

Argumenter for og imod etablering af en EF-møntunion; et dansk perspektiv

Af lic. polit. Michael Fuchs, Danmarks Nationalbank*).

I nærværende artikel sammenfattes en række bidrag til debatten om etablering af en EF-møntunion. Artiklens budskab er, at de ofte formodede velfærdsgevinster ved etableringen af en møntunion ikke kan anskues uafhængigt af de enkelte økonomiers tilpasningsbehov ved overgangen til »uigenkaldeligt« faste kurser. Erfaringen med det europæiske valutasamarbejde (EMS) siden 1979 viser, at der fortsat hersker betydelige ubalancer i den realøkonomiske udvikling EMS-medlemslandene imellem – og indtil der er iværksat foranstaltninger, der vil fremme nedbringelse af disse ubalancer synes udgangspunktet for indhøstningen af velfærdsgevinsterne ikke at være til stede.

Artiklen er opdelt i følgende fire sektioner:

I Optimale valutaområder – en gren i den teoretiske litteratur, der stort set ikke er dyrket i de sidste 10 år. Der gives en oversigt over forskellige synspunkter og argumenter for og imod en valutaunion.

II Werner-planen – unionstanken lanceredes i 1970. I hovedtræk gengives planens indhold og baggrunden for, at planen aldrig

blev ført ud i livet. Hvorfor opstår unions-tanken igen i dag?

III Erfaringer med EMS – der gives et resumé vedrørende erfaringer med EMS. Den realøkonomiske uligevægt EMS-landene imellem synes ikke at være blevet mindsket trods den større sikkerhed for så vidt angår de nominelle forhold.

IV Videre skridt mod union – der gives en kritisk vurdering af den etapevise etablering af den monetære union, som skitseret i Delors-gruppens rapport. Endelig peges der på de centrale præmisser ved etablering af en monetær union, hvorefter disse tages op til kritisk vurdering.

I Optimale valutaområder

Der er en forholdsvis omfangsrig litteratur, der søger at besvare spørgsmålet om, hvordan et optimalt valutaområde bør afgrænses. I litteraturen anvendes en række alternative kriterier.

a) Faktormobilitet (Mundell, 1961)

Valutaområder defineres således, at de svarer til områder med høj faktormobilitet. Ifølge dette kriterie bør områderne afgrænses således, at muligheden for at udjævne indkomstforskelle mellem de enkelte valuta-

*) Jeg er meget taknemmelig over kolleger i Nationalbanken og professor Niels Thygesen for kommentarer. Artiklens synspunkter må dog stå for min egen regning.

områder gennem valutakurstilpasninger be-
vares – dvs. hvor der er mangel på tilstrække-
lig høj faktormobilitet. Valutakurstilpasnin-
ger anses som et aktivt instrument til at *øge*
efterspørgslen i områder med underbeskæf-
tigelse og til at *dæmpe* efterspørgslen i områ-
der med fuld beskæftigelse.

Ved vurderingen af Mundell's argumenter
blev der peget på, at det centrale problem er,
at mobilitet på arbejdsmarkedet er relativt
lille mens mobilitet på kapitalmarkedet er
stor (jfr. Fleming, 1971). Mens kapitalmobi-
litet i sig selv kan øge størrelsen af det »opti-
male« område, vil etableringen af større om-
råder kunne akcentuere fordelingsmæssige
uligheder delområderne imellem, fordi kapi-
talen bevæger sig til de områder med størst
økonomisk fremgang. En sammenslutning
af tidligere adskilte valutaområder vil såle-
des kunne øge den samlede velfærd, men
ikke nødvendigvis de enkelte delområders
velstand.

b) Høj grad af åbenhed (McKinnon, 1963)

Nærmest i modsætning til faktormobilitet
som kriterium argumenteres der her, at når
der er stor handel mellem »områder« (dvs.
de handlede varer udgør en stor del af den
samlede produktion), bliver det nemmere at
kompensere for de indkomst- og beskæfti-
gelsesmæssige konsekvenser af et ændret ef-
terspørgselsmønster *uden* at bruge valuta-
kursinstrumentet. Fald i efterspørgslen efter
specifikke produkter i ét område kan for-
holdsvis nemt kompenseres ved øget pro-
duktion af andre varer eller tjenester. Grun-
det den diversificerede efterspørgselsstruk-
tur, vil en valutakursændring i et delområde
have forholdsvis lille effekt på den samlede
efterspørgsel. Omvendt vil det for et område
med lille marginal importtilbøjelighed være
fordelagtigt at kunne kompensere f.eks. for
et efterspørgselsbortfald ved hjælp af en de-
preciering af valutakursen.

c) Produktdifferentiering (Kenen, 1969)

Som pendant til de foregående kriterier fo-
kuseres på retfærdiggørelsen af mange små
valutaområder. Når der produceres for-
holdsvis få standardvarer i et område, vil va-
lutakurstilpasninger kunne have relativ stor
effekt på efterspørgslen.

Ved brug af produktdifferentieringsargu-
mentet nås der frem til kriterier til bestem-
melse af afgrænsning af det optimale områ-
de, der er konsistent med b) ovenfor. Dog er
det væsentligt at gøre sig præmisserne for
valget mellem kriterierne klart, herunder at
der normalt i b) fokuseres på forstyrrelser,
der kommer fra *indlandet*, og i c) på forstyr-
relser, der kommer fra *udlandet* (jfr. Ishiya-
ma, 1975).

Valg af et »optimalt område« kan således
ikke træffes uafhængigt af, hvad for en for-
styrrelse der søges modvirket. Herudover er
det ubesvarede spørgsmål, i hvilken grad
overgangen til faste valutakurser vil øge fak-
tormobiliteten og dermed vil virke gavnligt
på ressource-allokeringen.

Alt i alt efterlader diskussionen om optimale
valutaområder en række ubesvarede spørgs-
mål. Det er nemlig svært at nå til entydige
anbefalinger inden for en *normativ* referen-
ceramme fordi *velfærdsargumenter* ikke kan
bruges isoleret. Argumenter for og imod op-
timale valutaområder skal ses i et *dynamisk*
perspektiv således, at økonomiens tilpas-
ningshastighed eksplicit bliver inddraget i
analysen.

Nedenfor gengives i oversigtsform de argu-
menter, der normalt angives for og imod va-
lutaunioner, og som i øvrigt diskuteres nær-
mere i de følgende afsnit.

Argumenter for;

1. Øget allokeringsefficiens, idet der ikke
længere er nogen valutakursusikkerhed.

Herved fjernes dele af den usikkerhed, der opstår ved langfristede beslutninger.

2. Spekulative kapitalbevægelser elimineres (hvis kurserne er uigenkaldelige faste).
3. Valutareserver behøves ikke mere, idet betalingsbalancen opgøres på konsolideret grundlag.
4. Finanspolitisk integration fremmes/kræves.
5. Der etableres en fælles lavere inflationstakt – såfremt overskudslandene dominerer ved tilrettelæggelsen af budgetpolitikken.

Argumenter imod;

1. Autonomi i den økonomiske politik, herunder den pengepolitiske autonomi, fjernes – opnåelse af allokeringsefficiens forudsætter således enten fælles løn, pris og produktivitetsudvikling eller accept af en afvigende realøkonomisk udvikling i unionens »regioner«.
2. Den nødvendige finanspolitiske koordination vil nedsætte/ophæve den »lokale« økonomiske selvstændighed og kan medføre etablering af større regionale uligheder.
3. Hertil kommer, at asymmetrier i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik vil opstå, såfremt overskudslande dominerer i tilrettelæggelsen af budgetpolitikken – såkaldt deflationær bias.
4. Kapitalflugt til de velstående områder, der så nyder godt af liberaliseringen – og øger »helhedens« velstand, men behovet for regional udligning vil alt andet lige stige.
5. Etablering af et valutaområde fremmer ikke af sig selv arbejdskraftens mobilitet – og mellem områder, der ikke er »socialt homogene«, kan behovet for regional støtte blive større også på lang sigt.

Diskussionen i det følgende er hovedsagelig rettet mod de dynamiske konsekvenser af en bevægelse henimod monetær union for til-

pasningsprocessen og tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Hvilke konsekvenser de normative/velfærds-mæssige argumenter for etableringen af en union vil få i praksis, er det uhyre svært at måle/forudsige. Givet de instrumenter, der i dag er til rådighed på de finansielle markeder for at forsikre markedsdeltagerne mod usikkerhed grundet valutakursbevægelser, er det svært at forestille sig at fjernelsen af den sidste rest af denne usikkerhed vil være forbundet med væsentlige velfærdsgevinster – i hvert fald for andre grupper end eksempelvis turister. På den anden side kan det ikke udelukkes, at det forventede afkast på f.eks. langsigtede investeringer med en integreret valutaunion som afsætningsområde, vil kunne beregnes med større sikkerhed.

II Werner-planen

Allerede i 1970 lanceredes ideen om monetær union indenfor EF. Planen var ambitiøs og, som det efterhånden viste sig, urealistisk. Bemærkelsesværdigt er det alligevel, hvor mange lighedspunkter der er mellem 1970-planen og de tanker, der indgår i den rapport, som »Delors-gruppen« bestående af EFs centralbankchefer, enkelte universitetsøkonomer og under formandsskab af EF-kommissionens formand Jacques Delors udarbejdede til EF's stats- og regeringschefer i april 1989. Perspektiverne i »Delors-planen« gennemgås nærmere i artiklens afsnit IV.

Werner-planens endelige mål var en økonomisk og monetær union, der skulle opnås inden for 10 år omfattende bl.a. central fastsættelse af pengepolitiske mål anvendende en institutionel struktur à la Federal Reserve og koordineret overvågning af de offentlige budgetter.

Planen skulle realiseres i en første og en anden fase. Som mål for *første fase* var større koordinering af den økonomiske politik.

Dette skulle tilvejebringes ved etablering af indikatorer til overvågning af uligevægte. Overvågningsansvaret skulle ligge hos centralbankchef-komiteen. Der skulle etableres kurstilpasningsbånd mellem medlemsstaternes valutaer, der efterhånden skulle indsnævres i takt med den forudsatte konvergens i den økonomiske politik.

I planens *anden fase* skulle autonomi i kurstilpasning opgives. En fælles fond omfattende medlemsstaternes valutaer skulle etableres (for dermed at sikre koordineret intervention over for 3. valutaer).

Virkeliggørelsen af planens første fase blev delvis opnået gennem etablering af Slangesamarbejdet i 1972 og EMS-systemet i 1979. Slangesamarbejdet kan anses som en forløber for EMS-systemet, der er den institutionelle baggrund for valutasamarbejdet i dag. Men sammenlignet med Werner-planens intentioner er der fortsat langt igen. Bl.a. blev aktiv overvågning først etableret i en blid form i 1987 og den ønskede koordinering af pengepolitikken er endnu ikke konkretiseret, om end man har taget visse skridt i den retning (Jfr. Nyborg-aftalerne fra 1987, hvor anvendelse af rentepolitik til forsvar af valutakurspariteterne nævnes eksplicit).

Også med henblik på at skønne over hvilke forventninger, man realistisk bør anlægge vedrørende fremskridt mod en valutaunion i de kommende år, kan det være interessant at vurdere baggrunden for Werner-planens forholdsvist begrænsede gennemslagskraft. Spørgsmålet analyseres nærmere i næste afsnit, hvor erfaringerne med EMS-samarbejdet bliver vurderet. Som overordnet årsag kan nævnes det første olieprishock, hvorefter tiltroen til fleksible valutakurser styrkedes, idet man mente, at hensynet til bevarelsen af stabilitet i den indenlandske aktivitet kunne tilgodeses ved at »assign« (forbeholde) valutakursen til vedligeholdelse af den

eksterne balance. Dette bidrog til, at den planlagte koordinering/integration af den økonomiske politik udeblev – dette gjaldt ikke mindst etableringen af et tættere finanspolitiske samarbejde.

På den anden side erkendtes det samtidigt at anvendelse af fleksible valutakurser, der altså nærmest skulle virke som automatisk regulator til opnåelse af ekstern balance, ikke var omkostningsfrit. Det viste sig, at store fluktuationer i valutakurserne kunne have alvorlige konsekvenser for inflationen og være af begrænset realøkonomisk værdi, grundet langsom tilpasning i økonomiens udbudsside. Bl.a. erfarede man, at producenterne tilpassede deres profitmarginer fremfor deres salgspriser, når der skete en valutakursbevægelse. Formålet hermed var at bevare markedsandele, hvor valutakursændringen ikke betragtedes som vedvarende. Bl.a. på basis af disse erfaringer ændredes gradvist myndighedernes stillingtagen til politikkoordination internationalt. De to internationale aftaler mellem de toneangivende industrilande, der har fået størst indflydelse på valutamarkedene i sidste del af 1980'erne, er Plaza-aftalen fra 1985 og Louvre-aftalen i 1987.

Det tættere internationale samarbejde smittede af på EMS-samarbejdet, hvor koordineringen øgedes. Dette udtryktes klarest ved de institutionelle ændringer, herunder Nyborg-aftalerne (1987), der nedfældede et forstærket EMS-samarbejde bl.a. i form af længere løbende gensidige interventionskreditter, øget villighed til at yde intra-marginale interventionskreditter (dvs. hvor valutaerne ikke befinder sig på deres maksimale udsvingsgrænser) og en hensigtserklæring om større villighed til at bruge rentepolitik i valutakurspolitisk øjemed. Kapitalliberaliseringsdirektivet, hvorefter EF-landene skal have afviklet de aller fleste kapitalrestriktioner senest medio 1990, og aftalen om det indre

marked i EF, som bl.a. stiller krav til et tættere finanspolitisk samarbejde efter 1992, vil også have indflydelse på den økonomiske koordinering blandt EMS-medlemslandene. Bliver disse tiltag ikke ledsaget af en øget grad af koordinering af finanspolitikken og omkostningsudviklingen i medlemsstaterne, forekommer det, at de seneste års tendens til færre og mindre kurstilpasninger blandt EMS-landene ikke vil kunne videreføres.

III Erfaringer med EMS

I denne sektion gennemgås EMS-landenes erfaringer siden systemets oprettelse i 1979. Her tænkes ikke så meget på valutasamarbejdets tekniske formåen, men mere på den underliggende realøkonomiske tilpasning mod øget konvergens, som alt andet lige må anses som forudsætning for en forholdsvis

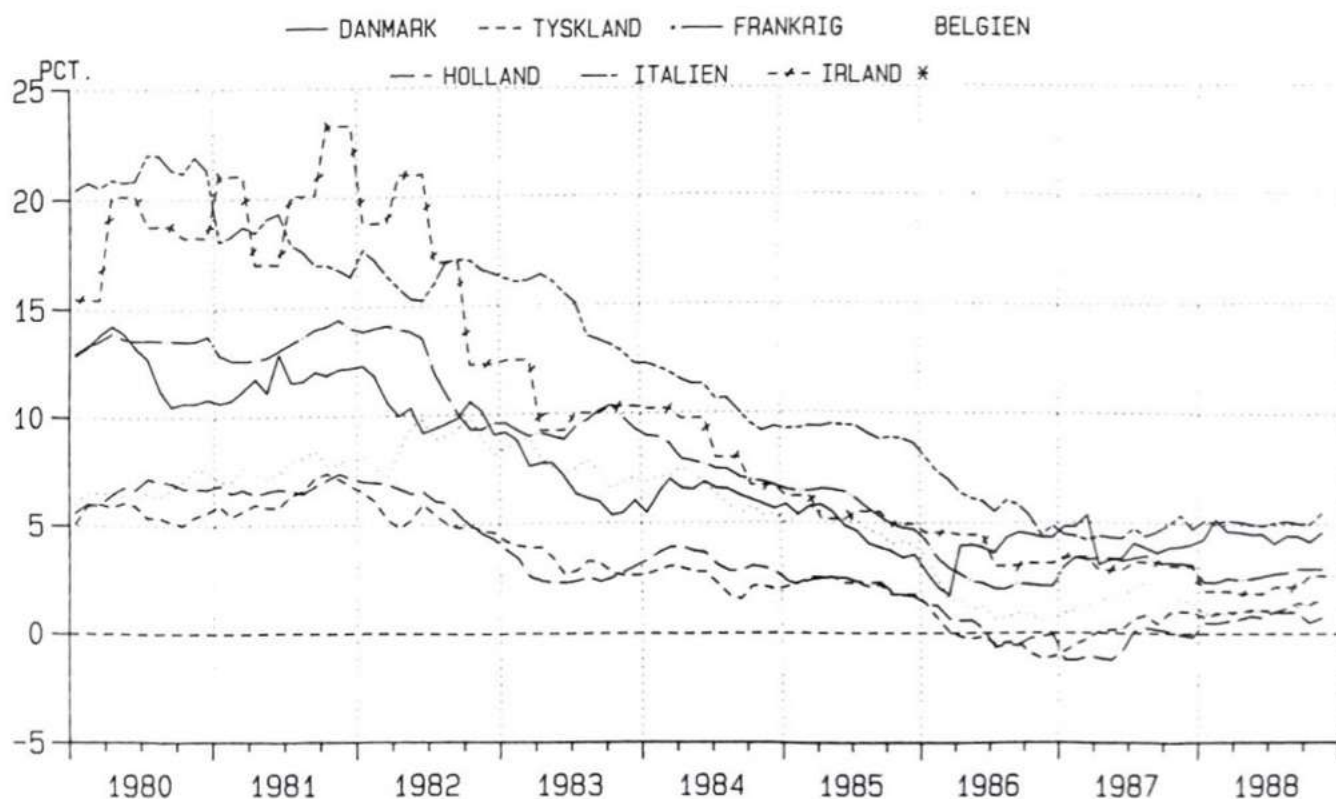
smertefri overgang til fastere pariteter og eventuelt en monetær union.

a) Valutakursstabilitet

Som det fremgår af *figur 1*, har der siden EMS-systemets oprettelse været en klar tendens til en tilnærmelse i inflationstakten EMS-landene imellem. Heri ligger der imidlertid ikke nogen egentlig årsagsforklaring, idet inflationsbekæmpelse generelt, herunder specielt i USA, har fået højere prioritet i 1980'erne end det var tilfældet i 1970'erne.

Tabellerne 1 og 2, der stammer fra et IMF-studie (Ungerer m.fl. 1986), viser, at tendensen til større valutakursstabilitet gælder både for de nominelle og reale valutakurser EMS-landene imellem i perioden efter EMS-systemets etablering. Tabellerne viser samtidig, at valutakursstabiliteten over for ikke-

Figur 1. Forbrugerprisindex.



Månedsgennemsnit, * Irland - kvartalsvis.

År til år ændring.

EMS valutaer er øget en smule sammenlignet med perioden forud for EMS-systemets etablering.

Tabel 1. Variation i de nominelle valutakurser

	I forhold til EMS-valutaer		I forhold til ikke EMS-valutaer	
	1974-78	1979-85	1974-78	1979-85
Belgien	11	7	18	23
Danmark	13	8	17	23
Frankrig	17	8	19	24
Tyskland	15	7	18	22
Italien	19	9	20	21
Holland	11	6	18	24
Japan	21	22	20	27
Sverige	15	17	19	20
Schweiz	20	13	24	26
U.K.	17	21	19	24
U.S.A.	19	27	16	21

Anm.: Variation måles som standard afvigelse af logaritmen til det månedlige gennemsnit af de bilaterale valutakurser.

Kilde: Ungerer m.fl. (1986).

Tabel 2. Variation i de reale valutakurser

	I forhold til EMS-valutaer		I forhold til ikke EMS-valutaer	
	1974-1978	1979-1985	1974-1978	1979-1985
Belgien	12	8	19	25
Danmark	17	8	20	24
Frankrig	17	9	19	25
Tyskland	16	8	19	23
Italien	20	9	21	22
Holland	13	7	20	25
Japan	23	23	24	29
Sverige	16	19	20	21
Schweiz	21	13	25	26
U.K.	18	24	21	28
U.S.A.	20	28	18	27

Anm.: Variation måles som standard afvigelsen af logaritmen til det månedlige gennemsnit af de reale bilaterale valutakurser anvendende MERM vægte og relative forbrugspriser.

Kilde: Ungerer m.fl. (1986).

Heraf kan konkluderes, at den lavere inflationsstakt, som man har oplevet internationalt,

ikke af sig selv har været tilstrækkelig til at skabe større valutakursstabilitet på global plan, men indenfor EMS har de gensidige aftaler bl.a. om valutamarkedsintervention, der danner »rygraden« i EMS-systemet, haft en selvstændig stabiliserende indflydelse på valutakursdannelsen. Her bør det understreges, at ud over selve EMS-systemets indretning, har EMS-landene erfaret at paritetsændringer, når disse holdes indenfor de allerede aftalte udsvingsmargener, kan kombineres med en (mindre) appreciering af markedskursen af den valuta, hvis centralkurs bliver nedskrevet, i hvert fald i en kortere periode følgende efter paritetsændringen. Ved en sådan benyttelse af bånd-systemet (normalt forbundet med betegnelsen »crawling-peg«) påføres spekulanter, der typisk har taget meget korte positioner mod den devaluerende valuta, tab – og dermed øges systemets selvstabiliserende egenskaber. Denne praksis – umiddelbar appreciering af den devaluerende valutas markedskurs efter en kurstilpasning – er bl.a. anvendt af Danmark siden 1983.

b) Tilpasning hen imod større realøkonomisk konvergens

Tendensen henimod større »nominel sikkerhed« (d.v.s. konvergens i inflationsrater og større valutakursstabilitet) synes ikke – i hvert fald indtil videre – at være ledsaget af den ønskværdige realøkonomiske tilpasning. Som resultat af den stigende nominelle sikkerhed kunne man have forventet en relativ stigning i handelsomfanget EMS-landene imellem. Tabel 3 viser, at for de »gamle« EF-landes vedkommende, herunder Danmark, har handlen med andre EF-lande som andel af den samlede handel nærmest stagneret siden 1979. Stagnationen i integrationsprocessen i EF-området synes således ikke at pege på EF som et »naturligt« optimalt valutaområde.

Om end tabel 3 illustrerer en udviklingstendens, skal den ikke tolkes for håndfast, idet en del af forklaringen på de uændrede markedsandele i *intra*-EF-handlen kan tilskrives større vækst i handel med lande *udenfor* EF. Dette bliver tildels illustreret i *tabel 4*, der viser, at væksten i udenrigshandlen siden EMS-systemets etablering i 1979 har været lavere EMS-landene imellem end i den forudgående 5-års periode. Samtidig er handlen med ikke-EMS lande vokset ca. dobbelt så kraftigt som *intra*-EMS handlen. Udviklin-

gen i handelsomfanget peger således heller ikke umiddelbart i retning af, at større valutastabilitet har ansporet til større vækst i handelssamkvemmet EMS-landene imellem. På den anden side skal man være varsom med at trække for håndfaste konklusioner. Dels havde væksten i *intra*-EMS handlen muligvis været endnu mindre uden EMS-samarbejdet, dels afspejler udviklingen i handelsomfanget vækstraterne i og udenfor EMS (jfr. nærmere omtale nedenfor).

Tabel 3. Andelen af handel (eksport + import) med andre EF-lande.

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Danmark	51,0	50,6	48,1	50,1	49,5	46,3	47,1	49,4	50,3
Vesttyskland	51,1	49,9	49,1	50,2	50,7	50,0	50,9	51,5	52,7
Belgien	71,6	68,3	66,4	68,2	69,4	69,0	70,1	72,7	73,4
Holland	66,4	64,4	63,7	65,3	65,4	64,6	66,2	69,6	69,7
Frankrig	54,7	51,3	49,0	50,8	52,3	52,4	53,7	57,7	59,6
Irland	75,6	74,2	72,4	51,5	69,7	68,2	67,8	69,8	70,2
Italien	49,9	48,6	44,4	45,4	46,5	45,6	49,4	54,8	56,3
England	46,0	45,2	44,4	45,5	47,3	47,5	49,0	50,0	51,3
Grækenland	46,5	43,8	48,7	47,3	50,7	51,2	50,1	60,0	64,1
Spanien	42,6	39,3	35,9	38,4	39,9	42,0	43,7	54,7	58,4
Portugal	51,9	49,6	48,8	50,9	50,8	50,4	53,0	63,0	66,0
EF i alt	55,9	54,1	51,7	53,1	53,9	53,3	54,6	58,1	59,4

Kilde: Valutafondens International Financial Statistics.

Mest graverende synes imidlertid at være tendensen til større uligevægt i handelssamkvemmet EF-landene imellem. Dette er søgt illustreret for Danmark og udvalgte større EF-lande i *figur 2*. Generelt er indtrykket, at den andel af de enkelte EF-landes handelsbalancer, der kan henføres til *intra*-EF handel, har været stigende. Til dels kan udviklingen tilskrives større ubalance i handlen mellem de EF-lande, der deltager i EMS-systemet og de øvrige EF-lande (herunder specielt England). På den anden side må hensigten – på sigt – være at inddrage disse lande, der foreløbigt ikke deltager i det snævre samarbejde, i dette samarbejde. Dette skridt indgår allerede i Delors-planen første etape, jfr.

nærmere omtale i afsnit IV. Selv om et mere bindende valutasamarbejde naturligvis kunne etableres uden disse EF-lande, er det væsentligt at samarbejde på sigt indtager alle EF-lande, herunder ikke mindst »Europas finanscenter«, London.

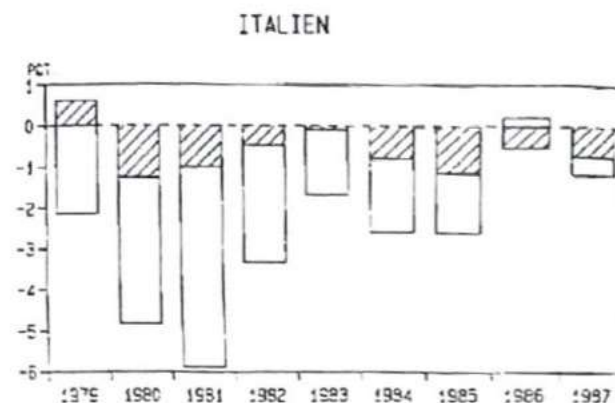
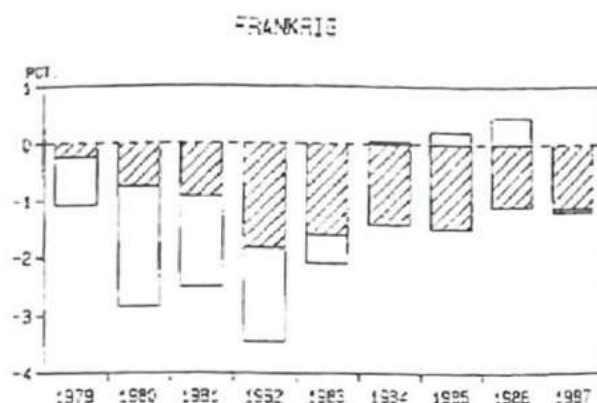
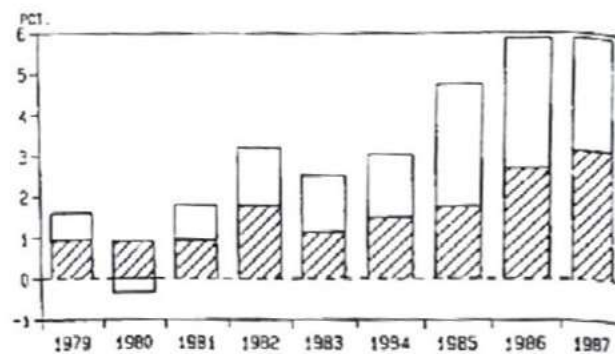
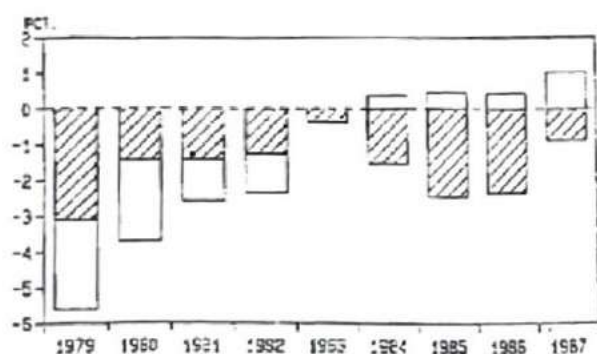
Tabel 4. Gennemsnitlig årlig vækst i handelen (eksport + import) i faste priser. (pct.)

	1973-1978	1979-1985
Mellem EMS-lande	4,9	2,8
Mellem EMS og andre lande	6,6	5,6
Mellem EMS og andre lande (ekskl. USA)	7,4	5,7

Kilde: De Grauwe (1987).

HANDELSBALANCE OVERFOR EF-LANDE OG ØVRIGE UDLAND
MÅLT I PCT. AF BNP

FIGUR 2



KILDE: IMF, DIRECTION OF TRADE STATISTICS
SKRAVEREDE FELTER ER EF-LANDE

c) Deflationær bias

Ikke alene har tendensen imod annullering af de fundamentale uligevægte i udenrigshandlen i 1980'erne været skuffende, men samtidig har EF-området haft relativt lav GNP-vækst og høj arbejdsløshed. Givet de mindre kursbevægelser, der har kendetegnet EMS-området, kan et medlemsland, som har en præference for højere vækst og lavere arbejdsløshed, have svært ved at stimulere økonomien ved hjælp af f.eks. fiskal ekspansion uden samtidig at pådrage sig et handelsbalanceunderskud. Med »fastere« valutakurser oplever det enkelte EMS-land, at en større del af landets fiskale ekspansion »eksporteres« til andre lande, der deltager i valutakurssamarbejdet. Ved at anlægge en mere ekspansiv fiskal politik end de øvrige lande, pådrager det pågældende EMS-land sig såle-

des problemer i form af en forværring af handelsbalancen.

Under Bretton-Woods valutakurssamarbejdet, der endelig opløstes i 1973, var det i høj grad USA, der pådrog sig rollen som »lokomotivnation« - d.v.s. USA akkumulerede et underskud i samkvemmet med andre lande (med større præference for lavere inflation/højere arbejdsløshed). Dollarens rolle som ene-reservevaluta sikrede dog samtidig, at USA fortløbende kunne finansiere betalingsbalanceunderskuddet uden samtidig at pådrage sig rentebærende gæld. I EF sætter det land, som mest naturligt kunne overtage »lokomotiv« rollen - Tyskland -, højst prioritet på lav inflation. Dette kan være en væsentlig grund til, at man i EF har oplevet lavere GDP vækst siden 1980 end i USA (og Ja-

pan). Samtidig er arbejdsløsheden i EF steget kraftigt for at bevæge sig over niveauet i USA. Udviklingen adskiller sig fra de foregående årtier, hvor man oplevede højere vækst og lavere arbejdsløshed i EF end i USA, jfr. *tabel 5*.

Tabel 5. Økonomiske Nøgletal

	GNP vækst (pct. pr. år)		
	1968-1973	1974-1979	1980-1988
EF	4,9	2,4	1,9
OECD-euro	4,8	2,4	2,0
U.S.A.	3,2	2,6	2,6
Japan	9,5	3,7	4,1

	Arbejdsløshed (pct.)		
	1968-1973	1974-1979	1980-1988
EF	2,6	4,7	9,9
OECD-euro	3,4	5,3	9,8
U.S.A.	4,8	6,8	7,5
Japan	1,2	1,9	2,5

Kilde: OECD Economic Outlook.

Valutakurstilpasninger mellem EMS-landene anvendtes forholdsvis hyppigt og med større procentvise ændringer i pariteterne indtil marts 1983. Herefter er kurstillpasningerne blevet noget sjældnere og procentvis mindre. Siden 1982 har nedbringelsen af inflationsniveauet og bevarelsen af »fastere«

Tabel 6. Ændring i det strukturelle budgetoverskud som pct. af BNP

	EMS	Udenfor EMS ¹⁾	Europæiske lande udenfor EMS
1980-81	- 0,36	0,41	0,94
1982-85	0,53	- 0,20	- 0,04

1) Omfatter OECD-landene alene.

Anm.: En stigning i budgetoverskuddet virker kontraktivt og et fald virker ekspansivt.

Kilde: De Grauwe (1987) og OECD Economic Outlook.

valutakurser været forbundet med en mere kontraktiv finanspolitik indenfor EMS end i de andre europæiske lande og i de øvrige OECD lande set under ét, jfr. *tabel 6*. Disse tal peger således ligeledes i retning af en deflationær bias indenfor EMS.

Størrelsen af denne bias er til dels blevet modereret af bevægelsen henimod mere liberale kapitalbevægelser i EMS-området. Uden samme grad af kapitalmobilitet vil en fiskal kontraktion (i en medlemsstat med høj inflation) medføre større nedgang i efterspørgsel end, når kapitalmobiliteten er større. Med større kapitalmobilitet vil selv et lille fald i den indenlandske rente (forårsaget af nedgangen i efterspørgselspresset) medføre kapitaleksport og kunne virke stimulerende i de andre medlemsstater – givet at disse stater ikke strammer deres finanspolitik tilsvarende.

IV Videre skridt mod union

Denne afsluttende sektion er disponeret i tre dele. Først gennemgås de trin, der eventuelt kunne indgå i etableringen af et snævrere samarbejde og på lidt længere sigt etableringen af én fælles valuta. Derefter skitseres hvilke præmisser, der ligger bag ønsket om etablering af faste EMS-kurser. Endelig tages disse præmisser op til kritisk vurdering set i lyset af erfaringerne med den økonomiske udvikling indenfor EMS-området, jfr. sektion III ovenfor.

a) Praktiske skridt mod en union

Inden der eventuelt etableres en egentlig valutaunion vil det være naturligt at foretage yderligere *tilpasning i de institutionelle rammer* for EMS-samarbejdet, som vil virke befordrende for tættere politik-koordination.

I Delors-rapporten forestiller man sig, at etableringen af det fælles valutaområde opnås i 3 etaper. Det væsentligste institutionelle indhold i første etape, som ønskes indledt

samtidig med ophævelsen af kapitalrestriktionerne i EF pr. 1. juli 1990 er, at alle EF-lande bliver tilsluttet det snævre EMS-samarbejde inden etappen afsluttes (dvs. der skal gælde ensartede udsvingsmargener for alle EF-lande). Iværksættelsen af 2. etape kan først ske, når en ny traktat er trådt i kraft. Først i løbet af 2. etape forestiller man sig, at de nuværende udsvingsmargener for de bilaterale pariteter (p.t. maksimalt 2,25 pct.) skal indsnævreres. I 3. etape etableres den egentlige møntunion. Der er ikke udarbejdet en tidsplan for afslutning af 1. etape eller for gennemførelsen af 2. og 3. etape. Dette nok så meget for at undgå samme fejl, som blev begået ved udarbejdelse af tidsplanen i Werner-planen.

Gradvis ønskes således udsvingsmarginerne indsnævret for endelig at blive ophævet. I 1. og 2. etape er den kursbevægelse, der kan finde sted *uden* en ændring i de bilaterale pariteter imidlertid kun ét element i bestemmelsen af størrelsen af den »tilladte« kurstilpasning. Lige så væsentligt er benyttelsen af båndbredden og ikke mindst *hyppigheden af paritetsændringer*. Her mener Delors-gruppen at »kravet om øget indbyrdes overensstemmelse i EF-landenes makroøkonomiske politik er forårsaget af den voksende modvilje mod ændringer i valutakurspariteterne«. Det spørgsmål, der søges besvaret i det følgende, er om denne »modvilje« med fordel skal søges opretholdt for senere at blive cementeret i en valutaunion.

Det helt centrale ved benyttelse af crawling-peg systemet er, at *tilliden* til systemets stabilitet bevares. Som nævnt tidligere, er en væsentlig faktor til bevarelsen af denne tillid, at der indenfor det »nye« bånd efter en paritetsændring er mulighed for en appreciering af den devaluerende valutas markedskurs. Det er med andre ord svært at afgøre om sjældne, større (stor båndbredde) eller hyppige, små kurstilpasninger (lille båndbredde) er at foretrække for så vidt angår tiltroen til

systemets stabilitet. Med det eksisterende behov for realøkonomisk tilpasning og inflationsforskelle ville en fastlåsning af pariteterne («per jure» eller »de facto») ikke virke troværdigt. Man kan imidlertid frygte, at den fornyede politiske interesse for unionstanken vil medføre en fastlåsning af pariteterne »de facto« med potentielt graverende konsekvenser for systemets stabilitet på sigt.

Som et praktisk første skridt henimod *tættere koordinering af den makroøkonomiske politik* peger Delors-rapporten på behovet for iværksættelse af mere intense meningsudvekslinger blandt medlemsstaterne om udviklingstendenser, herunder vedrørende tegn på spænding grundet modsatrettede eller inkonsistente bevægelser i de makroøkonomiske indikatorer. De to fora, hvor diskussioner om disse emner skal finde sted, er i EF's centralbankguvernørkomité og ved møderne blandt EF's økonomi- og finansministre, der begge mødes ca. 10 gange om året. Som led i første etape skal begge disse organers kompetencefelter udvides således, at der kan ske samordning af budgetpolitikken og at centralbankguvernørkomitéen bliver mindre anonym – dvs. afgiver udtagelser til Ministerrådet og landenes regeringer og forelægger en årsrapport. Samtidig er det tanken, at komitéen skal høres om større pengepolitiske beslutninger – vel af praktiske årsager alene de beslutninger, der er af mere langsigtet karakter.

Delors-rapporten 2. og 3. etape beskriver en trinvis bevægelse henimod monetær union, hvor *beslutningskompetence vedrørende budget- og pengepolitikken overdrages til fællesskabets institutioner*, herunder et nyoprettet Europæisk Centralbanksystem. Enemålet er etablering af de uigenkaldelige faste valutakurser, men om tidsplanen herfor bemærkes det, at »betingelserne for at gå fra én etape til den næste kan ikke fastsættes på forhånd. Man kan heller ikke i dag sige

noget om, hvornår disse betingelser vil foreligge». Skulle det imidlertid ske, at det tættere samarbejde etableres for tidligt – og skulle et eller flere lande mod forventning senere se sig nødsaget til at forlade samarbejdet – ville overgangen fra den første til de næste faser i samarbejdet kunne svække EMS-systemets troværdighed alvorligt.

Som et mere definitivt skridt i retning af etableringen af en egentlig union foreslog et mindretal i Delors-gruppen, at der allerede som led i 1. etape skulle etableres *en pulje af internationale reserver*, som kunne bruges til koordineret intervention mod tredje valuta (dollaren og yen). Delorsgruppens flertal besluttede imidlertid at udskyde anbefalingen om etableringen af en fælles reservepulje til 2. etape. Ud over det kosmetiske ved etablering af en fællespulje af reserver forekommer det reelle indhold i dette forslag at være noget tyndt. Allerede i dag er centralbankkoordination, både for så vidt angår intervention mod tredje valutaer og bilateralt i EMS, veludviklet og normalt velfungerende. Hertil kommer, at en egentlig institutionalisering af dette samarbejde vil være forbundet med en række juridiske/praktiske problemer.

Det er tanken at etablere «*Det Europæiske Centralbanksystem*» i Delors-planens 2. etape. Som navnet antyder, bliver de opgaver, der forvaltes af de nationale centralbanker efter unionens etablering, nogenlunde af samme art som hos de regionale afdelinger i Federal Reserve Systemet i USA. Regionale centralbankafdelinger vil med deres decentrale ekspertise kunne bidrage med indsigt i lokale finansielle forhold og vil derfor fortsat have en komparativ fordel, hvad vedrører f.eks. vurdering af soliditeten hos enkelte finansielle institutioner og dermed udlodning af likviditetsstøtte til de lokale enheder, der eventuelt måtte komme i vanskeligheder.

Denne "lender of last resort" facilitet –

kombineret med visse tilsynsmæssige opgaver – vil være centralbankafdelingernes eneste mere selvstændige vurderingsopgave. Penge-, obligations- og valutamarkedsintervention (nu alene mod tredje valutaer) vil skulle koordineres tæt med de øvrige centralbanker i den europæiske »open market committee«, for at sikre den ønskede pengepolitik i unionen som helhed. Set med institutionelle øjne er ideen om en monetær union således på mange måder et spørgsmål om enten/eller. Med de eksisterende forskelle i realøkonomierne blandt medlemsstaterne, og dermed ganske forskellige forudsætninger for at kunne tilrettelægge tilpasningen mod større konvergens, forekommer tanken om lanceringen af unionen i 1990'erne at være præmatur. Givet de implicite bindinger for den realøkonomiske udvikling i medlemsstaterne, en union ville medføre, er det ikke usandsynligt, at »Delors-planen« kommer til at lide samme skæbne som Werner-planen fra 1970.

b) Tre fundamentale præmisser, når der argumenteres for yderligere integration.

Når man kan have sin tvivl om unionstankens gennemførlighed, er det relevant, at spørge hvorfor ideen igen er blevet rejst. Der synes at være tre fundamentale grunde. Disse præsenteres nedenfor for derefter at blive drøftet nærmere i næste delsektion. Der henvises til Gros & Thygesen (1988) for en mere udførlig præsentation af præmisserne.

(i) Valutakurstilpasninger

Det argumenteres, at valutakurstilpasninger generelt er uden realøkonomisk værdi, idet de aldrig bliver fulgt af tilstrækkelig efterspørgselsdæmpende politik i det devaluerende land. Siden begyndelsen af 1970'erne, hvor man generelt mente flydende valutakurser ville afhjælpe økonomiernes tilpassningsvanskeligheder, viser erfaringerne, hvor svagt et instrument til ændring af efter-

spørgsmønstret valutakurstilpasninger egentlig er. Ud over den konstaterede manglende efterspørgselsdæmpende politik i det devaluerende land, peges der på langsom tilpasning specielt på økonomiernes udbudside.

(ii) finanspolitik

Om end det erkendes, at en valutaunion stiller krav til koordinering af finanspolitikken, levnes fortsat plads til en vis finanspolitisk selvstændighed. Det menes, at selvstændighed i den offentlige udgiftspolitik og skattepolitikken kan bevares under den betingelse, at residual finansieringen ikke sker monetært, men gennem udstedelse af værdipapirer.

(iii) forventningsdannelse

Det anses for væsentligt at udvikle EMS-systemet således, at målsætningen om et fastere monetært samarbejde holdes for øje. Alene herved sikres de nødvendige politiske initiativer til at bevare systemets stabilitet fremover samtidig med, at der tilskyndes til konvergens i den realøkonomiske udvikling medlemsstaterne imellem. Der sættes således fokus på forventningernes betydning, også når der skal udarbejdes retningslinier for udviklingen i valutakurssamarbejdet.

c) Kommentarer til de »tre fundamentale præmisser«

Baseret på de seneste års erfaringer med økonomisk tilpasning drages de ovenfor stående tre udsagn frem som de centrale argumenter for at anbefale iværksættelse af yderligere skridt mod en monetær union. Nedenfor sættes der imidlertid spørgsmålstejn ved udsagnenes holdbarhed.

Ad (i) Valutakurstilpasninger

Set fra en pengepolitisk synsvinkel er det bemærkelsesværdigt, at valutakurstilpasninger åbenbart ikke menes at have nogen ind-

flydelse på økonomiens reale sektor gennem forskydninger i de nominelle forhold. Betragtes tilpasningen på de finansielle markeder, må det forudsættes (for det devaluerende land) at formuegevinsten ved at holde udenlandske fremfor indenlandske aktiver (og tabet ved at have udenlandske nettopassiver) er uden videre betydning. Baggrunden for denne tankegang må være ret præcise forventninger hos private agenter om, at de pengepolitiske myndigheder er »løsslupne« og at disse formueændringer – ja, nærmest øjeblikkeligt – kompenseres af nominelle forskydninger (merinflation i indlandet).

Ses der på den realøkonomiske tilpasning, er argumentet om, at priselasticiteter i udenrigshandlen er lave, ikke et tilstrækkeligt argument for at nedsætte/ophæve valutakurstilpasninger. Dette kræver som forudsætning (nogenlunde) *ens inflationstakter/lønkrav/produktivitetsudvikling*. Givet at disse forhold afviger EMS-landene imellem, og der ikke sker øjeblikkelig tilpasning i de nominelle forhold efter en devaluering, vil devalueringen i en mellemliggende periode have positive effekter bl.a. i form af højere vækst og beskæftigelse, mindre handelsunderskud og lavere gældsætning. Erfaringsmæssigt synes længden af denne mellemliggende periode at være ca. 5 år for et land som Danmark, men periodelængden vil variere fra land til land afhængig bl.a. af institutionelle forhold (jfr. nedenfor).

Der er forskellige årsager til, at der stadig er forskellige »inflationsspræferencer« i de forskellige medlemsstater. Som en første gruppe af årsager er der de institutionelle, sociale eller historiske. På dette område er efter alt at dømme den væsentligste forskel landene imellem forskellen i *organisationsniveau på arbejdsmarkedet*. Organisationsniveau på arbejdsmarkedet er en central faktor, fordi organisationerne er med til at bestemme (og

disciplinere), hvor hurtigt en devaluering omsættes i indenlandsk merinflation.

Erfaringen med det høje organisationsniveau i Danmark er, at der skabes en præference for et inflationsniveau, der er i overkanten af det centraleuropæiske niveau, men faren for »run-away« (uhæmmet) inflation synes at være begrænset, fordi organisationerne alligevel virker »konserverende« for inflationsniveauet – igennem 70'erne og første del af 80'erne oplevede man ikke egentlige »vicuous-circles« i Danmark som f.eks. i England og Italien. På den anden side har det vist sig uhyre svært over længere perioder (end f.eks. en enkel overenskomstperiode) at bringe de danske lønkrav ned på tysk niveau. Forklaringen må bl.a. søges i institutionelle forhold og fordelingsmæssige interesser, som ikke uden videre kan forliges med en lav nominel lønstigningstakt.

Blandt andre årsager til at der stadig væk må formodes at være en præference for at opretholde forskellige inflationsniveauer, vil være forskellige *fiskale strukturer* og forskellige indretninger af de *finansielle markeder* i de enkelte medlemsstater. Her tænkes (set med danske øjne) eksempelvis på »subsidierværdien« af rentefradraget og fordelene ved at kunne stifte langfristet konvertibel gæld. Denne gældsform giver danske lønmodtagere en *relativ* præference for højinflation (eller en mindre risiko ved at stifte højforrentet gæld) sammenlignet med lønmodtagere i andre EF-lande. Om end skattereformbestræbelserne peger i retning af, at værdien af denne subsidie bliver nedbragt, vil de fordelingsmæssige konsekvenser (mellem kreditorer og debitorer) være betydelige, og en forhastet afvikling med henblik på snarlig overgang til en EF-møntunion forekommer urealistisk.

Integrationsprocessen i EF vil i stigende grad gøre det vanskeligt at opretholde et renteni-

veau i Danmark, der er forskelligt fra renteniveauet i andre EF-lande. Med de forskellige fiskale- og kapitalmarkedsstrukturer, der i dag findes i de enkelte EF-lande, vil en og samme rente give anledning til markant forskellige aktivitetsniveauer i de enkelte medlemsstater. Bemærk, at på skatteområdet omfatter den harmonisering, der her peges på, en meget bredere gruppe af skatter end de indirekte skatter, der alligevel »tvinges« ind i en harmonisering i forbindelse med åbningen af det indre marked i 1993.

Ad (ii) Finanspolitik

Præmissen om at de enkelte medlemsstater må bevare en vis grad af finanspolitisk selvstændighed – bare den ikke finansieres monetært – er bemærkelsesværdig, fordi den forudsætter opfyldelse af Ricardo's ækvivalens teorem. Om staten opkræver skatter eller finansierer sig ved udstedelse af obligationer kan kun være irrelevant, hvis økonomiens agenter har fuld forudseenhed. Det forudsættes at obligationsudstedelse bliver betragtet som værende ensbetydende med en stigning i skattetrykket en gang i fremtiden, hvilket de fremsynede agenter allerede i dag tager højde for i deres opsparing. I en økonomi med fuld forudseenhed fungerer penge nemlig alene som numeraire, fordi de fuldt-informerede agenter kun reagerer over for ændringer i de reale forhold. Som det var tilfældet for valutakurstilpasninger (jfr. (i) ovenfor), forudsættes det, at båndet mellem økonomiens reale sektor og finansielle sektor kan skæres fuldstændig over.

Det væsentlige i et mere integreret Europa vil være at blive enig om en fælles budgetpolitik. Givet tættere harmonisering af de direkte og indirekte skatter, vil medlemslandenes muligheder for at føre selvstændig udgiftspolitik være stærkt begrænsede. Koordination af det omfang, hvormed den enkelte medlemsstat forøger sine gældsfinansierede udgifter, må blive en hjørnesten i de EF-poli-

tiske diskussioner. Om end den præcise anvendelse af offentlige midler til en vis grad vil kunne overlades til medlemsstaterne (ligesom til staterne i USA eller kommunerne i Danmark), må der på EF-niveau træffes afgørelse om de overordnede retningslinier for omfanget af gældsfinansiering og allokeringen af de »regionale midler«. Behovet for større koordinering af budgetpolitikken påpeges flere steder i Delors-gruppens rapport. Det menes, at behovet for koordinering af budgetpolitikken allerede vil opstå som led i 1. etape. Spørgsmålet er, om man i politiske kredse – også blandt unionstilhængere – har gjort sig klart, hvilke konsekvenser for frihedsgraderne i tilrettelæggelsen af budgetpolitikken den gradvise opgivelse af pengepolitisk autonomi på »regionalt« niveau vil medføre.

Budgetpolitik består både af en *konjunktural* del og en *strukturel* del. Problemet for et land som Danmark med høj velstand og stor gæld (strukturelt problem) bliver, at berettigede allokeringen af midler fra fællesbudgettet, som bliver tilstrækkelige til at opretholde et højt aktivitetsniveau. Faren bliver, at der opstår strukturelle »arbejdsløshedsøer« inden for EF. Det må forventes, at behovet for støtte til de »tilbagestående« eller lavvækst områder vil stige i og med importkvoterne i det mere integrerede fællesskab stiger, og – som omtalt tidligere – en større del af en finanspolitik stimulans »eksporteres«.

Mod denne argumentationsform kunne indvendes, at lavere aktivitet og dermed lavere aflønning af arbejdskraft i f.eks. Danmark i forhold til de øvrige EF-lande »af sig selv« vil afhjælpe ubalancen grundet arbejdskraftens øgede mobilitet. De strukturelle og budgetsmæssige problemer skulle så at sige afhjælpes af sig selv. Problemet med denne »laissez-faire« tankegang er, at mobiliteten på arbejdsmarkedet er hæmmet grundet kulturelle forskelle, sprogbarriere og institutionelle

stivheder. Her bryder sammenligningen mellem federale stater i USA og lande i Europa i hvert fald sammen.

Ad (iii) **Forventningsdannelse**

Politisk »commitment« til EMS er væsentlig og vil bidrage til at fremme de »stabiliserende« forventninger, men ligefrem at sigte mod en møntunion er ikke nødvendig for at sikre crawling-peg systemets stabilitet. Tværtimod kan en hensigtserklæring om snarlig union eller lignende virke utroværdig og destabiliserende, idet det er svært at forestille sig, at de strukturelle og regionale forskelle bedre vil kunne håndteres af et EF-organ, der skal sikre fastsættelsen og overholdelsen af de regionale EF-budgetter, end de nationale myndigheder. Analysen af velfærdsgevinsterne ved monetære unioner tager ikke hensyn til disse problemer, idet der antages at være ligevægt imellem de valutaområder, der påtænkes slået sammen (jfr. afsnit I ovenfor).

Når de enkelte medlemsstater befinder sig med det tilpasningsbehov i udgangssituationen, som kendetegner EMS-landene, er faren med EMS-systemet, som det fungerer i dag, at pariteterne fryses fast i for lange perioder. Man kan frygte en situation, der ligner de sidste år under Bretton Woods systemet, hvor de underliggende uligevægte akkumuleredes og ikke søgtes korrigeret ved hjælp af kurstilpasninger. Desværre ligger der ikke – som antydnet i Delors-rapporten – nogen sikkerhed for, at disse uligevægte skulle blive mindre grundet ophævelsen af kapitalrestriktionerne i EF i 1990 eller gennemførelsen af det indre marked fra 1993. Etablering af større ligevægt eller i hvert fald iværksættelse af økonomisk-politiske foranstaltninger, der bevæger økonomierne i denne retning, forekommer således at være en forudsætning for at opgive suveræniteten på det valutariske område. En møntunion uden nogen klar tendens til tilnærmelse i de makroøko-

nomiske forhold i udgangssituationen vil alt andet lige akcentuere smerterne ved at iværksætte tilpasningsprocessen og dermed – efter al sandsynlighed – nedsætte unionens potentielle levetid.

Litteraturhenvisninger

- De Grauwe P. International Trade and Economic Growth in the EMS, *European Economic Review* No. 31, 1987.
- Fleming, J.M. On Exchange Rate Unification, *Economic Journal*, Vol. 81, September 1971.
- Gros D. & Thygesen N. The EMS, achievements, current issues and directions for the future. Centre for European Policy Studies Economic Working Document No. 35, March 1988.
- Ishiyama, Y. The Theory of Optimum Currency Areas: a survey, *IMF Staff Papers*, No. 2, 1975.
- McKinnon, R.I. Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, Vol 53, September 1963.
- Mundell, R.A. A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, Vol. 51, September 1961.
- Ungerer H. m.fl. The European Monetary System: Recent Developments, *International Monetary Fund, Occasional Papers* No. 48, December 1986.