

Konsekvenserne af en monetær union

Finn Østrup, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

1. Indledning

I december 1990 indledes i EF en regeringskonference om en økonomisk og monetær union. En økonomisk union har ifølge Delors-rapporten fire basale elementer: (1) et fælles marked med fri bevægelighed for personer, varer, tjenesteydelser og kapital, (2) konkurrencepolitik og andre foranstaltninger rettet mod styrkelse af markedsmekanismen, (3) fælles politikker rettet mod strukturel forandring og regional udvikling, samt (4) koordination af den makroøkonomiske politik, herunder bindende regler for budgetpolitikken (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, s. 20). En monetær union karakteriseres i Delors-rapporten ved tre elementer: (1) fuld konvertibilitet af valutaer, (2) frie kapitalbevægelser, samt (3) fastlåsning af valutakurser (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, s. 18).

Definitionen af en økonomisk union svarer i store træk til indholdet af EØF-traktaten fra 1957 med de senere udbygninger, der er sket i EF-samarbejdet med opbygningen af bl.a. en regionalpolitik fra 1975. Regionalpolitikken blev traktatfæstet med Den Europæiske Fælles Akt fra 1987, hvor også fri personbevægelighed blev føjet til den oprindelige EØF-traktats bestemmelser om fri bevægelighed for varer, tjenesteydelser og arbejdskraft. Den væsentligste nyskabelse for så vidt angår den økonomiske union vil således væ-

re bindende regler for budgetpolitik. En monetær union indebærer en væsentlig nyskabelse i form af fastlåste valutakurser, mens fri kapitalbevægelighed (der går igen fra definitionen af en økonomisk union) blev vedtaget med kapitaldirektivet fra 1988.

Inden for EF blev der allerede ved Haag-topmødet mellem EFs stats- og regeringschefer i december 1969 opnået enighed om gennemførelsen af en økonomisk og monetær union senest i 1980. Werner-rapporten fra oktober 1970 anbefaler en gennemførelse i etaper. Werner-rapportens konklusioner blev med enkelte ændringer officielt vedtaget med en rådsresolution fra marts 1971. Som bekendt blev arbejdet med en økonomisk og monetær union bragt til standsning i 70'erne.

I artiklen diskuteres en række af de vigtigste konsekvenser af en monetær union: at penge- og valutapolitik ikke kan anvendes som instrumenter i stabiliseringspolitik, at valutakursinstrumentet ikke kan anvendes som middel til at forfølge betalingsbalancemål, påvirkningen af autonomien med hensyn til rentefastsættelse, påvirkningen af inflationen, mikroøkonomiske effekter (konsekvenser for international arbejdsdeling og de finansielle markeder) samt konsekvenser for finanspolitikken. I afsnit 9 diskuteres problemerne omkring udformningen af en fælles pengepolitik, herunder prioriteringen af prisstabilitet. Spørgsmålet om en monetær

union må ses på baggrund af fremtidsudsigterne for EMS, hvilket diskuteres i afsnit 10. Artiklen vil i første række tage en dansk synsvinkel.

2. Penge-og valutapolitik som stabiliseringspolitisk instrument

Ved at etablere en fælles pengepolitik bliver der ikke længere mulighed for at gøre national brug af pengemængdeændringer (inflation) og valutakursændringer som middel til at reducere ledigheden.

Det grundlæggende spørgsmål er, om det er muligt gennem ændringer i efterspørgslen at påvirke produktionen. I økonomisk litteratur har det gennem mange år været den overvejende opfattelse, at det i hvert fald ikke på længere sigt er muligt at påvirke ledigheden gennem efterspørgselsændringer, idet ledigheden bestemmes af strukturelle forhold (naturlig ledighed). Hvis denne tankegang accepteres, fjernes et af de tidligere hovedargumenter mod valutaunioner, nemlig at nationale forskelle med hensyn til prioriteringen af inflation og ledighed gør det optimalt for hvert enkelt land at opretholde sin egen inflationstakt (jfr. f.eks. Johnson 1972).

Synspunktet om, at pengemængdeændringer ikke direkte påvirker beskæftigelsen, henter støtte fra empiriske undersøgelser. Således konkluderer Chouraqui, Driscoll og Strauss-Kahn (1988) på basis af ca. 30 større økonomiske modeller: »...Most structural models predict that monetary policy has little effect on the unemployment rate in the short run, while in the medium run the improvement in output is never sufficient to make a substantial impact on employment....« (Chouraqui, Driscoll og Strauss-Kahn 1988, s. 21). Derimod tyder gennemgangen af de ca. 30 modeller på, at pengepolitik gennem valutakursændringer øver en vigtig indflydelse på den reale sektor, hvilket

kunne støtte anvendelsen af valutakurser til at imødegå strukturelle ændringer i økonomien (jfr. nedenfor).

Problemstillingen i nyere økonomisk litteratur er, om pengepolitik kan anvendes til at imødegå uventede »chok« i form af strukturændringer i økonomien, der bringer ledigheden væk fra den naturlige ledighed. Denne problemstilling er særlig af betydning, idet det er sandsynligt, at en en-gangs forøgelse af ledigheden kan føre til permanent forøgelse af den naturlige ledighed (hysteresis). F.eks. er arbejdsgivere tilbøjelige til at ansætte lang-tids-ledige på grund af bl.a. forældede kendskaber, ligesom »insiderne« på arbejdsmarkedet presser lønniveauet i vejret ved at udnytte virksomhedernes modvilje mod at ansætte personer, hvis kvalifikationer ikke kendes.

Spørgsmålet om anvendelse af valutapolitik til imødegåelse af strukturændringer i økonomien rejstes første gang af Mundell (1961), der fremfører, at valutakursjusteringer bør anvendes i situationer, hvor en sektor står over for manglende efterspørgsel, og hvor manglen på efterspørgsel som følge af lønstivhed ikke kan imødegås gennem en real-lønsnedgang og på grund af lav arbejdsmobilitet ikke kan imødegås gennem vandring til andre sektorer. Mundells teori leder frem til forholdsvis små valutaområder. Kenen (1969) fremhæver, at der ved afgrænsningen af et optimalt valutaområde bør lægges vægt på produktdiversifikation, idet det er lettere i en økonomi med diversificeret produkt-sammenhæng at finde alternative beskæftigelsesmuligheder, således at behovet for devalueringer reduceres. I senere økonomisk litteratur er Mundells argumentation blevet udbygget, således at det nu er den fremherskende opfattelse, at faste valutakurser er hensigtsmæssige for at imødegå chok, der stammer fra den monetære del af økonomien (særlig ændringer i pengeefterspørgslen),

mens det i tilfælde af reale choks (tilfældet der analyseres af Mundell) er hensigtsmæssigt med valutakursjusteringer (Marston 1985; Wihlborg og Willett 1990).

Den teoretiske litteratur giver således kun delvis tilslutning til en fastlåsnings af valutakurser set ud fra et stabiliseringsmæssigt synspunkt.

Det er imidlertid spørgsmålet, om den teoretiske litteratur kan anvendes som ledesnor for praktisk økonomisk politik. Problemet i praktisk økonomisk politik er ofte, at man ikke inden for den relevante beslutningsperiode ved, om strukturændringer er af real eller monetær karakter, og at det derfor er svært at »skræddersy« en politik, der sigter mod at imødegå en særlig form for chok. Ses der på erfaringerne fra de senere år, har særlig den monetære del af økonomien været kendetegnet af ændringer på grund af stor ustabilitet i pengeefterspørgselsfunktionen samt vanskeligheder ved at styre bankernes kreditudbud. Dette taler for en fast-kurs-politik. Det er netop vanskelighederne ved at styre pengemængden, som har medført, at flere lande, der tidligere fulgte en monetaristisk politik, nu tillægger valutakursen større vægt. Det mest afgørende skift er sket i UK, som siden 1985 i varierende omfang har anvendt valutakursen som pengepolitisk mål, og som i oktober 1990 gik ind i valutakurssamarbejdet inden for EMS. Også USA har siden Plaza-mødet i september 1985 – ligeledes i varierende omfang – styret efter valutakursmål.

Endvidere er det spørgsmålet, om hensynet til en effektiv ressourceallokering/høj produktivitetsstigning trækker i retning af ikke at anvende Mundells argumentation som grundlag for den økonomiske politik. Hvis ressourcer gennem devaluering – eller lønnedgang – fastholdes i en sektor, kan man hindre overflytning af ressourcer til sektorer

med højere produktivitetsstigninger, hvorved der bliver lavere produktivitetsstigning i økonomien, omend der i hvert fald overgangsvis bliver større produktion.

Endelig må spørgsmålet om valutakurs som middel til imødegåelse af svigtende efterspørgsel ses på baggrund af den lønfleksibilitet, der findes i et land. Det vil som alternativ til valutakursændringer være muligt gennem tilpasninger af reallønnen at forbedre konkurrencestillingen. I Delors-rapporten trækkes det klart frem, at der er behov for en lønfastsættelsesprocedure, således at lønstigninger svarer til produktivitetsstigninger: ».....As regards wage formation and industrial relations, the autonomous negotiating process would need to be preserved, but efforts would have to be made to convince European management and labour of the advantages of gearing wage policies largely to improvements in productivity....« (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, s. 24).

Det fremføres hos Gros og Thygesen (1990), at reale chok i stigende grad vil blive fælles for landene, således at chok kan imødegås alene gennem bevægelser i den fælles valutakurs over for tredjelande, hvorved der ikke bliver behov for en landespecifik valutapolitik til imødegåelse af for lav efterspørgsel. Der kan dog modsat også nævnes en række faktorer, som gør det tvivlsomt, om dette vil blive tilfældet inden for en overskuelig tidshorisont. F.eks. vil en eventuel afvikling af landbrugsstøtten gennem de kommende år have forskellig virkning for EF-landene, ligesom også integrationen af de østeuropæiske lande i den internationale markedsøkonomi kan føre til betydelige ændringer i produktionsmønstret for EF-landene, særlig hvis de østeuropæiske lande specialiserer sig i fremstilling af bestemte varer. Det kan også tænkes, at det indre marked i de kommende år vil føre til en stigende specialisering mellem lan-

dene, hvilket i højere grad gør enkelte lande følsomme over for svigt i efterspørgslen efter bestemte varer.

Spørgsmålet om valutakursjusteringer som middel til at dæmme op for stigende ledighed kan måske især få betydning i perioden umiddelbart efter etableringen af en monetær union. Hvis der f.eks. blandt arbejdsmarkedets parter er tvivl om myndighedernes vilje til at blive i en monetær union, kan der tænkes aftalt lønstigninger, som ligger over produktivitetsstigningen. Det kan være vanskeligt for arbejdstagere i et land at omstille forventningerne til lavere inflation, og der kan derfor fra arbejdstagerne være stort pres for højere lønstigninger. En mulighed for at tilpasse forventningsdannelsen kunne være en møntreform, hvor en ny fælles valuta indføres med det samme. I flere sydamerikanske lande er en møntreform indgået som et vigtigt element i planer for nedbringelse af inflationen, i visse tilfælde med succes (Dornbusch 1988). En lang anden fase inden den endelige fastlåsning af valutakurser, som der er lagt op til ved mødet i Det Europæiske Råd i oktober 1990, kan yderligere bidrage til at skabe tvivl om den politiske vilje til at blive i en monetær union, hvis det er forbundet med omkostninger i form af stigende ledighed.

For at afhjælpe vanskeligheder i lande med stigende ledighed som følge af fastlåste valutakurser foreslås traditionelt en udbygning af strukturpolitikken inden for EF, eventuelt med etablering af nye instrumenter. Det er spørgsmålet, om en udbygning af strukturpolitikken er hensigtsmæssig set fra et EF-synspunkt, da de hidtidige erfaringer fra EFs udgiftskrævende ordninger viser, at fordelingen af midler ofte fører til konflikt mellem landene. Det er tvivlsomt, om opbygningen af nye udgiftskrævende politikker – f.eks. nye fonde – er i dansk interesse, da det formentlig vil være begrænset, hvor

store midler der kan ventes overført til de mere velstående EF-lande.

3. Betalingsbalancetilpasning

Ved at fastlåse valutakurserne vil det ikke være muligt at anvende valutakursinstrumentet til at forfølge et betalingsbalance-mål.

En første forudsætning for at anvende valutakursændringer som middel mod betalingsbalanceuligevægte er, at det er muligt at påvirke produktionen gennem ændringer i efterspørgslen (jfr. diskussionen i afsnit 2).

For det andet er det spørgsmålet, om valutakursjusteringer kan påvirke eksport- og importmængder så meget, at det opvejer virkningen af et eventuelt forringet bytteforhold (lavere eksportpriser i fremmed valuta). En lang række udenlandske undersøgelser peger samstemmende i retning af, at ændringer i konkurrencestillingen på grund af valutakursændringer har en signifikant påvirkning af betalingsbalancen. Det er således konklusionen hos Goldstein og Khan (1985) på basis af en række økonometriske undersøgelser: »....over a period of two to three years, relative prices do play a powerful role in the demand for total imports and exports. As such, the potential contribution of expenditure switching policy instruments (the exchange rate, tariffs and subsidies) to trade adjustment is a strong one....« (Goldstein og Khan 1985, s. 1076).¹ Hos Chouraqui, Driscoll og Strauss-Kahn (1988) er det konklusionen: »....The only consistent result for each study is that the sum of import and export price elasticities after 2 years exceeds unity, supporting the view of »elasticity optimism«....« (Chouraqui, Driscoll og Strauss-Kahn 1988, s. 12). De danske erfaringer fra omlægnin-gen af arbejdsgiverafgifter i december 1987, der var medvirkende til en stærk stigning i eksporten, samt den senere stagnation i eks-

porten som følge af højere effektiv kronekurs, peger i samme retning.

For det tredje er det spørgsmålet, om valutakursjusteringer – selv om de er i stand til at påvirke betalingsbalancen (jfr. ovenfor) – er det bedst egnede instrument til at forfølge et betalingsbalancemål. Det er denne problemstilling, der ligger bag McKinnons teori om optimale valutaområder (McKinnon 1963). McKinnon betoner, at det i et lille land vil være mere effektivt at anvende penge- og finanspolitik til at tilvejebringe betalingsbalanceligevægt, mens valutakursjusteringer er mere hensigtsmæssige i et stort område, hvor prisvirkningerne af en devaluering er mindre på grund af en mindre andel af varer, der er udlandskonkurrerende ('non-traded goods').

For det fjerde er det spørgsmålet, om det er nødvendigt at forfølge et betalingsbalancemål. I nyere økonomisk litteratur – se f.eks. Boughton (1989) – har det synspunkt været fremført, at betalingsbalancens løbende poster er irrelevant som målvariabel. Det er op til husholdninger og erhvervsvirksomheder selv at sørge for tilbagebetaling af lån, herunder også lån optaget i udlandet. Ved beslutning om låntagning må man formode, at husholdninger og virksomheder ud fra en vurdering af fremtidige indkomstforhold finder det muligt at klare tilbagebetalingerne, og hvis dette måtte vise sig ikke at være tilfældet, er der tale om et privat mellemværende, som ikke bør påvirke den økonomiske politik. Det offentlige har udelukkende til opgave at sørge for tilbagebetaling af den offentlige gæld.

Denne argumentation om, at betalingsbalancens løbende poster ikke har betydning som samfundsøkonomisk målvariabel, kan imødegås ud fra den betragtning, at der er eksterne effekter knyttet til udenlandsk låntagning. Der kan formentlig nævnes to så-

danne tilfælde, hvor det kan argumenteres, at husholdninger og virksomheder modtager forkerte signaler og derfor optager for store udenlandske lån. For det første er der ved faste, justerbare valutakurser risiko for, at samfundet løber ind i en valutakrise, der stiller krav om en uønsket hurtig tilpasning.² For det andet er det muligt, at de private agenter har en forkert forventning til den fremtidige valutakursudvikling, f.eks. er der måske ikke tiltro til en fastkurspolitik, hvorved omkostningerne ved udenlandsk låntagning systematisk undervurderes.

Begge de nævnte eksterne hensyn falder imidlertid bort ved etableringen af en monetær union. Der vil således ikke længere være risiko for valutakriser, og der vil ikke længere – forudsat at den monetære union er troværdig – være forventninger om en devaluering. På denne baggrund kan det argumenteres, at betalingsbalancemålet under en monetær union virkelig bliver irrelevant. Det er muligt, at en regering generelt finder, at låntagningen i et område i den monetære union er for høj, men dette skulle være ud fra et generelt hensyn til løn- og prisstigninger og ikke ud fra et snævert betalingsbalancehensyn.

Selv om betalingsbalancesaldoen ved etableringen af en monetær union falder væk som direkte mål, vil der fortsat i en monetær union være behov for kreditgivning på tværs af grænserne, hvilket må antages at øve indflydelse på efterspørgslen i et land. Det bliver herved spørgsmålet, om der for et land under en monetær union er større mulighed for låntagning i udlandet, end det nu er tilfældet under faste, justerbare kurser, dvs. om der er mulighed for at holde et større betalingsbalanceunderskud. Formuleret anderledes er det spørgsmålet, om landene under en monetær union i højere grad vil være tvunget til tilpasning af produktion/efterspørgsel for at rette op på betalingsbalanceunderskud fremfor at basere sig på finansiering.

Formentlig kan to synspunkter gøres gældende. På den ene side kan det argumenteres, at en monetær union kan skabe større tillid til, at låntagere i et land har mulighed for at tilbagebetale et lån, dvs. at »den politiske risiko« vil falde. F.eks. vil der være mindre usikkerhed med hensyn til, om et land skulle genindføre valutarestriktioner for at finansiere betalingsbalanceunderskud, ligesom der også kan være større sikkerhed om andre dele af den økonomiske politik, der ikke længere skal rettes mod betalingsbalance- og valutakursmål. Erfaringerne fra guldstandarden med fastlåste valutakurser før 1. verdenskrig tyder på, at der i denne periode var mulighed for større betalingsbalanceuligevægte end i perioden siden 1945. På den anden side kan det argumenteres, at et land under en monetær union vil have mindre mulighed for nettolåntagning i udlandet, fordi det ikke længere vil være muligt for staten at optræde som låntager i udlandet udover, hvad der er nødvendigt for at finansiere budgetunderskud (se afsnit 8). Statens reducerede mulighed for at låne mindsker et lands »kreditkapacitet«.

4. Autonomi med hensyn til rentefastsættelse

Muligheden for national autonomi med hensyn til rentefastsættelsen har ofte stået i centrum for den danske pengepolitiske diskussion, jfr. f.eks. Det økonomiske Råd (1985).³ Flere spørgsmål synes at have været sammenkædet i diskussionen.

For det første er det spørgsmålet, om renten udelukkende er fastsat ud fra den udenlandske rente med et tillæg, der afspejler valutakursforventninger samt risiko omkring fejlslagne forventninger, dvs. at renten ikke bestemmes af indenlandske faktorer som f.eks. den indenlandske investerings/opsparringsbalance eller – hvis der fokuseres specifikt på obligationsrenten – eventuelt obligationsefterspørgsel/udbud.

En række udenlandske undersøgelser har været foretaget, om renten i et land svarer til den udenlandske rente med tillæg af forventninger om valutakursændringer (uncovered interest rate parity).⁴ Problemet ved undersøgelserne er, at det er nødvendigt at basere sig på antagelser vedrørende forventningerne til den fremtidige valutakursudvikling. Undersøgelserne viser dog forholdsvis samstemmende – uafhængig af antagelserne vedrørende valutakursforventninger – at det er vanskeligt at forklare rentedannelsen udelukkende på grundlag af den udenlandske rente og kursforventninger, medmindre det antages, at der er tale om en stærkt varierende risikopræmie, som ikke kan forklares nærmere. Det kan således ikke på grundlag af undersøgelserne afvises, at der er uafhængighed i rentedannelsen forstået på den måde, at rentedannelsen bestemmes også af andre, specifikt indenlandske faktorer. Lignende resultater gælder for den danske obligationsrente, hvor der ligeledes har været rentebevægelser, som er vanskelige at forklare med ændringer i den udenlandske rente og i valutakursforventninger.

For det andet er det spørgsmålet, om en eventuel uafhængighed i rentedannelsen – jfr. ovenfor – kan udnyttes systematisk til at føre pengepolitik, dvs. påvirke rentedannelsen. Svaret på dette spørgsmål må være benægtende. Det har ikke været muligt i de udenlandske undersøgelser at forklare, hvilke indenlandske faktorer der skulle bestemme renten, f.eks. kan rentedannelsen tilsyneladende ikke forklares ved ændringer i f.eks. obligationsudbud og efterspørgsel (jfr. bl.a. Thomas og Wickens 1989).

Endelig for det tredje er det spørgsmålet, om et land har brug for autonomi med hensyn til rentedannelsen, dvs. om et land har mål for renten, der afviger fra andre lande. En lavere rente kan eventuelt ses som et stabiliseringspolitisk middel til at mindske ledigheden

gennem større erhvervsinvesteringer. Som omtalt ovenfor er det imidlertid tvivlsomt, i hvilket omfang det er muligt at påvirke ledigheden. En selvstændig rentedannelse kan også ses som et middel til at påvirke opsparringen og de fremtidige forbrugsmuligheder. En selvstændig rentedannelse forudsætter i dette tilfælde, at der i et land er afvigende præferencer med hensyn til de fremtidige forbrugsmuligheder end i udlandet. Det er ikke umiddelbart indlysende, hvorfor der i et land skulle være sådanne afvigende præferencer.

I den danske debat har det ofte været set som positivt, at en monetær union vil føre til en lavere rente. Det fremføres, at en lavere rente vil føre til højere vækst, dvs. at en monetær union gennem en lavere rente skulle give anledning til større investeringer.

Det er imidlertid spørgsmålet, om det i den nuværende danske økonomiske situation er ønskeligt med et lavere renteniveau. En lavere rente virker i retning af mindre privat opsparring og dermed mindsket formueopbygning i form af indenlandsk kapitalakkumulation eller forøgelse af nettofordringerne over for udlandet. Lavere rente kan også – på grund af den afledede forbedring af statens budgetstilling – føre til stærkere politisk pres for en udvidelse af det offentlige forbrug. Hertil kommer, at bl.a. erfaringerne fra begyndelsen af 80'erne tyder på, at en rentesækning i Danmark kan have en betydelig ekspansiv effekt på det private forbrug og boligbyggeriet.

Endvidere er det ikke givet, at en lavere rente på grund af en monetær union rent faktisk fører til større erhvervsinvesteringer. Det må antages, at investor ved placering i en svag valuta kræver et rentetillæg af to grunde. For det første vil der være usikkerhed omkring debtors tilbagebetalingsevne, når man låner til debitorer i et land, der har en stor gæld.

Dette rentetillæg vil ikke blive påvirket af en monetær union. For det andet vil investorer kræve et rentetillæg som kompensation for dels den forventede devaluering af en valuta, dels et yderligere tillæg som kompensation for risikoen ved, at devalueringsforventningerne eventuelt ikke opfyldes. Dette sidste rentetillæg – kompensation for forventet devaluering og risikopræmie for fejlslagne devalueringsforventninger – falder bort i en monetær union, men dette vil ikke sig selv føre til større investeringer, da rentetillægget for kreditor modsvares af en tilsvarende gevinst for debitor, nemlig udsigten til at realværdien af gælden reduceres på grund af en devaluering med heraf følgende højere inflation. Erhvervsvirksomheder i Danmark har i forvejen mulighed for udenlandsk låntagning og ville udnytte denne mulighed, hvis de fandt den mere fordelagtig end låntagning i danske kroner.

5. Nedgang i inflationen

Der har i den økonomiske litteratur været angivet to hovedbegrundelser for, at en monetær union – ligesom iøvrigt også EMS – kan reducere inflationen. Et synspunkt har været, at politikerne fører en for ekspansiv økonomisk politik, dvs. prioriterer det kortsigtede hensyn til ledigheden for højt og hensynet til inflationsbekæmpelse for lavt. Dette skyldes, at en sådan ekspansiv politik øger sandsynligheden for genvalg. En mulighed for at komme ud af denne situation vil – som fremhævet bl.a. af Rogoff (1985a) – være at fjerne pengepolitik fra politisk indflydelse og at sikre en uafhængig centralbank, hvor man som centralbankchef bør udpege en »conservative banker«. En europæisk centralbank – der ligger uden for et enkelt lands politiske rækkevidde – vil være endnu mere fjernet fra politisk indflydelse og derved endnu mere egnet til at sikre en anti-inflationspolitik (Thygesen 1989b).

En anden begrundelse for, at en monetær union kan sikre en lav inflation er, at arbejdsmarkedets parter vil indse, at det fremover vil være umuligt for myndighederne i et enkelt land inden for den monetære union at opretholde beskæftigelse/konkurrencestilling gennem devalueringer og således tilpasse lønkravene til 0-inflation. Lønkrav på arbejdsmarkedet antages for øjeblikket bestemt ud fra forventningerne til myndighedernes valutakurspolitik, som påvirker beskæftigelse/konkurrencestilling. Der er her ved tale om et »spil«, hvor regeringen eventuelt kan finde det optimalt – på baggrund af de aftalte lønstigninger – at fravige en tidligere erklæret politik og devaluere for at undgå ledighed. For regeringen må det i et sådant »spil« gælde om at øge troværdigheden til, at man virkelig vil tilvejebringe en lav inflation og undgå devalueringer. En mulighed for at øge troværdigheden kunne være gennem en EMS-tilknytning at øge de politiske omkostninger ved devalueringer.⁵ En anden mulighed kunne være helt at opgive den valutariske handlefrihed ved at indgå i en monetær union. Det er sandsynligt, at troværdigheden af en 0-inflationspolitik vil være stor i en monetær union, idet en europæisk centralbank ikke kan ventes at genoprette konkurrencestillingen som følge af lønstigninger i et enkelt land ved at øge inflationen på europæisk niveau. Ifølge denne forklaring får samfundet således uden omkostninger en lavere inflation »foræret« på grund af større troværdighed omkring anti-inflationspolitikken i en monetær union.

Som argumenteret ovenfor er det formentlig lettere at nå en lav inflation i en monetær union. Dermed er det imidlertid ikke givet, at den økonomiske politik i en monetær union vil blive tilrettelagt på en sådan måde, at der rent faktisk bliver en lavere inflation. Der kan fremføres en række argumenter for, at pengepolitikken under en monetær union – medmindre den følges op af særlige regler

med henblik på at garantere en anti-inflationspolitik – ikke vil komme til at sigte mod lavere inflation.

En begrundelse for højere inflation under en monetær union er fremført af von Hayek (1978). Von Hayek accepterer tankegangen om, at politikere er fristede til at føre en for ekspansiv politik. For von Hayek vil det bedste middel til at sikre en politik rettet mod inflationsbekæmpelse imidlertid være konkurrence mellem valutaer: hvis et land holder en højere inflation end i udlandet, vil dette medføre, at det pågældende lands valuta fortrænges til fordel for mere stabile valutaer kendetegnet ved lav inflation.

Andre begrundelser for højere inflation under faste valutakurser fremføres i nyere teoretisk litteratur bl.a. af Rogoff (1985b) samt af Canzoneri og Henderson (1988). Det argumenteres, at inflationen vil ligge lavere under flydende valutakurser. Hvis der for et enkelt land er mulighed for at ændre valutakursen, vil der være et ekstra incitament til at føre en revalueringspolitik, idet revalueringer fører til lavere inflation uden tab af produktion og beskæftigelse i hjemlandet. Denne tankegang kan i et vist omfang hente støtte fra EMS-samarbejdet siden 1983, hvor der i flere tilfælde har været konflikter mellem Tyskland og de øvrige EMS-lande, som ikke har ønsket at devaluere. Problemstillingen i internationalt økonomisk samarbejde har således i 80'erne snarere været at undgå konkurrerende revalueringer med henblik på at holde inflationen nede end at undgå konkurrerende devalueringer.

Overføres tankegangen til EFs monetære union, kan der også her være en tilskyndelse til at holde en højere inflation. Når den europæiske centralbank først er etableret, kan fortalere for en højere inflation – afhængig af de regler for sikring af 0-inflation, der iøvrigt indlægges i systemet – presse en infla-

tionspolitik igennem, uden at det får negative konsekvenser for konkurrencestillingen i et enkelt land.

Fristelsen til at holde en højere inflation under et fastkurssamarbejde understreger behovet for, at en europæisk centralbank følges op af garantier for, at der gennemføres en politik rettet mod inflationsbekæmpelse. Det er imidlertid spørgsmålet, om sådanne yderligere »garantier« vil være holdbare (jfr. nedenfor). Modsat er det dog også klart – som argumenteret af Padoa-Schioppa (1988) – at selve det forhold, at EF kun råder over et begrænset budget, i sig selv reducerer risikoen for, at en fælles centralbank vil blive udnyttet som en monetær finansieringskilde til finansiering af regeringsudgifter (i dette tilfælde EF-udgifter).

De konflikter, der har været mellem EMS-lande om at undgå devalueringer, er et selvstændigt argument for at afgive suverænitet med hensyn til penge- og valutapolitik, således at landene i fællesskab kan nå til enighed om en hensigtsmæssig inflationstakt i stedet for gennem konkurrerende revalueringer at »eksportere« inflation.

6. Påvirkning af international arbejdsdeling

Fordelene omkring en monetær union kan i første række findes i forøget effektivitet på mikroniveau. Den mindre valutausikkerhed kan have en positiv effekt på varehandelen og dermed bidrage til øget international arbejdsdeling. Valutakurssikkerhed bevirker større gennemsigtighed omkring priserne i de forskellige lande og kan derved øge konkurrencen på tværs af landegrænserne og eventuelt fjerne muligheder for prisdifferentiering. Endelig kan den større sikkerhed eventuelt lede frem til dynamiske effekter i form af større erhvervsinvesteringer.

Det er vanskeligt at vurdere, hvad denne forøgelse af den mikroøkonomiske effektivitet betyder i praksis. Undersøgelser over effekten af valutakursusikkerhed på udenrigshandelen peger med enkelte undtagelser i retning af, at valutakurstabilitet ikke har betydet en reduktion af udenrigshandelen (IMF 1984; Pereé og Steinherr 1989).

Det er dog tvivlsomt, om denne manglende empiriske sammenhæng mellem valutakursfluktuationer og udenrigshandel kan fortolkes på en sådan måde, at der ikke er negative effekter af valutakursusikkerhed. Den manglende effekt kan – jfr. Krugman (1989) – skyldes, at virksomheder bliver »hængende« på et marked i forventning om, at valutakursen senere ændres, hvilket imidlertid er udtryk for en mindre effektiv international arbejdsdeling. En anden forklaring på den manglende sammenhæng mellem valutakurstabilitet og udenrigshandel tager udgangspunkt i, at udenrigshandel kan opfattes som en option, hvor en virksomhed kan udnytte en gunstig kursudvikling til at foretage eksport og herved opnå en stor indtjening, mens virksomheden i tilfælde af en ugunstig kursudvikling indskrænker produktionen. Hvis denne sidste forklaring holder, vil resultatet set fra et samfundsmæssigt synspunkt være uheldigt, idet konsekvensen vil være, at virksomheder opretholder et uhensigtsmæssigt stort produktionsapparat for at kunne udvide produktionen ved en gunstig valutakursudvikling.

Ses der på konsekvenserne også for tredjelande, kan stabile valutakurser mellem EF-landene tænkes at fremme udviklingen i særlig de østeuropæiske lande. Et afgørende problem i de kommende år vil blive, hvordan de østeuropæiske lande kan indpasses i den globale arbejdsdeling med mindst mulige omkostninger. Det vil i denne forbindelse være væsentligt for de østeuropæiske lande, at investeringer kan afholdes med sikkerhed

om, at der ikke sker uventede kursjusteringer i afsætningslandene, dvs. i første række inden for EF. Det er formentlig ingen tilfældighed, at netop perioden med guldstandard før 1. verdenskrig var kendetegnet ved, at økonomisk udvikling blev spredt til et bredt antal lande.

7. Konsekvenser for de finansielle markeder

En monetær union kan ventes at få en række – formentlig temmelig omfattende – konsekvenser for de finansielle markeder og de finansielle virksomheder.

For det første betyder fastlåsningen af valutakurser mellem EF-landene, at investorer frit kan placere i en hvilken som helst EF-valuta uden at skulle tage hensyn til valutakursusikkerhed. Investor har ud fra hensynet til at undgå valutakursusikkerhed et incitament til at placere i valutaer, der svarer til valutasammensætningen af de forventede fremtidige udgifter, og det må ventes, at investor kræver et ekstra rentetillæg, hvis der er afvigelser fra denne valutasammensætning (international capital asset pricing model). Dette har hidtil medført en tilskyndelse til særlig at placere i den nationale valuta, da fremtidige udgifter i hovedsagen vil blive afholdt i den nationale valuta. Denne nationale »præference« vil nu blive afløst af en »EF-præference«. Investor vil fremover placere på de EF-kapitalmarkeder, hvor der – ud fra en given skatte- og risikoprofil – ved en given rente er størst likviditet og lavest omkostninger. Fastlåsningen af valutakurser vil således bevirke en integration af de finansielle markeder.

Integrationen af kapitalmarkederne bevirker bedre placeringsmuligheder for investorer og giver låntagere større mulighed for at dække specielle finansieringsbehov. Eventuelt kan der tænkes en koncentration af kapitalmarkederne på grund af stordriftsfordele

ved opbygningen af markeder, og da bredere kapitalmarkeder giver større mulighed for at udbyde specialiserede produkter. Dybere markeder vil ligeledes trække i retning af mindre renteudsving.

I hvilket omfang der herved bliver en mere effektiv allokering af kapital (dvs. at kapital placeres i de projekter, der giver det højeste afkast) er tvivlsomt, idet beslutninger om udlån fortsat afhænger af den information, der findes i de finansielle virksomheder. Også forskellig beskatning i EF-landene kan hindre en effektiv kapitalallokering og bl.a. føre til skattesegmentering på tværs af landegrænserne. Tendensen til international skatteomgåelse vil dog formentlig i stigende omfang gøre skatteforvridninger irrelevant og herved trække i retning af mere effektiv kapitalallokering (Østrup 1990).

Muligvis kan integrationen af kapitalmarkederne ændre rentestrukturen, idet låntagere, der har haft særlig let ved at optage lån på et nationalt kapitalmarked, kan imødesee større konkurrence ved låntagning på integrerede europæiske kapitalmarkeder.

For det andet trækker fastlåsningen af valutakurser i retning af større konkurrence for finansielle institutioner. Det vil blive lettere for udenlandske finansielle institutioner at trænge ind på et nationalt marked, da det ikke for en udenlandsk institution vil være nødvendigt at sørge for overensstemmelse mellem aktiver og passiver i en national valuta for at undgå valutakursrisiko. Etableringen af en europæisk centralbank kan herudover gøre det sværere for nationale centralbanker at øve skjult diskrimination mod udenlandske finansinstitutioner (hindre adgang til interbankmarked og betalingsformidlingssystem etc.).

Udover større konkurrence på tværs af landegrænserne trækker en række andre fakto-

rer i retning af, at finansielle institutioner får mindre indtjening i forbindelse med en monetær union. Således kan finansielle institutioner miste indtægter i forbindelse med vekselomkostninger (jfr. nedenfor) samt i forbindelse med arbitrageforretninger, hvor man har udnyttet renteforskelle i EF-valutaer, der går ud over valutakursændringer. Effektiviseringen af de internationale kapitalmarkeder vil formentlig give anledning til, at flere virksomheder anvender obligationsudstedelse som finansieringskilde, mens flere investorer vil udnytte det internationale kapitalmarked til at foretage placering. I begge tilfælde vil der blive en negativ påvirkning af bankernes indtjening. Da der formentlig særlig på placeringssiden er substitutionsmuligheder mellem indlån og anbringelse i værdipapirer, er det realistisk at forestille sig, at konsekvensen måske især vil blive højere rente på indlån. Endelig vil integrationen af de internationale kapitalmarkeder formentlig skabe grundlag for en effektivisering af kapitalmarkederne og herved eventuelt større gennemsigthed, hvilket reducerer indtjeningsmulighederne. Omvendt må det ventes, at investorer i tredjelande i højere grad vil udnytte et dybere og mere effektivt europæisk kapitalmarked, hvilket bevirker større forretningsmuligheder for europæiske finansinstitutioner. Hvis en fælleseuropæisk valuta får stilling af reservevaluta, kan det eventuelt styrke konkurrencestillingen for europæiske finansvirksomheder.

For det tredje kan en monetær union indebære ændringer i statsgældspolitikken. Som omtalt må der ventes et forbud mod monetær finansiering af budgetunderskud, hvilket rejser spørgsmålet, hvad der er definitionen af »penge«. En mulighed vil være, at der kun tillades udstedelse af statspapirer til finansiering af budgetunderskud med en vis mindsteløbetid. Det vil herved være spørgsmålet, om det f.eks. i Danmark er muligt at fortsætte med udstedelsen af skatkammer-

beviser og statsgældsbeviser. Også udstedelsen af variabelt forrentede statspapirer er diskutabel, da det er spørgsmålet, om disse papirer på grund af deres kurssikkerhed i realiteten har karakter af »penge«. Hvis den danske stat i højere grad tvinges til at låne langsigtet vil der blive større statslige renteudgifter, hvilket må holdes op mod den reduktion i udgifterne, der kan fremkomme ved en eventuel reduktion i realrenten (jfr. ovenfor).

For det fjerde vil en ensartet pengepolitik i EF-landene betyde mere ensartede kursudsving for obligationer samt muligvis også for aktier. Der vil herved blive mindre mulighed for at opnå risikospredning gennem placering i en portefølje af EF-værdipapirer. Interessen for ECU-papirer og ECU-transaktioner må ventes at gå ned: formålet med en ECU-position er at opnå sikkerhed mod valutakursudsving for EF-valutaer. Hvis EF-valutakurserne fastlåses, må der ventes faldende interesse for ECU-positioner, specielt da ECU-markederne er præget af ringe dybde.

For det femte kan der opnås større stabilitet i det internationale finansielle system, hvis en fælleseuropæisk centralbank under internationale finansielle kriser kan fungere som »lender of last resort«. En fælleseuropæisk centralbank kan styrke de nationale myndigheder i deres rolle med hensyn til regulering af finansielle institutioner.

Hvis en fælleseuropæisk centralbank gradvist overtager de nationale centralbankers rolle som »lender of last resort«, kan der eventuelt tænkes videre konsekvenser for den europæiske integrationsproces, idet man da kan forestille sig, at finansielle institutioner i de enkelte lande gradvist vender loyaliteten mod de fælleseuropæiske myndigheder og herved kommer til at virke som »banebrydere« for europæisk integration (svarende til den neofunktionalistiske filosofi om euro-

pæisk integration, hvor det er grundtanken, at aktørerne gradvist vender loyaliteten mod EF).

Endelig for det sjette betyder fastlåsnings af valutakurser overgangen til et gennemgående mere effektivt valutarisk system. En række af de ressourcer, der nu anvendes til at opretholde stabiliteten i systemet med justerbare kurser, overflødiggøres. Behovet for valutaeserver går således ned. I de finansielle institutioner overflødiggøres arbejdskraft, der hidtil har været beskæftiget med analyser af økonomien i de enkelte EF-lande med henblik på at forudse og håndtere valutakriser. Det vil ikke længere i EF-landene være nødvendigt med ændringer i rentesatserne for at hindre valutakriser inden for EMS, hvilket fjerner et usikkerhedselement omkring rentedannelsen og eventuelt gør den korte rente mere effektiv som instrument til at nå andre mål. Også usikkerhed omkring en eventuel genindførelse af valutarestriktioner fjernes. Den større usikkerhed under et system med faste justerbare valutakurser kan give en tilskyndelse til særlig at placere kortsigtet. En monetær union må således isoleret set ventes at føre til mere langsigtede placeringer og derved mindre ustabilitet.

Fastlåsnings af valutakurser medfører også, at der bliver mindre ressourceforbrug omkring valutasikring og i forbindelse med vekselomkostninger. Det mest omfattende forsøg på at måle omfanget af sparede omkostninger i forbindelse med valutasikring og vekslinger er gjort af EF-Kommissionen (1990). Det er konklusionen, at det vil være muligt at foretage besparelser svarende til 0,4 pct. af bruttonationalproduktet i EF varierende mellem 0,1-0,2 pct. af BNP for de større lande og 1 pct. af BNP for små økonomier og lidt udviklede økonomier.

Beregningerne fremlagt af EF-Kommissionen er imidlertid klart urealistiske. Hvis EF-

Kommissionens skøn over besparelser for et lille land – 1 pct. af BNP – skulle overføres til Danmark, ville det – hvis man ser bort fra ressourceforbruget i erhvervsvirksomhederne, der næppe er stort (jfr. størrelsen af virksomhedernes finansafdelinger) – være ensbetydende med, at ca. hver fjerde ansat i den finansielle sektor var beskæftiget med transaktioner udelukkende i EF-valutaer, hvilket klart ikke er korrekt.

Der kan peges på flere elementer i EF-Kommissionens beregninger, som kunne give anledning til en overvurdering. En fejl er, at der ses på de indtægter, som finansielle virksomheder modtager i forbindelse med valutasikring og vekslinger, mens det korrekte ved en måling af den samfundsmæssige besparelse må være at tage udgangspunkt i den mængde ressourcer, der anvendes til valutasikring og vekslinger, idet det er disse ressourcer som under en monetær union kan anvendes til andre formål. EF-Kommissionens vurdering på grundlag af indtjening og ikke ressourceforbrug bevirker en overvurdering, idet det er sandsynligt, at finansielle virksomheder henter en uforholdsmæssig stor indtjening fra valutaforretninger, idet man f.eks. udnytter manglende information hos virksomheder/husholdninger eller en monopolstilling. Dette er således formentlig tilfældet i Danmark. En anden fejl i EF-Kommissionens undersøgelse er, at man går ud fra, at samtlige omkostninger i forbindelse med overførsler til udlandet kan spares. Dette er fejlagtigt, da der jo under alle omstændigheder – også selv om valutakurserne fastlåses – bliver et ressourceforbrug i forbindelse med checktransaktioner i andre lande og i forbindelse med overførsler til pengeinstitutter i udlandet. Endelig er det spørgsmålet, om de ressourcer, der frigøres i den finansielle sektor i forbindelse med færre valutatransaktioner, kan overføres til anden aktivitet.⁶

EF-Kommissionens beregninger peger dog

klart i retning af, at en monetær union kan få betydelige følger for de finansielle virksomheders indtjening (jfr. ovenfor).

8. Finanspolitisk handlefrihed

En centraliseret pengeudstedelse gør det umuligt for et land at finansiere budgetunderskud gennem pengeudstedelse. En række andre faktorer trækker imidlertid i retning af, at det for at sikre holdbarheden af en monetær union vil være nødvendigt med en videregående koordination af finanspolitikken, der går udover blot et forbud mod monetær finansiering af budgetunderskud.⁷

For det første vil det være nødvendigt med overensstemmelse mellem penge- og finanspolitik. Hvis det f.eks. er hensigten med en stram pengepolitik at opretholde en generelt kontraktiv efterspørgselspolitik, vil det være ineffektivt, hvis de enkelte lande samtidig har mulighed for at ændre finanspolitikken i ekspansiv retning. Resultatet kan blive en uhensigtsmæssig »policy-mix« med f.eks. en for stram pengepolitik (hvilket reducerer investeringerne) og en for ekspansiv finanspolitik (med for stort offentligt og/eller privat forbrug). Disse koordinationsproblemer eksisterer også ved udformningen af pengepolitikken på nationalt niveau, men det er sandsynligt, at koordinationsproblemerne vil blive endnu større på EF-plan, hvor der bliver en skarpere adskillelse mellem pengepolitiske og finanspolitiske myndigheder.

For det andet har et af de hensyn, der hidtil har hindret en mere ekspansiv finanspolitik, været, at et land herved kan løbe ind i valutakriser og/eller betalingsbalanceproblemer. Som eksempler kan nævnes, at faldet i pundkursen ved midten af 70'erne var stærkt medvirkende til omlægningen af britisk økonomisk politik, mens de politiske problemer i forbindelse med devalueringspolitikken i 1979-82 formentlig også var medvirkende til

skiftet i den danske finanspolitik fra 1982. Denne bremse på en ekspansiv finanspolitik vil fremover være fjernet. Hertil kommer, at incitamentet til at føre ekspansiv finanspolitik i en situation med ikke-integrerede kapitalmarkeder afsvækkes ved, at budgetunderskud giver anledning til negative effekter i form af højere rente. Denne negative effekt vil i en monetær union ikke falde tilbage på det pågældende land alene, men vil blive spredt over alle lande i den monetære union. Hertil kommer, at opbygningen af dybere og mere effektive kapitalmarkeder som følge af en monetær union (jfr. afsnit 7) kan gøre det lettere at finansiere budgetunderskud. Også herved vil en hidtidig bremse på ekspansiv national politik blive fjernet.

For det tredje vil store budgetunderskud i et land kunne udgøre en trussel mod eksistensen af den monetære union. Hvis der er en stor offentlig gæld, vil der være en fristelse for regeringen til at trække sig ud af den monetære union og gennem inflation/devalueringer reducere realværdien af gælden.

For det fjerde vil store forskelle mellem landene med hensyn til gældsætning skabe interesse modsætninger med hensyn til realrente og inflation og herved gøre det sværere at nå til enighed om en fælles pengepolitik.

For det femte kan etableringen af en monetær union gøre det lettere for et land at føre en ekspansiv politik, idet der blandt markedsdeltagerne vil være en forventning om, at landet i tilfælde af en soliditetskriser i sidste ende vil modtage støtte gennem EF. Sådanne forventninger vil formentlig eksistere, også selv om muligheden for en »bail-out« på forhånd udelukkes. De andre lande i en monetær union vil selv have en interesse i at hjælpe et land i betalingsvanskeligheder, da kreditorerne formentlig i stort omfang findes blandt de andre landes finansinstitutter/borgere, og da reduceret kreditværdig-

hed for et land kan have en afsmittende effekt på kreditværdigheden for andre lande. Gennem markedets tiltro til, at de andre lande i en monetær union kommer et kriseram land til undsætning, sker der i realiteten en indkomstoverførsel fra »solide« til »usolide« lande.

For det sjette kan der under en monetær union være en indbygget tendens til forøgelse af de offentlige udgifter. Dette skyldes, at offentlige udgifter har en positiv effekt i form af større beskæftigelse og velfærd i det land, der øger de offentlige udgifter. Udvidelsen af de offentlige udgifter sker på bekostning af mindre produktion af markedsførte varer i det pågældende land. Ulemperne ved denne nedgang i produktionen af markedsførte varer falder imidlertid ikke alene på det land, der udvider de offentlige udgifter, men der vil også blive en negativ effekt for andre lande gennem en relativ prisstigning på de markedsførte varer og eventuelt gennem en formindskelse af produktudbuddet. Resultatet bliver, at en forøgelse af de offentlige udgifter i et land fører til en velfærdsnedgang i andre lande (Casella og Feinstein 1989).

Endelig for det syvende kan det som et generelt argument fremføres, at finanspolitikken under faste valutakurser har indflydelse på målene i andre lande, inflation og ledighed, hvilket skaber behov for koordination. Hvis finanspolitikken forfølger et mål om mindre ledighed, kan det argumenteres, at landene under faste valutakurser fører en for restriktiv politik, hvis finanspolitikken er ukoordineret, idet en del af den ekspansive effekt vises sig i andre lande. Kun gennem koordination vil det være muligt at sikre en finanspolitik i de forskellige lande, hvor der tages hensyn til den virkning, der falder i andre lande. Overgangen fra justerbare til faste kurser trækker i retning af en mere ekspansiv politik, fordi virkningen af en ekspansiv politik under flydende kurser modvirkes af en ten-

dens til real revaluering (jfr. Mundell-Fleming-modellen).

Bl.a. på baggrund af de omtalte argumenter foreslår Delors-komiteen, at der – udover forbud mod monetær finansiering af budgetunderskud – bør være bindende regler for størrelsen af budgetunderskud i medlemslandene. Argumenterne ovenfor synes at give god støtte til en sådan videregående koordination af finanspolitikken. Det er imidlertid spørgsmålet, om størrelsen af budgetunderskud er velegnet som mål for finanspolitikken, bl.a. fordi det er vanskeligt at afgrænse den offentlige sektor, og fordi budgetunderskud ikke står under umiddelbar kontrol af myndighederne. Som en alternativ mulighed kunne tænkes en EF-godkendelse af de samlede offentlige budgetter, hvilket dog kan støde på politiske problemer, idet det herved bliver uoverskueligt for landene, hvilken finanspolitisk suverænitet der skal afgives. Under alle omstændigheder vil det på baggrund af argumenterne ovenfor være realistisk at regne med, at der under en monetær union – uanset de formelle forpligtelser der opstilles – vil blive et stigende pres for at sikre en stærkere koordination også af finanspolitikken (jfr. Christen Sørensen 1990).

Det er på baggrund af argumenterne for finanspolitisk koordination ikke overraskende, at der i rådsresolutionen af 22. marts 1971 vedrørende en økonomisk og monetær union lægges op til en langt mere vidtgående overførsel af finanspolitisk kompetence til EF end blot grænser for budgetunderskud, idet det forudses, at der skal træffes beslutninger på EF-niveau vedrørende ».....budgetary and fiscal policies as related to the policy of stability and growth; as regards budgetary policy proper, the margins within which the essential elements of public budgets as a whole should lie, in particular the variation of their amount, and the size, mode of financing and use of balances...«. I flere

forbundslande er der enten fra centralt hold fastsat bindende regler for delstaternes budgetsaldo (Australien) eller delstaterne har selv fastsat sådanne regler (Tyskland og USA) (Lamfalussy 1989).

Set ud fra et hensyn om at sikre stabilitet i EF-samarbejdet kan det argumenteres, at det er hensigtsmæssigt med klare, forud forhandlede regler for finanspolitikken. Hvis der ikke forud opstilles klare regler for et enkelt EF-medlemslands finanspolitiske kompetence, kan resultatet blive langvarige konflikter inden for EF, hvilket i sidste ende kan føre til en stigende negativ holdning i de enkelte medlemslande over for EF. Hvis disse spændinger ender med et sammenbrud for EFs monetære union, kan der komme en videre negativ psykologisk reaktion, som muligvis kan lamme EF-samarbejdet også på andre områder, jfr. situationen i EF efter sammenbruddet for den økonomiske og monetære union i begyndelsen af 70'erne, der blev fulgt af stagnation i EF-samarbejdet frem til midten af 80'erne.

Det kan argumenteres, at der vil være større fordele ved at indlede et samarbejde om finanspolitik inden for EF end om pengepolitik. Med hensyn til penge- og valutapolitik er der en høj grad af enighed om mål mellem landene. Dette letter et samarbejde, men medfører samtidig, at fordelene ved samarbejdet bliver mindre, da de enkelte lande i vidt omfang (omend måske med noget større vanskelighed, jfr. diskussionen tidligere) formentlig ville gennemføre den politik alene, som der lægges op til på fællesskabsplan. Derimod er der større forskelle mellem landene med hensyn til målene for finanspolitik, hvilket netop kan skabe større udbytte ved et samarbejde, omend der samtidig bliver en større fristelse til at forlade et samarbejde (Carraro 1989).

Flere forhold kan dog samtidig vanskeliggøre

netop et finanspolitisk samarbejde. En væsentlig hindring for finanspolitisk koordination er således en omstændelig beslutningsprocedure i de enkelte lande. Det er muligt, at der i de kommende år vil blive større tendens til budgetunderskud, hvis det indre marked og international omgængelse med hensyn til kapitalindkomstbeskatning bevirker et bortfald af skatteindtægter. Omfordeling af produktion mellem landene som følge af det indre marked eller den monetære union kan ligeledes bevirke svigtende indtægter og/eller større udgifter til f.eks. arbejdsløshedsunderstøttelse i et land.

9. Udformningen af en fælles pengepolitik

På baggrund af forhandlingssituationen må det anses for realistisk, at målet for en fælles pengepolitik bliver prisstabilitet.

Prioriteringen af prisstabilitet har optaget en væsentlig plads i den danske diskussion, bl.a. har Christen Sørensen (1990) kritiseret prioriteringen af lavere inflation på bekostning af ledighed. Det er imidlertid som omtalt spørgsmålet, om der på længere sigt er en negativ sammenhæng mellem inflation og ledighed. Det er også spørgsmålet, om de mål der opstilles for en europæisk centralbank i sig selv er interessante. Christen Sørensen (1990) giver selv en række eksempler på mål for centralbanker i forskellige lande, der stiltiende er blevet opgivet. Formentlig er det af større vigtighed at se på de regler, der indlægges i en monetær union for at sikre målene. Der er dog heller ikke på dette område nogen entydig sammenhæng mellem f.eks. inflationen i et land og centralbankens uafhængighed: f.eks. har centralbankerne både i Italien og USA en stærk stilling.

Omvendt er det spørgsmålet, om lav inflation bør tillægges så stor positiv betydning. Et traditionelt argument har været, at infla-

tion har en negativ indflydelse på væksten, fordi det empirisk har vist sig, at højere inflation bevirker større udsving i inflationstakten og derved større usikkerhed. Heroverfor kan det imidlertid argumenteres, at de større udsving i inflationen kan skyldes landenes økonomiske politik, der traditionsmæssigt har været rettet mod inflationsbekæmpelse. Også argumentet om, at inflation under et nominelt skattesystem vil virke hæmmende på erhvervsinvesteringerne, er tvivlsomt (Hochman og Palmon 1983). En omfattende teoretisk litteratur peger i retning af, at højere inflation medfører lavere realrente og derved højere kapitalintensitet/vækst.⁸

Den største betænkelighed ved en streng efterlevelse af lav inflation som økonomisk-politisk mål ligger formentlig i, at der kan blive modstrid med et ønske om stabile valutakurser over for tredjelande. Det er den normale antagelse, at det ikke på en gang er muligt at styre valutakurs og pengemængde. Hvis målet om prisstabilitet derfor forfølges strengt i EF, kan resultatet blive en opbremsning af den proces hen mod mere stabile valutakurser på verdensplan, som blev indledt med Plaza- og Louvre-aftalerne i henholdsvis september 1985 og februar 1987. Hvis det ikke på globalt plan lykkes at nå en fælles forståelse om valutakursudviklingen, kan resultatet blive større protektionisme.

Hvis EF-landene er åbne over for stabilisering af valutakurser på verdensplan, vil etableringen af en monetær union i EF formentlig øge sandsynligheden for at nå også global valutastabilitet. Det vil være sværere for USA at vende tilbage til en valutapolitik baseret på »benign neglect« svarende til den amerikanske valutapolitik 1981-85, når EF optræder som en samlet penge-og valutapolitisk blok, og når investorer får bedre placeringsmuligheder i EF i kraft af de integrerede europæiske kapitalmarkeder.

Den manglende mulighed for på en gang at forfølge et pengemængdemål og et valutakursmål har den yderligere konsekvens, at en kompetencefordeling som forudsat i Delors-rapporten, hvor EFs økonomi-og finansministerråd får kompetencen for valutapolitik og centralbanken ansvaret for pengepolitik under overholdelse af et mål om prisstabilitet, ikke er konsistent. Udover spørgsmålet om »demokratisk kontrol« trækker hensynet til at samordne valutapolitikken med EFs handelspolitik i retning af, at EFs ministerråd bør have indflydelse på penge-og valutapolitik.

Pristabilitet vil bevirke, at staten får en mindre indtjening i forbindelse med udstedelse af penge. Hidtil har det virket som en skat, at husholdninger og virksomheder har været villige til at holde en stadig større uforrentet primær pengemængde i forbindelse med inflation ('inflation tax'). For nogle af de sydeuropæiske lande vil der blive tale om et betydeligt bortfald af skatteprovenu. Det er dog spørgsmålet, om de sydeuropæiske lande under alle omstændigheder ville blive tvunget til at opgive dette skatteprovenu. I de sydeuropæiske lande er størrelsen af »inflation tax« høj, fordi der for bankerne er pligt til at placere i statspapirer, og det er sandsynligt, at de sydeuropæiske lande under alle omstændigheder vil blive nødsaget til at opgive denne placeringspligt i forbindelse med kapitalliberaliseringen inden for EF (Drazen 1989). For Danmark vil tabet af »inflation tax« være lille. Mængden af udestående sedler, mønt og postgiroindskud udgjorde ultimo 1989 35,5 mia. kr. svarende til ca. 5 pct. af bruttonationalproduktet. Antages en stigning i denne primære pengeforsyning svarende til en inflation på 4 pct. årligt, vil det årlige provenutab andrage ca. 0,2 pct. af bruttonationalproduktet.

Den praktiske gennemførelse af en fælles pengepolitik er forbundet med en række

vanskeligheder. Det er vanskeligt at forestille sig en fælles centralbank anvende open-market operations (dvs. køb og salg af værdipapirer), da dette bl.a. indebærer, at der vil blive tale om et valg mellem køb af forskellige landes statsobligationer. Der bliver her ved tale om monetær finansiering af budgetunderskud. Det er også vanskeligt at forestille sig en fælles centralbank træde i direkte kontakt med pengeinstitutter og anvende udlån til enkelte pengeinstitutter som instrument. Givet det store antal pengeinstitutter i EF forekommer en sådan udformning uoverskuelig. Formentlig vil det mest realistiske være et two-tier-system, hvor den fælles centralbank fastsætter delmål for de nationale centralbanker og eventuelt gennem instrumenter – f.eks. tvungen finansiering i den fælles centralbank eller varierende kassereservekrav – sikrer opfyldelse af disse delmål (jfr. Ciampi 1989 og Thygesen 1989c).

På baggrund af de betydelige ændringer, der gennem det sidste tiår har været i strukturen af de finansielle systemer, forekommer det hensigtsmæssig med en høj grad af fleksibilitet ved indretningen af en fælles pengepolitik. Eventuelt kan det blive et problem at sikre en sådan fleksibilitet, hvis pengepolitikken undergives for stramme regler.

Selv efter etableringen af en fælles europæisk centralbank er det muligt, at de nationale centralbanker beholder kompetencen med hensyn til nogle pengepolitiske instrumenter. Det er f.eks. muligt, at de nationale centralbanker fortsat gennem henstillinger og/eller aftaler om kreditgivning, reklamering for udlån m.v. kan bevare en vis handlefrihed. I nyere pengepolitisk litteratur fokuseres der meget på asymmetrisk information, hvilket understreger betydningen af kreditrationering som instrument (jfr. bl.a. Fazzari, Hubbard og Petersen 1988). Gennem ændringer i beskatning af kapitalindkomst eller i rentefradragsret er der ligeledes

mulighed for at påvirke efterspørgslen. For flere af disse instrumenter gælder det, at internationaliseringen skaber omgængeligheder, men det er muligt, at netop det forhold, at der etableres nye relationer mellem centralbankerne, og at foranstaltninger iværksat af et land derfor måske kan blive støttet af andre centralbanker, kan give mulighed for større effektivitet for visse af disse instrumenter.

10. Alternativet til en monetær union

En stillingtagen til en monetær union må afhænge af de alternativer, der eksisterer. Der er flere faktorer, som trækker i retning af, at en videreførelse af EMS i den nuværende form vil give anledning til voksende problemer.

Flere forhold tyder på, at EMS har virket asymmetrisk, idet Tyskland har øvet en dominerende indflydelse. Der har således gennem de senere år været flere eksempler på, at andre lande har været tvunget til at ændre centralbankrentesatserne efter en tysk renteændring. Flere studier – bl.a. Mastropasqua, Micossi og Rinaldi (1988) samt Russo og Tullio (1988) – viser, at Tyskland har steriliseret kapitalbevægelser, dvs. at virkningen af valutainterventioner på den primære pengemængde i Tyskland er blevet neutraliseret, mens andre lande i højere grad har undladt at foretage sterilisation.⁹ Det er spørgsmålet, om et sådant tysk førerskab på det monetære område på længere sigt er politisk acceptabel for de andre EF-lande, specielt efter at den tyske indflydelse efter genforeningen på andre områder må ventes at vokse.

Hertil kommer, at den økonomiske problemstilling i dag er anderledes end gennem 80'erne. Gennem 80'erne var hovedproblemet at nå en lavere inflation, og i denne periode var de andre EF-lande villige til at underka-

ste sig tysk førerskab, idet tilknytningen til DM kunne øge troværdigheden og bevirke, at inflationen blev bragt ned mod det tyske niveau. I 1990 er problemstillingen anderledes. I de fleste EF-lande er der nu nået en lav inflation, og inflationen ligger i flere af EMS-landene lavere end i Tyskland. Der har gennem de senere år været en betydelig kapitalindstrømning til lande, som tidligere blev anset for »valutarisk« svage, hvilket mindsker behovet for en stram pengepolitik i disse lande. Dette rejser spørgsmålet, dels om andre mål bør gives højere prioritet – bør man søge at stimulere efterspørgslen? – dels om den bedste metode til at sikre en lav inflation vil være en fortsat tilknytning til DM. Under alle omstændigheder gør den nye situation det nødvendigt med en egentlig koordination i EMS (ikke blot en politik om at følge Tyskland), hvilket mest effektivt kan ske gennem oprettelsen af en fælles centralbank, hvor lande tvinges til en fælles politik. Også udvidelsen af EMS-valutasamarbejdet med Spanien (1989) og UK (1990) taler for en styrkelse af EMS (Gros og Thygesen 1990).

Permanent højere oliepriser kan bevirke, at betalingsbalancehensynet påny får en fremtrædende plads i den økonomiske politik, hvilket ligeledes kan øge ustabiliteten i EMS. Et af de områder, hvor der i EF har været manglende konvergens, har netop været med hensyn til udligning af betalingsbalanceulige vægte, men stabiliteten af EMS er hidtil blevet begunstiget af den betalingsbalanceforbedring, som EF-landene under et har oplevet på grund af faldende oliepriser samt tidligere stærk økonomisk ekspansion i USA og Japan.

Endelig er det sandsynligt, at Tysklands mulighed for at spille rollen som »monetært anker« i Europa vil blive reduceret. Sandsynligvis er der i de kommende år også i Tyskland udsigt til større ustabilitet i pengeefterspørgselsfunktionen på grund af strukturrefor-

merne på de tyske finansielle markeder siden midten af 80'erne samt på grund af genforeningen. Også en eventuel udvikling hen mod »currency substitution« (dvs. at borgere i et land i stigende omfang holder fremmed valuta) kan bidrage til ustabilitet.

En række bidrag i den økonomiske litteratur har fremhævet, at den fri bevægelighed af kapital mellem EF-landene (gennemført med kapitaldirektivet vedtaget i juni 1988) kan destabilisere EMS, hvorfor det er nødvendigt med en udbygning. Således har Padoa-Schioppa (1983) fremhævet den »inkonsistente trio«, dvs. at det er umuligt på en gang at opretholde frie kapitalbevægelser, faste valutakurser og kontrol med pengemængden. Erfaringerne gennem de senere år tyder imidlertid ikke på, at kapitalliberaliseringen har indsnævret handlefriheden i pengepolitikken, og det er spørgsmålet, om valutarestriktionerne tidligere havde virkning. Som påpeget bl.a. af Giavazzi og Giovannini (1989) har der i perioder op til valutakriser været en forskel mellem den korte rente på off-shore-markederne (dvs. markedet uden for regulering) og den indenlandske rente, hvilket kan tolkes som udtryk for, at valutarestriktionerne har været virkningsfulde. Det er imidlertid værd at holde fast ved, at renteforskellene kun har eksisteret over kortere perioder.

11. Nogle synspunkter vedrørende debatten i Danmark

Forslaget om en europæisk centralbank blev internationalt i 80'ernes økonomiske diskussion lanceret af Niels Thygesen i et arbejdspapir fremlagt på en konference om europæisk monetær integration i maj 1987 (publiceret som Niels Thygesen 1989a). Det er på denne baggrund bemærkelsesværdigt, at den danske debat hidtil har været præget af få bidrag. Blandt de vigtigste har været Christen Sørensens nyligt publicerede bog (Christen Sørensen 1990).

Det er et hovedsynspunkt hos Christen Sørensen (1990), at en monetær union vil bryde sammen, medmindre den følges op af en politisk union. Dette begrundes med erfaringerne fra tidligere valutaunioner: den skandinaviske møntunion, den latinske møntunion samt den »monetære forening« af Tyskland og Italien. Der er flere indvendinger mod synspunktet. Erfaringerne med de hidtidige møntunioner viser snarere, at der ikke har været nogen entydig sammenhæng mellem politisk statsdannelse og møntområde. F.eks. blev der i realiteten først skabt en »ens« valuta i USA med oprettelsen af Federal Reserve System i 1913, idet hver bank tidligere udstedte egne pengesedler, der blev solgt med en »discount« over for hinanden. Den italienske møntunion blev ligeledes først skabt i 1893, dvs. over 30 år efter dannelsen af den italienske stat. Går man tilbage til perioden før 1850, var der i mange tilfælde – bl.a. i Danmark – tale om »konkurrerende« anvendelse af mønter udstedt af statsoverhoveder fra forskellige lande. Flere af eksemplerne fra 1800-tallet viser, at møntunioner blev betragtet »ikke-politisk«: der var formentlig ingen, som havde bagtanker om etablering af en »latinsk« stat, ligesom skandinavismen politisk var skrinlagt ved dannelsen af den skandinaviske møntunion i 1873. Det er iøvrigt vanskeligt at sammenligne forholdene i 1800-tallet med situationen i dag. Muligheden for pengeudstedelse var formentlig dengang af større betydning end nu, da »inflation tax« tilvejebragt gennem pengeudstedelse var et middel til at finansiere krige og derved sikre statens overlevelse.

12. Konklusioner

Hovedargumenterne for en monetær union ligger formentlig i første række på det mikroøkonomiske plan: en monetær union kan lette samhandelen og kan bidrage til mere effektive finansielle markeder. En monetær union vil endvidere gøre det lettere at nå en

lavere inflation. Den mindre pengepolitiske autonomi samt den mindske mulighed for at nå betalingsbalancemål vil formentlig ikke give anledning til negative effekter.

Det kan som en principiel holdning fremføres, at det er forkert, at en fælles europæisk centralbank ikke undergives større demokratisk kontrol. Derimod er det tvivlsomt, i hvilket omfang der er omkostninger i form af større ledighed ved at forfølge et mål om prisstabilitet, og der er ikke historiske sammenhænge, som tilsiger, at en monetær union udvikler sig til en politisk union, selv om det er klart, at en monetær union indebærer et yderligere skridt i retning af europæisk integration og dermed et forenet Europa.

Endelig er det sandsynligt, at der kan ventes en betydelig psykologisk effekt i form af svækket erhvervstillid og herved lavere produktion/beskæftigelse, hvis et enkelt land ikke tilslutter sig en monetær union inden for EF. Denne effekt kan blive af væsentlig betydning. Der har tidligere været eksempler på en betydelig psykologisk effekt, f.eks. skete der gennem 60'erne en markant stigning i samhandelen mellem EF-landene, som ikke kan forklares med afviklingen af de forholdsvise beskedne toldskrænker. Det er også sandsynligt, at diskussionen omkring EFs indre marked gennem de senere år har haft en betydelig psykologisk effekt og har været en af hovedfaktorerne bag konjunkturopsvinget i de centrale EF-lande fra 198.

En monetær union kan især føre til problemer på to områder. For det første gives der afkald på valutakursjusteringer som et stabiliseringspolitisk instrument til at fastholde beskæftigelsen.¹⁰ Dette hensyn må dog holdes op mod andre hensyn, bl.a. hensynet til en høj produktivitetsstigning, ligesom betydningen af valutainstrumentet som stabiliseringsinstrument må ses på baggrund af den lønfleksibilitet, det er muligt at tilveje-

bringe i en økonomi.¹¹ For det andet er det som argumenteret ovenfor sandsynligt, at det for at sikre funktionen af en monetær union vil være nødvendigt med en videre afgivelse af finanspolitisk kompetence, hvilket af principielle grunde kan anses for betænkeligt.

Noter

1. En dansk undersøgelse foretaget af Knudsen (1989) giver tilsvarende resultat.
2. En valutakrise, hvor det med kort varsel ikke længere er muligt at opnå finansiering i udlandet, forudsætter formentlig, at udenlandske kreditorer tidligere har fejlvurderet debitorers tilbagebetalingsmuligheder, idet man ellers må forestille sig en periode med gradvist strammere kreditvilkår og lukning af kreditmuligheder. En fejlvurdering af debitorers tilbagebetalingsmuligheder er formentlig ikke urealistisk i praksis, jfr. erfaringerne med udviklingslandenes gældskrise fra 1982.
3. Spørgsmålet har iøvrigt været diskuteret bl.a. af Blomgren-Hansen (1984), Jespersen (1984) samt Østrup (1988).
4. For en oversigt, se f.eks. Marston (1988).
5. En betydelig teoretisk litteratur er gennem de senere år opstået om dette emne, jfr. bl.a. Giavazzi og Pagano (1988) samt Giavazzi og Giovannini (1989).
6. EF-Kommissionen (1990) bemærker vedrørende dette spørgsmål noget selvmodsigende, at de overflødiggjorte ressourcer kan anvendes til ECU-transaktioner. Hvis dette er tilfældet, vil den positive samfundsmæssige effekt i form af mindsket ressourceforbrug imidlertid helt falde væk (bortset fra i det omfang anvendelsen af ECU bevirker en større markedsandel for europæiske finansvirksomheder i udlandet).
7. For en diskussion af behovet for finanspolitisk koordination, se bl.a. Buiter og Kletzer (1990), Glick og Hutchison (1990) og Lamfalussy (1989).
8. Klassiske bidrag er Mundell (1963) og Tobin (1967).

9. For en oversigt over funktionen af EMS, se Gros og Thygesen (1988).

10. I Delors-rapporten bemærkes det: »...the implications of such a move would be far-reaching. The permanent fixing of exchange rates would deprive individual countries of an important instrument for the correction of economic balances and for independent action in the pursuit of national objectives, especially price stability...« (Committee for the Study of Economic and Monetary Union 1989, s. 20).
11. Delors-rapporten fremhæver uden nærmere begrundelse, at »...governments, for their part, would refrain from direct intervention in the wage and price formation process...« (Committee for the Study of Economic and Monetary Union 1989, s. 24). Modsat kan det imidlertid også argumenteres, at en central lønfastsættelse – og eventuelt en indkomspolitik – kan være hensigtsmæssig netop for at sikre løntilbageholdenhed i en situation med svigtende efterspørgsel efter et lands produkter.

Litteratur

- Blomgren-Hansen, N. (1984), »Dansk pengepolitik – teori og erfaringer«, Samfundslitteratur.
- Boughton, J. A. (1989), »Policy Assignment Strategies with Somewhat Flexible Exchange Rates« (optrykt i M. Miller, B. Eichengreen og R. Portes (red), »Blueprints for Exchange-Rate Management«, Academic Press, 1989, s. 125-154).
- Buiter, W. H. og Kletzer, K. M. (1990), »Reflections on the Fiscal Implications of a Common Currency«, Centre for Economic Policy Research, discussion paper no. 418, May 1990.
- Canzoneri, M. B. og Henderson, D. W. (1988), »Is Sovereign Policymaking Bad?«, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 28 (1988), s. 93-140.
- Carraro, C. (1989), »The Tastes of European Central Bankers« (optrykt i M. de Cecco og A. Giovannini (red), »A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS«, Cambridge University Press, 1989, s. 162-189).

- Casella, A. og Feinstein, J. (1989), »Management of a Common Currency« (optrykt i Marcello de Cecco og Alberto Giovannini (red), »A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS«, Cambridge University Press, 1989, s. 131-156).
- Chouraqui, J., Driscoll, M. og Strauss-Kahn (1988), »The effects of monetary policy on the real sector: An overview of empirical evidence from selected OECD countries«, OECD working paper no. 51.
- Ciampi, C. A. (1989), »An operational framework for an integrated monetary policy in Europe« (optrykt i Committee for the Study of Economic and Monetary Union, »Report on economic and monetary union in the European Community« (Delors-rapporten), 1989, s. 225-232).
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union, »Report on economic and monetary union in the European Community« (Delors-rapporten), 1989.
- Dornbusch, R. (1988), »Exchange Rates and Inflation«, The MIT Press.
- Drazen, A. (1989), »Monetary policy, capital controls and seigniorage in an open economy« (optrykt i Marcello de Cecco og Alberto Giovannini (red), »A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS«, Cambridge University Press, 1989, s. 13-32).
- EF-Kommissionen, »One market, one money«, European Economy, no. 44, oktober 1990.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. og Petersen, B. C. (1988), »Financing Constraints and Corporate Investment«, Brookings Papers on Economic Activity, 1, s. 141-195.
- Giavazzi, F. og Pagano, M. (1988), »The Advantage of Tying One's Hands«, European Economic Review, 32, s. 1055-1082.
- Giavazzi, F. og Giovannini, A. (1989), »Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System«, The MIT Press.
- Glick, R. og Hutchison M. (1990), »Fiscal Constraints and Incentives with Monetary Coordination: Implications for Europe 1992«, arbejdspapir til konference om »Financial regulation and monetary arrangements after 1992«, Marstrand, maj 1990).
- Goldstein, M. og Khan, M. S. (1985), »Income and Price Effects in Foreign Trade« (optrykt i R. W. Jones og P. B. Kenen (red), »Handbook of International Economics«, vol. II, Elsevier Science Publishers, 1985, s. 1041-1075).
- Gros, D. og Thygesen, N. (1988), »The EMS – Achievements, Current Issues and Directions for the Future«, Centre for European Policy Studies, CEPS Paper no. 35.
- Gros, D. og Thygesen, N. (1990), »The Institutional Approach to Monetary Union in Europe«, arbejdspapir til konference om Financial regulation and monetary arrangements after 1992, Marstrand, maj 1990).
- Hochman, S. og Palmon, O. (1983), »The Irrelevance of Capital Structure for the Impact of Inflation on Investment«, The Journal of Finance, vol. XXVIII, no. 3, s. 785-794.
- International Monetary Fund (IMF) (1984), »Exchange Rate Variability and World Trade«, IMF Occasional Paper no. 28.
- Jespersen, J. (1984), »Statsgældspolitik i de nordiske lande«.
- Johnson, H. G. (1972), »The Case for Flexible Exchange Rates, 1969« (optrykt i H. G. Johnson, »Further Essays in Monetary Economics«, George Allen & Unwin, 1972, s. 198-228).
- Kenen, P. B. (1969), »The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View« (optrykt i R. A. Mundell og A. K. Swoboda (red), »Monetary Problems of the International Economy«, University of Chicago Press, 1969, s. 41-60).
- Knudsen, D. (1989), »Estimation af industrieksportens priselastisitet«, Nationaløkonomisk Tidsskrift, nr. 2.
- Krugman, P. (1989), »Exchange Rate Instability«, The MIT Press.
- Lamfalussy, A. (1989), »Macro-coordination of fiscal policies in an economic and monetary union in Europe« (optrykt i Committee for the Study of Economic and Monetary Union, »Report on economic and monetary union in the European Community« (Delors-rapporten), 1989, s. 91-125).
- McKinnon, R. I. (1963), »Optimum Currency Areas«, American Economic Review, vol. 53 (September 1963), s. 717-725.
- Marston, R. C. (1985), »Stabilization policies in open economies« (optrykt i R. W. Jones og P. B. Kenen (red), »Handbook of International

- Economics», vol. II, Elsevier Science Publishers, 1985, s. 859-956).
- Marston, R. C. (1988), »Exchange Rate Coordination« (optrykt i M. Feldstein (red), »International Economic Cooperation«, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, 1988, s. 79-136).
- Mastropasqua, C., Micossi, S. og Rinaldi, R. (1988), »The Role of Exchange-Rate Regime in a Disinflation: Empirical Evidence on the European Monetary System« (optrykt i F. Giavazzi, S. Micossi og M. Miller (red), »The European Monetary System«, Cambridge University Press, 1988, s. 252-287).
- Mundell, R. A. (1961), »A Theory of Optimum Currency Areas«, *American Economic Review*, vol. 51 (September 1961), s. 656-665.
- Mundell, R. A. (1963), »Inflation and real interest rate«, *Journal of Political Economy*, June 1963.
- Padoa-Schioppa, T. (1983), »Europäische Kapitalmärkte zwischen Liberalisierung und Restriktion«, *Integration* nr. 1/83, s. 10-23.
- Padoa-Schioppa, T. (1988), »The European Monetary System: A Long Term View« (optrykt i F. Giavazzi, S. Micossi og M. Miller (red), »The European Monetary System«, Cambridge University Press, 1988, s. 369-384).
- Rogoff, K. (1985a), »The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target«, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, s. 199-217.
- Rogoff, K. (1985b), »Can International Monetary Policy Cooperation be Counterproductive?«, *Journal of International Economics*, 18 (1985), s. 199-217.
- Russo, M. og Tullio, G. (1988), »Monetary Policy Coordination within the European Monetary System: Is there a Rule?« (optrykt i F. Giavazzi, S. Micossi og M. Miller (red), »The European Monetary System«, Cambridge University Press, 1988, s. 292-356).
- Perée, E. og Steinherr, A. (1989), »Exchange Rate Uncertainty and Foreign Trade«, *European Economic Review* 33, s. 1241-1264.
- Sørensen, C. (1990), »Danmark – delstat i Europa?«, *Fremad*.
- Thomas, S. H. og Wickens, M. R. (1989), »International CAPM: Why has it failed?«, *Centre for Economic Policy Research, discussion paper* no. 354, November 1989.
- Thygesen, N. (1989a), »Decentralization and Accountability within the Central Bank: Any Lessons from the US Experience for the Potential Organization of a European Central Banking Institution?« (optrykt i P. de Grauwe og T. Peeters (red), »The ECU and European Monetary Integration«, Macmillan Press, 1989, s. 91-114).
- Thygesen, N. (1989b), »Panel Discussion on the Prospects for a European Central Bank« (optrykt i Marcello de Cecco og Alberto Giovannini (red), »A European Central Bank? Perspectives on monetary unification after ten years of the EMS«, Cambridge University Press, 1989, s. 354-364).
- Thygesen, N. (1989c), »A European central banking system – some analytical and operational considerations« (optrykt i Committee for the Study of Economic and Monetary Union, »Report on economic and monetary union in the European Community« (Delors-rapporten), 1989, s. 157-175).
- Tobin, J. (1967), »Money and growth«, *Econometrica*, 1967.
- Von Hayek, F. A. (1978), »Denationalization of Money – the Argument Refined«, *Institute of Economic Affairs*.
- Wihlborg, C. og Willett, T. (1990), »Optimum Currency Areas Revisited« arbejdsrapport til konference om »Financial regulation and monetary arrangements after 1992«, Marstrand, maj 1990).
- Økonomiske Råd (1985), »Dansk pengepolitik under forvandling«.
- Østrup, F. (1988), »Den private kapitalimport 1977-1987«, finans/invest 1/88.
- Østrup, F. (1990), »Internationale vinkler på skatteproblematikken 1-2«, Sparekassen, nr. 3-4.