, 1992.
- Krugman, P., *Second thoughts on EMU*, Japan and the World Economy 4 (1992), 187-200.
- Padoa-Schioppa, T., *The European monetary system: a long-term view*, i Giavazzi, F., S. Micossi og M. Miller (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press, 1988.