

Det europæiske valutasamarbejde 1972-82

En vurdering af udviklingstendenser og danske interesser

Indledning

Siden foråret 1972 har det valutapolitiske samarbejde mellem medlemslandene i De europæiske Fællesskaber udgjort en væsentlig del af de internationale rammer omkring den danske økonomi. Der er derfor god grund til omkring tiåret for Danmarks tilslutning til EF at forsøge en vurdering af, hvorledes dette samarbejde har udviklet sig, og på hvilken måde det har påvirket det økonomiske forløb og den økonomisk-politiske handlefrihed i Danmark, spørgsmål, der især tiltrak sig stor opmærksomhed i den danske offentlige debat omkring EF-medlemskabet i 1971-72.

Denne artikel forsøger - med den overfladiskhed, som de begrænsede rammer nødvendiggør - at (1) beskrive udviklingen i valutasamarbejdet og dets resultater, (2) vurdere danske synspunkter herpå og (3) skitsere et par ønskelige udviklingstendenser.

Planerne for en europæisk økonomisk og monetær union

I de første 11 år af EFs eksistens var de seks oprindelige medlemslande præget af betydelig valutarisk stabilitet. De eneste ændringer i de indbyrdes kursrelationer var opskrivningen af DM og gylde med 5

pct. i 1961. Der var ikke behov for diskussion, fordi de enkelte medlemslande betragtede det som en given sag, at de tilhørte et globalt valutasystem, hvor de enkelte lande havde anmeldt faste kurser over for US dollar. Kun i Tyskland begyndte der i denne periode en debat, som afspejlede utilfredshed med virkningen af faste kurser. Tyskland var, jfr. Emminger (1977), ved at blive utilfreds med at importere inflation fra omverdenen, eller, som det mere manende blev udtrykt af bl.a. Sachverständigenrat (den tyske ækvivalent til Det økonomiske Råd), at eksportere prisstabilitet til en omverden, der åbenbart ikke ønskede den. De tyske myndigheder handlede i september 1969 ved at tillade DM at flyde opad med 9-10 pct. til, hvad man anså for et nyt ligevægtsniveau. Også Frankrig tog et valutapolitisk skridt i august i samme år ved at devaluere franc'en med 11 pct., men Frankrig betragtede tydeligvis dette som en isoleret begivenhed, nødvendiggjort af lønforhøjelserne efter urolighederne i foråret 1968.

Men da man ved Haag-mødet for EFs stats- og regeringschefer i december 1969 besluttede at åbne forhandlinger med fire europæiske ansøgerlande - Danmark, Irland, Norge og UK - om optagelse i EF, kunne en mere eksplicit diskussion af betydningen af et valutasamarbejde og de deraf følgende krav til koordination af medlemslandenes økonomiske politik ikke undgås. Alle fire ansøgerlande havde en inflationstakt over de oprindelige seks

*Professor ved Københavns
Universitet, dr. polit.*

medlemmers, og tre af dem havde devalueret i 1967. Tyskland måtte under disse omstændigheder opfatte et fast kursforhold mellem på den ene side DM og på den anden side de »nye« valutaer samt franske franc og lira som en voksende trussel mod prisstabiliteten i den tyske økonomi. Derfor insisterede de tyske forhandlere på udtrykkelige spilleregler for medlemslandenes økonomiske politik, og lod sig ikke berolige af den tillid, som især Frankrig gav udtryk for til de indirekte virkende begrænsninger gennem forpligtelsen at holde faste indbyrdes valutakurser.

I løbet af 1970 havde de oprindelige seks medlemslande forhandlet sig frem til en plan for udviklingen henimod en økonomisk og monetær union i etaper, der skulle afsluttes med en slutfase fra 1980. Grundelementet i denne plan - benævnt Werner-planen efter formanden for den arbejdsgruppe, som forberedte den, Luxembourgs daværende (og nuværende) premierminister - var valutapolitisk: gennem en gradvis indsnævring af marginerne for kursudsving EF-valutaerne imellem skulle man bevæge sig frem mod helt faste indbyrdes valutakurser. Men de tyske (og hollandske) synspunkter fik den væsentlige indrømmelse, at der måtte gøres parallelle fremskridt i retning af en fælles penge- og finanspolitik. På det finanspolitiske område tales der dog kun om hovedelementer i de offentlige udgifter og størrelser af over- eller underskud samt disses finansiering.

Ministerrådet vedtog i marts 1971 en resolution om iværksættelse af den første fase, men kun godt en måned senere valgte de tyske og hollandske myndigheder at gøre deres respektive valutaer flydende over for dollar og dermed også over for de EF-valutaer, som fortsat var knyttet til denne. En periode med mere generel flyd-

ning fulgte, efter at præsident Nixon i august 1971 formelt havde suspenderet dollarens guldindløselighed.

Først med den såkaldte Smithsonian-aftale af december 1971, der etablerede nye centralkurser mellem alle de vigtigste industrilandes valutaer, blev det igen muligt for EF-landene at genoptage diskussionen om den første etape på vejen mod Werner-planens mål.

Det var samtidig blevet mere påkrævet at tage de første skridt, i første række fordi Smithsonian-aftalen havde tredoblet de udsvingsgrænser omkring centralkursen for dollaren, inden for hvilke andre landes centralbanker havde forpligtet sig til at holde deres valutaer. Hermed havde det globale valutasystem nået en sådan grad af permissivitet, at udsving på op til 9 pct. mellem to EF-valutaer kunne tænkes at forekomme over kortere perioder. Dette fandt man var en så stor fleksibilitet, at det var uforeneligt med den grad af samarbejde, som man selv på kort sigt tilstræbte inden for EF, f.eks. i landbrugspolitikken. Der kom derfor tidligt i 1972 gang i de mere tekniske forhandlinger om kurssamarbejdet; i betragtning af det fremskredne stade, hvorpå tiltrædelsesforhandlingerne befandt sig, deltog også repræsentanter for de fire ansøgerlande i udformningen. Forhandlingerne afsluttedes i marts 1972 med en ministerresolution om principperne i samarbejdet, hvis kerne var, at deltagernes centralbanker forpligtede sig til ved gensidige, ubetingede interventionsregler at holde afstanden mellem de enkelte EF-valutaer inden for et maksimum svarende til halvdelen af det ved Smithsonian-aftalen fastlagte. Herved kunne det såkaldte slangesamarbejde, hvis principper i hovedsagen er gældende i dag, iværksættes i april 1972. Danmark deltog fuldt ud heri fra starten.

Slangesamarbejdet 1972-78(1)

I retrospekt er det et interessant og symptomatisk træk ved diskussionerne omkring slangesamarbejds start, at det så stærkt koncentreredes om det relativt snævre og tekniske emne med kursudsvingene omkring centralkurserne. Man tabte herunder den anden og nok så væsentlige dimension af fleksible valutakurser af syne: ændringer i centralkurserne, herunder kriterier for sådanne ændringer og teknikken ved deres gennemførelse. Denne udeladelse var måske forståelig i politisk-psykologisk perspektiv, fordi man ønskede at skabe maksimal tillid til de aktuelle kursrelationer: selv en summarisk gennemgang af mulige kriterier for ændringer ville hurtigt have givet valuta-markederne grundlag for spekulation. Men den start, som samarbejdet hermed fik, gjorde kursændringer til et tabuemne i en situation, hvor der endnu var langt til opfyldelse af forudsætningerne for et fastkurssystem.

Det nye valutasamarbejde blev da også kun alt omfattende i en ganske kort periode, idet sterling, fulgt af det irske pund, forlod slangen i juni 1972. De britiske myndigheder var allerede i 1971 slået ind på en så klart mere ekspansiv politik end de andre EF-lande, at et pres på sterling var uundgåeligt. Danmark suspenderede få dage senere sin deltagelse, men fastholdt dog gennem ensidige interventioner kronen på samme niveau som under medlemskabet. Da folkeafstemningen den 2. oktober gav flertal for EF-tilslutningen, vendte kronen kort efter tilbage til slangen.

Opløsningstendenserne fortsatte imidlertid. I efteråret 1972 faldt forsøgene på at udforme relativt håndfaste fælles regler for penge- og finanspolitikken fra hinanden, og i februar 1973 blev den italienske lira gjort flydende. De italienske myndig-

heder havde i øvrigt aldrig rigtigt efterlevet de noget stive regler for centralbank-interventioner; det var forudsat ved slangesamarbejds start, at interventioner kun måtte foretages, når to valutaer nåede maksimumsafstanden på $2\frac{1}{4}$ pct., samt at kun EF-valutaer måtte bruges. Ingen af disse to bestemmelser var hensigtsmæssige, og de er siden blevet modificeret stærkt. Det er praktisk at intervenere, inden man er nået til den grænse, hvor det er obligatorisk, fordi man derved kan bremse et spekulativt pres fra starten; og det er nyttigt at kunne bruge dollars, der udgør langt størstedelen af også EF-landenes valutaeserver, hertil.

Tekniske forbedringer ville dog under alle omstændigheder have været utilstrækkelige til at sikre slangesamarbejds smertefri overlevelse oven på de rystelser, som det blev udsat for i 1973-74. Dollaren blev devalueret med 10 pct. i februar 1973, og kort efter blev den gjort helt flydende, hvilket førte til en kraftig cyklisk bevægelse i slangevalutaernes kurs over for den amerikanske valuta. Af endnu større betydning var dog nok to yderligere forhold: (1) 1973 var slutningen på en langvarig højkonjunktur med klare tendenser til overefterspørgsmål. Den hidtidige udbredte synkronisering af konjunkturudviklingen mellem EF-landene begyndte at svækkes, og Tyskland begyndte gennem en noget stærkere opbremsning end de andre EF-lande at afkøle efterspørgslen. (2) Det første olieprischok i slutningen af 1973 afdækkede markante forskelle i reaktionsmønstre. Tyskland lagde hovedvægten på at fastholde en lav inflationstakt, mens Frankrig, UK og Danmark - sammen med de andre nordiske lande - i varierende grad søgte at holde efterspørgslen oppe gennem automatiske finanspolitiske stabilisatorer, evt. suppleret af skattelettelser og

lempelig pengepolitik. Sjældent havde man set en så forskellig økonomisk politik inden for Vesteuropa. Inflationstakterne divergerede uhørt kraftigt i 1974; medens den tyske inflationstakt forblev omkring 7 pct. (forbrugerpriser), fordobledes den omtrentligt i de fleste andre EF-lande til mellem 13 og 21 pct.

Tyskland tog et par gange i 1973 initiativ til en opskrivning af DM på i alt godt 8 pct. og blev i efteråret fulgt af Holland og Norge, der opskrev de respektive valutaer med 5 pct. Men fra efteråret 1973 indvarsledes en treårig periode, hvor slangevalutaernes indbyrdes forhold lå fast. Samtidig indsnævredes slangens medlemskreds på afgørende måde, da præsident Pompidou i januar 1974 erkendte, at den franske økonomi ikke i længden kunne leve med en fast DM-kurs. Frankrig vendte ganske vist tilbage til slangen - oven i købet med samme DM-kurs - under hans efterfølger Giscard d'Estaing i sommeren 1975; men da han heller ikke var i stand til at løse dilemmaet mellem ønsker, især blandt hans gaullistiske regeringspartnere, om en mere ekspansiv finanspolitik og medlemskab af slangen, blev det sidste endnu engang opgivet i marts 1976, da det ikke viste sig muligt at nå til tysk-fransk enighed om en justering. At Frankrig således hver gang valgte at løse sit dilemma ved at fjerne valutakursbegrænsningen på sin økonomiske politik betød, at slangen reelt i den helt overvejende del af femåret 1974-78 var degenereret til en DM-zone. Enhver tale om at sterling og lira kun midlertidigt stod uden for slangen forstummede efter disse to valutaers dybe fald i 1976, selv om der i det følgende par år fremkom diverse planer for styring af disse valutaer efter fælles principper med henblik på senere medlemskab.

At slangesamarbejdet overlevede, selv i den stærkt indskrænkede form som en

udvidet DM-blok, må overraske på baggrund af de åbenlyse divergenser i økonomisk politik og resultater. Alle de mindre lande - medlemslandene i Benelux og Danmark samt de to associerede lande, Norge og Sverige - havde kraftigere inflation end Tyskland; mens de tyske forbrugerpriser i de tre år fra oktober 1973 til oktober 1976 steg med ca. 17 pct., steg de tilsvarende priser i de andre deltagerlande med mellem 29 og 33 pct. Andre indikatorer for relativ pris- og omkostningsudvikling giver stort set udtryk for samme tendens, d.v.s. en forringelse af de mindre slangelandes konkurrencestilling over for Tyskland af størrelsesordenen 12-16 pct. Når de små lande fortsatte et fast kurssamarbejde så længe, skyldtes det - bortset fra den stadige tilbøjelighed til at undervurdere egen inflation - dels, at de frygtede ikke selv at kunne styre deres valuta, hvis de var overladt til at forsvare den alene i markederne, dels at de følte et behov for det udefra kommende disciplinerende krav til den indenlandske pris- og efterspørgselsudvikling, som lå i en fast DM-kurs. Selv om der i stigende grad hørtes røster, især i de skandinaviske lande, i 1975-76, som påpegede, hvorledes en voksende overvurdering af de små valutaer på længere sigt skærpede betalingsbalanceproblemerne, lå truslen mod slangens fortsatte eksistens især i Tyskland, som fra tid til anden måtte støtte de små valutaer gennem interventioner på valutamarkedene. Både den tyske Bundesbank og oppositionen i Bundestag kom i denne periode med stærk kritik af slangen, fordi den vanskeliggjorde en pålidelig styring af det pengepolitiske måltal, som siden 1974 havde fået en ankerposition i den tyske antiinflationspolitik. Den trods alt beskedne størrelse af de interventioner, som var påkrævet for at fjerne pres på de skandinaviske og Benelux-valutaerne,

gjorde det dog forsvarligt for den tyske regering at fortsætte.

Fra oktober 1976 udviklede slangesamarbejdet sig til at blive et system af tilpasseligt - »fixed-but-adjustable» - centralkurser deltagerlandene imellem. Ved fem lejligheder i den følgende to års periode skete der justeringer i en eller flere valutaers relationer til de øvrige, jf. den kronologiske oversigt. Ambitioner om at se slangen som begyndelsen til en økonomisk og monetær union gled mere definitivt i baggrunden. Måske er det dog mere konkret at sige, at de tilbageværende lande delte sig i to grupper, derved at Danmark og de andre skandinaviske lande skilte sig ud som en gruppe, der lagde afgørende vægt på gennem valutakurstilpasninger at, som mindstemål, bevare konkurrenceevnen, men som dermed fandt sig med en inflationstakt omkring en halv snes procent. Benelux-landene fortsatte derimod med at begrænse justeringerne over for DM; i den her omtalte to års periode androg den samlede nedskrivning af Benelux-valutaerne kun i alt 4 pct. Til gengæld fulgte de i betydelig udstrækning med i den yderligere deceleration af den tyske inflation, som prægede årene til og med 1978, således at de undgik en yderligere tendens til overvurdering af deres valutaer.

Det kraftige fald i dollaren over for alle europæiske valutaer, som satte ind i efteråret 1977 og fortsatte frem til primo november 1978, hvor præsident Carter omsider greb ind med en stabiliseringsplan, skabte en ny baggrund for det økonomisk-politiske samarbejde. Tyskland havde relativt langsom økonomisk vækst i 1977-78; tysk industri var kommet i en profitklemme, efterhånden som styrkelsen af DM voksede udover hvad den imponerende opbremsning af inflationen retfærdiggjorde. Som en førende alterna-

tiv valuta til dollaren stod DM i frontlinien, når store investorer ønskede at diversifiere ud af dollars. Der var derfor, udover en almindelig fælles irritation over USAs økonomiske politik - som Tyskland dog aldrig tidligere offentligt havde kritiseret - en ny baggrund for et valutarisk samarbejde.

En anden faktor bidrog væsentligt til at gøre denne baggrund mere lovende; de individuelt flydende valutaer var efter de store deprecieringer i 1976 blevet stabiliseret. Frankrig opgav i efteråret 1976 sin stop-go politik og førte i de næste 4½ år en økonomisk politik, hvor nedbringelse af inflationstakten og ydre ligevægt havde høj prioritet. I UK skete også i disse år en bemærkelsesværdig opbremsning af den næsten sydamerikanske inflationstakt fra 1975-76, og udsigterne til udvinding af Nordsøolien begyndte at styrke sterling. Selv i Italien var inflationen klart aftagende i 1978. Det forekom derfor ikke overdrevet ambitiøst at styrke bindingerne mellem de enkelte EF-valutaer, vel vidende, at resultatet ville komme til at ligne et system af tilpasselige centralkurser snarere end en senere fase i udviklingen af en økonomisk og monetær union.

Det europæiske monetære system (EMS)

Det er ikke stedet at vurdere de forhandlinger, der i løbet af 1978 førte til dannelsen af the European Monetary System (EMS) (2). Hovedelementerne var en udvidelse af slangesamarbejdets principper i fuld udstrækning til to nye medlemslande, Frankrig og Irland, og delvis - med en bredere udsvingsmargin - til Italien. UK besluttede sig derimod til ikke at deltage; på den ene side lå der heri en politisk kølighed over for et nærmere EF-samarbejde hos den daværende Labour-

regering, på den anden side ventede man, at sterling ville være svingende og i gennemsnit svag i de nærmest følgende år, således at det ville kræve store og forstyrrende interventioner at holde den på et fast niveau over for DM. (3). Der blev endvidere truffet beslutninger om en væsentlig udvidelse af de gensidige kreditfaciliteter og om indførelse af en såkaldt divergensindikator (4), der skulle give den gensidige tilpasning et lidt mere symmetrisk præg, end tilfældet havde været i slangesamarbejdet. Endelig enedes man om en mere fremtrædende rolle for den europæiske valutaenhed (ECU) i samarbejdet, først og fremmest ved at indføre denne som regningsenhed i den fælles landbrugspolitik.

De 3½ år, der foreløbig er gået siden EMS formelt blev igangsat i marts 1979, har formet sig væsentligt anderledes, end man forudså. Der har været tre væsentlige grunde hertil:

For det første steg oliepriserne påny voldsomt i 1979-80 dels som følge af beslutninger i OPEC-kartellet, dels fordi et par vigtige eksportører, Iran og Irak, reducerede produktionen under deres indbyrdes krig, hvorved der indtraf overgangsvis knaphed på markedet. Tendensten til decelerende inflation blev afløst af et spring opad, stort set til det samme høje niveau som efter det første olieprishok - ca. 13 pct. p.a. - og med stærke divergenser også blandt EMS-landene. Særligt skuffende var det, at de hidtidige høje inflationslande, Frankrig og Italien, øgede afstanden ned til den tyske inflationstakt. Den optimistiske vurdering af mulighederne for større konvergens, der lå bag skabelsen af EMS, viste sig således svagt funderet.

For det andet havde den førende EMS-valuta en udpræget svaghedsperiode i det første par år. Tyskland havde, til dels som

følge af pres fra andre større industrilande, gennemført en ganske stærk omlægning af finanspolitikken i ekspansiv retning i 1978-79, og virkningerne heraf gav sig nu sammen med olieprisstigningerne udslag i et efter tyske forhold stort og frem til 1981 voksende underskud på den løbende betalingsbalance. Forventningerne ved EMS' start til DM som den permanent stærke valuta holdt således ikke stik; tyskerne havde - som andre - ventet, at DM's deltagelse i systemet ville fungere som en garanti mod overvurdering af den tyske valuta, men i realiteten var DM i store dele af 1980 og begyndelsen af 1981 så svag, at EMS-tilknytningen kom til at virke som et værn mod for kraftig undervurdering. Først fra sommeren 1981 etableredes periodevis det forventede mønster med DM højt i EMS-båndet.

For det tredje er EMS kommet til at fungere i en periode med udtalt styrke for dollaren. Endnu i 1979 var valutamarkedene ikke overbevist om alvoren i den amerikanske anti-inflationspolitik, og inflationstakten krøb da også opad til foråret 1980. Men en omlægning af den pengepolitiske teknik i oktober 1979 til større eftertryk på en pengemængdemålsætning gjorde et stærkt indtryk på de finansielle markeder i USA og på valutamarkedene. I løbet af andet halvår 1980 og de første syv måneder af 1981 steg dollaren i Frankfurt fra ca. DM 1.80 til godt DM 2.50, en appreciering på næsten 40 pct. I august 1982 ligger dollaren stadig på det sidstnævnte niveau, og de store fremskridt, som USA har nået i inflationsbekæmpelsen - foreløbig mere end en halvering over to år af inflationstakten fra første halvår 1980 - gør det ikke sandsynligt, at dollaren vil komme ind i noget dybt fald, selv om rentesatserne i USA falder relativt til de europæiske.

I betragtning af at frygten for konse-

kvenserne af en svag dollar var et væsentligt motiv ved oprettelsen af EMS, må det siges, at forudsætningerne er afgørende ændret. En permanent svag dollar ville medføre et stadigt pres på andre økonomisk/finansielt betydningsfulde lande for at påtage sig rollen som reservevaluta. Denne rolle medfører i opbygningsfasen et pres opad på valutakursen og, mere generelt, stigende vanskeligheder ved at styre kursen og/eller de indenlandske finansielle markeder. De risici, man kommer ud for, når reservevalutarollen er under afvikling, kan vurderes på baggrund af de britiske erfaringer fra 1960'erne, hvor hensynet til en rolig nedtrapning af sterlings rolle lagde alvorlige begrænsninger på britisk økonomisk politik. Det var derfor helt naturligt, at de opløsningstendenser i det internationale valutasystem, som dollarens fald frem til 1978 afdækkede, kaldte på omfattende defensive overvejelser i de regioner og lande, der stod nærmest for tur til at spille en stigende rolle. Forsøg på at skubbe en europæisk valutaenhed - ECU - ind i dele af denne rolle ville, sammen med andre forsøg på at begrænse de centrifugale tendenser på den intraeuropæiske kursstruktur af tendensen for enkelte nationale EF-valutaer til at få reservevalutastatus, have været logiske som svar på en sådan udfordring, og EMS var mere eller mindre eksplicit indrettet herpå. Realiteten har været, at dollarens betydning på ny har været tiltagende, samt at EF-landene ikke har haft nogen grund til bekymring over øget reservevalutastatus for deres valutaer. Tværtimod har især Tyskland udfoldet ivrige bestræbelser på at finansiere en del af de store løbende underskud over for udlandet gennem at afsætte fordringer benævnt i DM til overskudslandene i OPEC.

Trods disse væsentlige ændringer i forudsætningerne må EMS, bedømt i mere

teknisk forstand som et valutasamarbejde, karakteriseres som en succes. I en periode, hvor lande med individuelt flydende valuta som USA, UK og Japan har oplevet voldsomme valutakursbevægelser over korte perioder med deraf følgende forskydninger i konkurrenceforholdene, har EMS-landene kunnet styre de indbyrdes kursrelationer med beskedne interventioner, ligesom man har været i stand til at justere centralkurserne uden voldsom forudgående uro og på nogenlunde tilfredsstillende måde.

Den virkelige prøve for et valutasamarbejde er, om det evner at foretage kurstilpasninger, uden at systemet bryder sammen eller udvikler sig til en så smidig mekanisme, at dets værdi fortoner sig. Der har været i alt seks justeringer til dato i EMS, jfr. den kronologiske oversigt. Fire af disse blev besluttet på et formelt møde i finansministerrådet og omfattede to eller flere valutaer, mens de to sidste - den danske devaluering i november 1979 og den italienske i marts 1981 - gennemførtes med et minimum af formalitet gennem telefonisk godkendelse af i det væsentlige ensidige beslutninger i de initiativtagende lande.

Større interesse knytter der sig måske til spørgsmålet om graden af frivillighed i de øvrige gennemførte justeringer. Det er næppe nogen hemmelighed, at tre lande på forskellige tidspunkter forlod et møde i ministerrådet med et andet resultat end man havde bedt om: Italien blev i oktober 1981 presset til at lade lira følge den franske franc 3 pct. ned, og Belgien og Danmark måtte lade sig nøje med 8½, hhv. 3 pct. i februar 1982, mens de havde bedt om 12, hhv. 7.

Det bør ikke overraske, at et valutasamarbejde, hvor kursændringer er et fælles anliggende, undertiden giver det resultat, at enkelte deltagere ikke får deres øn-

sker opfyldt. Hvis det sidste var tilfældet, ville meget af ideen med samarbejdet forsvinde; derfor har det været magtpåliggende for ministerrådet at slå fast, at den danske og italienske enegang ikke dannede noget pålideligt præcedens. En fuld imødekommelse af devalueringens ønsker i en situation med høj arbejdsløshed ville bidrage til yderligere udvidelser af divergenserne mellem inflationstakten i de enkelte medlemslande. Et valutasamarbejde må nødvendigvis have som udgangspunkt, at kursændringer skydes noget i baggrunden som økonomisk-politisk instrument, således at større vægt lægges på den indre tilpasning. På den anden side må de gensidige interventionsforpligtelser give et lands partnere en legitim interesse i at undgå, at det gennem længere tid fastholder sin valuta på et så højt niveau, at kraftige støtteopkøb fra partnerne bliver påkrævede. Derfor var der forståelse over for Belgiens og Frankrigs ønsker om relativt store devalueringer i 1981-82, og en direkte tilskyndelse til Italien om ved den nævnte lejlighed at tage en mindre justering tidligere end ønsket.

Alt i alt synes EMS således at have fungeret rimeligt godt. Det har sikret, at den betydelige konkurrenceforbedring, som medlemslandene tydeligvis trængte til over for dollar og andre tredielandsvalutaer ved systemets start er blevet fordelt på en bedre måde end i en situation, hvor landene hver for sig skulle have styret deres valuta. De to store skuffelser er, at inflationsdivergenserne er vokset påny, samt at sterling fortsat står uden for samarbejdet.

Den første faktor kan konkretiseres derhen, at Italien og Frankrig mistede noget af kontrollen med prisudviklingen oven på det andet olieprischok, samt at den franske inflation fik yderligere et skub opad relativt til andre EF-landes ved

gennemførelse af dele af præsident Mitterand's program i 1981. En forsigtigere politik er nu på vej i begge de to lande og giver visse forhåbninger om, at fremtidige kursjusteringer kan holdes inden for en størrelse og en tidstabel, der ikke er uforenelig med EMS-samarbejdets stabiliserende sigte. Hvad angår sterling, er det bemærkelsesværdigt i hvilken grad de præmisser, som lå til grund for den daværende Labour-regerings beslutning om at stå udenfor, har vist sig uholdbare. Sterling er efter de første 3½ år af EMS styrket 10-15 pct. i forhold til DM og mere i forhold til andre EMS-valutaer; da den britiske inflation i 1979-82 har været et stykke over gennemsnittet i de andre EMS-lande, har UK oplevet en forringelse i sin gennemsnitlige konkurrenceevne på 30-40 pct., afhængig af hvilken indikator for relativ pris- eller omkostningsudvikling der anvendes. En del af denne reale apreciering er en uundgåelig og ønskelig konsekvens af UKs nye status som en betydelig nettoeksportør af energi, men en større del kan betragtes som en uønsket depressiv impuls i den britiske økonomi, som kunne være undgået gennem deltagelse i EMS.

Alligevel er argumenterne for sterlings deltagelse i EMS svagere i dag end i 1978-79. Sterling er klarest overvurderet i forhold til de andre europæiske valutaer (og yen); det ville være for risikabelt at knytte sig til EMS på et tidspunkt, hvor en ikke ubetydelig styrkelse af de kontinentale valutaer over for dollar synes overvejende sandsynlig. Men når denne justering har fundet sted, kommer et nyt velegnet tidspunkt for britiske overvejelser. Her vil EMS-landenes hidtidige erfaringer udgøre et nyttigt udgangspunkt for en britisk vurdering af en fastere tilknytning som et alternativ til pengemængdestyring som ho-

vedelement i den langsigtede inflationskontrol.

Elementer i en dansk vurdering af det europæiske valutasamarbejde

Der har i det forløbne tiår stort set været bred tilslutning til deltagelse i de skiftende former for europæisk valutasamarbejde. Noget af denne tilslutning har været baseret på de generelle systemorienterede vurderinger, som er nævnt ovenfor. Hvad kan der herudover siges om samarbejdet i lys af mulige alternativer og de bindinger, som det har lagt på andre dele af dansk økonomisk politik?

Da Danmark tilsluttede sig samarbejdet i 1972, blev dette skridt ikke opfattet som radikalt. Et globalt fastkurssystem fandtes fortsat, og de gensidige interventionsforpligtelser i slangen måtte klart opfattes som en styrkelse af troværdigheden i dansk valutakurspolitik og i vor kreditværdighed, som allerede dengang - efter »kun« ét tiårs løbende betalingsbalanceunderskud - undertiden gav anledning til bekymring. Den omstændighed, at vigtige danske handelspartnere som Norge og Sverige fandt associeret status i slangen overordentligt attraktiv, også efter det globale kurssystemets sammenbrud, gjorde den danske deltagelse relativt ukontroversiel.

I årene 1973-76 opstod imidlertid en stigende konflikt mellem deltagelsen i slangen og den indenlandske økonomiske udvikling. Lønstigningstakten lå højt i disse år sammenlignet med de fleste andre industrilande som følge af en kombination af store overenskomstmæssige tillæg i 1973 og 75 og en høj grad af indeksering; finanspolitikken var ekspansiv, idet der oven i de kraftige automatiske virkninger af konjunkturuomslaget kom en massiv lettelse af indkomstskatten fra primo

1975 og en (midlertidig) momsnedsættelse senere samme år. Pengemængden voksede i 1975-76 uhørt kraftigt, idet man ikke i tide nåede til enighed i Folketinget om tilstrækkelige lånebemyndigelser til at sikre det fornødne salg af statspapirer. Hvad man end kan mene om denne politik som en brobygning over et forventet midlertidigt konjunkturtilbageslag, er det imidlertid klart, at den ganske savnede den eksterne orientering, som medlemskabet i slangen krævede.

Man kan i bagklogskab spørge, om der da ikke havde været muligheder for helt eller delvis at fjerne den reale appreciering, som skete i disse år. Som følge af deprecieringen af dollar, sterling og andre valutaer i forhold til slangen steg kronens gennemsnitlige værdi i 1973-76 med over 15 pct. Den almindelige opfattelse i de daværende regeringer, tydeligst tilkendegivet af økonomiminister Per Hækkerup, var, at Tyskland ville modsætte sig devalueringssønsker, samt at man ikke havde tilstrækkelige instrumenter til at styre den afledte indenlandske merinflation. Det spillede utvivlsomt også en rolle, at den faste valutakurs var et velegnet instrument til at skubbe indkomstfordelingen i lønmodtagernes favør.

Da Bundesbankens interventioner i 1976 bl.a. til støtte for den danske krone, omsider var blevet så store, at de tyske myndigheder ligefrem tog initiativet til en omfattende justering, var Danmark, ligesom Norge og Sverige, klar til at udnytte muligheden, og den danske krone deltog i fire af de fem justeringer, der fandt sted i slangesamarbejdets to sidste år. Den danske inflation lå dog fortsat så meget over de andre deltageres, at den danske konkurrenceevne kun bevaredes nogenlunde uændret på 1976-niveauet; hertil bidrog også slangevalutaernes fortsatte stigning over for andre væsentlige valutaer, især

under dollarens svækkelse i 1977-78. Man må således nærmest betegne vor deltagelse i disse år som en status quo ramme omkring vor konkurrenceevne; der skete ingen genoprettelse af det tab, som prægede den forudgående periode 1973-76.

En ny fase indledtes med kronens justeringer inden for EMS i efteråret 1979. Ved de to devalueringer på tilsammen 10 pct. fulgt op af indgreb i de indenlandske indekseringsmekanismer lykkedes det at få en konkurrenceforbedring af næsten samme størrelsesorden. Når hertil lægges effekten af, at kronen sammen med de andre EMS-valutaer deprecierede over for dollar og sterling samt valutaer helt eller delvis knyttet til disse, herunder norske og svenske kroner, kom den danske konkurrenceevneforbedring op på 12-15 pct., afhængig af hvilken pris- eller omkostningsindikator der benyttes.

Det er vanskeligt at forestille sig en alternativ valutakurspolitik, der kunne have givet en kraftigere konkurrenceevneforbedring. Da EMS blev oprettet var det en kilde til bekymring i Danmark, at Norge og Sverige (og UK) valgte at stå uden for; man forestillede sig, at kronen gennem sit bånd til DM ville blive trukket op i forhold til disse vigtige samhandelspartners valutaer. Det kom til at gå modsat; sterling apprecierede som allerede nævnt, og de andre skandinaviske valutaer, der havde valgt at stabilisere deres gennemsnitlige (effektive) kurs over for samtlige handelspartnere, steg også i forhold til danske kroner, takket være den betydelige vægt, som dollar og sterling har i de enkelte valutakurve - 25-30 pct. I ingen tidligere periode er norske og svenske kroner derfor blevet styrket så kraftigt i forhold til danske kroner som i de første 2-2½ år efter oprettelsen af EMS; inden for det seneste år er billedet blevet modifi-

ceret gennem mindre devalueringer af de to nordiske valutaer.

Det er uklart, hvilket alternativ til EMS-deltagelsen kritikere forestiller sig. En egentlig flydning af kronen kunne ikke komme på tale; risikoen for at en sådan ville føre til stærk depreciering og dertil knyttet kraftigere indenlandsk inflation er for nærliggende. Den store private udlandsgæld ville i en sådan situation være en bombe under valutastillingen, selv hvis alle offentlige lånemuligheder udnyttedes fuldt ud. En ensidigt styret flydning á la Norge og Sverige, hvor kronens kurs over for et gennemsnit af vore handelspartners valutaer søgtes stabiliseret, ville næppe være troværdig for vore udenlandske kreditorer eller for de virksomheder, som har optaget udlandslån. Sammenlignet med EMS-medlemskabet ville en sådan politik også have den ulempe, at den ikke gav stabile kurser over for nogen enkelt anden valuta, men kun over for et gennemsnit.

At man når til den konklusion, at der ikke i de nærmeste år er noget acceptabelt alternativ til EMS, betyder ikke, at den danske deltagelse i det europæiske valuta-samarbejde over hele den her omtalte tiårsperiode har givet ideelle resultater. Hovedformålet med en valutakurspolitik i en lille åben økonomi er at sikre en vis forankring af et lands langsigtede prisudvikling, som man vanskeligt kunne opnå gennem den indre økonomiske politik. Hvis man vælger at knytte sig til andre lande, der har en væsentligt langsommere prisudvikling, er det nødvendigt fra tid til anden at justere kursen for at undgå for kraftige forringelser af konkurrenceevnen og dermed et depressivt pres på de udlandskonkurrerende sektorer. Et sådant pres opstod igennem årene 1973-76, hvor kronen sammen med DM apprecierede

kraftigt, uden at det havde baggrund i lavere dansk inflation.

I en sådan situation har et land to muligheder for påny at bringe konsistens i sin politik. Man kan leve op til de indre konsekvenser af den »strong currency option«, man har taget i sin valutakurspolitik ved gennem stram finans- og pengepolitik, eventuelt suppleret med indkomstpolitik, at bidrage yderligere til at nedpresse inflationstakten til partnerlandenes niveau. Eller man kan lægge hovedvægten på gunstige aktivitetsevirkninger på kort sigt ved at devaluere inden for valutasamarbejdet og derved acceptere en fortsat merinflation. Danmark gjorde ingen af delene i perioden fra 1973 frem til efteråret 1976. Man valgte at fastholde DM-kursen samt at kompensere den depressive effekt på de udlandskonkurrerende sektorer gennem en finanspolitisk ekspansion i form af både skattelettelser og udgiftsstigninger. Den afgørende svækkelse af statsfinanserne, der herved skete omkring 1975, har senere forsøg på bedre udgiftskontrol og årlige forhøjelser af moms og diverse afgifter ikke kunnet oprette. I den forstand lever vi stadig med virkningerne af den periode, hvor der opstod alvorlig inkonsistens mellem den danske deltagelse i det europæiske valutasamarbejde og den øvrige økonomiske politik.

Det ville imidlertid ikke være rimeligt at laste valutasamarbejdet eller vore partnere deri for denne inkonsistens. Der vil i dag være udbredt enighed om, at den alvorlige fejl lå i at tillade så hurtig vækst i pengeindkomsterne som mellem 1973 og 1976. Ved at undlade kraftige indgreb i indeksemekanismerne blev Danmark afskåret fra at deltage fuldt ud i den stærke opbremsning af inflationen i flere andre vesteuropæiske lande; og ved at lempe finanspolitikken så kraftigt for at undgå

beskæftigelsesvirkningerne af en overvurderet krone lagde man grunden til et statsfinansielt underskud af efterhånden uhåndterlige dimensioner.

Den videre udvikling af det europæiske valutasamarbejde

Tiden inspirerer ikke som i 1970 til store visioner om det europæiske valutasamarbejde på vej mod en økonomisk og monetær union. Der er behov for en fastholden og videreudvikling af det praktiske samarbejde mellem centralbankerne omkring styringen af valutamarkedene og omkring udvikling af pengepolitiske synspunkter og hensigter. Der er ingen tvivl om, at der i dag er en langt mere åben meningsudveksling også om de deltagende landes påtænkte pengepolitiske initiativer end for blot få år siden. Denne del af den økonomiske politik er da også i stor udstrækning allerede de facto koordineret, selv om den voldsomme og noget divergerende vækst i de offentlige underskud i de enkelte EMS-lande må skabe tvivl om, hvorvidt den indbyrdes afstemning er holdbar på lidt længere sigt. En hovedopgave i de kommende år - også fra et europæisk synspunkt - vil være at få nedbragt de offentlige underskud væsentligt i de lande, der ligger højest, dvs. Belgien, Italien og Danmark. Uden en sådan reduktion vil forventningerne om, at en del af de spændinger, som de offentlige underskud skaber på de finansielle markeder, må løses gennem forstærket inflation, ikke kunne svækkes. Og sådanne rimeligt velbegrundede forventninger er uforenelige med den grad af valutamarkedsstabilitet, som EMS som et minimum må repræsentere.

Nogle vil måske undre sig over, at der intetsteds i denne artikel er foretaget nogen vurdering af det bidrag, som EMS i

de kommende år kunne give til en mere tilfredsstillende beskæftigelsesudvikling i EF-landene. Der er to sådanne bidrag: at undgå en kollektiv overvurdering af EMS-valutaerne over for tredielande og at begrænse en aggressiv kurspolitik de deltagende lande indbyrdes. Det er nærliggende at sige, at EMS allerede har leveret disse bidrag, således at opgaven nu er at fastholde dem. EMS-landene har i dag opnået en stærkt påkrævet forbedring af deres konkurrenceevne over for Nordamerika og Japan relativt til udgangspunktet i 1978/79. Systemet har også forhindret indbyrdes konkurrerende devalueringer og den deraf følgende uro og protektionisme inden for sin medlemskreds. At det alligevel står så dårligt til med beskæftigelsen og udsigterne for den økonomiske vækst, skyldes ikke EMS; det kunne være gået værre uden det samarbejde, som har udviklet sig siden 1979. Det minder blot om, at man ikke kan rette op på strukturelle svagheder i de europæiske landes industrier og på deres arbejdsmarkeder gennem valutakurspolitikken. Den kan i bedste fald skabe en stabil varme om den øvrige økonomiske politik.

Selv om de væsentlige opgaver i de kommende års økonomiske politik således ligger uden for det valutapolitiske område, er mulighederne for fremskridt i EMS-samarbejdet naturligvis ikke udtømte. Der er især behov for bedre samarbejde med de amerikanske myndigheder om en vis stabilisering af valutamarkederne og for en videreudvikling i retning af en europæisk centralbank med operationelle opgaver delegeret af de nationale centralbanker, dvs. koordineret intervention og - i begrænset omfang - udstedelse af ECU. En øget anvendelse af ECU på officielt plan ville være ønskelig i sig selv, samtidig med at den ville opmuntre til øget privat anvendelse af enhe-

den. (5). På længere sigt vil det være en klar interesse for mindre medlemslande som Danmark at tilskynde skridt af denne mere institutionelle type, som ville bidrage til at gøre det europæiske valutasamarbejde mere robust end det er i dag.

Litteratur:

- Emminger, O. (1977), *The D-Mark in the Conflict between International and External Equilibrium 1948-75*, *Princeton Essays in International Finance* No. 122, Princeton.
- HMSO (1978), *The Proposed European Monetary System* («Green Paper»), London.
- Ludlow, P. (1982), *The Making of the European Monetary System*, London.
- Swings, A. (ed.) (1980), *The Private Use of the ECU*, Kredietbank, Bruxelles.
- Thygesen, N. (1980), *The Private Use of the European Currency Unit*, *The World Economy*, Trade Policy Research Centre, London, September.
- Thygesen, N. (1981), *Are Monetary Policies and Performances Converging?*, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September.
- Triffin, R. (ed.) (1979), *EMS - The Emerging European Monetary System*, Banque Nationale de Belgique Bulletin Mensuel, April, Supplement, Bruxelles.

Det europæiske valutasamarbejde

En kronologi(6)

- | | | | | | |
|------|-----------|--|------|-----------|--|
| 1972 | 21. marts | Vedtagelse af ministerrådsresolution om monetært samarbejde. | 1979 | 13. marts | EMS iværksættes. |
| | 24. april | Slangesamarbejdet træder i kraft med de seks oprindelige EF-lande som deltagere. | | 24. marts | DM revalueres med 3 pct., danske krone devalueres med 2 pct. |
| | 1. maj | Danmark, UK og Irland tilslutter sig. | | 30. nov. | Danske krone devalueres med 5 pct. |
| | 23. maj | Norge tilslutter sig (7). | 1981 | 23. marts | Lira devalueres med 6 pct. |
| | 23. juni | UK og Irland forlader samarbejdet. | | 5. okt. | Franske franc og lira devalueres med 3 pct., DM og gylden revalueres med 5,5 pct. |
| | 27. juni | Danmark forlader samarbejdet. | 1982 | 21. feb. | Belgiske franc devalueres med 8,5 pct., danske krone med 3 pct. |
| | 10. okt. | Danmark genindtræder. | | 13. juni | Franske franc devalueres med 5,75 pct., lira med 2,75 pct; DM og gylden revalueres med 4,25 pct. |
| 1973 | 13. feb. | Italien forlader samarbejdet. | | | |
| | 19. marts | Overgang til fælles flydning over for US dollar. | | | |
| | | Sverige associeres samarbejdet. | | | |
| | | DM revalueres med 3 pct. | | | |
| | 3. april | Den europæiske fond for monetært samarbejde oprettes. | | | |
| | 29. juni | DM revalueres med 5,5 pct. | | | |
| | 17. sept. | Gylden revalueres med 5 pct. | | | |
| | 16. nov. | Norske krone revalueres med 5 pct. | | | |
| 1974 | 19. jan. | Frankrig forlader samarbejdet. | | | |
| 1975 | 10. juli | Frankrig genindtræder (med samme centralkurser). | | | |
| 1976 | 15. marts | Frankrig forlader påny samarbejdet. | | | |
| | 17. okt. | Frankfurt-justeringen: danske krone devalueres med 6 pct., norske og svenske kroner med 3 pct. og gylden og belgiske franc med 2 pct. | | | |
| 1977 | 1. april | Svenske krone devalueres med 6 pct., danske og norske kroner med 3 pct. | | | |
| | 28. aug. | Sverige forlader samarbejdet; danske og norske kroner devalueres med 5 pct. | | | |
| 1978 | 13. feb. | Norske krone devalueres med 8 pct. | | | |
| | 17. okt. | DM revalueres med 4 pct., gylden og belgiske franc med 2 pct. | | | |
| | 5. dec. | Det europæiske topmøde vedtager EMS med slangelandene og Frankrig som umiddelbare deltagere. Irland og Italien tilslutter sig i de følgende dage, Italien dog med større udsvingsmargin. | | | |
| 1978 | 12. dec. | Norge forlader samarbejdet. | | | |

Noter:

- (1) En kronologisk oversigt over de vigtigste begivenheder i slangesamarbejdet og dets afløser EMS er givet i bilagstabellen.
- (2) En fyldig analyse findes i Ludlow (1982). En fremstilling af nogle af de tekniske aspekter af EMS findes bl.a. i Triffin (ed.) (1979) og i Thygesen (1981).
- (3) The Proposed European Monetary System, Green Paper (1978).
- (4) Divergensindikatoren måler en valutas afstand fra gennemsnittet af de øvrige EMS-valutaer.
- (5) En fremgang af mulighederne herfor findes bl.a. i Swings (ed.) og Thygesen (1980).
- (6) Kursjusteringer i slangesamarbejdet angives i forhold til EMUA (den europæiske monetære valutaenhed = 1 US dollar før 1971), i EMS i forhold til ECU (det vejede gennemsnit af de ni EF-valutaer).
- (7) Efter det norske nej til EF-medlemskab den 25. september 1972 fortsatte Norge som associeret medlem.