

Nr. 3 - 1993
66. årgang

ØKO LOGI POLI TIK

**Jurist- og
Økonomiforbundets
Forlag**

Økonomi & Politik 1993

66. årgang nr. 3. Oktober 1993

Økonomi & Politik er et samfundsvidenskabeligt tidsskrift, der orienterer sine læsere om grænsfeltet mellem økonomi og politik. Økonomi & Politik udkommer 4 gange årligt.

Redaktion og bestyrelse:

Selskabet for Historie og Samfundsøkonomi, Formand: Professor Niels Kærgaard, Økonomisk Institut, Kongelig Veterinær- og Landbohøjskole.

Ansvarshavende redaktør:

Peter Nedergaard, Institut for International Økonomi og Virksomhedsledelse, Handelshøjskolen i København, Nansensgade 19, 1366 København K. Telefon 38 15 25 15.

Anmeldelsesredaktion:

Lars Bille, Institut for Statskundskab, Københavns Universitet

Redaktionsudvalg:

- Lektor Lars Bille, Institut for Statskundskab, Københavns Universitet
- Lektor Carsten Due-Nielsen, Institut for Historie, Københavns Universitet
- Professor Egil Fivelsdal, Institut for Organisation og Arbejdssociologi, Handelshøjskolen i København
- Professor Niels Kærgaard, Økonomisk Institut, Kongelige Veterinær- og Landbohøjskole
- Lektor Hans Jørgen Nielsen, Institut for Statskundskab, Københavns Universitet
- Adjunkt, cand.polit. Steen Thomsen, Institut for International Økonomi og Virksomhedsledelse, Handelshøjskolen i København
- Lektor Christian Thune, Institut for Statskundskab, Københavns Universitet

Produktion, administration og markedsføring:

Jurist- og Økonomiforbundets Forlag
Gothersgade 133
1123 København K
Telefon 33 14 29 20
Telefax 33 32 58 05

Abonnement for 1993:

- Privatpersoner: kr. 310,00
 - Institutioner, organisationer, virksomheder: kr. 360,00
- Priserne er incl. moms.

Tryk: Gentofte Tryk, Charlottenlund

ISSN 030-1906

Indhold

Redaktionelt forord 3

TEMA: VALUTA OG POLITIK

Valutaunioner og fortidens erfaringer på valutaområdet 4

Ingrid Henriksen og Niels Kærgård

Valuta- og renteutviklingen siden valutakrisen 13

Jørn H. Kjær

Valutapolitik og økonomisk aktivitet 18

Finn Østrup

Valutasamarbejdet: sammenbrud eller nybrud? 30

Peter Wendt

Dansk økonomisk politik i lyset af den europæiske udvikling 47

Claus Vastrup

Har ØMU'en overhovedet en fremtid? 52

Svend Erik Hougaard Jensen og Christian Motzfeldt

GENERELT

Politisk kronik, 1. halvår 1993 62

Lars Bille

Anmeldelse 72

- Hvordan skal sygehusvæsenets udvikling fortolkes?

Redaktionelt forord

Temaet for dette nummer af *Økonomi & Politik* er »Valuta og politik«. Det er et tema, som er blevet endnu mere aktuelt i forhold til tidspunktet, da det blev planlagt. Håbet er gennem et vifte af perspektiver at kunne give læseren en bred og grundig forståelse af dette emne. *Ingrid Henriksen* og *Niels Kærgård* understreger i deres artikel, at for tidens lære for fremtidens valutasamarbejde især er, at troværdighed er nøglebegrebet til et valutasamarbejdes succes.

Jørn H. Kjær analyserer de seneste års valutakurs- og renteudsving. Han konkluderer – i modsætning til den meget udbredte formodning om det modsatte – at opgivelsen af valutakursbindingen ikke forøger rentea autonomien.

Finn Østrup er i sin artikel også ude efter gængse påstande i valutakurspolitikken. Han konkluderer, at valutakursen er et effektivt middel til at påvirke ledighed og produktion, idet den er et effektivt middel til at påvirke konkurrencestillingen.

Peter Wendt analyserer baggrunden for det seneste års begivenheder på valutamarkedet. Han forudser, at Europa efter år 2000 meget vel kan bestå af en DM-blok med 6-7 små- og halvstore EF-kernelande og de andre store lande med et EMS-lignende tilhørsforhold hertil.

Claus Vastrup vurderer de aktuelle problemer for den økonomiske politik i Danmark på baggrund af sammenbruddet i det europæiske fastkurssamarbejde.

Endelig besvarer *Svend Erik Hougaard Jensen* og *Christian Motzfeldt* spørgsmålet, om den økonomiske og monetære union overhovedet har en fremtid. De konkluderer, at EMS-sammenbruddet ikke nødvendigvis betyder et farvel til ØMU-planerne, men at gennemførelsen formentlig vil ske i flere hastigheder.

Peter Nedergaard
Redaktør

Valutaunioner og fortidens erfaringer på valutaområdet

Ingrid Henriksen, Københavns Universitets Økonomiske Institut
og Niels Kærgård, Den Kgl. Veterinær- og Landbohøjskole

1. Indledning¹

»Verden kan kun leves fremefter, men kun forstås bagud« har Søren Kierkegaard engang sagt, og det gælder også i høj grad de økonomiske problemer. Vi har kun vore erfaringer vedrørende fortiden til at sige noget om fremtiden ud fra.

Der ud over gælder det i adfærdsvidenskaber som økonomi, at agenternes erfaringer præger deres måde at tænke på. En del af problemerne med koordineringen af de europæiske landes økonomiske politik er f.eks. utvivlsomt, at 1920'ernes hyperinflation stadig er en levende del af den tyske baggrund, medens en række andre lande i højere grad ser 1930'ernes massearbejdsløshed som skrækvisionen (i 1930'erne havde tyskerne jo andet at tænke på).

Der kan derfor være god grund til også vedrørende valutaproblemerne at se lidt på fortidens erfaringer. Her står nok »de gode gamle dage« før 1914 med guldfod og frihandel for mange som et ideal, medens 1930'ernes handels- og valutakriser er skræmmebilledet. Dette er vel i høj grad berettiget; ihvertfald må opfattelsen være blevet delt af samtiden, idet man med bl.a. pariføring efter første verdenskrig søgte at komme tilbage til systemet før 1914, medens man med Bretton Woods systemet efter anden verdenskrig søg-

te at undgå situationen fra 1930'erne med konkurrerende devalueringer.

Et centralt træk i billedet af perioden før 1914 er en række mønt- og valutaunioner (den skandinaviske, den latinske og den tyske for at nævne de vigtigste). Da de har spillet en vis rolle som erfaringsgrundlag i debatten om ØMU, se f.eks. Sørensen (1990), kan der også ud fra andet end historiske grunde være grund til at se lidt på dem, selv om ØMU-debatten vel er skudt en hel del ud i fremtiden efter EMS-sammenbruddet den 1. august.

Hvor studiet af valutaunioner var hot stof før sommerferien, er en bredere analyse af alternative valutasystemer vel nu det mest aktuelle.

Denne artikel skal dog koncentreres om valutasystemet i den klassiske periode før første verdenskrig, men en kort diskussion af andre historiske erfaringer skal også tages op. I 2. afsnit beskrives den danske situation i den klassiske periode 1875-1914 og især den skandinaviske møntunion, der af mange anses for periodens mest succesfulde samarbejde. Afsnit 3 diskuterer ligheder og forskelle mellem de klassiske møntunioner og ØMU-konstruktionen i Maastrichttraktaten. I afsnit 4 ses på et rids af erfaringerne efter guldfodens sammenbrud, og endelig slutes med

en diskussion om, hvad vi har lært af erfaringerne.

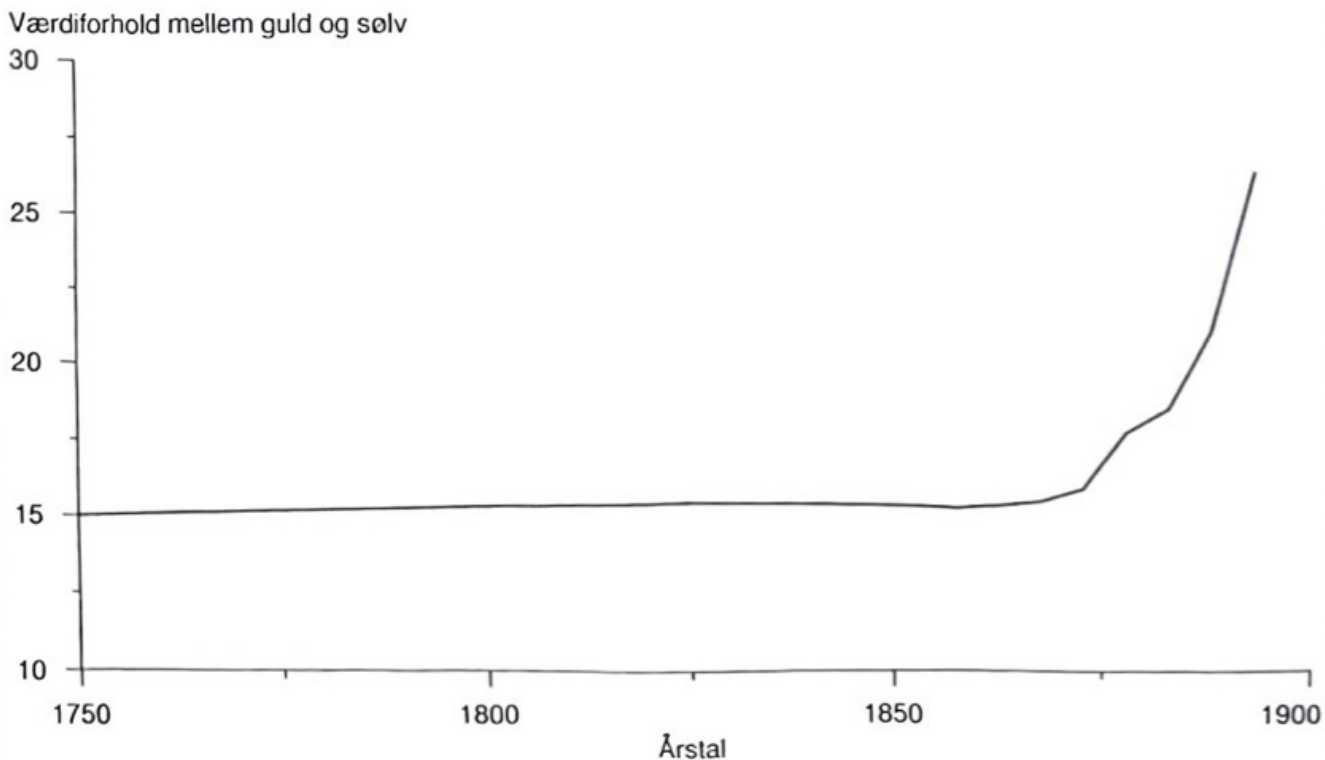
2. Guldfoden og den skandinaviske møntunion

Det klassiske guldfodssystem blev skabt i løbet af 1870'erne. Før var der en mere ukoordineret metalfod, hvor nogle lande havde sølv- andre guldfod, og hvor der var et virvar af møntstørrelser og regningsenheder. En betydelig stabilitet var dog også tilstede i dette system, idet forholdet mellem guld- og sølvprisen var meget stabil, jvf. fig. 1, bl.a. fordi de cirkulerende mønter jvf. Greshams lov² altid vil være af det billigste slags, hvorved prisen på det billigste metal holdes oppe af efterspørgsel til cirkulerende mønter.³

I 1870'erne gik en lang række lande over til guldfod, og i Norden blev overgangen kombineret med den harmonisering af de tre nordiske landes møntsystemer, der blev betegnet Den skandinaviske Møntunion. Dette var resultatet af en lang debat bl.a. på de nordiske økonomimøder (der fandt sted hvert 3. år fra 1866). Disse møder var præget af en vis dyrkelse af rationalitet og effektivitet; en indførsel af decimalsystemet på alle områder stod f.eks. højt på ønskesedlen – mødernes anbefaling var en stærkt medvirkende årsag til metersystemets sejr.

På pengeområdet var målet oplagt nok et møntsystem, der både var rationelt opbygget og generelt internationalt anvendt. På de første møder var man i tvivl om, hvorvidt

Figur 1. Forholdet mellem guld- og sølvpris



Note: Tallene før 1850 er cirka-tal, alle tal er intervalmidtpunkter

Kilde: Tallene er hentet fra Wilcke (1930) side 129

guld, sølv eller en kombination ville blive fremtidens system, men på tidspunktet for det afgørende møde i 1872 var guldet ved at sejre internationalt. Der var da ihvertfald 5 muligheder for de nordiske lande:

- at slutte sig til Den latinske Møntunion, der var den ældste eksisterende union. Den var imidlertid baseret på et bimetallistisk system, som de nordiske økonomer fandt for kompliceret.
- at tilslutte sig Den tyske Møntunion. Den var dog helt nydannet og der herskede endnu nogen usikkerhed om dens levedygtighed. Desuden spillede nationale følelser efter 1864-nederlaget ind.
- at slutte sig til sterlingområdet. Det var imidlertid i strid med ønsket om et logisk decimalsystem.
- at starte på et rent »rationelt« system med en 5 grams møntenhed bestående af 9/10 guld og 1/10 kobber.
- at danne et system, der lå så tæt på det gamle sølvsystem som muligt.

Resultatet blev det sidste. Det havde selvfølgelig den ulempe, at Nordens system ikke kom til at ligne andre landes, og at skabelsen af et stort internationalt system derfor ikke rykkede nærmere.

For regningsenhedens vedkommende blev der tale om en beskeden ændring, idet metalværdien af de nordiske mønter lå meget tæt på hinanden. Man fastlagde en guldverdi af den skandinaviske enhed »kronen« så den med de gældende guld- og sølvpriser tættest muligt svarede til en svensk rigsdaler (der svarede til 6,376 g sølv), en halv dansk rigsdaler (der svarede til 6,320 g sølv) og en kvart norsk speciedaler (der svarede til 6,324 g sølv). Forskellene i sølvværdierne var iøvrigt så små, at mønter allerede cirkulerede på tværs af landegrænserne. På det regningsenhedsmæssige område var der altså bortset fra overgangen til guld fod nærmest tale om

en formel bekræftelse af det faktiske forhold, at markederne ikke tog hensyn til de små forskelle i værdi, der var på landenes mønter.

Dette ændrer dog ikke ved, at der skete store praktiske forandringer i det samlede møntsystem. Svenskerne var vænnet til en rigsdaler, der var splittet op i 100 øre. Danskerne til en rigsdaler, der var delt i 6 mark, hver af 16 skilling, medens nordmændene arbejdede med en speciedaler, der var delt i 5 mark, hver af 24 skilling. Overgangen til kroner af 100 øre var således en betydelig rationalisering og ændring i tilvandede møntenheder.

Det nye system for mønter blev vedtaget i Danmark og Sverige i 1872, og i 1875 sluttede Norge sig til. Systemet blev udvidet med frie trækingsrettigheder centralbankerne imellem i 1885, og med fri omveksling af sedler i Norge og Sverige i 1894, og også med danske sedler fra 1901.

Allerede i 1905 startede imidlertid processen den modsatte vej, da Sverige forlangte en væsentlig begrænsning i aftalen om gensidige trækingsrettigheder mellem de tre centralbanker. En del af årsagen skal utvivlsomt søges i de politiske spændinger i forbindelse med Norges udtræden af personalunionen med Sverige. Men også en længerevarende uligevægt i betalingerne mellem Danmark og Sverige, i Danmarks favør, blev opfattet som problematisk. Det, at overførslerne var gebyrfri, havde også gjort det vanskeligere at dæmpe trækket på Danmarks Nationalbank.

Første verdenskrigs ophævelse af guldindløseligheden og den forskellige udvikling, der fulgte i de tre lande, blev i realiteten Møntunionens død. Danmark og Norge oplevede begge en kraftig stigning i deres eksport og en deraf følgende stigning i pengemængde og priser. I Sverige var udviklingen roligere,

men netop Møntunionen vanskeliggjorde de svenske bestræbelser på at dæmme op for inflationsfaren. Danske og norske kroner flød ind i landet og deres værdi overfor svenske kroner, faldt. I 1917 var det blevet Sveriges Riksbank for meget, trods gentagne forsøg på at bremse faldet i de to andre valutaer. Man nægtede længere at bytte lige over og de tre landes sedler og hovedmønt ophørte derfor også med at være gangbare betalingsmidler i alle tre lande (se Bergman m.fl. 1993).

Selv en meget vidtgående møntunion lod sig altså opløse, selvom det skete over nogle år – for skillemønt først officielt i 1921. Læren af dette er måske, at det blandt andet kunne lade sig gøre, fordi de pågældende valuator nok havde fælles omløb, men stadigvæk kunne kendes fra hinanden på udseendet. Ingen var i tvivl om, hvorvidt han stod med en krone udstedt af Norges bank eller af Nationalbanken i hånden. De var nemlig stadig præget forskelligt, selv da de var lige meget værd. Det er altså ikke ligegyldigt, om en evt. fremtidig fælles ECU har nationale motiver på den ene side eller ej.

3. Den skandinaviske møntunion og ØMU

Den skandinaviske møntunion bliver betegnet som »the most successfull of all European Currency Unions« (de Cecco, 1992), og »A clear example of the possibilities of regional monetary cooperation and integration« (Bartel, 1974). Så det er naturligt at spørge, om den kan bruges som et forbillede for en ØMU-konstruktion.

Her skal forskellene imidlertid ikke undervurderes. ØMU'en er udtænkt af Delors-udvalgets specialister og vedtaget af toppolitikere i Maastricht, medens Den skandinaviske Møntunion var en konfirmering af praksis. De fleste cirkulerende sølvmonter i Norge var allerede før unionen danske; 17

pct af sedlerne i Norge var danske og 4 pct svenske. I Skåne var danske mønter helt dominerende og i København var både svenske mønter og sedler almindelige (se Nielsen, 1917, side 2-3). Sverige havde derfor en klar interesse i en formel harmonisering, idet deres lidt lødigere mønter både i Skandinavien og udenfor blev vekslet lige over med de andre skandinaviske landes lidt ringere mønter. Der var således i høj grad tale om et samarbejde startet fra neden. Det samme problem med fælles omløb af mønter med lidt forskellig metalværdi finder man iøvrigt i forbindelse med etableringen af de to andre møntunioner mellem henholdsvis dele af det tyske område og mellem Belgien og Frankrig (Flandreau, 1993).

En anden afgørende forskel er prioriteringen af penge- og valutasamarbejdet i forhold til handelssamarbejdet. ØMU'en er sidste trin på en udvikling, der startede med et fællesmarked for varer udbygget med frie kapital- og arbejdskraftsbevægelser og harmoniseret til et indre marked. Det er »One market«, der bliver udbygget med »One money«. Det skandinaviske samarbejde i 1870'erne gik oplagt den modsatte vej; man fik »One money«, men aldrig »One market«. På det nordiske nationaløkonomiske møde i 1872, hvor man anbefalede møntunionen, forkastedes et forslag om fri handel landene imellem. Der kom faktisk i 1888, medens møntunionen var på sit højeste, en svensk toldreform i protektionistisk retning, der også ramte Danmark hårdt, og loven blev i 1897 på trods af rigsfællesskabet også udvidet til at ramme Norge.

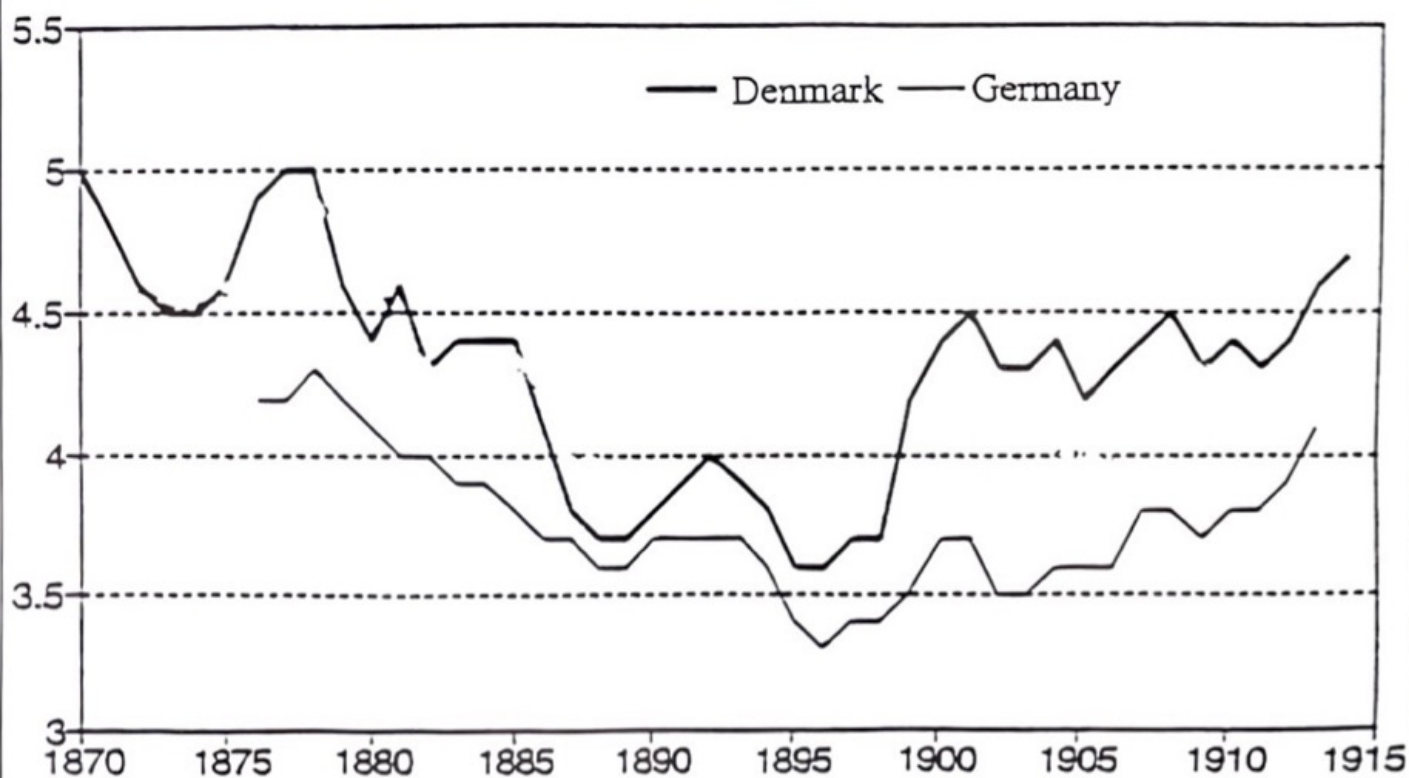
Den tredje forskel er det omfattede geografiske område. EF-området er dominerende for alle deltagende lande; selv Danmark, der har en stor nordisk handel, sender 58 pct af sin eksport til EF-lande, medens Sverige som største handelspartner udenfor EF modtager 16,5 pct. Handelen de skandinaviske lan-

de imellem har derimod aldrig været dominerende for nogen af landene; Danmarks eksport til Norge og Sverige udgjorde i 1877 23 pct af den samlede eksport mod 39 pct til Storbritannien og 32 pct til Tyskland. Samtidig er der flere tegn på, at handelen landene imellem faktisk faldt i betydning i den periode, møntunionen eksisterede (indikationerne er dog usikre, da udenrigshandelstallene indtil 1910 inkluderer transithandel).

Endelig er alternativet til møntunionen idag et ganske andet end i gulfodsperioden. Det afgørende ved en valutarisk union er permanent fastlåste valutakurser, men den betingelse var i 1880'erne og 1890'erne allerede sikret mellem alle gulfodslandene. Kursen mellem skandinavisk og f.eks. tysk valuta var låst fast mellem det øvre og det nedre

guldpunkt, selv om der ikke var noget formelt valutasamarbejde. Hvor valutaer idag kan flyde frit (f.eks. har den danske og den svenske krone svinget mere end 20 pct i 1992/93), så var valutakursen i gulfodsperioden låst fast af transportomkostningerne ved transaktioner i guld. Selv før gulfoden var kurserne normalt ekstremt stabile, idet forholdet mellem guld- og sølvprisen jvf. tidligere heller ikke svingede særligt meget. Hele gulfodsområdet havde således karakter af et valutarisk samarbejde med faste kurser. Det lå i systemet, at det enkelte land blot skulle sørge for sin egen valutas guldindløselighed, så kom de faste valutakurser automatisk;⁴ og faktisk var suspension af guldindløselighed noget meget sjældent, der mest skete i forbindelse med krige. Ser man f.eks. på renten i Danmark og Tyskland føl-

Figur 2. Obligationsrenten i Danmark og Tyskland



Kilde: Henriksen og Kærgård (1993)

ger de da også hinanden nøje, se fig. 2 (niveauforskellen mellem de to eksisterende generelt for perioden, men der kan i dette tilfælde også være tale om forskellig type af værdipapir).

Det guldfoden gav systemet, var en tiltro til de faste pengeværdier og valutakurser, der idag måske nok kan anses for ubegrundet. Moderne økonomer har en tilbøjelighed til at gå bag om guld-mystikken, og se det som et reelt sterling system med London i centrum, men guld-mystikken gav antagelig systemet en troværdighed, der var dets hovedstyrke. Spekulation blev så ligevægtsskabende og ikke destabiliserende, idet man så en svag valuta, som chancen for at få billigt guld, og derfor opkøbte den. Man drømte normalt ikke om, at nogen ville forlade gullet.

Idag sættes svage valutaer under pres, fordi man kalkulerer med, at kursen kan falde, hvorfor man sælger ud af den. Det centrale anker for systemet var derfor nok alligevel gullet, og de lokale møntunioner var kun krusninger uden den store reelle betydning.

Det er somme tider blevet hævdet, at systemet i den klassiske guldfodsperiode overlevede, fordi det ikke blev udsat for de helt voldsomme rystelser i form af større udsving i efterspørgsel eller udbud på varemarkedet. Det er næppe rigtigt og slet ikke, når man sammenligner med tiden efter anden verdenskrig (se Bordo, 1993). Det var nok snarere sådan, at priser og lønninger lettere tilpassede sig chok i økonomien i en tid med færre store monopoler og mindre stærke fagforeninger. Sålænge priserne var fleksible også nedad, kunne landenes konkurrenceevne holdes, selvom man havde faste kurser. I det omfang priserne ikke gav efter og resultatet faktisk blev et fald i produktion og beskæftigelse, blev troværdigheden alligevel understøttet af, at centralbankdirektører før Før-

ste Verdenskrig i et vist omfang handlede isoleret fra det politiske system. De kunne koncentrere sig om en rentepolitik, der opretholdt guldreserven på bekostning af produktion og beskæftigelse (Eichengreen, 1992).

4. Mellemkrigstiden

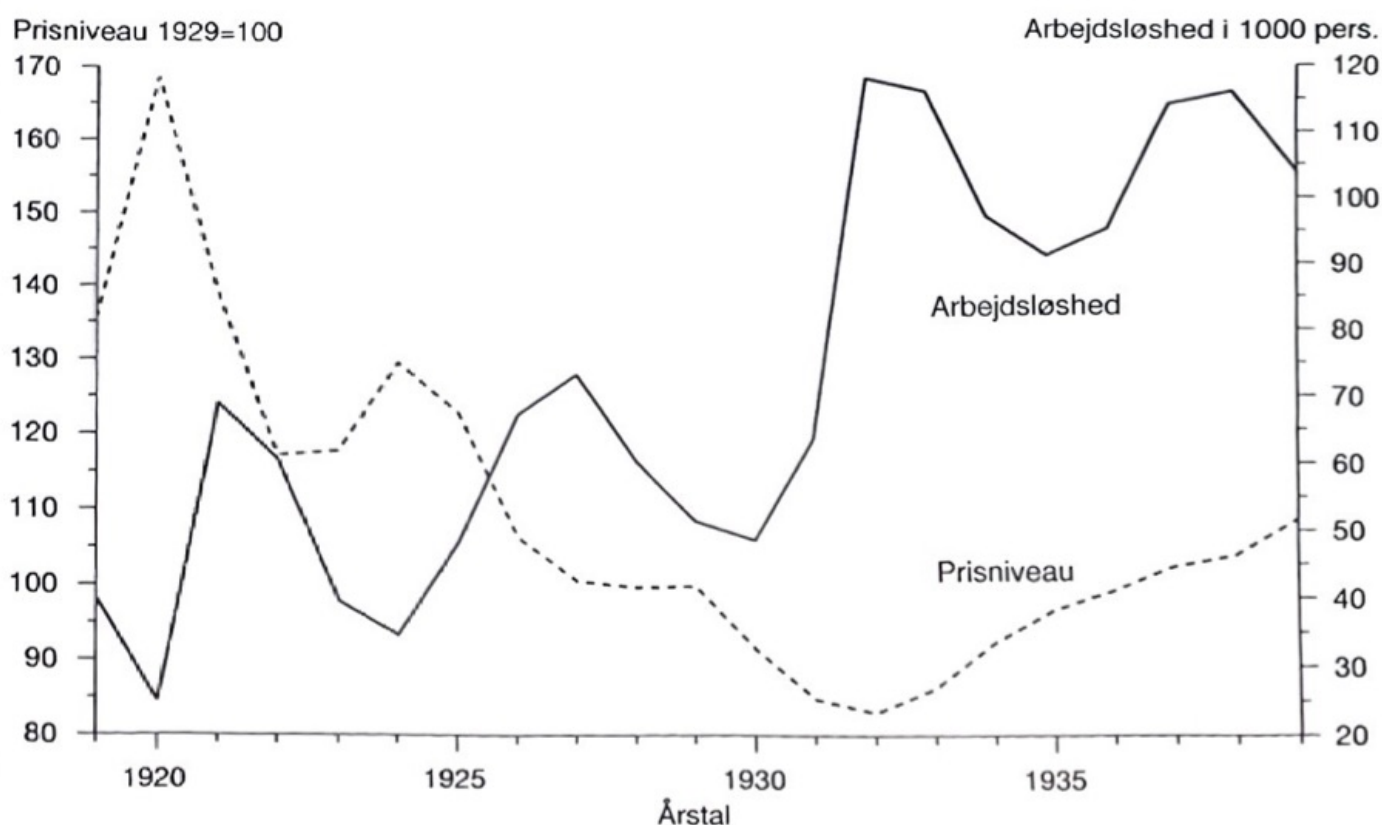
Perioden før 1914 var præget af stabilitet, og det var derfor naturligt, at man efter freden så hurtigt som muligt ville tilbage til det gamle system. Desværre blev mellemkrigstiden i stedet et lærestykke i fejltagelser.

I løbet af 1920'erne lykkedes det for de fleste lande at vende tilbage til guldfoden, men til kurser der var mere bestemt af politiske og prestigemæssige hensyn end af økonomisk fornuft. En række lande, som f.eks. Danmark, valgte at satse på en tilbagevending til guldværdien fra før krigen, hvilket med de skete prisændringer krævede en stærkt kontraktiv politik med depression og høj arbejdsløshed til følge, jvf. fig. 3. Tilbageslaget i 1925-27 er således en direkte virkning af pariføringen.

Hele debatten om pariføringen – en »ærlig krone« – kontra en nedskrevet værdi – en »husmandskrone« – viser noget om, hvad der sker, hvis følelserne får lov at styre valutakurspolitikken uden tilstrækkelig hensyn til de økonomiske realiteter.

Den stædige fastholden ved de »ærlige« valutakurser var vel også en hovedårsag til, at det gik så galt, som det gjorde i 1930'erne. Da systemet blev udsat for stødet i 1929, kunne systemet, der i forvejen var præget af spændinger, ikke holde til det, og fra 1931 gik man over til konkurrerende devalueringer og handelsbegrænsninger. Det genetablerede guldfodssystems vanskeligheder understregede for første gang nødvendigheden af internationalt samarbejde, hvis man ville have et

Figur 3. Priseniveau og arbejdsløshed



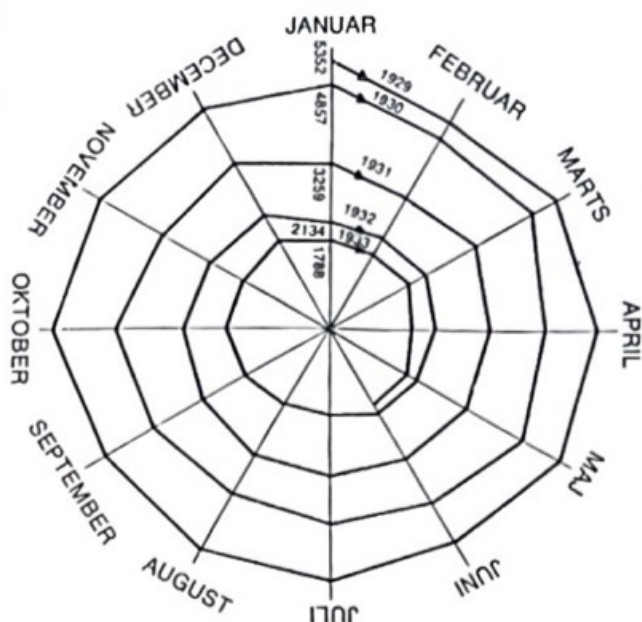
Kilde: Tallene er hentet fra Kærgård (1991)

fastkurssystem. Et sådant samarbejde havde kun undtagelsesvist forekommet før 1914 og da ganske uformelt. I den tid der var gået siden, var mængden af »hot money«, det vil sige kapital, der hurtigt kunne flyttes fra én valuta til en anden, imidlertid vokset betydeligt. En valuta kunne hurtigt blive bragt i en situation, hvor den ikke længere kunne opretholde sin kurs uden støtte fra andre landes centralbanker. Som bekendt var det ikke nogen samarbejdsånd, der prægede forholdet mellem nationerne i 1920'erne. Ustabiliteten blev forstærket af, at penge- og valutaforhold ikke længere var isolerede fra den hjemlige politiske sfære: Gentagne rentenedsættelser efter 1931 fik valutaerne til at falde med rekordagtig hast. Som et resultat af handelskrigen gik verdenshandelen måned for måned i stå, jvf. fig. 4.

I guldstandsperioden var det reale bruttonationalprodukt i de rige lande vokset med gennemsnitligt 2.5 pct om året, mens deres eksportmængde steg med hele 3.9 pct om året. I tiden fra Første Verdenskrigs udbrud og frem til 1950 vendte billedet. Nu voksede produktionen med 2.0 pct om året, men eksporten kun med 1.0 pct. (Maddison, 1991).

Læren af mellemkrigstidens udvikling er således kompleks. 1920'erne understreger faren ved for stædig en fastholdelse af pariteter, der er ude af trit med de økonomiske realiteter, medens 1930'erne er en påpejning af, hvor hurtigt og effektivt et system kan ødelægges af konkurrerende devalueringer og handelsrestriktioner ud fra beggarthy-neighbour-princippet.

Figur 4. Verdenshandelen 1929-33



Kilde: Hansen, 1977, side 35

Den logiske løsning på disse problemer var Bretton Woods systemet efter 2. verdenskrig med faste, men ved fundamentale uligevægte justerbare, valutakurser. Dette system holdt imidlertid også kun en tid; med Englands devaluering i 1967 begyndte dette systems sammenbrud. Og i og for sig er efterkrigstidens lære vel den samme som mellemkrigstidens, nemlig at der er farer både ved en fastholdelse af nogle valutakurser, der er ude af trit med de økonomiske realiteter, og ved et system der tillader landene aktivt at skaffe sig konkurrenceevnefordele ved konkurrerende devalueringer.

5. Konklusion

Ser vi på de gode gamle dage før 1914, spillede de forskellige valutaunioner næppe nogen afgørende rolle. Det afgørende var et gulfodssystem, der blev accepteret af alle agenter. Man kan komme med mange rationelle

argumenter for, at selve gulfoden ikke spillede nogen reel rolle, men troen på gulfodet var med til at sikre systemet en afgørende troværdighed, som værnede det imod spekulation, og tværtimod gjorde, at spekulationen virkede stabiliserende snarere end destabiliserende. Men dette er næppe til megen hjælp idag; når barnetroen er taget fra folk, er der ingen vej tilbage, og gulfoden byggede i høj grad på en barnetro på guld. Det, der understreges af interesse for idag, er nok først og fremmest, hvor vigtigt troværdighed er for et system. I den forbindelse er behovet for international politisk koordinering kun vokset yderligere siden mellemkrigstiden. Ikke mindst i 1980'erne mangedobledes de internationale kapitalbevægelser og dermed risikoen for, at en valuta sættes under et spekulativt pres.

De mange ustabile perioder med alvorlige kriser, der har fulgt siden, giver ingen simple svar på i hvilken retning løsningen skal findes. Historien er rig på eksempler både på kriser, der er blevet forværret eller endog skabt af en for stivnakket fastholden af en valutakurs, der er ude af trit med de underlæggende økonomiske realiteter, og på kriser, der er skabt af for ustabil en valutakurspolitik med hurtige, konkurrerende devalueringer.

Faste kurser er en stor fordel, men kun hvis de er troværdige, og det er de kun, hvis de afspejler landenes realøkonomiske forhold – ellers kan de gøre mere skade end gavn.

Noter

1. Artiklen bygger på Henriksen & Kærgård (1993).
2. Greshams lov siger, at af to mønter med samme pålydende værdi, vil man betale med den mindst værdifulde og gemme den lødigere.

3. At sådanne effekter har haft en betydelig størrelse ses af sølvprisens fald efter 1875, hvor guld blev dominerende som møntmetal.
4. I en artikel fra 1921 argumenterer Eli Hecksher for, at monetære unioner kræver enten fælles økonomisk politik (d.v.s. fælles centralbank) eller metalfod, og af disse muligheder troede han kun på den sidste.

Litteratur

- Bartel, Robert J. (1974). International Monetary Unions: the XIXth Century Experience. *The Journal of European Economic History*, Vol. 3 No. 3, pp. 689-704.
- Bergman, Michael, Stefan Gerlach og Lars Jonung (1993). The Rise and Fall of the Scandinavian Currency Union 1873-1920. *European Economic Review*, Vol. 37, p. 507-517.
- Bordo, Michael D. (1993). The Gold Standard, Bretton Woods and other Monetary Regimes: An Historical Appraisal. *NBER Working Paper* No. 4310.
- Commission of the European Communities (1990). One market, one money, *European Economy*, No. 44.
- de Cecco, M. (1992). European Monetary and Financial Cooperation before the First World War, *Rivista di storia, Economica*, vol. 9, pp. 55-76.
- Eichengreen, Barry (1992). *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York og Oxford.
- Flandreau, Marc (1993). *The Scandinavian Currency Union 1875-1914 and the Stages of Monetary unification: A Comment on Henriksen and Kærgård*, Paper præsenteret på Workshop om Valutaforhold i Lissabon, maj 1993.
- Hansen, Svend Aage (1977). *Økonomisk vækst i Danmark II, 1914-1975*, 2. udgave København.
- Hecksher, Eli F. (1922). Den nordiske Møntunion. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Vol. 60, pp. 8-27.
- Henriksen, Ingrid & Niels Kærgård (1993). *The Scandinavian Currency Union 1875-1914*, Paper præsenteret på Workshop om Valutaforhold i Lissabon, Maj 1993.
- Kærgård, Niels (1991). *Økonomisk Vækst. En økonometrisk analyse af Danmark 1870-1981*, København.
- Maddison, Angus (1991). *Dynamic Forces in Capitalist Development. A Long-run Comparative View*. Oxford og New York.
- Nielsen, Axel (1917). *Den skandinaviske Møntunion – et historisk Rids*. København.
- Sørensen, Christen (1990). *Danmark Delstat i Europa*, København.
- Wilcke, J. (1930). *Sølv- og Guldmøntfod 1845-1914*. København.

Valuta- og renteudviklingen under valutakrisen

Jørn H. Kjær, Vicedirektør, Danmarks Nationalbank

Da denne artikel blev aftalt i slutningen af juli, var der stadig en lille kerne af lande, heriblandt Danmark, der holdt fast ved de snævre udsvingsmargener. Min forestilling var derfor, at der fra en vis distance kunne gøres nogle betragtninger om erfaringerne fra de valutaer, der havde »sluppet grebet« især lire, sterling og svenske kroner, samt – baseret på vore egne erfaringer – nogle belærende bemærkninger om, hvordan man undgik at komme i en tilsvarende situation.

Fra den 2. august har vi unægtelig fået flydningens problemer nærmere ind på livet, ved at vort fastkursregime er blevet udstyret med en udsvingsmargen på 15 pct. Da der imidlertid i skrivende stund er forløbet mindre end en måned siden den dramatiske weekend omkring den 1. august, har støvet ikke lagt sig tilstrækkeligt til, at der kan drages konklusioner om et holdbart valutakurs/rente-forhold under et sådant regime. Det følgende er derfor fortrinsvis baseret på observation af de europæiske valutaer, som har været flydende siden sidste efterår.

Til støtte for hukommelsen har jeg i vedstående »boks« opregnet de vigtigste valutapolitiske begivenheder over det sidste år. Det ville være uoverkommeligt at opregne de talrige pengepolitiske afværgeforanstaltninger taget i denne periode, selv om enkelte beslutninger (eller mangel på samme) er blevet sat

Valutakrisens kronologi

1992

- 8. sept. Den finske marks tilknytning til ECU'en opgives.
- 14. sept. Liren nedskrives 7 pct.
- 17. sept. Lire og pund sterling udtræder af interventionssamarbejdet i EMS. Pesetas nedskrives 5 pct.
- 19. nov. Den svenske kronens tilknytning til ECU'en opgives.
- 23. nov. Pesetas og escudos nedskrives 6 pct.
- 10. dec. Den norske kronens tilknytning til ECU'en opgives.

1993

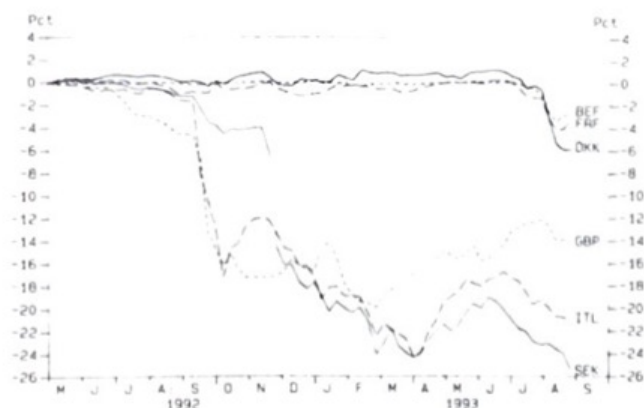
- 1. feb. Irske pund nedskrives 10 pct.
- 14. maj Pesetas nedskrives 8 pct. og escudos 6 pct.
- 2. aug. Udsvingsgrænsen i EMS'en udvides til +/- 15 pct.

i nøje sammenhæng med udviklingen på valutamarkedene.

Figur 1 viser de markedsmæssige konsekvenser af de valutapolitiske beslutninger listet i boksen, for så vidt angår de seks valutaer, som formentlig er af størst interesse.¹⁾

Som det fremgår, er der en klar forskel mellem de tre valutaer, der har været flydende siden sidste efterår og de tre, som var i det snævre bånd indtil august i år. Dette gælder mest iøjnefaldende devalueringens størrelse, hvilket vel at mærke ikke kan henføres til det

Figur 1. Valutakursudviklingen over for D-mark



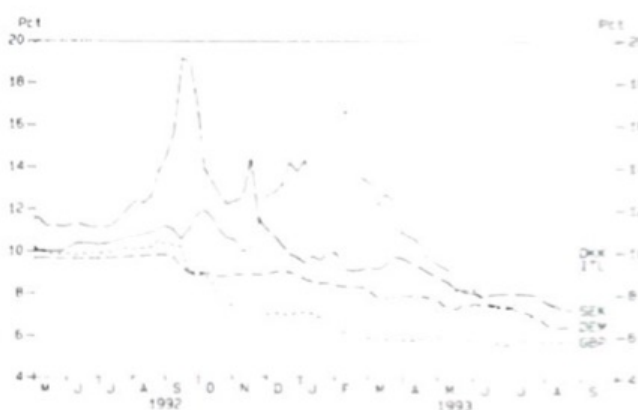
Anm.: Ugegennemsnit. Ændring i pct. i forhold til D-mark kursen ultimo april 1992

forskellige tidsforløb, jf. at den væsentligste del af kursfaldet for GBP, ITL og SEK indtraf umiddelbart efter beslutningen om at flyde. For det andet viser de tre frit flydende valutaer store fluktuationer fra dag til dag og måned til måned. At »markedet« sidste efterår med stor kraft gav udtryk for, at den hidtidige kurs var »forkert« betyder altså ikke, at det kan udkrystallisere en klar opfattelse af, hvad det »rigtige« niveau er. Med forbehold for den langt kortere observationsperiode synes de tilfældige udsving langt mindre for BEF, FRF og DKK, men i hvilket omfang dette må tilskrives den fortsatte – om end løsere – EMS-tilknytning, eller at disse valutaer mere fundamentalt vurderes som mere stabile, er ikke til at sige.

For så vidt angår renteutviklingen, må der sondres mellem den korte rente, som er stærkt afhængig af centralbankernes aktuelle rentesatser for tilførsel/inddragelse af likviditet, og den lange rente, som i vore dage ikke er under pengepolitisk kontrol i de her viste lande, men må formodes at afspejle markedernes mere langsigtede vurdering af pris- og valutakursudviklingen.

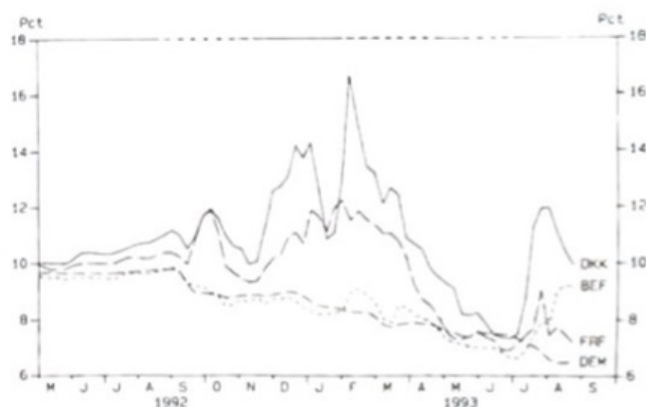
I overensstemmelse hermed er renteutviklingerne i de forskellige perioder med valutauro langt kraftigere på den korte rente, jf. fig. 2a og 2b²⁾ end på den lange, jf. fig. 6a og 6b.

Figur 2a. 3-måneders pengemarkedsrenter



Anm.: Ugegennemsnit

Figur 2b. 3-måneders pengemarkedsrenter



Anm.: Ugegennemsnit

Renteforløbet afspejler selvsagt de forskellige faser af storm og stille på valutamarkedene i det mindste for så vidt angår de lande, der som Danmark har været indstillet på en aktiv brug af renten.

Som en modsat yderlighed var England som bekendt meget tøvende i brugen af rentevåbnet under det pres, der kulminerede omkring midten af september med Englands suspension af interventionsforpligtelsen. På den her valgte indikator kan man knap få øje på nogen rentereaktion overhovedet.

Efter en valutas overgang til flydning er dens renteutvikling, som man måtte forvente, mere jævn sammenlignet med f.eks. krone-enten, som fortsat fluktuerer i takt med valutauroen, men med en bemærkelsesværdig hurtig normalisering mellem pres-perioderne.

Det mere afgørende spørgsmål i diskussionen for eller imod fastholdelse af en valutakurs har imidlertid været, om man ved at frigøre sig for en sådan binding kunne opnå en væsentlig forøgelse af den rentepolitiske bevægelsesfrihed. I mange markedsvurderinger har behovet herfor været anført som den væsentligste grund til, at en valutakursbinding ikke vurderedes som holdbar. Konkurrenceevnebetragtninger har i så henseende spillet en langt mindre rolle end ved tidligere lejligheder.

Med mulig undtagelse af England forekommer det for det første problematisk at tillægge den korte rente så stor (real)økonomisk betydning. For det andet synes der at være stærkt overdrevne forestillinger om den renteaunomi, det kan opnås blot ved at opgive en valutakursbinding. Hvis nemlig renten for en flydende valuta ønskes sænket til under DEM-renten, må konsekvensen logisk set være, at den pågældende valuta synker til en værdi, hvor der i markedet er en overvejende forventning om, at den på lidt længere sigt vil revaluere i forhold til DEM. Da rentetabet i forhold til en DEM-investering desuden er sikkert, men skal kompenseres af en trods alt usikker forventning om en valuta-

kursgevinst, må undervurderingen af den flydende valuta være så meget tydeligere.

Ud over et utiltalende »beggar thy neighbour« aspekt vil inflationsimpulsen af en sådan valutakurspolitik være stærkt bekymrende for det pågældende lands centralbank, ligesom der er velfærdstab forbundet med valutakursudsving, der overkompenserer for forskelle i omkostningsudvikling.

Det nyvundne råderum i pengepolitikken er altså ikke gratis, og centralbanken må afveje fordele og ulemper ved dets udnyttelse.

Hvorledes stemmer nu disse principielle overvejelser med kurs- og renteutviklingen for de flydende valutaer?

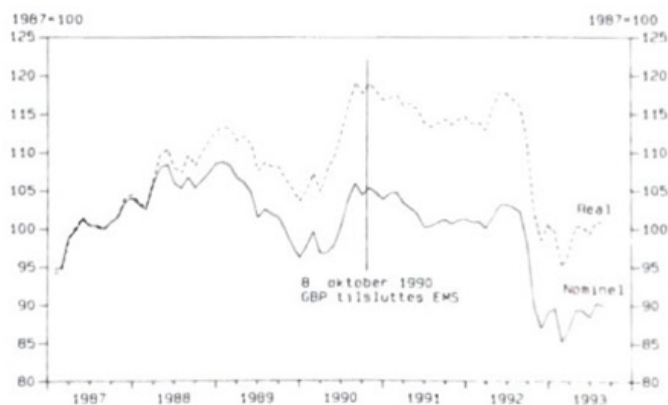
Frem til februar faldt de tre frit flydende valutaer ca. 20 pct. i forhold til DEM, jf. fig. 1. Herefter styrkedes GBP, mens de to andre har fluktueret betydeligt, men netto svækkes yderligere – især SEK. Om en sådan bevægelse er udtryk for »overshooting« er (næsten) altid et spørgsmål om udgangspunkt. Men tager man som i fig. 3-5 1987, hvor den seneste egentlige kursjustering i EMS fandt sted som udgangspunkt (strengt taget kun af direkte relevans for ITL), ser der ud til at være tale om en klar overkompensation for forskelle i omkostningsudvikling, for så vidt angår ITL og SEK, men ikke for GBP. Anser man derimod den kurs, hvortil GBP tilsluttedes valutakursamarbejdet i 1990 for korrekt, er også denne valuta nu klart undervurderet.

Med mulig undtagelse af England har man altså accepteret en valutakursudvikling, som indebærer en bekymrende inflationsimpuls.

Hvad har man da opnået på rentefronten?

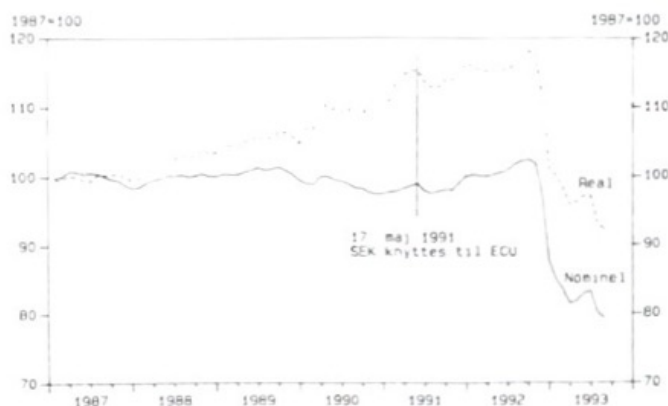
For så vidt angår Italien og Sverige er rentespændet, jf. fig. 2a i forhold til DEM fortsat

Figur 3. Nominel og real effektiv valutakurs, England



Anm.: Den reale kurs er baseret på forbrugerprisindeks

Figur 4. Nominel og real effektiv valutakurs, Sverige

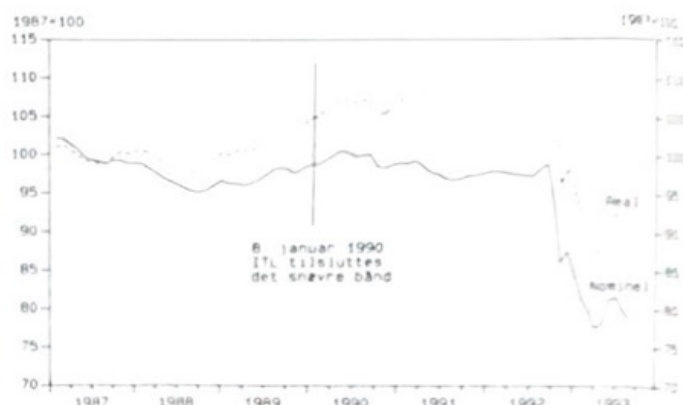


Anm.: Den reale kurs er baseret på forbrugerprisindeks

positivt og af samme størrelsesorden som i maj 1992. Derimod har den engelske rente ikke blot fulgt DEM-renten ned, men har periodevis ligget op til 2 pct., på det sidste dog kun ca. $\frac{3}{4}$ pct., under den tyske.

Det er ikke let at tilbyde nogen forklaring på udviklingen i på den ene side Italien og Sverige, som synes at være havnet i den værste af

Figur 5. Nominel og real effektiv valutakurs, Italien

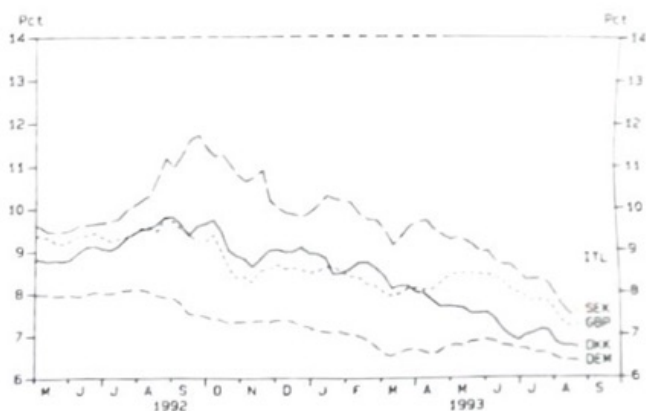


Anm.: Den reale kurs er baseret på forbrugerprisindeks

alle verdener med en klar overreaktion på valutakursen, men uden at kunne nedsætte renten til endsige under det tyske niveau, og på den anden side England, hvor tricket tilsyneladende er lykkedes, medmindre man baserer sig på pundets indtrædelseskurs på 2,95 DEM, men den var der som bekendt delte meninger om.

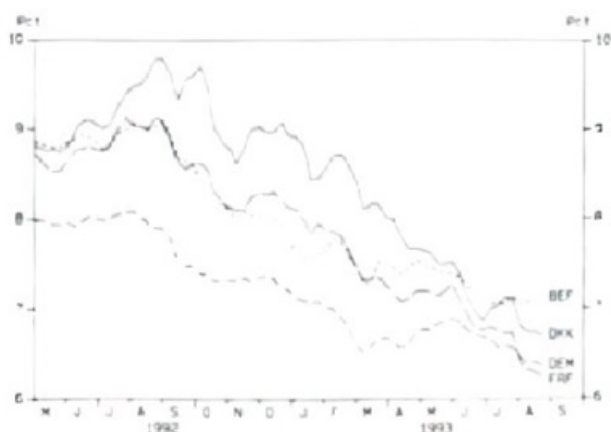
For den lange rentes vedkommende har bevægelserne været væsentligt mere afdæmpede.

Figur 6a. 10-årige statsobligationer



Anm.: Ugegennemsnit

Figur 6b. 10-årige statsobligationer



Anm.: Ugegennemsnit

Her vurderes usikkerheden om valutakursudviklingen på længere sigt åbenbart som så betydelig, at der fortsat er et betydeligt rentespænd til Tyskland også for Englands vedkommende (fig. 6a). For »kernelandene« i fig. 6b er renteforskellene væsentlig mindre (bemærk forskel i målestok), og for Frankrig og Holland (ikke vist) periodevis endog negativ i forhold til Tyskland. Forskellen må dog formentlig tilskrives ønske om diversifikation hos investorerne snarere end egentlige revalueringsforventninger.

Bemærk at markedets fokusering på svaghederne i den belgiske økonomi har påvirket renteutviklingen de seneste måneder – mest markant for den lange rentes vedkommende (fig. 6b).

Sammenfattende må man altså konkludere at den valutamarkedsfilosofi, at en række lande kunne og ville frigøre sig fra en valutakursbinding for at opnå bevægelsesfrihed i rentepolitikken, og som i sig selv fremkaldte valutakrisen, enten beroede på en overfladisk forståelse af de relevante mekanismer, eller en overvurdering af hvor store devalueringer de pågældende lande ville tolerere. England er en halv undtagelse fra denne generalisering.

Noter

1. Ved udgangen af august var den tilsvarende samlede devaluering i forhold til DEM 10-12 pct. for norske kroner og irske pund, ca. 18 pct. for escudos og ca. 22 pct. for pesetas og finske mark.
2. Også det her viste ugegennemsnit af 3-måneders pengemarkedsrenter er selvsagt væsentligt afdæmpet i forhold til de eksotiske rentesatser, der har været rapporteret fra dag-til-dag pengemarkedet, delvis fordi centralbankerne under valutakrisen har holdt markerne i tilsigtet usikkerhed om vilkårene for likviditetstilførslen. For valget af den mere afdæmpede indikator taler dels fremstillingsmæssig overskuelighed, dels at de ekstreme dag-til-dag satser næppe er af større økonomisk relevans uden for penge- og valutamarkedet.

Valutapolitik og økonomisk aktivitet

Finn Østrup, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

1. Indledning

Det vil være formålet med artiklen at diskutere de konsekvenser, som valutapolitikken har for den økonomiske aktivitet. Tre problemkredse har i særlig grad påkaldt sig interesse og bl.a. været bragt frem under debatten om den danske valutapolitik i 1992-1993, nemlig for det første sammenhængen mellem konkurrenceevne og produktion, for det andet spørgsmålet om muligheden for gennem valutakursændringer at påvirke produktionen samt for det tredje valutapolitikens betydning for renten. Det har ofte været fremført fra officiel side, at valutakursen i hvert fald på længere sigt ikke vil påvirke konkurrencestillingen, samt at en tilknytning af den danske krone til DM vil bidrage til en lavere rente og en lavere inflation og derved i det lange løb til højere aktivitet.

I denne artikel tages det modsatte synspunkt. Det vil blive argumenteret: (1) der er en klar sammenhæng mellem produktion og konkurrenceevne, (2) valutakursændringer påvirker konkurrenceevnen også på længere sigt, samt (3) der er ikke den entydige sammenhæng mellem rente og valutapolitik, som det almindeligvis antages.¹

I afsnit 2 gives en oversigt over de officielle begrundelser, der har været givet for fastkurspolitikken. I afsnit 3, 4 og 5 behandles henholdsvis sammenhæng mellem produktion og konkurrenceevne, sammenhængen

mellem lønstigning og valutapolitik samt sammenhængen mellem rente og valutapolitik. I afsnit 6 vil der blive draget nogle konklusioner for en fremtidig dansk valutapolitik.

2. Begrundelserne for fastkurspolitikken

I de begrundelser, som har været givet for fastkurspolitikken, har der med vekslende styrke været lagt vægt på to forhold, nemlig at fastkurspolitikken har ført til en nedgang i inflationen samt at fastkurspolitikken har bevirket en lavere rente. Det hedder således i Nationalbankens beretning fra 1991: »... Sammen med den øvrige økonomiske politik har fastkurspolitikken betydet, at prisstigningerne er blevet bragt ned på et internationalt meget lavt niveau, og at renteforskellen til de øvrige stabilitetsorienterede økonomier i EF, først og fremmest Tyskland, stort set er blevet elimineret...« (Danmarks Nationalbank, Beretning og regnskab 1991, s. 19).

Ifølge økonomiminister Marianne Jelved har den troværdige danske fastkurspolitik på få år skabt lav rente og inflation og derved medvirket til, at den danske konkurrenceevne er blandt de allerbedste. Endvidere er det Marianne Jelveds vurdering, at Tysklands erfaringer i efterkrigstiden viser, at forskellen mellem en svag og en fast valutapolitik er

inflationens og rentens højde og ikke en svagere vækst og beskæftigelse, tværtimod.²

I »Finansredegørelse 1988« omtales som et element i regeringens flerårige økonomiske politik en »...fastkurspolitik, så inflationen holdes nede, og erhvervene og de finansielle markeder kan disponere langsigtet...« (Finansredegørelse 1988, s. 11). Endvidere fremhæves det, at finansielle investorer både i Danmark og i udlandet vil være mere tilbageholdende med finansielle placeringer i Danmark, hvis der forventes en dansk kursnedskrivning, hvilket ville skabe en højere dansk rente som følge af lavere obligations efterspørgsel. I »Finansredegørelse 1986« påpeges det, at »...Det drastiske fald i renten siden 1982 kan henføres til den stabile kronekurs og tilliden hertil....« (Finansredegørelse 1986, s. 17).

Det er bemærkelsesværdigt, at fastkurspolitikken er blevet tillagt stadig flere resultater, jo mere man har fjernet sig fra 1982-83. Hvis man går længere tilbage i de officielle publikationer, tillægges der fastkurspolitikken færre positive virkninger. I »Finansredegørelse 1986« er det således regeringens indkomstpolitiske initiativer, som tillægges hovedansvaret for den lavere inflation: »...Siden efteråret 1982 er der gennemført en række indkomstpolitiske initiativer, der har bevirket, at de danske lønninger stiger mindre end udlandets, og denne forbedrede konkurrencestilling har medvirket til en kraftig stigning i beskæftigelsen og et fald i arbejdsløsheden...« (Finansredegørelse 1986, s. 189). I finansredegørelsen fra december 1984 fremføres det: »...de indkomstpolitiske initiativer – især fra efteråret 1982 – har bevirket en kraftig opbremsning i løn- og prisstignings-takten...« (Finansredegørelse 1984 og 1985, s. 10). Det fremgår af referencerne i afsnit 5, at fastkurspolitikken heller ikke omtales som en årsag til rentefaldet i 1982-83 i de første år, efter at rentefaldet havde fundet sted.

3. Sammenhæng mellem konkurrencestilling og produktion

Det har lejlighedsvist været fremført, at der ikke er nogen sammenhæng mellem på den ene side produktion, på den anden side konkurrencestilling målt ud fra det relative pris- eller lønniveau over for samhandelslande. Porter (1990) fremfører, at den afgørende konkurrenceparameter er kvalitet, og at det kan være direkte ugunstigt at forsøge at konkurrere på priser gennem f.eks. en devalueringspolitik.

Der har været foretaget en lang række undersøgelser vedrørende elasticiteterne i udenrigshandelen. Undersøgelserne fra udlandet tyder gennemgående på, at import og eksport er priselastiske, dvs. at der bliver en betydelig påvirkning af import- og eksportmængder som følge af ændringer i priser. Således er det konklusionen hos Chouraqui, Driscoll og Strauss-Kahn (1988): »...Available estimates of the medium-term price elasticities of total imports and exports are highly variable both across different countries and across different studies for the same country....The only consistent result for each study is that the sum of import and export elasticities after 2 years exceeds unity, supporting the view of »elasticity optimism«...« (Chouraqui, Driscoll og Strauss-Kahn, 1988, s. 12). En tilsvarende konklusion findes hos Goldstein og Khan (1985). For Danmark peger en undersøgelse af dansk eksport gennemført af Knudsen (1989) i samme retning.

Hvis der er en betydelig påvirkning af import- og eksportmængder må det ventes, at et land også vinder en større andel af den samlede produktion i verden som helhed. Beregninger vedrørende udenrigshandelselasticiteter er imidlertid usikre til belysning af den virkning, der bliver på produktionen ved ændringer i konkurrencestillingen. Det vur-

deres således ikke, i hvilket omfang importerede varer erstattes af indenlandsk producerede varer. Da import og eksport både består af færdigvarer og råvarer, er det vanskeligt at trække en sammenhæng fra udenrigshandel til ændringer i den indenlandske produktion opgjort ved værditilvækst. Endelig er det en vanskelighed ved partielle undersøgelser over elasticiteter i udenrigshandelen, at importen til et land samtidig med en ændring af konkurrenceevnen også kan have været påvirket af efterspørgselsændringer i landet, ligesom eksporten fra landet kan have været påvirket af en samtidig ændring i efterspørgslen i verden som helhed.

For at komme udenom disse problemer er der her valgt en alternativ fremgangsmåde, nemlig direkte at gennemføre beregninger over sammenhængen mellem på den ene side

et lands andel af den samlede industriproduktion (mængder) blandt en gruppe af 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig), på den anden side landets konkurrencestilling opgjort ved landets enhedsarbejdsomkostninger målt i forhold til de 10 andre europæiske landes enhedsarbejdsomkostninger omregnet til samme valuta.³ Talserien for relative enhedsarbejdsomkostninger er hentet fra IMF og går tilbage til 1975, hvorved den undersøgte periode omfatter årene 1975-92. Ved sammenvejningen af de 11 europæiske landes industriproduktion og relative enhedsarbejdsomkostninger er valgt valutakurser fra 1980, ved sammenvejningen af de relative enhedsarbejdsomkostninger for de 11 europæiske industrilande er valgt landets andel af industriproduktionen for det løben-

Tabel 1. Relative enhedsarbejdsomkostninger i forhold til europæiske OECD-lande 1975-92 (1985 = 100)

	Danmark	Belgien	Finland	Frankrig	Holland	Italien	Norge	Sverige	Tyskland	UK	Østrig
1975	105	137	96	110	118	107	84	114	88	73	100
1976	106	140	105	110	120	96	90	127	90	67	100
1977	108	150	103	106	126	95	96	126	98	69	108
1978	110	151	88	111	129	92	96	120	105	79	110
1979	107	141	83	110	123	92	89	114	103	92	103
1980	95	128	86	108	110	87	84	109	96	109	97
1981	89	119	88	106	100	86	87	108	90	118	95
1982	88	100	93	110	103	86	92	97	92	111	98
1983	94	98	93	105	106	96	100	91	98	105	104
1984	95	100	100	100	102	101	102	97	98	101	103
1985	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1986	106	105	96	104	106	101	98	100	111	92	101
1987	118	107	94	103	110	102	104	101	121	91	97
1988	112	104	96	100	108	99	106	106	123	98	92
1989	111	103	98	95	103	106	104	114	122	97	88
1990	114	104	95	95	103	111	100	112	126	97	88
1991	113	106	86	93	104	117	100	115	130	104	86
1992	115	110	68	97	108	124	101	121	139	107	86

Tabellen angiver et lands relative enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til relative enhedsarbejdsomkostninger for de 10 øvrige viste OECD-lande, der er sammenvejnet med landets andel af industriproduktionen for de 10 lande for det pågældende år. Relative enhedsarbejdsomkostninger er målt i samme valuta. Talserien for relative enhedsarbejdsomkostninger er hentet fra IMF, International Financial Statistics (talserie for real effective exchange rate = reu opgjort ved »relative normalized unit labor costs«). For 1992 er angivet relative enhedsarbejdsomkostninger for de første tre kvartaler. For Danmark er de relative enhedsarbejdsomkostninger for 1988-1992 reduceret med 5 procent for at tage højde for virkningen på konkurrencestillingen af omlægningen af arbejdsgiverafgifter med virkning fra 1988.

Tabel 2. Et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande 1975-92

	Danmark	Belgien	Finland	Frankrig	Holland	Italien	Norge	Sverige	Tyskland	UK	Østrig
1975	1,39	3,61	1,45	19,5	3,68	11,8	1,30	3,79	32,1	18,8	2,44
1976	1,37	3,64	1,38	19,6	3,62	12,7	1,23	3,56	32,5	18,0	2,43
1977	1,34	3,58	1,34	20,1	3,57	12,9	1,18	3,27	32,3	17,9	2,50
1978	1,31	3,57	1,38	20,1	3,70	13,2	1,14	3,12	32,3	17,7	2,48
1979	1,33	3,52	1,47	19,8	3,65	14,0	1,12	3,19	32,5	17,0	2,54
1980	1,40	3,62	1,60	19,8	3,73	14,8	1,11	3,22	32,6	15,6	2,63
1981	1,38	3,65	1,68	20,0	3,81	14,8	1,11	3,18	32,8	14,9	2,66
1982	1,41	3,82	1,70	20,3	3,75	14,8	1,12	3,18	32,2	15,0	2,69
1983	1,49	3,91	1,73	20,1	3,70	14,7	1,09	3,30	32,1	15,2	2,70
1984	1,52	3,92	1,75	19,3	3,72	15,0	1,13	3,41	32,1	15,5	2,70
1985	1,53	3,88	1,78	18,7	3,74	15,1	1,14	3,44	32,4	15,6	2,73
1986	1,52	3,91	1,79	18,5	3,74	15,3	1,14	3,39	32,4	15,6	2,75
1987	1,43	3,91	1,83	18,0	3,72	15,6	1,13	3,47	32,1	16,1	2,70
1988	1,38	3,98	1,90	18,0	3,66	15,8	1,02	3,37	31,8	16,3	2,76
1989	1,34	3,97	1,89	18,0	3,76	15,7	0,97	3,30	31,8	16,5	2,79
1990	1,31	4,05	1,84	17,9	3,82	15,5	0,98	3,16	32,5	16,0	2,91
1991	1,31	4,03	1,64	17,8	3,82	15,3	0,97	2,94	33,9	15,3	2,98
1992	1,35	4,09	1,70	17,8	3,87	15,4	1,01	2,86	33,5	15,4	3,03

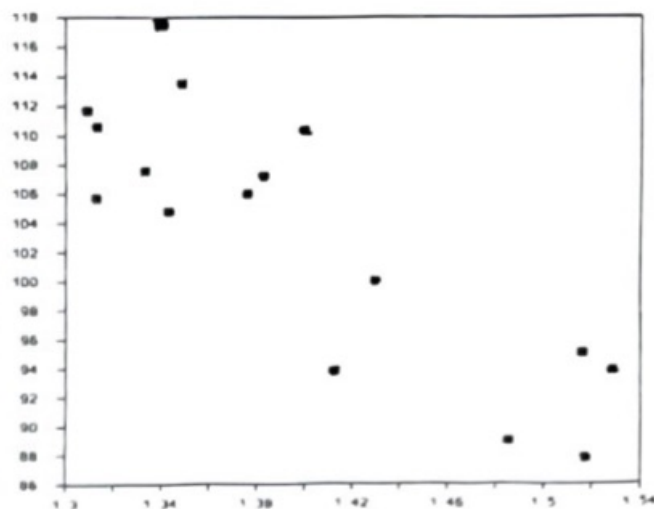
Tabellen viser det pågældende lands andel af industriproduktionen (manufacturing production) for de 11 viste europæiske OECD-lande. Talserier for industriproduktion er hentet fra OECD, National Accounts. For 1991 og 1992 er anvendt angivelser fra OECD, Economic Outlook og OECD, Main Economic Indicators. Industriproduktion er sammenvejet på grundlag af valutakurser for 1980.

de år. De relative enhedsarbejdsomkostninger er for Danmark reduceret med 5 procent for perioden 1988-92 som følge af omlægningen af arbejdsgiverafgifter med virkning fra 1988. Industriproduktionen er målt ved OECD-talserier for »manufacturing production«. Der er kun set på sammenhængen mellem industriproduktion og konkurrencestilling for de europæiske OECD-lande, da der formentlig er en mere usikker påvirkning fra ændringer i konkurrencestillingen for lande, hvor der er store valutakursudsving.

I tabel 1 er vist de relative enhedsarbejdsomkostninger for de 11 europæiske lande opgjort i forhold til de 10 andre europæiske lande. I tabel 2 er vist et lands andel af industriproduktion for de 11 europæiske lande.

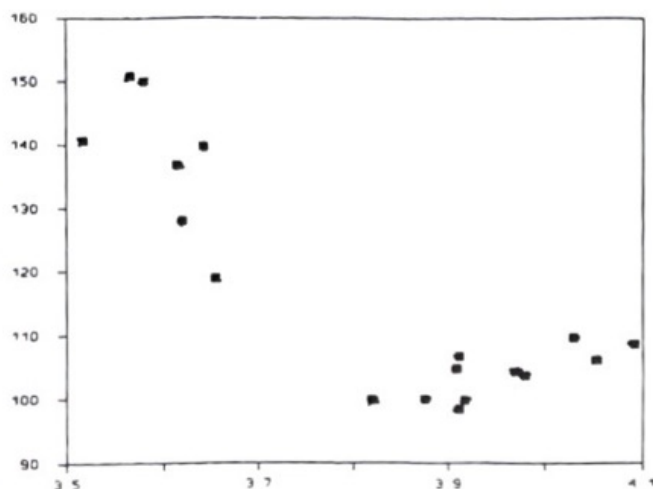
Sammenhængen mellem relative enhedsarbejdsomkostninger og andel af de 11 europæiske landes industriproduktion er i fig. 1a-1d vist for Danmark, Belgien, Sverige og Holland. For Danmark og Sverige er vist sammenhængen mellem andel af industri-

Figur 1a. Sammenhæng mellem et lands konkurrencestilling og et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske lande: Danmark



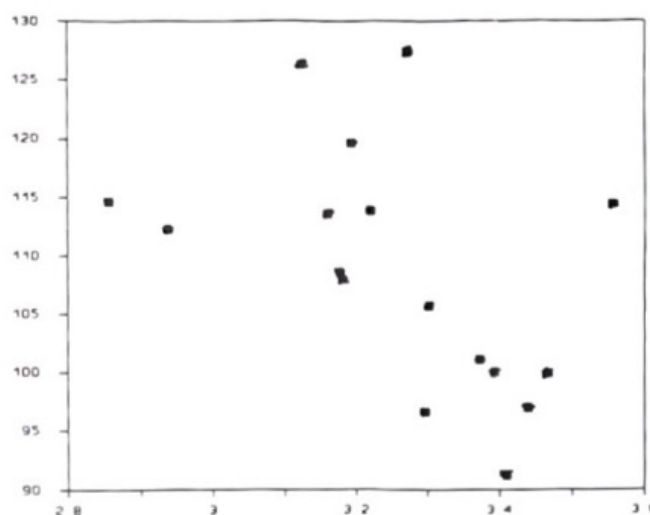
Figuren viser for Danmark sammenhængen mellem (1) andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) (1. akse) samt (2) landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til de 10 andre europæiske OECD-landes enhedsarbejdsomkostninger opgjort i samme valuta (2. akse). De relative enhedsarbejdsomkostninger vedrører året to år forud for industriproduktionsandelen. Hvert punkt viser sammenhængen for et af årene 1977-92.

Figur 1b. Sammenhæng mellem et lands konkurrencestilling og et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske lande: Belgien



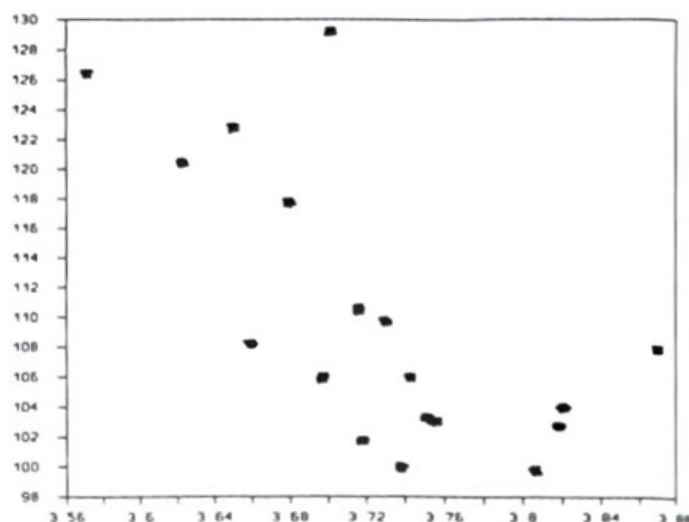
Figuren viser for Belgien sammenhængen mellem (1) andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) (1. akse) samt (2) landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til de 10 andre europæiske OECD-landes enhedsarbejdsomkostninger opgjort i samme valuta (2. akse). Hvert punkt viser sammenhængen for et af årene 1975-92.

Figur 1c. Sammenhæng mellem et lands konkurrencestilling og et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske lande: Sverige



Figuren viser for Sverige sammenhængen mellem (1) andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) (1. akse) samt (2) landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til de 10 andre europæiske OECD-landes enhedsarbejdsomkostninger opgjort i samme valuta (2. akse). De relative enhedsarbejdsomkostninger vedrører året et år forud for industriproduktionsandelen. Hvert punkt viser sammenhængen for et af årene 1976-92.

Figur 1d. Sammenhæng mellem et lands konkurrencestilling og et lands andel af industriproduktionen for 11 europæiske lande: Holland



Figuren viser for Holland sammenhængen mellem (1) andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) (1. akse) samt (2) landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til de 10 andre europæiske OECD-landes enhedsarbejdsomkostninger opgjort i samme valuta (2. akse). Hvert punkt viser sammenhængen for et af årene 1975-92.

produktion og relative enhedsarbejdsomkostninger henholdsvis to år og et år forud. Det ses umiddelbart af fig. 1a-1d, at der i alle de fire lande er en klar sammenhæng mellem andel af industriproduktion og relative enhedsarbejdsomkostninger.

Denne sammenhæng er yderligere bekræftet gennem en statistisk analyse. Den bedste estimation for Danmark er vist i tabel 3. Estimationen giver en forholdsvis god forklaring på den danske andel af de 11 OECD-landes industriproduktion, omend autokorrelationen er forholdsvis stor. Det fremgår af estimationen, at et fald i de danske relative enhedsarbejdsomkostninger på 1 pct.point vil medføre en udvidelse af industriproduktionen på 0,52 procent med en forsinkelse på 2 år.

Tabel 3. Sammenhæng mellem relative enhedsarbejdsomkostninger, industri-produktion og indenlandsk efterspørgsel i Danmark

Der kan findes følgende relation for bestemmelse af Danmarks andel af industriproduktionen for 11 europæiske OECD-lande estimeret over perioden 1977-92:

$$\text{INDUDAN} = 1,194 - 0,521 \text{ RELARBDAN} (-2) \\ (6,915) (-6,079)$$

$$R^2 = 0,73 \text{ D.W.} = 1,30 \text{ F}(1,14) = 36,95 (0,0000)$$

INDUDAN = dansk andel af industriproduktion (udtrykt ved logaritme) for 11 europæiske OECD-lande (Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig)

RELARBDAN (-2) = relative enhedsarbejdsomkostninger for Danmark (udtrykt ved logaritme) med et lag på 2 år opgjort i forhold til de relative enhedsarbejdsomkostninger for 10 andre europæiske OECD-lande (Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Italien, Norge, Sverige, Tyskland, UK, Østrig) sammenvejet med landenes andel af industriproduktionen for det løbende år.

4. Sammenhæng mellem valutakurs og lønstigning

Det har ofte været fremført, at en valutakursændring over for et gennemsnit af samhandelslande ikke kan påvirke konkurrencestilling – og derved heller ikke produktion – på længere sigt, idet valutakursændringer vil føre til lønstigninger, der genetablerer en tidligere konkurrencestilling. Der tages herved udgangspunkt i en hypotese om en uændret naturlig ledighed på længere sigt, hvor aktørerne på arbejdsmarkedet gennem lønfastsættelsen vil sigte efter et bestemt ledighedsniveau.

Det er vanskeligt at finde støtte for dette synspunkt i de empiriske data. I fig. 2a-2d er for Danmark, Belgien, Sverige og Holland vist sammenhængen mellem på den ene side lønstigning, på den anden side ændring i nominal effektiv valutakurs. Det fremgår klart, at der ikke er nogen sammenhæng mellem valutakursændring og lønstigning.

Det ses således af fig. 2a, at den danske lønstigning efter i en årrække at have ligget på omkring 10 pct. ved overenskomstfornyelsen i foråret 1983 bringes ned på 4-5 pct., hvor den siden har ligget, afbrudt af en periode i

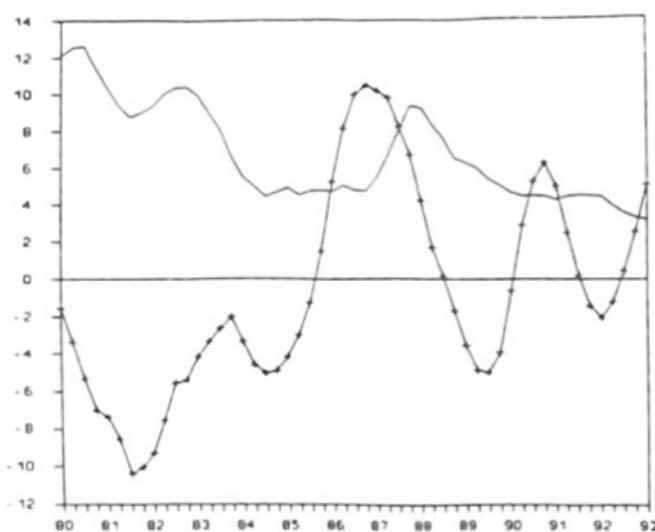
1987-88 med en lønstigning på 7-10 pct. Det ses, at den nominelle effektive valutakurs samtidig har undergået store udsving, uden at det har påvirket lønstigningstakten. Frem til 1985 var der således tale om en betydelig effektiv depreciering. På trods af denne effektive depreciering faldt lønstigningen. Siden 1985 har der overvejende været tale om en effektiv appreciering af den danske krone, mens lønstigningen har været stort set uændret eller – i 1987-88 – lå på et højere niveau.

Ses der på sammenhængen i Sverige mellem lønstigning og udvikling i nominal effektiv valutakurs er det også vanskeligt at finde tegn på, at en devaluering skulle føre til en højere lønstigning. Den svenske lønstigning har – med forholdsvis store udsving – gennem 80'erne bevæget sig mellem ca. 6 pct. og ca. 10 pct. Der har ikke været tegn på, at den betydelige svenske devaluering skulle have ført til højere lønstigning. Tværtimod fremgår det af fig. 2b, at der umiddelbart efter den svenske devaluering i oktober 1982 var tale om en faldende lønstigning. Det ses da også af tabel 1, at Sverige gennem den effektive depreciering i 1982-83 kraftigt forbedrede sin konkurrencestilling, og at denne kon-

kurrencefordel blev fastholdt frem til ca. 1988.

Hypotesen fremført ovenfor, at lønstigning ikke er påvirket af valutakursændring, og hypotesen fremført i afsnit 3, at konkurrencestilling påvirker industriproduktion, medfører tilsammen, at det gennem en devaluering er muligt at påvirke industriproduktionen. Det fremgår da også af tabel 2, at Danmark som resultat af deprecieringen af den effektive kronekurs i 1980-1984 var i stand til at udvide sin andel af industriproduktionen i forhold til de øvrige europæiske OECD-lande. Problemet for Sverige synes at være, at der på længere sigt er tale om et tab

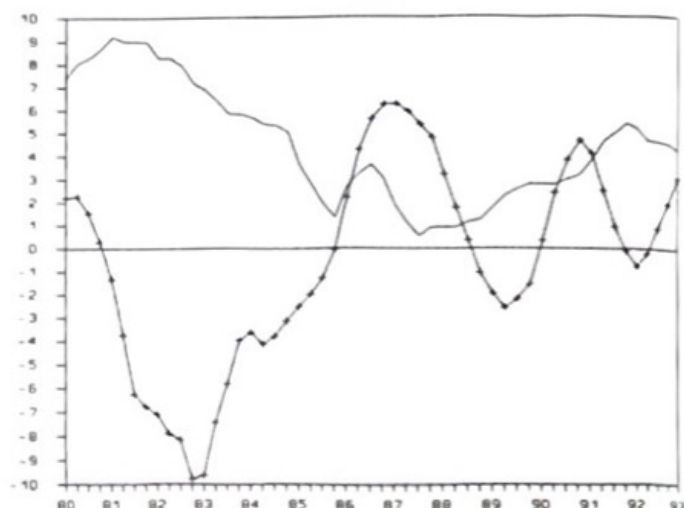
Figur 2a. Sammenhæng mellem lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs 1980-1993: Danmark



Figuren viser sammenhængen for Danmark mellem på den ene side lønstigning, på den anden side stigning i den nominelle effektive valutakurs. Talserien for lønstigning er hentet fra OECD, Main Economic Indicators, og repræsenterer »hourly earnings in manufacturing«. Talserien for nominal effektiv valutakurs er hentet fra IMF, International Financial Statistics (for perioden 1980-89 er anvendt talserie vejlet med MERM-vægte). Lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs er angivet som gennemsnittet af år-til-år stigning for det pågældende kvartal og de tre forudgående kvartaler. Kurven mærket med symboler angiver ændring i effektiv valutakurs, den fuldt optrykte kurve angiver lønstigningstakt.

af industrimarkedsandele, hvilket kan skyldes strukturelle forhold. Dette tab af industrimarkedsandele blev standset i 1982-1989 som følge af deprecieringen af den svenske krone i 1982-83.

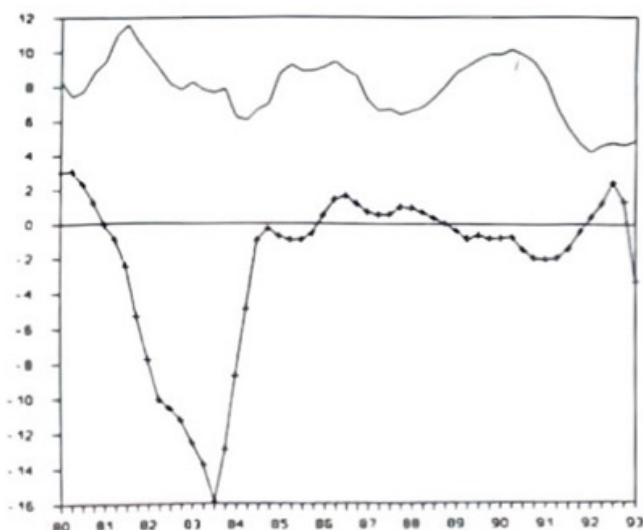
Figur 2b. Sammenhæng mellem lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs 1980-1993: Belgien



Figuren viser sammenhængen for Belgien mellem på den ene side lønstigning, på den anden side stigning i den nominelle effektive valutakurs. Talserien for lønstigning er hentet fra OECD, Main Economic Indicators, og repræsenterer »hourly rates in manufacturing«. Talserien for nominal effektiv valutakurs er hentet fra IMF, International Financial Statistics (for perioden 1980-89 er anvendt talserie vejlet med MERM-vægte). Lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs er angivet som gennemsnittet af år-til-år stigning for det pågældende kvartal og de tre forudgående kvartaler. Kurven mærket med symboler angiver ændring i effektiv valutakurs, den fuldt optrukne kurve angiver lønstigningstakt.

Blandt internationale økonomer har den mest udbredte forklaring på EMS-samarbejdet været den såkaldte disciplin-hypotese, hvor det synspunkt fremføres, at EMS-medlemskabet – ved at et land underlægges en tysk pengepolitisk »disciplin« – vil føre til en lavere inflation på grund af de større politiske omkostninger, der i EMS er forbundet med devalueringer.⁴ I Danmark har EMS-

Figur 2c. Sammenhæng mellem lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs 1980-1993: Sverige



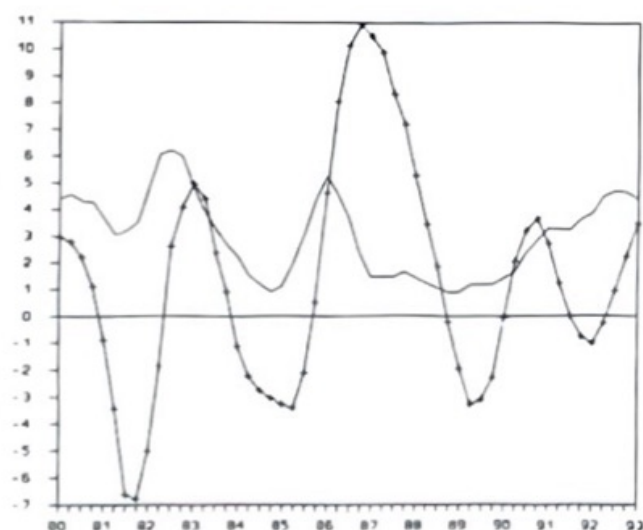
Figuren viser sammenhængen for Sverige mellem på den ene side lønstigning, på den anden side stigning i den nominelle effektive valutakurs. Talserien for lønstigning er hentet fra OECD, Main Economic Indicators, og repræsenterer »hourly rates in manufacturing«. Talserien for nominal effektiv valutakurs er hentet fra IMF, International Financial Statistics (for perioden 1980-89 er anvendt talserie vejlet med MERM-vægte). Lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs er angivet som gennemsnittet af år-til-år stigning for det pågældende kvartal og de tre forudgående kvartaler. Kurven mærket med symboler angiver ændring i effektiv valutakurs, den fuldt optrukne kurve angiver lønstigningstakt.

medlemskabet ofte været fremhævet som en årsag til den lave danske inflation siden 1982-83, jfr. afsnit 2.

De undersøgelser, der har været gennemført af inflationsnedgangen i EMS-lande sammenholdt med andre lande, giver meget forskellige resultater, og også på en række andre områder kan disciplin-hypotesen udsættes for kritik.⁵

For Danmarks vedkommende er det ikke sandsynligt, at inflationsnedgangen i 80'erne skyldes fastkurspolitikken. Den lavere inflation i Danmark kan i første række henføres til overenskomstfornyelsen i marts 1983, hvor arbejdsmarkedets parter aftalte en mar-

Figur 2d. Sammenhæng mellem lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs 1980-1993: Holland



Figuren viser sammenhængen for Holland mellem på den ene side lønstigning, på den anden side stigning i den nominelle effektive valutakurs. Talserien for lønstigning er hentet fra OECD, Main Economic Indicators, og repræsenterer »hourly rates in manufacturing«. Talserien for nominal effektiv valutakurs er hentet fra IMF, International Financial Statistics (for perioden 1980-89 er anvendt talserie vejlet med MERM-vægte). Lønstigning og stigning i nominal effektiv valutakurs er angivet som gennemsnittet af år-til-år stigning for det pågældende kvartal og de tre forudgående kvartaler. Kurven mærket med symboler angiver ændring i effektiv valutakurs, den fuldt optrukne kurve angiver lønstigningstakt.

kant lavere lønstigning. Denne overenskomstfornyelse skete den 9. marts 1983, mens EMS-kursjusteringen, der indebar en overraskende opskrivning af den danske krone i forhold til en række andre valutaer, bl.a. belgierfranc og franske franc, og som for alvor gav tillid til fastkurspolitikken, først blev gennemført den 21. marts 1983, altså efter overenskomstfornyelsen. Det kunne have givet tillid til fastkurspolitikken, at Danmark undlod at devaluere i forbindelse med den svenske devaluering i oktober 1982, men på den anden side kunne det også have været forventet, at Danmark ville benytte den førstkommande generelle EMS-justering – dvs. kursjusteringen i marts 1983 – til at gennemføre en nedskrivning af kronen. Dette

ville have svaret til den danske valutapolitik i de forudgående år, hvor man ikke selv bad om en devaluering, men udnyttede generelle kursjusteringer til nedskrivninger af kronen. Det ses da også, at fastkurspolitikken i officielle redegørelser m.v. i årene umiddelbart efter 1983 ikke omtales som årsag til inflationsnedgangen, jfr. afsnit 2.

At Sverige ikke har oplevet samme inflationsnedgang som en række af EMS-landene kan forklares ved, at ledigheden i Sverige gennem 80'erne har ligget på et lavere niveau end i de fleste andre OECD-lande, og at ledigheden i Sverige – ligeledes i modsætning til de fleste andre OECD-lande – har ligget på stort set samme niveau gennem 80'erne som gennem 70'erne.

5. Valutapolitikens påvirkning af renten

Det har ofte været fremført, at fastkurspolitikken med en tæt tilknytning til DM eller ECU har været en hovedårsag til rentefaldet i 1982-83, og at den lavere rente i 80'erne har bidraget til en større økonomisk aktivitet, jfr. afsnit 2.

En fast kronekurs over for DM vil gradvist tilnærme den danske rente til det tyske niveau, men tidshorisonten afhænger af, i hvilket omfang de finansielle markeder fungerer effektivt. Der kan stilles spørgsmål ved, i hvilket omfang denne sidste forudsætning er opfyldt. Der har været perioder fra 1983 til 1993, hvor det er svært at forklare den danske rentedannelse. Det er således uklart set fra en rationel betragtning, hvorfor den danske rente skulle falde i forhold til den tyske frem til sommeren 1986 samtidig med en stor stigning i betalingsbalanceunderskuddet, mens renten i efteråret 1986 stiger markant samtidig med omslaget i betalingsbalancen og efter en række økonomisk-

politiske tiltag, der rationelt burde øge tilliden til fastkurspolitikken.

De store udenlandske køb af danske kroneobligationer viser, at den danske rente ikke har været fastsat som den udenlandske rente med tillæg af forventning om valutakursændring og risikopræmie, som det skulle være tilfældet, hvis de finansielle markeder fungerer effektivt. Hvis den danske rente havde svaret til den udenlandske med tillæg af forventet valutakursændring og risikopræmie måtte det forventes, at udenlandske placeringer i danske obligationer udelukkende afspejler en porteføljespredning. Dette stemmer ikke med de meget store udenlandske nettokøb af danske kroneobligationer, der klart viser, at udenlandske investorer finder den danske rente høj. Udover skattespekulation har der modsat kun været få danske køb af udenlandske obligationer.

Fastkurspolitikens indflydelse på den danske rente har især været begrundet med det bratte rentefald i 1982-83, jfr. Andersen og Risager (1988) samt undersøgelserne gennemført af Christensen (1988).⁶ Det er imidlertid sandsynligt, at dette rentefald i hvert fald delvist var en reaktion oven på et meget højt renteniveau i 1982, der bl.a. skyldtes rygter om statsbankerot. Hoffmeyer (1993) fremhæver, at det er vanskeligt at pege på en enkelt årsag til rentefaldet i 1982-83: »... Realkonjunktursfaldet i 1979-82, tilbagevenden til fastkurspolitikken i september 1982 og saneringsplanen i oktober ... virkede samlet som et regimeskift og genoprettede tilliden til den økonomiske politik. Det fik meget hurtigt et uventet stærkt rentefald til følge ... Forventningsdannelsen har været gjort til genstand for mange analyser, da den spiller en så stor rolle for det økonomiske forløb. Det er uhyre svært – for ikke at sige umuligt – at vurdere betydningen af de faktorer, der spiller en rolle. Selv i et så klart forløb som rentefaldet fra efteråret 1982 til foråret 1983 må man nøjes

med at nævne finanspolitikken, kronekurspolitikken og lønudviklingen, mens det ikke kan antages ... at der er nogen, der med rimelig mening kan afgøre, hvor meget hvert af de tre elementer har betydet ...» (Hoffmeyer, 1993, s. 95).

Iøvrigt er det bemærkelsesværdigt, at der ikke i andre EMS-lande, som er gået over til en fastkurspolitik, har været lignende episoder med et markant rentefald. Dette kunne f.eks. have været forventet for Belgien, hvis økonomiske situation i de første år af 80'erne lignede den danske, og hvis valutapolitik 1982-83 nøje svarede til den danske. Dette kunne også have været forventet for Frankrig, hvis regering i foråret 1983 beslutter sig for at forblive i EMS, og som iværksætter en kraftig stramning af den økonomiske politik.

I de officielle redegørelser, der blev publiceret i årene nærmest efter rentefalder i 1982-83, lægges der heller ikke vægt på fastkurspolitikken som den eneste årsag til rentefaldet. I »Finansredegørelse 1987« påpeges det, at »... Den økonomiske politik, især indkomstpolitikken, fastkursspolitikken og den stramme finanspolitik, har skabt grundlag for en halvering af renten siden 1982 ...« (Finansredegørelse 1987, s. 19). Endvidere hedder det: »... De positive resultater siden 1982 er hovedsagelig opnået ved en forbedring af konkurrenceevnen og ved en stram udgiftspolitik. Denne indsats har – sammen med fastkurspolitikken – muliggjort, at renten siden 1983 har ligget på et betydeligt lavere niveau end i årene umiddelbart før 1982 ...« (Finansredegørelse 1984 og 1985, s. 37).

Selv om der med tiden sker en tilnærmelse af den danske rente til den tyske, hvis der holdes en fast kurs over for DM, er dette ikke ensbetydende med det modsatte udsagn, nemlig at der ikke kan nås en lavere rente, hvis DM-tilknytningen opgives. Det fremgår af tabel 4, at flere af de lande, hvis valutaer gennemgik

en depreciering i 1992-1993, har oplevet et markant rentefald. De største rentefald har fundet sted i Italien, Sverige og Finland.

Det er spørgsmålet, hvorfor det har været muligt for lande, som har gjort deres valutaer flydende, at opnå et rentefald i forhold til DM. En årsag kan være den fuldstændig ændrede betalingsbalancesituation i 1993 i forhold til situationen i 80'erne. I begyndelsen af 80'erne havde Tyskland et betalingsbalanceoverskud, mens de øvrige lande havde underskud. I denne situation skulle de øvrige lande tiltrække kapital, og det var nødvendigt med en høj rente, hvis størrelse kunne mindskes gennem større tillid til en fast kurs over for overskudslandet. I 1993 er situationen vendt, idet Tyskland har et stort betalingsbalanceunderskud. Hvis et underskudsland i denne situation vil skabe plads for en lavere rente, ville det være hensigtsmæssigt med valutastabilitet over for de overskudslande, der i dag findes i verden (hvilket set fra et europæisk synspunkt vil være svært, da det i hovedsagen er Japan, som har overskud). For de EF-lande, som har betalingsbalanceoverskud, kan der – hvis der ses bort fra gæld optaget i landets egen valuta i tidligere perioder – opnås en lavere rente ved at skabe valutaustabilitet, idet investorerne herved vil blive mere tilskyndede til at placere i landets egen valuta (jfr. International Capital Asset Pricing-modellen).

Rentefaldet i de deprecierende lande er et yderligere argument mod disciplin-hypotesen som forklaring på EMS-samarbejdet (se afsnit 4). Hvis EMS havde medført disciplin i retning af at holde en lavere inflation, måtte der ventes en stigning i den lange rente i forhold til den tyske rente, hvis DM-tilknytningen opgives. Det ses altså af tabel 4, at dette ikke har været tilfældet.

Tabel 4. Ændring i den lange rente august 1992-juli 1993

	Lang rente i august 1992	juli 1993
Østrig	8,7	6,7
Tyskland	8,2	6,6
Belgien	9,1	7,2*
USA	7,2	6,3
Frankrig	9,2	6,9
Italien	12,5	9,3
Norge	10,0	6,5*
Holland	8,3	6,8
UK	9,4	7,6
Sverige	10,6	8,2
Finland	12,8	8,4*

* juni 1993. Renten for Tyskland androg 6,8 pct. i juni 1993.

Renten er vist for følgende typer af obligationer: Østrig: public sector bonds; Tyskland: public bonds med løbetid på 7-15 år; Belgien: central government bonds; USA: composite of government bonds med løbetid over 10 år; Frankrig: central government bonds; Italien: treasury bonds; Norge: central government bonds med løbetid; Finland: taxable public sector bonds. Kilde: OECD, Financial Statistics

6. Konklusioner for en fremtidig valutapolitik

Det var konklusionen ovenfor, at valutakursen er et effektivt middel til at påvirke ledighed og produktion. Det blev påvist, at et lands konkurrencestilling påvirker produktionen, og at valutakursændringer også på længere sigt er et virkningsfuldt middel til at påvirke konkurrencestillingen. Det er tvivlsomt, i hvilket omfang ændringer i valutapolitikken påvirker renten.

En hovedkonklusion af det ovenstående må være, at det ikke er ønskeligt, hvis der lægges for stor politisk prestige i at fastholde en bestemt valutakurs. Da valutakursen er et virkningsfuldt instrument til at påvirke ledighed, kan en overdreven fastholden af en bestemt kurs udløse et spekulativt pres, idet der bliver en forskel på myndighedernes økonomiske mål og myndighedernes politisk bestemte mål om en bestemt valutakurs.

Dette blev demonstreret under valutakrisen i 1992-93. Aktørerne på de finansielle markeder spekulerede mod en valuta ikke på grund af landebestemte forskelle med hensyn til »fundamentals«, f.eks. forskelle med hensyn til inflation eller betalingsbalancesaldi, men fordi de finansielle aktører havde en vurdering af, at myndighederne i nogle lande ikke var interesseret i at afholde de kortsigtede omkostninger i form af en høj kort rente ved at fastholde en valutakurs, fordi myndighederne dybest set havde et ønske om at reducere ledigheden.

Valutakursændringer er set i et internationalt perspektiv udtryk for en »beggart-hy-neighbour-politik og indebærer herved en risiko for en ukoordineret økonomisk tilpasning. Heraf følger imidlertid ikke, at man fra dansk side skal undlade at anvende instrumentet, hvis andre lande indleder en politik med devalueringer. Tværtimod kan det argumenteres, at et land bidrager til, at der ikke fremover foretages konkurrerende devalueringer og derved til international »disciplin«, hvis landet selv justerer sin valutakurs nedad og således ikke passivt lader andre lande føre en politik, der eksporterer ledigheden til de ikke-devaluerende lande.

Valutakursens påvirkning af aktiviteten styrker argumentationen for en total fastlåsning af de europæiske valutakurser og indførelsen af en fælles møntenhed. Når valutakursen kan anvendes effektivt til at påvirke aktivitet, vil der altid forekomme situationer, hvor myndighederne vil være fristede til at anvende valutakursen for at øge produktionen på andre landes bekostning, og hvor aktørerne på de finansielle markeder gennem et spekulativt pres vil tilskynde myndighederne til at anvende denne løsning. Det var dette, som skete med valutakrisen i 1992-93.

Noter

1. Teserne svarer til de synspunkter, der har været bragt frem af forfatteren i avisdebatten om den danske valutapolitik under valuta-krisen i 1992-93. I udtalelser til bl.a. Politiken i november 1992 samt til Berlingske Tidende og Politiken den 31.7.1993 har forfatteren forsvaret en dansk devaluering i efteråret 1992 for at opretholde konkurrencestillingen over for samhandelslandene samt en fortsat dansk tilknytning til et europæisk fastkurssamarbejde.
2. Indlæg af økonomiminister Marianne Jelved i Børsen den 15.2.1993. I et interview i tidsskriftet »Finans & Samfund« udtaler Marianne Jelved: »....jeg tror ikke, at bl.a. Sverige har gavn af sin devaluering. På et eller andet tidspunkt kommer inflationen, bl.a. som følge af de forhøjede importpriser. Det har vi set hver gang. Sverige devaluerede med 16 pct. i 1982. Det hjalp dem jo ikke, for de fik ikke styr på deres udgiftspolitik. Sverige må nu indstille sig på den hestekur, Danmark tog fat på i 1982. Der er ingen nemme veje...« (Finans & Samfund, nr. 6, 1993, s. 24).
3. Så vidt vides, har tilsvarende beregninger ikke tidligere været gennemført.
4. De første formaliserede fremstillinger af disciplin-hypotesen findes Giavazzi og Pagano (1988) samt i Giavazzi og Giovannini (1989). Synspunktet har dog været fremført tidligere i Østrup og Kristensen (1986), ligesom Thygesen (1984) fremfører en anden variant af disciplin-hypotesen. Fremstillinger af teorien bag EMS findes bl.a. hos Thygesen og Gros (1992) samt hos Østrup (1992).
5. Se Østrup (1992).
6. Andersen og Risager (1988) fremhæver dog, at også regeringens indkomstpolitik og stramningen af finanspolitikken kan have spillet en rolle for rentefaldet.

Litteratur

- Andersen, T.M. og Risager, O. Stabilization Policies, Credibility, and Interest Rate Determination in a Small Open Economy. *European Economic Review*, 32, 669-679.
- Chouraqui, J. C., Driscoll, M. og Strauss-Kahn, M. O. 1988. The Effects of Monetary Policy on the Real Sector: An Overview of Empirical Evidence for Selected OECD Countries. *OECD Working Papers*, no. 3.
- Christensen, M. 1988. Troværdighedens betydning i den økonomiske politik. *finans/invest* 2/88, 7-14.
- Giavazzi, F. og Giovannini, A. 1989. Limiting Exchange Rate Flexibility – the European Monetary System. MIT Press.
- Giavazzi, F. og Pagano, M. 1988. The Advantage of Tying One's Hands. *European Economic Review*, 32, 1055-1082.
- 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. 2. Elsevier Science Publishers, 1041-1105.
- Hoffmeyer, E., 1993. Pengepolitiske problemstillinger 1965-1990. *Dansk Pengehistorie* 5, Danmarks Nationalbank.
- Knudsen, D. 1989. Estimation af Industrieksportens Priselasticitet. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bd. 127, nr. 3, 213-228.
- Porter, M. 1990. *The Competitive Advantage of Nations*. Macmillan.
- Thygesen, N. 1984. Exchange-Rate Policies and Monetary Targets in the EMS Countries. Optrykt i R. S. Masera og R. Triffin (red), *Europe's Money – Problems of European Monetary Co-ordination and Integration*. Oxford University Press, 1984, 262-286.
- Thygesen, N. og Gros, D. 1992. *European Monetary Integration – From the European Monetary System to European Monetary Union*. Longman, 1992.
- Østrup, F. 1992. *The Development of the European Monetary System*. Jurist-og Økonomforbundets Forlag, 1992.
- Østrup, F. og Kristensen, J. P. 1986. *Det Økonomiske Samarbejde i EF*. Jurist-og Økonomforbundets Forlag, 1. udgave, 1986.

Valutasamarbejdet: Sammenbrud eller nybrud?

Peter Wendt, bankdirektør, cand.polit.

1. Indledning

Den økonomiske dimension er den grundlæggende i EF-samarbejdet. Oven på den hviler de andre samarbejdsområder, den fælles udenrigspolitik, den fælles forsvars- og sikkerhedspolitik, lov- og regelharmoniseringsinitiativer inden for en lang række områder, som ikke er betingelser for økonomisk samarbejde, men naturlige, hvis visionen om et fælleseuropæisk statsforbund, ja måske endda en egentlig Europa-forbundsstat, skal kunne realiseres.

Den økonomiske dimension er grundlæggende, fordi det er her enhver kan se sin egen snævre fordel ved samarbejdet. Fællesmarkedet er ikke et idealistisk forsøg på at glæde sin nabo ved at lade hans varer frit handle på mit marked – det er det nødvendige kompromis for at jeg kan trænge ind på hans marked, øge min omsætning, indtjening, profit og i sidste ende magt og ære.

Sammenbruddet af Det Europæiske Monetære System, EMS, der er et af de alvorligste tilbageslag i EFs 35-årige historie, bør vurderes i dette lys. Påstanden i denne artikel er, at medlemslandenes regeringer følte sig tvunget til at tage beslutninger, som uden tvivl skal tages på længere sigt, men som nu iværksattes på et uheldigt tidspunkt – midt i en lavkonjunktur, som generelt har svækket EF-samarbejdets folkelige mandat. EMS brød sammen, fordi de finansielle markeder

ikke troede på, at de nationale selvinteresser blandt de store europæiske lande i det lange løb var forenelig med faste valutakurser.

EMSen blev ikke ødelagt af spekulanterne. Det var den hårdnakkede politiske fastholdelse af de faste valutakurser, trods det økonomiske tilbageslag, der undergravede markedernes tillid. Havde det ikke været for ØMU-illusionen, var EMSen blevet justeret allerede i 1990/91, da Tysklands nye situation stod klar.

Da en retablering af nogenlunde stabile valutakurser er en forudsætning for, at EF overhovedet vil kunne eksistere, overvejes til slut hvilke løsningsmuligheder, en realistisk politik kan tænkes at lægge frem.

2. Vejen til Det Indre Marked

Det var fællesmarkedets fædres indsigt i realiteternes verden, der fik dem til at gå den lange vej over den økonomiske sammenslutning til fælles fordel af Tysklands, Belgiens og Frankrigs vanskeligt stillede og ukonkurrencedygtige kul- og stålvirksomheder i 1952. Her var der – for den enkelte virksomhedsejer, der hyppigt var staten – meget at vinde og meget lidt at tabe ved en fælles markedsordning og virksomhedsstyring.

Romtraktatens Økonomiske Fællesskab havde samme karakter i det nu mere velud-

viklede Europa af 1957. Den gradvise op-hævelse af restriktioner på frihandlen med industrivarer, kombineret med den politisk meget betydningsfulde subsidierings- og markedsreguleringsordning for landbrugs-varer gav alle medlemslandene flere erhvervsmæssige fordele end ulemper.

EFs udvikling har været bakket op af et stort flertal erhvervslivets mænd og kvinder – både blandt virksomhedsejerne, de professionelle ledelser og i de faglige organisationer, som organiserer deres medarbejdere. De har sikkert også haft ideale visioner om en fælles europæisk fremtid. Det afgørende har imidlertid været deres individuelle vurdering af deres virksomheders fordele og ulemper ved at skulle fungere på et større, liberalt marked. Deres vurdering har som hovedregel været, at markedsudvidelsen ville være profitabel for deres egen virksomhed.

Udbygningen af flertallets materielle interesse som led i en politisk styret internationaliseringsproces er mulig i en situation med potentielle vækstmuligheder. Dette blev klart demonstreret i 1960ernes Europa. Den industrialiserede verdens økonomiske krise i kølvandet på energiprisforhøjelserne i 1973 og -79 medførte omvendt Fællesskabets stagnation og på visse punkter tilbagerulning i 1970erne. Fra 1973 og indtil midten af 1980-erne stod EF politisk i stampe. Krisen i de nationale økonomier kunne øjensynlig ikke lempes ved at give naboen flere fordele. Tvært imod begyndte handelshindringer, subsidiering af nationale industrier, konkurrerende devalueringer og begrænsninger af de liberaliserede kapitalbevægelser at vise sig – i klar strid med ånden i Romtraktaten.

Den næste serie fremskridt i det europæiske samarbejde fandt sted efter en fornyet konjunkturopgang satte ind overalt i Europa fra 1982. Den fælles interesse i en videreudbygning af samhandel for at udvide det umid-

delbart tilgængelige marked, grænseoverskridende produktionssamarbejde for at udnytte stordriftsfordele og at få del i de stigende budgetmidler, der afsattes til industripolitik på fællesskabsplan, skabte interessen blandt landenes ledende erhvervsvirksomheder for etableringen af »Det Indre Marked«, hvis regelsæt er velegnet til at svække de nationale myndigheders mulighed for at opretholde de »stille toldmure«. Den fuldstændige afskaffelse af valutarestriktioner landene imellem med nedlæggelse af kontrolbureaukratiet er et godt eksempel.

Kapitalliberaliseringen nødvendiggjorde imidlertid en styrkelse af valutasamarbejdet for at undgå, at den stærkt udvidede adgang for private til at disponere skulle lede til periodiske kraftige pres på enkelte valutaer.

EF-reformen med »Det Indre Marked« i 1985 accepteredes uden de store sværdslag, fordi den generelle opfattelse var, at her var en række økonomiske fordele, som overstrålede de eventuelle ulemper, man ville møde ved at slække på forsvaret af sit hjemmemarked. Når daværende statsminister Poul Schlüter kunne påstå, at »den politiske union er stendød«, afspejlede det i høj grad de nationale politikeres fornemmelse af, at tiden dengang ikke var inde til de store ideale Euro-armsving efter de forudgående 15 stagnationsår og hobevis af mislykkede initiativer, der var kulsejlet på den snævre nationale økonomiske interesses skær. Målet med den daværende omskrivning af EF-traktaten var at få det økonomiske fællesskab på benene igen.

3. ØMU – mere politik end økonomi

»Det Indre Marked«, der primært er økonomi, blev som idé en betydelig *politisk* succes lang tid før at deadline for dets iværksættelse pr. 1. januar 1993. Der var en betydelig fælleseuropæisk begejstring i det ekspande-

rende erhvervsliv i anden halvdel af 1980'erne. Dette gengav det Bruxell'ske eurokrati optimismen, således at den gamle model til en Økonomisk og Monetær Union (ØMU), der blev udarbejdet lige før 1973-krisen – Werner planen – atter kunne tages frem og præsenteres som en naturlig udbygning af »Det Indre Marked«. Under alle omstændigheder var der grund til at styrke valuta-samarbejdet på grund af kapitalliberaliseringen.

ØMU befinder sig i skellet mellem økonomi og politik. Europæiske importører og eksportører og grænseoverskridende koncerner har problemer med de mange forskellige europæiske valutaer. Det tager tid og koster penge at flytte varerne og tjenesteydelserne over valutagrænserne. Mange valutaer kan betragtes som interne handelshindringer. Ud fra de nationale erhvervslivs synspunkter vil en fælles valuta for hele det fælles marked være en god ting. Bagdelen ved en fælles valuta vil være, at virksomhederne ikke mere kan forbedre deres internationale konkurrenceevne – primært over for konkurrenterne i andre fællesskabslande – gennem en devaluering. I en situation med gode vækstforventninger spiller denne defensive holdning til valutakurspolitikken imidlertid mindre rolle.

For de nationale myndigheder er en fælles valuta imidlertid et skridt af meget stor politisk rækkevidde. De enkelte medlemslande opgiver de facto deres frie pengeudstedelsesret. Med et blot nogenlunde liberalt økonomisk regime betyder dette, at man faktisk opgiver kontrollen over sit generelle renteniveau. Adgangen til monetær finansiering af offentlige budgetunderskud kan heller ikke opretholdes. Det er ensbetydende med, at den nationale finanspolitik bliver underkastet meget snævre bånd. Mange vil vurdere, at den fastlåsnings af statens økonomiske dispositionsret, som hermed indirekte frem-

kommer i et demokrati (på grund af regeringspartiets tilbageholdenhed med at øge skatter/reducere velerhvervede offentlige udgifter af hensyn til genvalg), er et afgørende skridt hen imod ophævelse af nationalstatens rolle som økonomisk regulator. Da den op denne funktion mere end noget andet karakteriserer den moderne stat og giver bureaukratiet sin indflydelse, kan det ikke undre, at meningerne er stærkt delte om de betimelige i ØMU.

Vurderingen af ØMUen tager derfor ofte sit udgangspunkt i en klar politisk holdning. Ønsker man et Europa, der består af samarbejdende nationale stater – Fædrelandets Europa – eller ønsker man Europas Forenede Stater med et center, hvor de afgørende beslutninger med en høj grad af ensartethed træffes for Orkneyøerne så vel som for Sicilien, for Cork som for Saloniki?

Der er således noget politisk uigenkaldeligt ved opnåelsen af ØMUens endemål, og havde særlige omstændigheder ikke fremmet det, der senere kaldes »Maastricht-procesen«, var beslutningen om dens implementering næppe blevet truffet så relativt hurtigt.

Drøftelserne om ØMU gik i gang i juni 1988 – kort efter, at »Det Indre Marked« var en traktatmæssig realitet (men langt før at den økonomiske realitet var etableret), for at udnytte en positiv slipstrømseffekt på det politiske niveau. Midt i det hele falder Muren, DDR åbner sig og er kort tid efter formelt en del af den tyske forbundsrepublik.

På kort sigt fik dette den politiske proces til at koge op. En helt ny faktor, der betød meget store fremtidige afsætningsmuligheder for det tyske erhvervsliv mod øst, kunne forventes at svække den tyske interesse for Vesteuropa og åbne op for økonomisk rivalisering i stedet for økonomisk samarbejde. Vesttysklands »historiske mission« – for-

eningen af Riget – var fuldbragt og et nyt Supertyskland, størrelsesmæssig ikke ulig det, som de øvrige vesteuropæiske lande havde ofret millioner af liv for at forsvare sig imod i to verdenskrige, så ud til at blive 1990ernes dominerende europæiske realitet. Det er glædeligt, at det ikke mindst var den tyske kristelig-demokratiske regering under Helmut Kohl, der vurderede disse skurrende overtoner i en i øvrigt positiv storpolitisk udvikling, og stod bag den ret hovedkulse udbygning af ØMU-forhandlingerne med rammerne for en Politisk Union. Vedtagelsen af Maastricht-traktaten i 1991 kan i dag ses som en politisk manifestation med henblik på at mane den uro og usikkerhed i jorden, som de ustabile forhold på EFs dørtærskel skabte. Uden kold krig var medlemslandenes interesser i færd med at differentieres.

Uroen og usikkerheden var også medvirkende til at vende det langvarige konjunkturopsving. I 1991 begynder de positive konjunkturer at skride. Bortset fra Tyskland, hvor den betragtelige indenrigske opgave med at bringe de 6 østlige forbundslande op på vestligt niveau gik i gang, melder en aftagende vækst med stigende arbejdsløshed om problemer forude. Konjunkturproblemer gør egentlig ikke behovet for ØMU mindre. Men sandsynligheden for, at man når til enighed om en funktionsdygtig model aftager, fordi det europæiske samarbejde ikke på kort sigt mere er et plus-sums spil, men et nul-sums spil. De nationale interesser i at beskytte hjemmemarkedet for egne producenter vejer nu tungere end muligheden for at udvide markedet hos naboer.

I Maastricht-komplekset er ØMU-delen tydeligt den mest gennemarbejdede traktattekst. Der er relativt klare økonomisk-politiske målsætninger. Der er en beskrivelse af det administrative indhold af tilnærmelsesprocessen over mod det mest håndfaste – indførelsen af den fælles valuta og fælles

centralbank ved udgangen af dette årti. Indholdet har været diskuteret grundigt, både med medlemslandenes finans- og økonomiministre og med centralbankcheferne.

Opdelingen i tre faser er udtryk for en praktisk nødvendighed. Selv om der fra EMS-samarbejdet, Den Monetære Komité og Centralbankchefkomiteen ligger mange års erfaring for et effektivt samarbejde, er der tale om en proces, der uden tvivl vil indholde en lang række detailproblemer, som vi ikke har nogen erfaring med i dag, ja knap nok kan forudsige vil opstå. Men den gradvise tilnærmelse til det politisk så ømfindtlige punkt, der griber ind i regeringernes finanspolitiske dispositioner er måske mere end noget andet en politisk nødvendighed. Medlemslandenes regeringer føler ikke, at den afgørende beslutning uigenkaldeligt er taget, fordi muligheden stadig vil foreligge for at udskyde overgangen fra en fase til den næste. Det er en erfaring fra det politiske samarbejde i EF, at faseopdelinger, lange overgangstider og anden øjensynlig opblødning af beslutninger, der kan virke overvældende, er en realistisk og effektiv måde at gøre tingene på. På regerings- og parlamentarikerplan altså. Ikke nødvendigvis i relation til de, der konkret er blandet ind i problemet – i ØMU-tilfældet de finansielle markedsdeltagere.

4. EMS-udviklingens senere faser

EMS-samarbejdet fungerede øjensynligt udmærket efter konjunkturopsvinget i begyndelsen af 1980'erne. I sit udgangspunkt var valutasamarbejdet præget af, at det var selvstændige lande, der havde indgået en multilateral aftale om gensidig bistand for at fastholde de maksimale udsvingsgrænser. På kort sigt lå ansvaret på centralbankerne, der skulle følge bestemte spilleregler, både for så vidt angår ubegrænset intervention til fordel for svage valutaer og for god pengepolitisk skik i form af renteforhøjelser eller tilsvaren-

de støttende indgreb, når ens valuta nærmede sig interventionsgrænsen.

Interventionskreditterne centralbankerne imellem var ret korte, men normalt lange nok til, at periodiske pres på en valuta som følge af kapitalbevægelser kunne vendes, således at den svage valuta atter fik sin valutakse fyldt og kunne afvikle interventionskreditten. Længerevarende mellemværender måtte klares regeringerne imellem, dels gennem det mellemfristede bistandssystem, dels gennem langfristede fællesskabslån.

I 5-års perioden fra begyndelsen af 1982 til begyndelsen af 1987 blev der 7 gange foretaget kursjusteringer i EMSen, heraf to unilaterale devalueringer. Efter revalueringen af DEM, HFL og BEF den 12. januar 1987 gik der 5 år uden paritetsændringer. Tvært imod blev EMSen endnu snævrere. I juni 1989 indtrådte ESP i EMS med et bredt, 6-pct. udsvingsbånd. ITL indsnævrede sit 6-pct.s bånd til det generelle $2\frac{1}{4}$ pct.s bånd i januar 1990 og i oktober samme år trådte Storbritannien omsider formelt ind i EMSen, med et 6-pct.s bånd.

Efter 1987 og vedtagelsen af »Det Indre Marked« sker der altså en markant ændring i EMSens måde at fungere på. De periodiske, små valutakursjusteringer ophører. Dette kan naturligvis være udtryk for, at den økonomiske konvergens i de enkelte lande nærmer sig det fuldkomne og at valutamarkedene bedømmer kursrelationerne som rimelige. En mere detaljeret undersøgelse af dag-til-dag forløbet på de internationale valutamarkeder viser dog, at det ikke var fri for periodiske pres på enkelte valutaer. Disse kunne imidlertid imødegås, som regel ved justeringer af de korte renter i landene under pres, nogle gange suppleret med intervention (centralbankers køb/salg af valuta under pres for at holde top- og bund-valutaerne inden for de vedtagne udsvingsgrænser).

Denne stabilitet skal antagelig ses som et politisk udtryk. I 1988 begynder Delors-komiteen at snedkerere ØMUen sammen og det resultat forelå allerede til vedtagelse ved Det Europæiske Råds møde i juni 1989. Tre-fase-modellen er som ovenfor nævnt næppe kun etableret af praktiske grunde. Udskydelse af de rigtigt tunge problemer til en fjern fremtid – hinsides næste parlamentsvalg – gør det lettere for Ministerrådets beslutningstagere at gå mod deres instinkt og træffe beslutninger »på fællesskabsniveau«. Første fase af ØMU trådte allerede i kraft 1. juli 1990 (sammen med deadline for afvikling af de sidste valutarestriktioner). Selv om der ikke står nogen steder, at pariteterne i denne fase, der varer til 1. jan. 1994, ikke kan ændres, er filosofien bag bestræbelserne på økonomisk konvergens netop den, at den indenlandske økonomiske politik løbende skal justeres sådan, at ethvert medlemsland kan holde sin valuta over for ethvert andet – og det vil i denne sammenhæng sige økonomisk stærkeste – land.

Den økonomisk-politiske konsekvens af ikke at måtte justere valutakursen vil ideelt være, at de svagere lande – dem med for høj inflationstakt, for lille konkurrencedygtighed og underskud på betalingsbalancens løbende poster – i første omgang tvinges til at hæve renten for at sikre den kapitalimport, der er nødvendig for at holde valutakassen fyldt i en situation med løbende underskud på betalingsbalancens løbende poster. I denne forbindelse er det ikke (kun) pengerenten, men realrenten (den effektive pengerente pro anno med fradrag af den årlige prisstigningstakt i procent), der tæller. Dette stiller krav om pengepolitisk stramhed, der er vanskelig at gennemføre, hvis ikke de offentlige finanser bringes i balance. En samtidig penge- og finanspolitisk stramning bliver nødvendig, og for at begrænse konsekvenserne i form af en hurtigt stigende ledighed plejer det at være muligt at supplere disse indgreb med ind-

komstpolitiske forståelser, hvor fagbevægelsen viser sig yderst tilbageholdende med lønkrav, også selv om beskæftigede medlemmers realløn falder.

I takt med, at konkurrenceevnen gradvis forbedres gennem »det lange, seje træk«, falder inflationen. Ikke blot pengerenten, men også realrenten falder i takt med, at et behov for devaluering ikke mere forekommer de finansielle markeder så uafviseligt. Langsomt, men sikkert kommer den svage økonomi i Konvergensens trygge havn.

Den ideale model er ikke helt hen i vejret. Faktisk er det den model, som Danmark har fulgt siden den første Schlüter-regering tiltrådte i 1982. Frankrig har også haft succes med modellen. Og man kan sige, at Benelux har været underkastet dens regime nu i snart en menneskealder.

Hvis modellen kan realiseres, vil et EMS-regime uden små og hyppige devalueringer være troværdigt for markedet. Der vil være det nødvendige sammenfald mellem de markeds-mæssige tendenser og de euro-politiske aspirationer, som altid har været en forudsætning for, at EF-tiltag kan realiseres imod den iboende nationale selvinteresse.

5. Nye realiteter – lavkonjunkturer

Imidlertid synes der at have fundet en pludselig ændring af forudsætningen for den økonomiske models succes sted, fulgt af et overraskende politisk holdningsskifte. Dette er uden tvivl baggrunden for de markeds-mæssigt voldsomme reaktioner, der vælter EMS'en i 1992/93.

I løbet af 1990 ophørte efterkrigstidens længstvarende højkonjunktur. Konjunkturomsvinget kom overraskende. Mange observatører havde regnet med, at vi langt ind i 1990'erne kunne have regnet med en fortsat

sund vækst, båret frem af en positiv vurdering af Den kolde Krigs ophør og de markeds-mæssige strukturændringer, der knyttede sig til den verdensomspændende privatiseringsbølge, genopbygningen i Østeuropa og SNG-landene, liberalisering af verdenshandlen ved en positiv afslutning af GATT's Uruguay-runde og – af mere strukturel karakter – forventningen om en fortsat betydelig investeringsbølge som følge af den produktionsteknologiske revolution, der forbindes med informations-, materiale- og genteknologiens indtog i den industrialiserede verden.

I bagklogskabens grelle lys er opbremsningen af 1980'er-boomet måske ikke så overraskende. Det var investeringsdrevet, og en forudsætning for en stadig vækst i investeringsvolumet vil være en markant stigning i afsætningen til forbrug af de varer og tjenester, der produceres af det kapitalapparat, som øges ved investeringsvirksomheden. I slutningen af 1980'erne stagnerede det private og især det offentlige forbrug i en række af de ledende industrialiserede økonomier. Årsagen hertil var et samvirke af flere faktorer.

Investeringsbølgen i 1980'erne gav anledning til en udskiftning af det produktive kapitalapparat hen imod langt mindre beskæftigelseskrævende anlæg. Det vil sige, at den tilvækst i arbejdsstyrken, der er nødvendig for at bemande nye anlæg, var mindre end de jobs, der faldt bort i mindre konkurrencedygtige virksomheder. I mange brancher kan man observere en betydelig produktivitetsstigning.

I slutningen af 1980'erne observeres det nye fænomen »jobless growth«, især i de europæiske økonomier. Trods den positive økonomiske vækst observeres intet fald i ledigheden – også selv om den demografiske faktor i de fleste lande indebærer en stadig langsommere tilvækst til arbejdsstyrken.

En forudsætning for fortsat vækst – nemlig fortsat stigning i privatforbruget – svækkes alene af denne grund. Hertil kommer den generelle indsats i alle europæiske lande – uafhængig af den politiske observans – for at begrænse væksten i de offentlige udgifter, bl.a. gennem betydelige privatiseringer, som umiddelbart skabte forventninger om lavere beskæftigelse som følge af de påståede produktivitetsfordele ved at overgå til markedsstyring.

De storpolitiske hændelser i 1989/90 er medvirkende til at ryste stabiliteten i det økonomiske system og skabe usikkerhed om fremtiden. Sovjetunionens deroute og ophør med at fungere som supermagt sker ikke blot fordi befolkningerne er blevet trætte af kommunisme og nu vil prøve kapitalistisk markedsøkonomi. Den håndfaste realitet er, at det østlige økonomiske system fuldstændigt bryder sammen, med det resultat, at et vigtigt marked for vestlig eksport forsvinder, samtidig med, at betydelige tilgodehavender, som europæiske industrikoncerner og banker har i de fallerede stater, viser sig at være mere end dubiose.

Alvoren af det østlige imperiums sammenbrud aflæses klart af den domino-effekt det har haft på Finlands økonomi, men alle vesteuropæiske lande har mærket en effekt. Hertil kommer usikkerheden omkring stabiliteten i den betydelige råvareeksport fra Sovjetunionen. Iraqs overfald på Kuwait medførte ligeledes en – dog kun kortvarig – uro om råvarepriser og børskurser.

6. Det nye Tysklands problemer – og muligheder

Den økonomiske konvergens- model får et grundskud, da det pludseligt bliver klart, at EMSens centrale deltager, Tyskland, er på vej ind i en alvorlig finansiel krise som følge af en stadig mindre overskuelig situation

omkring genopbygningen og integrationen af de 6 nye forbundslande.

Det viser sig, at strukturproblemerne ved integrationen af den tidligere ekstensive planøkonomi umiddelbart leder til et produktionsmæssigt sammenbrud østpå. Den vesttyske økonomi blev overophedet og inflationen begyndte at tage til. I begyndelsen af 1990'erne opnås konvergens inden for EF ikke ved, at man tilnærmer sig det stabile niveau. Tvært imod begynder Tyskland i stigende grad at minde om et mindre stabilt land.

Det positive økonomiske grundlag – vækst i hele Fællesskabet – for ØMU var næppe tilstede på tidspunktet for den formelle politiske vedtagelse i 1991. Frankrig, Storbritanien og Italien måtte konstatere tiltagende ledighed og skuffende væksttal. I Vesttyskland var ledigheden ikke noget problem, men derimod vægten af de finansielle forpligtelser, som forbundsregeringen havde påtaget sig i forbindelse med genopbygningen mod øst. Det vesttyske budgetunderskud steg til knap 2 pct. af BNP i 1990 og har siden da udvist en stadig stigende tendens, således at det i 1993 forventes at nå op på 4 ½ pct. af BNP.

Tyskland var endnu i 1990 det af de store EF-lande, som havde lavest inflation (2,7 pct. p.a.). I de følgende år er inflationstakten accelereret og ligger p.t. på ca. 4 ½ pct. – højere end i de tre andre store lande. Indenrigspolitik er dette en betænkelig udvikling – også selv om en del af inflationen faktisk er udtryk for de skatte- og afgiftmæssige stramninger, der skal tjene til at forbedre stabiliteten i tysk økonomi. Den uafhængige forbundsbank reagerede tidligt på tendensen til uorden i økonomien gennem en tilstramning af pengepolitikken. I løbet af 1989 hævede den sin diskonto fire gange, fra 3 ½ pct. til 6 pct. I februar 1991, hvor Kuwait blev befriet og vestens olie atter kom under fuld kontrol,

begyndte en ny runde diskontoforhøjelser med henblik på at dæmpe inflationen og undgå, at D-mark faldt over for den amerikanske dollar (og dermed en importeret inflation via dollardenominerede råvarepriser). I perioden frem til juli 1992 forhøjes diskontoen endnu 4 gange, fra 6 til 8 ¾ pct.

Især den sidste diskontoforhøjelse skulle få videre følger.

Indtil den 2. juni 1992 var der næppe mange på de finansielle markeder, der seriøst satte et spørgsmålstejn ved, om køreplanen for ØMU ville holde. Hvis der var tvivl, gik det snarere på, at integrationsprocessen frem mod en fælles valuta ville løbe hurtigere end forudset. Egentlig udtalt kritik af den fælles valuta lød kun fra engelsk side, og da med klare politiske overtoner, der afspejlede striden mellem »europæerne« og »Thatcheristerne« hos de Konservative. I marginen var der ganske vist en akademisk økonom-kritik, der imidlertid ikke var absolut og ikke heller altid forholdt sig til de akademiske fortalere for den fælles valuta som et centralt institutionelt redskab til skabelse af en effektiv ØMU (bl.a. Niels Thygesen).

7. Markedet mister tilliden til konvergens-modellen

I denne sammenhæng kom afvisningen af Maastricht-traktaten ved den danske folkeafstemning til at virke som en katalysator for de undertrykte negative forventninger.

Den danske folkeafstemning var en klar reminder til de finansielle markeder om, at den politiske proces mod en fælles valuta ikke på forhånd var givet. Reaktionen kom umiddelbart. Ikke blot i Danmark, men i flere af EF-landene gik der en chockbølge gennem markederne, som meget hurtigt forplantede sig til det valutariske område. De aktuelle grundlæggende faktoer – f.eks. de offentlige

budgetunderskud – fik pludselig en ny vægt i vurderingen. Uden en stærk politisk manifestation om, at den fælles mønt alligevel ville blive realiseret, var den ideale model for »tvungen konvergens« måske alligevel ikke holdbar.

Italiens budgetsituation blev betragtet som særlig ømfindtlig. Ikke blot var det aktuelle budgetunderskud meget stort i relation til BNP, men den politiske proces i landet var helt tydeligt i færd med at kæntré. Det ville således være overordentligt vanskeligt for de nationale myndigheder på egen hånd at præstere den nødvendige stærke politiske manifestation. Forventningerne til centralbankens mulighed for at føre en hårdhændet pengepolitik var ligeledes begrænset. Banken havde allerede i slutningen af 1991 hævet sin diskonto til 12 pct., samtidig med, at ledighedssituationen hurtigt forværredes. Forsigtighedshensyn tilsagde, at udenlandske investorer dækkede deres ITL-positioner. Dette medførte umiddelbart et ret stærkt pres på liren.

På dette tidspunkt er det næppe rigtigt at påstå, at der ligefrem var tale om spekulation i EMS-systemets sammenbrud. Interessen rettede sig derfor mod Forbundsbankens reaktion. I sidste ende baserede tilliden til de stabile centralkurser i EMS sig på tilliden til, at Forbundsbanken ville intervenere. Så længe denne tillid opretholdtes, var der ingen forventninger om en valutarisk gevinst ved at gå imod en af de andre valutaer.

17. juli 1992 forhøjede Forbundsbanken sin diskonto fra 8 til 8 ¾ pct. Dette måtte opfattes som et stærkt signal om, at Forbundsbanken satte sin forpligtelse til at inddæmme inflationsudviklingen hjemme over hjælpeforanstaltninger til klart »divergerende« lande. Den italienske centralbank havde intet andet valg end at følge trop og gennemføre en »katastrofeforhøjelse af sin diskontosats – fra

det allerede høje niveau på 12 til 13 ¾ pct. Implicit i det tyske signal lå også, at Forbundsbanken ville være tøvende med en massiv støtte til ITL, fordi det ville medføre en udvidelse af den tyske pengemængde – en indikator for den pengepolitiske stramhed, som politisk tillægges en betydelig vægt i Tyskland.

Den tyske pengemængdemålsætning skulle efterfølgende vise sig at være en ubehageligt destabiliserende faktor for valutamarkedernes forventning til omfanget af den tyske forsvarsvilje for EMSen.

I begyndelsen af august lempede den italienske centralbank forsigtigt sin rentepolitik og nedsatte diskontoen til 13 ¼ pct. Ikke desto mindre fortsatte usikkerheden.

Det var ØMU-samarbejdets andet kerne-land, Frankrig, der gav ny næring til spekulationen om de faste EMS-kursers levedygtighed. Umiddelbart efter den danske folkeafstemning havde den franske præsident Mitterand meddelt, at også Frankrig ville gennemføre en vejledende folkeafstemning om landets tilslutning til Maastricht-aftalen. I den efterfølgende periode blev en relativ sikker majoritet for aftalen gradvis mindre, og i august måned – godt 1 måned før afstemningen – kom de første klare indikationer af, at også Frankrig kunne stemme nej – og dermed begrave ØMUen betydeligt dybere end danskerne havde gjort. På dette tidspunkt begynder professionelle positionstagere at komme på banen.

8. De skandinaviske valutaer

Sverige, Norge og Finland var på dette tidspunkt ensidigt tilknyttede til EMS-systemet, således at forstå, at deres centralbanker stræbte efter at holde udsvingene for deres valutaer inden for rammen på 2 gange 2 ¼ pct. af en internt fastlagt DEM-paritet, uden

dog at have nogen fast aftale med EMS-systemets centralbanker om forpligtelse til gensidig intervention. Sverige og især Finland havde betydelige udenrigsøkonomiske problemer, dels som følge af et for højt omkostningsniveau, dels efter det vigtige Sovjetmarkeds sammenbrud. Til gengæld var begge lande klare kandidater til et kommende EF-medlemskab. Norge var som EF-medlem mere tvivlsom, men kunne omvendt fremvise sin meget stærke betalingsbalance og meget store nettovalutaaktiver som følge af sit olie- og gassalg.

Danmarks afvisning af Maastricht-traktaten ville ikke blot ramme tidsplanen for ØMU-processens gennemløb. Det fik også en afsmittende effekt på troværdigheden af den svenske og finske ansøgning, som ellers var blevet foruddiskonteret også på valutamarkederne.

I august 1992 flytter det massive pres fra Italien til Finland og Sverige. Her er der givet tale om internationale spekulanter, der angriber en relativ lille valuta med en tilsvarende relativ lille valutabeholdning, et klart objektivi-tivt behov for at forbedre sin konkurrenceevne og en kun marginal og usikker alliance med Forbundsbanken. Selv om Finlands bank i den indledende fase optrådte efter lærebogen og afviste al tale om devaluering, men strammede sin pengepolitik markant, varede det ikke længe. Den 8. september meddelte Finlands Bank, at man ikke ville forsvare den selvbestaltede grænse over for DEM og umiddelbart efter faldt FIM med godt 10 pct. over for ECU. Sverige holdt stand længere, først og fremmest ved en massiv anvendelse af rentevåbnet. Riksbankens ledende rentesats forhøjedes til 24 pct. og over-night SKR kom til at koste 500 pct. p.a., svarende til ca. 1½ pct. pr. dag! Selv om dette reducerede presset noget, kunne situationen kun opretholdes gennem et – i forhold til

konjunktursituationen – dræbende højt renteniveau.

Selv om FIM må betragtes som en relativt marginal valuta var spekulationsprocessen nu sat i gang, samtidig med at forsigtighedsdispositionerne hos internationale investorer blev mere markante. Et par dage senere – den 13. september – devalueres ITL med 7 pct., antagelig fordi Forbundsbanken lod forstå, at den ikke anså yderligere intervention som berettiget under de givne omstændigheder. Hvorvidt dette skete mod den italienske regerings udtrykkelige interesse, står ikke klart. Muligvis var baggrunden, at regeringen her i forbindelse med det andet run på valutaen, ikke følte, at den kunne holde politisk til en ny periode med et meget højt renteniveau og derfor i realiteten overlod det til tyskerne, om ITL skulle reddes eller ej.

9. EMSens første sammenbrud – september-november 1992

Dermed var politikken med de fastlåste EMS-kurser – der skulle være kernen i ØMU-processens fase 2 – brudt sammen. Man skelnede hurtigt mellem de stærke EMS-valutaer – DEM, HFL og BEF, og de svage – ITL, ESP og PTE samt GBP, sidstnævnte mere af politiske end økonomiske grunde. FFR, DKK og IEP befandt sig i en mellemsituation. Den 17. september opgav Banca d' Italia at forsvare sin nye bundkurs over for DEM og styrteddykkede yderligere mellem 15 og 20 pct. Samtidig meddelte Bank of England, at heller ikke GBPs EMS-grænser ville blive forsvaret, med et tilsvarende fald til følge. Den spanske centralbank devaluerer med 5 pct. DKK og FFR kommer under pres.

Selv om den franske folkeafstemning faktisk gav et ja, hæftede de internationale valutamarkeder sig ved, at det var betænkeligt lille og at Maastricht-processen hermed var fun-

damentalt miskrediteret. Ved Edinburgh-topmødet nogle måneder senere, opnåede Danmark undtagelse fra tredje fase mod den fælles valuta. Her bliver det altså opfattet som en folkelig sejr, at DKK fortsat skal sejle sin egen sø.

Opløsningen fortsatte i de kommende måneder. Svenskerne opgav at forsvare kronen 19. nov. Spanien devaluerer igen – med 6 pct. – og fik denne gang følgeskab af Portugal. 10. dec. opgav Norge sit faste kursforhold til DEM og Irland måtte 1. februar 1993 – godt hjulpet af udtalelser fra tysk side – skrive puntet (IEP) ned med 10 pct. 14. maj devaluerede ESP og PTE henholdsvis 3. og 2. gang inden for kort tid.

På dette tidspunkt så blodbadet ud til at være fuldbragt. Den faste EMS var død – men valutasarbejdet mellem den hårde kerne – inkl. FFR og DKK – bestod.

10. Den hårde kernes endeligt – juli 1993

Tager man ØMUens konvergenskriterier som udgangspunkt, opfyldes de i rimelig grad af Tyskland, Frankrig, Holland, Luxembourg og Danmark. Belgien har klart haft sværere ved at holde sig på den statsfinansielle dyds smalle vej, ja udviser faktisk helt italienske overtoner, der yderligere forstærkes af en markant regionalisme, der er længere fremme mod landets opløsning end noget andet sted i Vesteuropa.

Talen om »den hårde kerne« syntes at have noget for sig. På et strategisk afgørende tidspunkt under en af de hyppigt opblussende nervøsitetskriser omkring FFR i februar – lige efter IEP blev løbet over ende, uden den nødvendige interventionsstøtte fra Forbundsbanken – valgte den tyske pengepolitiske myndighed at foretage en markant nedsettelse af sine ledende renter, som kun kun-

ne tolkes som, at støtte for FFR – når alt kommer til alt – gik forud for den indenlandske pengemængdestyring.

Indtil juli måned 1993 levede troen på den hårde kerne uantastet. Trods det danske Ja til Edinburgh-justeringen af Maastricht var det dog klart, at Danmark ville have problemer med kronen, der jo ikke kunne underkastes den fælles valutakurs' disciplin i de kommende år. Den tiltagende opløsning af Belgien og øget fokus på det markante statsunderskud gav også vurderingsproblemer med hensyn til BEFs tilhørsforhold.

Valutakrisen i juli begyndte på et »tyndt marked«, hvor begrænsede positioner kan flytte en valuta ud mod marginerne. I begyndelsen blev den ikke taget rigtigt alvorligt. Der forekom kun at være behov for en moderat intervention for at holde FFR overfor DEM og HFL. I Danmark reagerede Nationalbanken prompte på svækkelsen af DDK og hævede renten. Dette undlod man i Frankrig – hele forsvaret måtte bæres af intervention. Da Forbundsbanken heller ikke nedsatte sin rente, svulmede presset op, med det resultat, at Tyskland på topmødet den 1. august 1993 reelt nægtede at fortsætte interventionen til fordel for andre EMS-valutaer.

Dette betragtes af mange som en politisk katastrofe, ikke blot for EF, men mere alvorligt for det særlige tysk-franske forhold. Den borgerlige franske statsminister Balladur, der blot var tiltrådt et par måneder tidligere, stod over for at blive offentligt nedværdiget. En helt formel og ganske utroværdig »redde ansigts-løsning blev indførelsen af kæmpeudsvingsmarginerne på plus/minus 15 pct. Det svarer reelt til indførelse af et system med frit flydende valutakurser.

11. Analyse af et sammenbrud

EMS-sammenbruddet må betragtes som et ganske alvorligt og overraskende tilbageslag for EF-samarbejdet. Men ved nærmere analyse må det nok betragtes som uundgåeligt. Den aktuelle økonomiske lavkonjunktur ligger som en spærrebom for gennemførelsen af den politik, som ville være forudsætningen for, at ØMUens anden fase skulle kunne virkeliggøres. Og i og med at deltagerne på valutamarkedet i deres vurdering af den lidt mere langsigtede situation måtte erkende, at det altid er den nationale økonomiske egeninteresse, der trækker det længste strå i EF-sammenhængen, må forestillingen om den hårde EMS, der tvinger sine deltagere til at føre den rette økonomiske politik, gives op.

Umiddelbart kan sammenbruddet se ud til at være Tysklands – og måske især Forbundsbankens – skyld. Tyskerne »forrådte« de øvrige EMS-lande ved at føre en pengepolitik, der i for høj grad fokuserede på det genforenede Tysklands egne problemer, og ikke tog tilbørligt hensyn til det pres, som den høje tyske rente øvede på de andre landes finansielle markeder. Det renteniveau, der var nødvendigt for at kurere den inflationære spiral i forbundsrepublikken, var for højt til at undgå en fortsat vækst i ledigheden i alle de omkringliggende lande.

Der er imidlertid noget selvmodsigende ved den påstand, at hele den aktuelle EMS-problematik skyldes forkert økonomisk politik i Tyskland.

Det er rigtigt, at der i forbindelse med inkorporeringen af DDR er gennemført en massiv statsfinansiell udpumpning med henblik på at holde de østtyske länder flydende i den periode, det vil tage at tilpasse det nedslidte produktionsapparat og omskole den østtyske lønmodtager til nyere teknik og hårdere arbejdstempo. Finansieringen heraf kan ske

på flere måder: forhøjelse af skattetrykket, optagelse af indenlandske eller udenlandske lån eller gennem en udvidelse af pengemængden.

Hvis den tyske økonomi havde været fuldt beskæftiget, således at investeringsbølgen i øst havde overophedet virksomhederne i vest, ville skattevejen have været den umiddelbart rigtige. Der har da også været mange – inklusive Forbundsbanken – der har peget på en stigning i skatterne som helt nødvendig for at undgå inflation og svækkelse af den tyske økonomis ledende rolle.

Der har været en vis stigning i skattetrykket i Tyskland – både »solidaritetsskat«, momsforhøjelse og forhøjelse af »giftskatter«. Det er ligeledes forståeligt, at regeringen har tøvet over for at dreje skruen helt i bund. Dette er ikke alene ud fra det snævert partipolitiske synspunkt, at massive skatteforhøjelser sjældent fremmer en regerings genvalgschance. Den økonomiske mekanisme, som skal bringe de østlige länder på levestandardniveau med de vestlige, vil fordrer et vist efterspørgselspres, som kan sikre en rimelig sikker gevinst ved at udvise initiativ og skabelse af arbejdspladser i det ledighedsramte område. En 100 pct.s underskudsdekning gennem nye skatter ville under alle omstændigheder begrænse multiplikatoreffekten af de offentlige udgifter.

Lige så vigtig er imidlertid skatteforhøjelsernes inflationsdrivende karakter. Erfaringen viser, at fagbevægelsen opfatter den fordyrelse af leveomkostningerne, der skyldes højere indirekte skatter, som lige så besværlig som faktorprisinflation. Hvis det er muligt, vil skatteforhøjelserne søges overvæltet på arbejdsgiverne, med umiddelbar negativ effekt for den tyske konkurrenceevne. Skatteforhøjelser skal med andre ord doseres med stor omhu, hvis man skal undgå større ska-

der end dem, man søger at bekæmpe gennem forhøjelsen.

Da man må forvente, at de østlige länder i løbet af nogle år vil kunne bidrage væsentligt til de tyske statsfinanser – dels gennem behov for langt lavere overførsler, når produktionen er blevet selv bærende og den konkurrencedygtige beskæftigelse er nået op på niveau med vest, dels gennem større skatteindtægter. Dette skaber basis for at »belåne« det fremtidige statsfinansielle omsving i dag. I stedet for at forhøje skatterne (med negativ effekt på konkurrenceevnen), låner staten i stedet for. Om nogle år, når budgetvendingen slår igennem, nedsættes skatterne ikke tilsvarende, men anvendes til at afdrage de optagne lån.

Den proces har Tyskland været inde i siden genforeningen i slutningen af 1989. Den øgede låntagning vil under alle omstændigheder presse den lange rente i vejret. Hvis Forbundsbanken ikke følger dette op med en stramning af sine egne, korte, rentesatser, vil de tyske pengeinstitutter låne med henblik på at købe statsobligationer. Effekten vil groft sagt være den samme som hvis det offentlige havde adgang til at låne direkte i Forbundsbanken til en kunstig lav rente.

Det massive offentlige låneprogram presser renten i vejret, fordi den tyske opsparing ikke stiger tilsvarende. Midlerne kommer nu to steder fra. Renteforhøjelsen gør en række planlagte investeringer urentable, hvilket frigør ressourcer, som i givet fald kan udnyttes østpå – eller mere sandsynligt, leder til større ledighed mod vest, med aftagende inflationspres til følge. I dette tilfælde er midlerne altså enten frigjorte reale ressourcer eller lavere omkostningsstigning end forventet, med større realkøbekraft af de til rådighed stående offentlige midler. Den anden måde, hvorpå renteforhøjelsen i Tyskland mobiliserer midler, er i form af kapitalimport. Uden-

landske investorer køber tyske obligationer fremfor andre landes.

Import af udenlandsk kapital virker imidlertid på samme måde som »monetær finansiering«. Pengemængden stiger, hvilket begrænser rentestigningen. Udlandets adgang til de tyske finansielle markeder er således medvirkende til at komplicere den vanskelige økonomisk-politiske styring i Tyskland.

Isoleret set følger Tyskland således en velafbalanceret, ansvarlig økonomisk politik, der antagelig vil vise sig på sigt at være uhyre fornuftig i sit bredspektrede valg af instrumenter. Ved at optræde på denne måde har landet stort set levet op til de forpligtelser, der eksplicit ligger i overgangen til ØMUens 3. fase. At netop sådan en politik giver anledning til EMSens sammenbrud, må derfor give stof til eftertanke. Problemet er helt klart *ikke* Tysklands.

Den tyske ekspansionspolitik, med dens inflationære pres på økonomien, burde umiddelbart lede til forventning om en *svagere D-mark*. Ved nøjere omtanke ville man imidlertid inddrage det ekstraordinære vækstpotentielt, som effektiviseringen af økonomien i de østlige länder vil medføre. På sigt vil DEMs styrke m.a.o. blive genoprettet. Dette er det underliggende problem: Trods sin aktuelle svækkelse er der en bred overbevisning om, at det nye, forenede Tyskland om et par år vil være en stærkere og internationalt mere konkurrencedygtig økonomisk magt end Vesttyskland. DEM vil have et klart revalueringspotentiale over for de øvrige større Europæiske lande på mellemlangt sigt.

Dette er den eneste logiske forklaring på, at et Tyskland, der er under eksternt politisk pres, har en langt højere inflation end de øvrige kernelande, og aktuelt synes at stå over for kaotiske statsfinanser med en uholdbar vækst i statsgælden, alligevel kan

tiltrække kapital fra bl. a. Frankrig og Danmark, således at disse landes valutaer kommer under pres, selv om den lange rente her ligger højere end i Tyskland. Tysklands inflation forventes af markedsdeltagerne at vilkafalde, især fordi der er tiltro til, at Forbundsbanken – om ikke regeringen – sætter sin stabiliseringspolitiske opgave forud for alt politisk kammerateri, herunder den Europa-politiske håndsækning til centralbanker i lande, som markedsdeltagerne ikke har samme tillid til kan stå på egne ben, når det gælder stabilitet.

Man kan derfor sige, at vurderingen af DEM som en »stærk« valuta bl.a. forudsætter, at dens administrator udviser en høj grad af kølighed over for opgaven som redningsmand for svage valutaer. I den aktuelle økonomiske lavkonjunktur betragter markederne fordelingen af styrke og svaghed mellem valutaerne som et nul-sumsspil. Det spekulative pres mod den italienske, den spanske, den engelske og her til sidst mod den franske og danske valuta baserer sig på, at den økonomiske vækst og inflationen er så lav i disse lande, ledigheden så høj, at det vil være unaturligt at have en rente, der er på højde eller højere end den tyske. Med eller uden en EMS bør valutakursforholdene tilpasses til foreningsrealiteterne, og hellere nu (hvor Tyskland er under pres) end senere, når den succesfulde inkorporering af Østtyskland genopliver landets økonomiske supermagtstatus.

12. Farvel til den tvungne konvergens?

Man kan så spørge: hvad blev der af »den tvungne tilpasnings model«, der trivedes i perioden 1987-92? Som sagt må den uden tvivl betragtes som en succes for så vidt angår Frankrig, Danmark, Irland og Spanien. I alle disse lande evnede myndighederne at stramme den økonomiske politik så meget,

at opfyldelsen af konvergenskriterierne kom inden for rækkevidde.

I takt med at lavkonjunkturen begyndte at slå igennem efter 1990, steg de indenrigspolitiske omkostninger ved at føre en konvergenskonsistent politik imidlertid. Nej'tet ved den danske folkeafstemning i juni 1992 var på samme tid en bremse for ØMUs virkeliggørelse og en indikation af, at den folkelige opbakning øjensynlig var ved at gå til i krisesymptomer. Det er interessant, at det ikke blev Danmark, som i første omgang blev mål for spekulanter og forskræmte investorers afdækningsbehov, men derimod de økonomisk svageste lande, med udbredt »divergens«, nemlig Finland, Sverige, Italien, Storbritannien, der rev Irland med. Spanien faldt på manglende tillid til Gonzales-regeringens mulighed for at fortsætte sin stramme og arbejderuvenlige økonomiske politik under det hurtige tilbageslag, som ophøret af Olympiaden og Verdensudstillingens samtidige positive aktivitetsstimulans medførte. Det fremgik da også, at markedsdeltagerne havde gættet rigtigt. Gonzales-regeringen har taget rigeligt til sig af devalueringsfordele, hvilket vil give basis for en lempeligere økonomisk politik og accept af større lønstigninger i en periode. Spaniens omfattende valutanedskrivning måtte efterhånden trække Portugal med sig.

Storbritannien fik en betydelig politisk succes med sin flydning og deraf følgende markante GBP-devaluering. Først og fremmest kunne Bank of England aggressivt nedsætte sin udlånsrente. Både den lange rente og aktiekurserne nød godt heraf. Den britiske økonomi er så småt begyndt at bevæge sig ud af lavkonjunkturen, både trukket frem af øget eksport og stigende indenlandsk efterspørgsel.

Den britiske devalueringssucces har været et problem for Frankrig. Ikke blot mødte

fransk eksport markant hårdere konkurrence fra engelsk side, men eksemplets magt har udgjort en selvstændig faktor. Den socialistiske regerings fuldstændige nederlag ved valget i begyndelsen af 1993 skyldtes ikke mindst lavkonjunktorens indflydelse på det allerede høje franske ledighedsniveau. Presset på FFR fra juli 1992 og fremover medførte lange perioder med så høje rentesatser, at erhvervsaktiviteten generelt led under det. Den nye, konservativ-gaullistiske koalitionsregering kom ganske vist ud med en kraftig opbakning af »Le Franc Fort« – en FFR, der ikke lader DEM noget at høre – men Gaullisterne er ikke tilhængere af Maastricht, som undergraver deres model for et »fædrelandenes Europa«. For dem er en uafhængig penge- og valutapolitik ikke blot et spørgsmål om at kunne kompensere for en uansvarlig indenlandsk økonomisk politik, men også en principiel holdning til selvbestemmelse og magtudøvelse. Der har derfor været en vis skepsis vedrørende den fremtidige politiske opbakning bag den valutariske Frankfurt-Paris-akse efter regeringsskiftet.

Sammenbruddet indtrådte, fordi den franske position ikke var politisk troværdig nok. Presset på francen i juli måned voksede sig efterhånden stort, fordi den franske regering ikke denne gang accepterede endnu en periode med et astronomisk renteniveau. Francforsvaret skulle derfor ske ved intervention i DEM. Juli-interventionen har antagelig været endnu mere omfattende end de to tidligere gange. Da midlerne i første omgang blev Forbundsbankens problem gennem den massive udvidelse af pengemængden, udviklede situationen sig fra et forsvarligt og indforstået centralbanksamarbejde til en nervekrig fra fransk side: Hvad vil tyskerne – og specielt Forbundsbanken? Støtte francen til det yderste, herunder nedsætte deres egen rente markant eller ødelægge hovedhjørnestenen i EF-samarbejdet?

Det franske pokerspil mislykkedes. Tyskland meddelte, at Forbundsbanken af pengepolitiske hensyn hverken så sig i stand til at gennemføre en yderligere rentenedsættelse eller fortsætte med udpumpningen af DEM som støtte for FFR. Franskmændene måtte tage de nødvendige skridt i lyset af denne beslutning.

Sorteper blev således givet videre, for det stod helt klart, at en foreløbig stabilisering af EMSen ville kræve i hvert fald en fransk devaluering over for DEM. Antagelig også en dansk, omend Forbundsbanken ville have forholdsvis let ved at finansiere den nødvendige intervention til fordel for DKK, bl.a. fordi Nationalbanken ikke havde tøvet med at bruge højrentevåbnet, hvor ubelejligt det end måtte være for den nye socialdemokratiske ledede koalitionsregerings forsøg på at »knække arbejdsløshedskurven«. Men Forbundsbanken har næppe været overbevidst om det langsigtet fornuftige i, at Danmark ofrede en oplagt mulighed for en konkurrenceevneforbedring, der kunne kompensere for den forringelse, som nedskrivningen af de øvrige skandinaviske valutaer og GBP i efteråret 1992 havde medført. I sommeren 1993 lå de danske ledighedstal højest blandt de ikke-mediterrane EF-lande. Den belgiske politiske situation og løbskløbende statsfinanser gjorde heller ikke Forbundsbanken interesseret i at garantere ubegrænset intervention til fordel for BEF. Kun over for Holland følte Forbundsbanken, at den uden risiko for at tabe sin indenlandske pengepolitiske målsætning på gulvet kunne opretholde interventionsgarantien.

At løsningen på det, der burde have været en fransk, dansk og belgisk kursjustering, endte op med noget nær flydende valutakurser og dermed en foreløbig suspension af EMSen som en velfungerende valutablok, er udtryk for det chock og den uforberedthed, som juli-valutakrisen ramte hård-kernelan-

denes centralbanker og økonomiske ministerier med. Situationen var ikke blevet gennemanalyseret. Tysklands og Forbundsbankens stadig mere udsatte position, med lammelse af den indenlandske pengepolitik for at opretholde illusionen om, at FFR var lige så hård som DEM (DKK med, for den sags skyld), var øjensynlig ikke erkendt. Forbundsbanken blev tillagt opgaver, der passer til Den Europæiske Centralbank. Men de forudsætninger, som ikke mindst Tyskland har krævet for at gå med til en fælles centralbank – og dermed en fælles mønt – har ganske klart ikke været til stede. Hvis Forbundsbanken følte, at juli-93 krisen i virkeligheden var et udspekuleret fransk forsøg på at bondefange Tyskland til at finansiere en stærk FFR, så landets egne vælgere ikke skulle betale omkostningerne, kan man forstå det.

13. De fremtidige handlemuligheder

De 15 pct. udsvingsmargin er uacceptabel for realiseringen af Det Indre Marked. Hvis valutakrisen ikke skal medføre en begrænsning af handlen inden for EF – simpelt hen fordi afregning i andre valutaer bliver en så usikker affære og kurssikring bliver for kostbar – må man hurtigt træffe beslutninger, der genskaber noget nær stabile kurser.

Man kan næppe med fordel vende tilbage til situationen før 1987, med de hyppige, men små paritetsændringer omkring begrænsede udsvingsmarginer. Valutamarkedets deltagere kan ikke mere alvorligt tro, at centralbankerne har vilje eller evne til at forsvare nogen valuta, hvis presset blot er kraftigt nok.

Det lader to veje åbne.

Den mindst radikale er at gøre noget ved presset – dvs. begrænse volumet af valuta, der kan handles pr. tidsenhed over de finansielle markeder. Det kan ske ved at *genindføre valutarestriktioner*. Selv om dette vil være

et irritationsmoment, der også gør den frie udveksling over EFs indre grænser trægere, skaber det dog langt fra så store problemer som de frit flydende kurser, med mulighed for flere pct.points kursudsving fra dag til dag.

En lidt anden udformning af restriktionerne, der i det mindste ser liberal ud, er afvikling af kapitalbevægelser, der ikke direkte er knyttet til løbende betalinger eller direkte investeringer, over et særligt valutamarked, hvor kurserne kan svinge så tosset de lyster. Intervention forbeholdes markedet for løbende betalinger og direkte investeringer. Et sådant *dobbelt valutamarked* var i mange år en belgisk specialitet. Det har i perioder været anvendt i Storbritannien og i Frankrig. Heller ikke denne løsning er perfekt, fordi man kan snyde, men den gør det ganske vanskelig at få oparbejdet en egentlig spekulationsbølge, der kræver centralbankintervention.

En tredje variation over indgrebsmodellen er tanken om at lægge en afgift på valutaomsætning eller bedre »beskatte« *åbne valutapositioner*. Skal modellen have nogen mening, må sigtet være selektivt at fordyre de udlån fra et lands banker til det internationale valutamarked som anvendes til spot-spekulationer eller de deposits, som det angrebne lands banker tager i udenlandsk valuta for at afdække køb af udenlandsk valuta på termin. En afgift på 1 krone pr. 100 kr., uafhængig af udlånets eller depositets løbetid, vil virke prohibitivt på korte, spekulative positioner – uden at centralbankerne behøver at ændre deres rentesatser i øvrigt. Det kræver et kontrolapparat af et vist omfang, men det vil ikke belaste den intereuropæiske handel virksomhederne imellem, kun genere pengeinstitutterne.

Den radikale løsning er uden tøven at gå over til *en fælles valuta* for de lande, der er beredte til at bære konvergenskravets kortsigtede

byrder mod at få del i den stærke valutas langsigtede herligheder. Det bør først ske, når den tyske genforening er nået videre frem, f.eks. således at det gennemsnitlige BNP-niveau i de østlige länder under et ikke afviger signifikant fra det vestlige gennemsnit. Den tyske rente vil være normaliseret på et niveau, der afspejler et lavere inflationsniveau end i dag. De facto vil de lande, som går i valutaunion med Tyskland, ende op på en DEM-standard – også hvis vi finder på at kalde den ECU af hensyn til franske politikeres fine fornemmelser. Tilslutningen til unionen bør ikke ske med urealistisk høje kurser, opretholdt gennem en overrente i forhold til Tyskland. En forudgående periode, hvor renten ikke afviger fra den tyske, hvorimod valutaerne kan få lov til at tilpasse sig under en eller anden form for kontrolleret flydning, kan – sammen med opfyldelse af konvergenskravene – gøres til betingelse.

Det åbne spørgsmål bliver, om de store EF-lande virkelig ønsker at ende op i en valutaunion med Tyskland. Frankrig, Storbritannien og i et vist omfang Italien og Spanien har i dag nogen pengepolitisk autonomi. Nok vejer Tyskland normalt tungt i deres udenrigshandel, men størrelsen af den indenlandske økonomi er tilstrækkelig til, at beskæftigelsen ikke er domineret af eksportinteresser. De skandinaviske lande og Benelux er i højere grad afhængig af den tyske efterspørgsel, tenderer i forvejen mod at indrette deres økonomiske politik efter dette faktum, og har ikke nær den samme langsigtede bevægelsesfrihed på valutakursområdet. En overgang til en DEM-fod vil i realiteten blot fjerne et økonomisk-politisk instrument – nemlig valutakursjusteringer – der har gjort mere skade end gavn, når regeringerne har søgt at anvende det i stedet for at føre indenlandsk stabiliseringspolitik.

Europa efter år 2000 kan meget vel bestå af en DEM-blok med de nævnte 6-7 lande og de andre store lande med et EMS-lignende tilhørsforhold, hvor størrelsen af udsvingsmarginerne (og dermed interventionsforpligtelsen) skal kombineres med visse valuta-restriktioner over for 3.-landes valutaer.

Princippet med små paritetsændringer gælder for den sidste gruppe. For landene i DEM-blokken skal det ikke være udelukket at gå ud/blive smidt ud, men det skal være en tung proces, således at den ikke står til rådighed for den første og bedste regering, der vil sætte skatterne ned og øge de offentlige udgifter for at blive genvalgt.

Dansk økonomisk politik i lyset af den europæiske udvikling¹

Claus Vastrup, Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

1. Indledning

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

2. Det europæiske valutasamarbejde

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Danmarks muligheder i den økonomiske politik

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Note

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

Har ØMU'en overhovedet en fremtid?

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

1. Indledning

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

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

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

2. EMS-samarbejdet

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

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

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

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

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

3. Er Europa et optimalt valutaområde?

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

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

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

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

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

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

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

4. Kritik af fase-strategien

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5. Politiske aspekter af ØMU

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

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

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

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

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

6. Hvilke muligheder er der?

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

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

Tilbagevenden til flydende kurser

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

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

EMS'en fortsætter

– med mulighed for kursstilpasninger

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

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

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

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

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

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

EMS'en fortsætter

- uden mulighed for kursjusteringer

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

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

7. Opsummering

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

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

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

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

Noter

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

Litteratur

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

Politisk kronik, 1. halvår 1993

Lars Bille, lektor, Institut for Statskundskab, Københavns Universitet

Regeringsdannelsen

I maj 1992 havde højesteretsdommer Mogens Hornslet, som ledede den i juli 1990 nedsatte undersøgelsesret, afholdt det sidste af ialt 102 retsmøder. Pressen havde nøje fulgt disse afhøringer, og en ganske omfattende offentlig debat om 'skyldsspørgsmålet' blev sideløbende ført i medierne. Tamilsagen kom til at ligge som en dyne over dansk politik især i efteråret 1992, først og fremmest selvfølgelig fordi den kunne få konsekvenser for statsminister Poul Schlüter og dermed regeringens muligheder for at forblive ved magten. Den 14. januar 1993 blev spændingen udløst. Kl. 9.00 afleverede Mogens Hornslet den flere kilo tunge rapport til statsministeren. Beretningen fyldte med retsbog og øvrige bilag ca. 6.000 sider. Kl. 14.30 blev den udleveret til Folketingets medlemmer og en time senere til pressen. Hermed indledtes nogle af de mere dramatiske timer og døgn i vor nyeste politiske historie.

Beretningens konklusioner var på en lang række punkter bemærkelsesværdigt klart formuleret i dens afsluttende »Sammenfatning og retlig vurdering«. Det politisk helt centrale var, at statsminister Poul Schlüters orientering af Folketinget blev vurderet som værende »særdeles misvisende« og »direkte urigtig«. Folketingets formand H.P. Clausen havde som justitsminister givet Folketinget »reelt misvisende eller vildledende« oplysninger. Tamilsagens oprindelige hovedperson Erik Ninn-Hansen havde handlet bevidst ulovligt og havde gentagne gange givet misvisende eller vildlede oplysninger til Fol-

ketinget. Endelig blev Grethe Fenger Møller og Viggo Fischer's rolle i sagen skarpt kritiseret. I alt blev fem fremtrædende konservative politikere stærkt belastet af rapporten foruden en række højtstående embedsmænd.

Folketinget var den instans, som skulle træffe beslutning om, hvilke politiske konsekvenser der skulle drages på baggrund af beretningens konklusioner. Men dertil kom det ikke foreløbig. Efter læsningen af rapportens konklusioner havde Poul Schlüter truffet beslutning om at træde tilbage.

Statsministeren indkaldte til pressemøde kl. 18.00. På dette hans 'hidtil mest ejendommelige pressemøde' sagde han, at de barske konklusioner efter hans mening ikke var rimelige, at de var kommet helt bag på ham, men at han tog dem ad notam. Han ville imidlertid have klare linier, og selv drage konklusionen inden nogle partier gjorde det for ham. Derfor ville han næste dag gå til Dronningen og indgive sin afskedsbegæring. Han ville herefter fortsætte som fungerende statsminister, medens forhandlere fra Det konservative Folkeparti og Venstre forsøgte at skaffe flertal for et borgerligt regeringsprogram samt et flertal for, at den konservative finansminister Henning Dyremose kunne afløse ham som statsminister.

Dermed var der opstået en ganske usædvanlig situation. Ved at anvende denne fremgangsmåde havde Poul Schlüter afskåret muligheden for, at det blev udskrevet valg.

En fungerende statsminister kan ifølge Grundlovens paragraf 15 kun fortage sig, hvad der er fornødent til embedsforretningernes uforstyrrede førelse. Udskrivelse af valg synes at ligge klart uden for dette. Partierne var med andre ord tvunget til at forhandle sig tilrette om en ny regering på grundlag af den eksisterende mandatfordeling. Dette kan have været en bevidst taktisk manøvre fra Poul Schlüters side. Et valg på baggrund af Tamilrapporten ville givetvis være til skade for de konservative, medens Venstre ville blive det største borgerlige parti. Desuden kan det have været et forsøg på at fastholde midterpartierne støtte til en borgerlig regering, idet de offentligt havde erklæret sig som modstandere af et valg på Tamilsagen. Situationen rummede også den mulighed, at regeringen kunne fastholde initiativet, hvis en dronningerunde kunne kontrolleres eller helst helt undgås, d.v.s hvis der umiddelbart kunne skabes flertal for en ny statsminister. Det havde været fremgangsmåden i 1972, da J.O.Krag frivilligt trådte tilbage og Anker Jørgensen afløste ham. Af mulige borgerlige kandidater forekom Henning Dyremose at have de bedste chancer for at opnå støtte fra midterpartierne, især fra de radikale som skønnedes at have meget svært ved at kunne acceptere udenrigsminister Uffe Ellemann-Jensen.

Konstruktionen var ikke helt uden bund i virkeligheden, selvom den mislykkedes. På en række møder inden pressemødet havde Venstre tilkendegivet, at man burde tage et egentligt opgør på sagen, men da de konservative og især Poul Schlüter ikke ønskede dette, tilsluttede Venstre sig, i erkendelse af at Uffe Ellemann-Jensen ikke kunne samle et flertal bag sig, at regeringen samlede sig om Henning Dyremose's kandidatur. Også midterpartierne havde været indkaldt til møder, hvor Kristeligt Folkeparti også gav sin tilslutning hertil, medens Centrum-Demokraterne ikke var helt afvisende. Afgørende blev der-

for de radikales indstilling, og de forlangte en dronningerunde. End ikke et veritabelt 'ta-selv-bord' som indeholdt tilbud om statsministerposten og posten som formand for Folketinget kunne ændre de radikales beslutning. Det regeringsprogram Henning Dyremose i al hast havde udarbejdet, afviste de radikale overhovedet at se, før en dronningerunde var afholdt. Da Socialdemokratiet og Socialistisk Folkeparti naturligvis forlangte en dronningerunde, var der et flertal bag dette krav. Regeringsdannelsesprocessen kunne for alvor tage sin begyndelse.

Fredag den 15. januar afgav partierne i tur og orden deres råd til Dronningen. Det konservative Folkeparti, Venstre, Fremskridtspartiet, Centrum-Demokraterne samt Kristeligt Folkeparti (ialt 86 mandater) pegede på Henning Dyremose som forhandlingsleder. Kristeligt Folkeparti knyttede den betingelse til, at han skulle undersøge mulighederne for en regering med deltagelse af de partier, der havde taget ansvaret for årets finanslov, d.v.s uden Socialistisk Folkeparti og Fremskridtspartiet. Centrum-Demokraternes betingelse var, at han skulle undersøge mulighederne for dannelsen af en regering bestående af Socialdemokratiet og et eller flere borgerlige partier. Dermed havde de ikke udelukket en egen deltagelse i en regering, men omvendt klart tilkendegivet, at de ville forhindre Socialistisk Folkeparti og Fremskridtspartiet i at få indflydelse på en kommende regering endsige deltage i en sådan.

Socialdemokratiet, Socialistisk Folkeparti og Det radikale Venstre, ialt 93 mandater, pegede på Poul Nyrup Rasmussen. Det helt centrale i de radikales råd var, at Poul Nyrup Rasmussen skulle lede forhandlingerne »om udformingen af et regeringsgrundlag med udgangspunkt i midten af dansk politik«. Det havde altid været en radikal mærkesag, at den politik, der skulle føres, måtte afklares og aftales grundigt inden en regering blev

dannet. Med den afgørende position partiet besad, havde det magt til at gennemtvinge denne holdning. Det var derfor dette mandat Poul Nyrup Rasmussen fik af dronningen. Formelt set var der altså ikke taget stilling til en kommende regerings sammensætning, et forhold som stadigt blev påpeget af såvel de radikale som af forhandlingslederen.

Men i praksis kunne valget af Nyrup Rasmussen som handlingsleder vanskeligt tolkes på anden måde, end at de radikale nu havde skifte side i dansk politik. Initiativet var gledet over til Socialdemokratiet, og det var den almindelige opfattelse, at Nyrup Rasmussen skulle kludre umanerligt meget i det, hvis forhandlingerne ikke skulle ende med en socialdemokratisk ledet regering. Dette var da også opfattelsen i Venstre og Det konservative Folkeparti. Og de gjorde næsten alt for at undgå dette. Således foreslog Venstres formand Uffe Ellemann-Jensen fredag aften et halvt års politisk borgfred, medens Danmark havde formandskabet i EF og indtil den kommende folkeafstemning var afholdt. Han foreslog også en art samlingsregering, ligesom muligheden af en SVR-regering antydedes. Men alt sammen resultatløst.

Herefter skærpedes tonen mærkbart, idet han anklagede Nyrup Rasmussen for at misbruge sit mandat. Han og andre borgerlige politikere fandt endvidere, at det var i strid med almindelig politisk anstændighed, hvis et politisk systemskifte fra en borgerlig regering til en socialdemokratisk ledet regering fandt sted, uden at der var afholdt valg. De konservative havde været imod et valg på grundlag af Tamilrapporten, men et grundlag der byggede på påstanden om det uanstændige i, at der skete et 'systemskifte' uden at vælgerne var blevet hørt, var noget andet. Et desperat forsøg på at få udskrevet et valg blev derfor iværksat tirsdag den 19. januar. Ifølge Grundlovens paragraf 39 kan to femtedele af Folketingets medlemmer forlange

Folketinget indkaldt. De fornødne 72 underskrifter kunne samles af Venstre, de konservative og Fremskridtspartiet. Når tinget var samlet, skulle et flertal herefter vedtage, at et valg skulle udskrives, hvilket ellers er statsministeren prærogativ. Indsamlingen af underskrifter blev iværksat, men i løbet af tirsdagen viste det sig, at Socialistisk Folkeparti ikke ville støtte initiativet. Der kunne altså ikke skaffes et flertal for at udskrive valg, hvorefter aktionen løb ud i sandet. Iøvrigt havde Poul Schlüter ikke skrevet under, idet han fandt, at det var et slag i luften. Episoden er omtalt her for at illustrere, dels hvor intens interessen var hos de fungerende regeringspartier for at fastholde en borgerlige regering, dels at frustrationen var over, at det ikke ville lykkes, var så stor hos de fungerende regeringspartier, at de ikke veg tilbage for at tage utraditionelle midler i anvendelse, midler som i bedste fald var på kanten af Grundloven.

Det stod klart fra begyndelsen, at forhandlingerne om et regeringsgrundlag i realiteten måtte sigte mod en flertalsregering bestående af SD, RV, CD, KRF, eller en mindretalsregering bestående af enten SD og RV eller en ren socialdemokratisk regering. Af disse muligheder forekom flertalsregeringen at byde på de fleste fordele for de involverede partier. Socialdemokratiet havde i de forløbene 10 år i opposition fået en meget kraftig belæring om, at nøglerne til magten i dansk politik lå hos midterpartierne. At kunne 'erobre' og fastholde dem i en flertalsregering var derfor en altoverskyggende interesse hos socialdemokraterne. Med et aftalt regeringsprogram for resten af valgperioden ville Venstre og Det konservative Folkeparti være sat uden for reel indflydelse. De socialdemokratiske forhandlere var derfor mere end villige til at strække sig endog meget langt i forhandlingerne. Dette gav selvfølgelig en enestående chance for midterpartierne til at opnå indrømmelser fra Socialdemokratiet på

f.eks. skatte-, arbejdsmarkeds- og dagpengeområdet, som de ikke havde kunnet opnå, medens Socialdemokratiet var i opposition. Men det forudsatte selvfølgelig, at midterpartierne stod samlet og ikke lod sig spille ud mod hinanden. De radikales og CD's erfaringerne fra efteråret 1992 bekræftede dette (se Økonomi og Politik nr.1 1993 side 60ff.). Dette indebar, at enten skulle alle tre midterpartier med i regeringen eller også skulle ingen af dem, altså en flertalsregering.

For en sådan talte også Det radikale Venstres dårlige erfaringer fra KVR-mindretalsregeringen 1988-90. På et hovedbestyrelsesmøde i Det radikale Venstre den 17. januar blev der fremført en ganske betydelig modstand mod, at partiet igen skulle i regering. Sporerne skræmte. 40 medlemmer stemte derfor nej til radikal deltagelse i en regering, men 46 afviste trods alt en resolution om, at partiet ikke måtte gå med i en regering. Besluttede folketingsgruppen at gå i regering, ville en flertalsregering trods alt nok støde på en mindre modstand i det radikale bagland. For Centrum-Demokraterne var det ud over overvejelser af samme karakter endvidere af afgørende betydning, at dannelsen af en flertalsregering ville lukke Socialistisk Folkeparti ude fra indflydelse. Der synes derfor at have været et sådant sammenfald af interesser hos de fire partier, at den påstand, som Uffe Ellemann-Jensen fremførte om, at det hele var aftalt på forhånd inden forhandlingslederen begyndte sit arbejde, ikke forekommer ganske urimelig.

Men dermed være ikke sagt, at det alligevel ikke kunne gå galt i løbet af forhandlingsprocessen. Der var trods alt ganske betydelige politiske divergenser mellem de fire partier på skatte-, dagpenge-, arbejdsmarkeds-, folkeskole-, bolig-, miljø-, forsvars-, og EF-området, for blot at nævne nogle af tungeste områder! Egentlig en imponerende opremsning, men ifølge pressen forløb forhandlin-

gerne i en konstruktiv og kompromisvillig atmosfære. Onsdag den 20. januar spidsede det imidlertid til, og i en 'hvilepause' i møderækken blev der afholdt et 'hemmeligt' møde et sted i København mellem topforhandlerne fra de fire partier. Her blev en række knaster høvlet af, men tilbage stod stadig en manglende enighed om finansieringen af dagpengene, en opblødning af arbejdsmarkedets strukturer samt en skolereform. Dette sidste så torsdag den 21. januar en stund ud til at være den tue, der fik læsset til at vælte. Jette Pors fra CD ville ikke støtte den nye regering med mindre hun fik sine krav (bl.a. en bevarelse af den fagopdelte skole, niveaudeeling, ingen projektprøver og at indlæring blev indskrevet i folkeskolens formålsparagraf) til en folkeskolereform opfyldt. På et møde mellem hende, Mimi Jacobsen og den radikale Ole Vig Jensen blev de dog enige om et oplæg til de fire partier. Derimod lykkedes det ikke at hente den anden af CD's utilfredse folketingsmedlemmer tilbage i folden. Den 21. januar besluttede Lis Noer Holmberg at forlade CD, ganske enkelt fordi hun ikke kunne acceptere, at CD gik i regering med Socialdemokratiet. Dermed afhang flertalskonstruktionen af, hvorledes løsgænger Hans Erenbjerg, der havde meldt sig ud af den socialdemokratiske gruppe i december 1992, ville stille sig til forhandlingsresultatet.

Det i forvejen spinkle flertal var nu blevet reduceret til det absolutte minimum, og det fik givetvis forhandlerne til at søge en hurtig afslutning inden andre enkeltmedlemmer skulle få betænkeligheder. Men bl.a. en fortsat radikal og socialdemokratisk uenighed om skatte- og arbejdsmarkedspolitikken forhindrede en løsning i løbet af torsdag aften og nat. Et nyt møde fredag den 22. januar kl. 7.00 i Nyrup Rasmussens privatbolig mellem partilederne løste de sidste udestående problemer, og forhandlerne kunne herefter i løbet af eftermiddagen forelægge det endelig

forhandlingsresultat til godkendelse i deres respektive partiers kompetente forsamlinger. Dette voldte ingen problemer. Hans Erenbjerg meddelte kl.16.30 pr. fax, at også han kunne støtte resultatet. Dermed var den kommende regerings spinkle flertal i hus. I den socialdemokratiske folketingsgruppe og hovedbestyrelse var der nærmest jubelstemning. Poul Nyrup Rasmussen havde leveret den varer, han af den socialdemokratiske kongres var blevet sendt i byen efter den 11.april 1992. For dem var der med en socialdemokratisk statsminister igen blevet etableret 'normale' tilstande i dansk politik.

Det 21 sider lange regeringsgrundlag »En ny start« og de dertil hørende sidepapirer er for omfattende til, at indholdet meningsfyldt og korrekt kan refereres her, ligesom det vil sprænge rammerne for denne kronik at gå ind i en analyse af, hvilket parti der havde fået gennemført hvad. Dets omfang og detaljeringsgrad vidnende om, at partierne vitterligt havde bestræbt sig på at rydde de erkendte politiske uoverensstemmelser af vejen inden en regering blev dannet i stedet for – som det ellers ofte har været tilfældet i dansk politik – at satse på, at de nok kunne løses efterhånden, som de opstod. Strategien var ganske givet, at med et ja ved den kommende folkeafstemning om Edinburgh-aftalen og Maastricht-traktaten samt med sikkerheden for at reformerne kunne vedtages, ville regeringen sidde valgperioden ud, og når så de positive effekter af reformerne kunne mærkes af borgerne, ja så ville regeringspartierne stå godt ved næste valg.

Efter endnu en formel runde med alle partierne kunne forhandlingslederen kl.22.00 den 22.januar meddele Dronningen, at hans opgave som 'kongelige undersøger' var løst. Herefter fik han til opgave at danne regering, og da udarbejdelsen af ministerlisten ikke voldte de store problemer, kunne Poul Nyrup Rasmussen mandag den 25. januar præsen-

tere den i antal største regering Danmark har haft: 15 socialdemokrater, 4 fra CD, 3 radikale og 2 fra Kristeligt Folkeparti, i alt 24 ministre. Efter godt 21 år med svage mindretalsregeringer, parlamentarisk ustabilitet, undertiden grænsende til uoverskuelighed, havde Danmarks nu fået en flertalsregering, den fjerde siden 1945, som kunne gennemføre, hvad den internt kunne blive enig om. Regeringen kunne nu være regering, og oppositionen kunne koncentrere sig om at være opposition.

Ministerlisten:

Statsminister: Poul Nyrup Rasmussen (SD)

1.Vicestatsminister, Minister for erhvervs- politisk samordning: Mimi Jakobsen (CD)

2. Vicestatsminister, Økonomiminister: Marianne Jelved (RV)

3. Vicestatsminister, Boligminister og minister for nordisk samarbejde samt østlandene: Flemming Kofod-Svendsen (KRF)

Udenrigsminister: Niels Helveg Petersen (RV)

Undervisningsminister: Ole Vig Jensen (RV)

Justitsminister: Pia Gjellerup (SD)

Finansminister: Mogens Lykketoft (SD)

Forsvarsminister: Hans Hækkerup (SD)

Indenrigs- og flygtningeminister: Birthe Weiss (SD)

Industriminister: Jan Trøjborg (SD)

Miljøminister: Svend Auken (SD)

Kulturminister: Jytte Hilden (SD)

Skatteminister: Ole Stavad (SD)

Socialminister: Karen Jespersen (SD)

Bistands- og u-landsminister: Helle Degn (SD)

Arbejdsminister: Jytte Andersen (SD)

Landbrugs- og fiskeriminister: Bjørn Westh (SD)

Trafikminister: Helge Mortensen (SD)

Sundhedsminister: Torben Lund (SD)

Teknologi- og forskningsminister: Svend Bergstein (CD)

Kirkeminister: Arne Oluf Andersen (CD)

Kommunikationsminister: Arne Melchior (CD)

Energiminister: Jan Sjursen (KRF)

Regeringsskiftet var selvfølgelig den mest vidtrækkende konsekvens af Tamilsagen. Men den trak også andet med sig. En omfattende og principiel debat om forholdet mellem politikere og embedsmænd rejstes. Nogle topembedsmænd måtte forlade deres stillinger og andre kunne imødesee tjenestemandssager. Folketinget besluttede at rejse rigsretsag mod Erik Ninn-Hansen, den første siden sagerne mod I.C.Christensen og Sigurd Berg i begyndelsen af århundredet. Det konservative folketingsmedlem Grethe Fenger Møller blev anmeldt for og siden sigtet for falsk vidneforklaring og hendes kreds besluttede ikke at opstille hende igen. Folketingets formand og tidligere justitsminister den konservative H.P.Clausen trak sig den 14. januar fra posten. Som ny formand valgtes socialdemokraten Henning Rasmussen. Tamilsagen var også den indirekte årsag til det, der lidt makabert blev betegnet som 'den politiske vuggedød': allerede den 29.3. trådte justitsminister Pia Gjellerup tilbage og erstattedes af partifællen Erling Olsen. Baggrunden var oplysninger om uregelmæssigheder i DSU's kursuscenters regnskaber og dets afregning til skattevæsenet i en periode, hvor Pia Gjellerup havde været formand for centrets bestyrelse. Som begrundelse for det usædvanlige skridt angav hun, at hverken hun, ministeriet eller regeringen kunne være tjent med at have en sag løbende på et tidspunkt, hvor politikernes moral og ærlighed i den grad var sat i focus, blandt andet i høj grad på foranledning af Socialdemokratiet selv. Centersagen kunne derfor bruges af oppositionen som bevis på, at socialdemokraterne ikke var et hak bedre end de politikere, der var blevet belastet af Tamilrapporten.

Folkeafstemningen den 18. maj 1993

Den kommende folkeafstemning om Edinburgh-aftalen og Maastricht-traktaten lagde foreløbig en vis dæmper på den politiske strid, der naturligt skal være mellem en regering og dens opposition. Chancerne for et ja skulle tilsyneladende ikke ødelægges af et vedvarende og ophedet skænderi mellem de syv ja-partier. Derom var de enige, men enigheden rakte dog ikke så langt, at de kunne aftale en fælles kampagne. Den 3. februar opnåedes der mellem partierne bag Det nationale Kompromis enighed om, at folkeafstemningen skulle afholdes den 18.maj. Den 30.marts vedtog Folketinget med 154 stemmer for, 16 imod og 9 fraværende de tre love, der skulle danne grundlaget for folkeafstemningen om Danmarks tiltrædelse af Edinburgh-aftalen og Maastricht-traktaten. De 16 stemmer imod bestod foruden Fremskridtspartiets 12 medlemmer af 3 SF'ere samt een radikal.

De tre SF'ere stod som eksponenter for den ganske omfattende modstand, der var kommet til udtryk i SF's organisation, siden partiets hovedbestyrelse den 13. december 1992 havde tilsluttet sig forhandlingsresultatet fra Edinburgh. Allerede i begyndelsen af januar 1993 begyndte modstanderne at organisere sig under navnet »Folkesocialister mod EF-unionen« med det erklærede formål at agitere for et nej ved folkeafstemningen og at samle underskrifter blandt medlemmerne, således at et ekstraordinært landmøde kunne indkaldes for at få hovedbestyrelsens beslutning omstødt. Partiledelsen fastholdt, at kun personer, der agiterede for et ja kunne repræsentere partiet, medens modstanderne skulle understrege, at de kun talte på egne vegne. Men hvad med de modstandere, hvor hele partiforeningen stod bag modstanden? Der herskede efterhånden usikkerhed om, hvem der kunne repræsentere SF ved offentlige debatmøder. Beskyldninger om censur

og uønsket partidisciplin ventileredes i pressen. På den baggrund valgte partiledelsen at anbefale hovedbestyrelsen, at den indkaldte til et ekstraordinært landmøde den 13.-14. marts. Samtidig med indkaldelsen blev det gjort klart, at hele ledelsen ville træde tilbage, hvis hovedbestyrelsens beretning om baggrunden for dens anbefaling af et ja til Edinburgh-aftalen blev underkendt. Dermed var der sat trumf på. Mange tvivlere eller skeptikere, ja også en hel del nej-sigere, var nemlig ikke indstillede på at uddybe den interne uenighed ved også at kaste partiet ud i en ledelseskrisen. Resultatet af afstemningen på landsmødet om hovedbestyrelsens beretningen og om den politiske udtalelse viste, at godt $\frac{2}{3}$ af de delegerede støttede ledelsen. SF's officielle holdning var hermed cementeret, men der blev alligevel givet modstanderne en vidtstrakt frihed til at argumentere for et nej. De delegerede var med stort flertal blevet enige om at være uenige. Om SF's vælgere i samme omfang som de delegerede ville følge ledelsen linie var et meget åbent spørgsmål. Meningsmålingerne tydede ikke på det. Den øgede indflydelse på andre områder af dansk politik, som anbefalingen af et ja skulle have været med til at skaffe SF, var med flertalsregeringens dannelse skubbet ud i det uvisse. Det sukker, der skulle have fået ja-pillen til at glide ned hos mange SF'ere, var blevet fjernet.

Udover dette islæt fra SF's side var der egentligt ikke noget afgørende nyt i den kampagne, der nu løb af stablen, i forhold til kampagnen i 1992. Tonelejet blev dog hævet mærkbart og beskyldningerne om skræk-kampagne blev flittigt og rutinemæssigt slynget ud til højre og venstre, men det var stadigvæk i spændingsfeltet mellem »Modstand mod en Union« og »Danmark kan ikke stå alene«, at den afgørende kamp om vælgernes kryds stod. Af nyt var selvfølgelig Nej-siden's – med Junibevægelsen som den drivende kraft – argument, at det var nøjag-

tig det sammen danskerne skulle stemme om en gang til. Dette var ganske enkelt en politisk uanstændighed fra ja-partiernes side, at de blev ved med at udskrive folkeafstemningerne, indtil de kunne få manipuleret befolkningen til at stemme ja. Desuden fremhævede de, at et dansk nej ville være ensbetydende med, at England heller ikke ville ratificere traktaten, hvorfor hele Maastricht-komplekset enten ville falde fra hinanden eller i det mindste måtte forhandles helt forfra igen. Derved ville den påståede risiko for, at Danmark kom til at stå alene uden for EF være forsvundet. Begge argumenter blev selvfølgelig imødegået fra ja-siden, som pointerede, at de danske særkrav, som var blevet forhandlet på plads i Edinburgh, netop udgjorde et helt nyt grundlag, hvor de områder, der havde været stærkest modstand imod i befolkningen i 1992, var pillet ud af traktatkomplekset for Danmarks vedkommende. Danmark havde fået »en sidste chance«, som skulle udnyttes. Nyt var det måske også, at det sikkerhedspolitiske aspekt spillede en noget større rolle i debatten denne gang end tidligere.

Det var af afgørende betydning for udfaldet af afstemningen, om stemmemillionæren Socialdemokratiet denne gang kunne overbevise flere af dets vælgere om, at de skulle stemme ja, end det havde været tilfældet sidste gang. Udsigterne hertil var efter alt at dømme forbedret. Denne gang var der ikke uro og splittelse i partiet. Ledelsesproblemerne var overstået, og kræfterne i den traditionelt stærke partiorganisation kunne samles helt og fuldt om ja-kampagnen. Dertil kom, at den nye ledelse havde nået det mål, der havde været hele baggrunden for den traumatiske og resourcekrævende operation med at skifte formand i utide: Socialdemokratiet var tilbage i regeringsposition og det endda i spidsen for en flertalsregering. Tilliden til partiledelsen og dens anbefalinger var givetvis blevet styrket siden sidste, og en del

socialdemokratiske vælgere ville næppe skade den nydannede regering ved at stemme nej. Det var vel heller ikke uden betydning for tvivlende socialdemokrater, at det ikke længere var en kontroversiel venstremand med meget markante meninger om Europa, som nu forhandler på Danmarks vegne. Endelig – og som det væsentligste – var det i alt væsentligt de krav, som den socialdemokratiske partikongres vedtog i september 1992, der var indført i Edinburgh-aftalen. Der var således flere grunde til at forvente, at en større procentdel af de socialdemokratiske vælgere denne gang ville stemme ja.

Edinburghaftalen, roen i Socialdemokratiet, regeringsskiftet og SF's anbefaling af et ja var det væsentligt nye, der var sket siden juni, og som pegede på, at resultatet denne gang kunne blive et andet. Meningsmålingerne havde siden februar relativt stabilt vist, at et ja var det sandsynligste resultat. Og det holdt. 86,5 af samtlige stemmeberettigede deltog i afstemningen, og af dem stemte 56,7 procent ja og 43,3 procent nej. Ikke nogen overvældende sejr for ja-siden, men dog sikker. Men et flertal blandt samtlige stemmeberettigede kunne stadig ikke fremskaffes: 48,6 procent af dem havde stemt for.

Den stadigt store nej-procent sammenholdt med, at alle Folketingets partier på nær Fremskridtspartiet havde anbefalet et ja, overbeviste flere af nej-sigernes repræsentanter om, at tiden nu var inde til dannelsen

af et anti-unions parti. Flere initiativer herom varsledes.

I partiledernes kommentarer til resultatet udtryktes selvfølgelig tilfredshed med resultatet, men Uffe Ellemann-Jensens meget skarpe udfald, især mod Socialdemokratiet for ikke at have evnet at skaffe endnu flere ja-stemmer, signalerede, at nu var 'fredningen' af regeringen forbi, og valgkampen i realiteten påbegyndt.

Reformer

Regeringen havde inden folkeafstemningen gennemført en række 'pakker' på bolig-, erhvervs-, landbrugs- og fiskeriområdet, og havde den 20. april fremlagt dens forslag »Et nyt arbejdsliv« til reformer på arbejdsmarkedet. Forslaget indeholdt bl.a. orlovsordninger (uddannelse, børnepasning, sabbat), en smidiggørelse og forenkling af dagpenge-reglerne samt omdannelse af 'passive dagpenge til aktive dagpenge'. Fremlæggelsen af arbejdsmarkedsreformen blev ledsaget af en understregning af, at den skulle ses i tæt sammenhæng med de initiativer på dagpenge- og skatteområdet, som regeringen ville tage umiddelbart efter folkeafstemningen.

Allerede dagen efter afstemningen – og i skyggen af de meget voldsomme uroligheder på Nørrebro i København – fremlagdes det lovkompleks, som var kernepunktet i den ny regerings hele økonomiske politik. »Ny kurs

Tabel 1. Partianbefaling samt Ja-procenten fordelt på parti vælgerne ville stemme på den 17. og 18. maj 1993

SF	SD	RV	CD	KRF	KF	V	FRP	Intet parti
ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	nej	
18	56	77	83	53	87	89	13	40

Kilde: Gallup Institut for Berlingske Tidende og Danmarks Radio

mod bedre tider« bestod af en skattereform, en såkaldt vækstpakke samt en videreudbygning af den allerede fremsatte arbejdsmarkedsreform. Med dette meget omfattende udspil skulle arbejdsløhedskurven 'knækkes' afgørende. Nogle af de væsentligste elementer i den meget detaljerede skattereform, som skulle gennemføres over fem år, bestod af 1) en nedsættelse af beskatningen på arbejdsindkomster samt en reduktion af marginalskatten, 2) ordninger der skulle sikre stabilitet på boligmarkedet samt udgiftsneutralitet for boligejere, 3) miljøafgifter, 4) synliggørelse af indsatsen på arbejdsmarkedet i form af et konjunkturreguleret øremærket arbejdsmarkedsbidrag på 5 pct (stigende til 8 pct.), der skulle indgå i en dagpengefond, en aktiveringsfond og en sygedagpengefond, 5) effektivisering af skatteligningen og indgreb mod skattetækning. Det samlede arrangement ville ifølge regeringens egne beregninger forøge statens underskud i 1994 med ca. 2 mia. og gnave ca. 4 mia. af det forventede betalingsbalanceoverskud. Regeringen skønnede, at arbejdsløsheden ville falde med ca. 40.000 i 1994 til et niveau omkring 320.000.

Det var regeringens hensigt at få vedtaget hele lovkomplekset inden Folketingets sommerferie. Den inviterede, som det sig hør og bør, til et samarbejde med oppositionen, og oppositionen erklærede sig lige så rituelt rede til konstruktive forhandlinger for at få indflydelse. Den politiske realitet var imidlertid, at regeringens reformpakke var et kompromis, som var strikket sammen med megen møje og besvær under regeringsforhandlingerne og i de efterfølgende måneder. Dette afstemte kompromis kunne vanskeligt lukkes op uden risiko for at regeringsgrundlaget faldt fra hinanden igen. Der skulle smedes, medens jernet var varmt. Regeringen havde sit flertal, og det skulle bruges. Hverken Venstre eller de konservative var på deres side indstillet på at give regeringen politisk

medvind ved at støtte en reform, som det ikke var lykkedes de borgerlige regeringer at gennemføre. De var desuden stærkt imod arbejdsmarkedsbidraget, bruttoskatten, såvel som de ufinansierede skattelettelser. De hævdede, at de resultater, der møjsommeligt var skabt gennem 10 års stram økonomiske politik, ville blive sat overstyr, hvis reformen blev vedtaget, som fremlagt af regeringen. Desuden fandt de det stærkt kritisabelt, at regeringen ville gennemføre så omfattende en lovgivning med blot een stemmes flertal. Hertil replicerede regeringen, at reformpakken i al overvejende grad bestod af kendt stof fra de tidligere skatteforhandlinger, og at den i vid udstrækning byggede på materiale udarbejdet og accepteret af tidligere borgerlige regeringer, hvorfor den brede enighed var langt større, end den skarpe politiske debat viste.

Forhandlingerne i udvalget førte til en række justeringer og detailændringer, men intet der ændrede ved de væsentligste elementer i reformen. Den 24. juni vedtoges de 23 lovforslag reformen bestod af. De 22 forslag blev vedtaget med regeringspartiernes mandater plus skiftevis SF og Fremskridtspartiet. SF støttede således forslagene om indgreb mod skattespekulation og grønne afgifter, medens Fremskridtspartiet støttede forslag om sænkning af skatteprocenterne. Venstre og de konservative gik imod alle forslagene. Det 23. forslag, der rummede den samlede reform, fik kun regeringspartiernes egne stemmer. Den 25. juni vedtoges også arbejdsmarkedsreformen, og tidligere på året var der opnået bred enighed om en ny folkeskolelov. Dog havde Det konservative Folkeparti for første gang i lange tider ikke kunnet stemme for en folkeskolelov. Heller ikke Merethe Due Jensen fra Kristeligt Folkeparti kunne stemme for loven. Regeringens sårbarhed over for enkeltmedlemmers særstandpunkter blev således igen demonstreret.

Med vedtagelsen af diverse pakker, folkeskolelov, arbejdsmarkeds-, dagpenge- og skatte-reform havde regeringen på endog meget kort tid gennemført den væsentligste del af de konkrete forhold, som regeringspartierne havde forhandlet sig frem til i januar, og et af de mest begivenhedsrige folketingsår var til-endebragt. Det politiske liv måtte nu til at vænne sig til den uvante situation, at landet havde en flertalsregering, der gennemførte, hvad den kunne blive enig med sig selv om. Regeringen var regering, og oppositionen var opposition. Vælgerne kunne nu for første gang i lange tider klarere se, hvem der havde ansvaret for, hvad der gennemførtes i Folketinget, og hvem der ikke havde det. Et

væsentligt grundvilkår for, at det repræsentative demokrati kunne fungere efter hensigten, var således blevet genetableret. Set fra regeringens side syntes det imidlertid ikke umiddelbart at være en fordel. Meningsmålingerne viste en kraftigt tilbagegang for især Socialdemokratiet, medens Venstre kunne notere en fordobling. Denne udvikling cementerede vel endnu mere den allerede herskende opfattelse, at det var nødvendigt for regeringen trods allehånde spekulationer i medierne om det modsatte, at den holdt sammen i resten af valgperioden, ja måske endda helt frem til grundlovens allersidste frist for nyvalg, tirsdag den 6. december 1994.

Anmeldelser

Hvordan skal sygehusvæsenets udvikling fortolkes?

I *Økonomi og Politik* nr. 1 1993 har Jens Gunst anmeldt min disputats »Sygehuse og sygehuspolitik i Danmark. Et bidrag til det specialiserede sygehusvæsenets historie 1930-1987«. Han finder at afhandlingen ikke bringer noget nyt og at jeg har begået en række undladelsessynder. Det er ikke kutyme at svare på anmeldelser. Grunden til at jeg alligevel gør det, er de ganske alvorlige kritikpunkter anmelderen fremsætter med hensyn til afhandlingens fortolkninger og udeladelser af materiale. Jeg vil også gerne føre diskussionen videre, fordi jeg tror at afhandlingen indeholder mere af interesse for økonomer og politologer end det fremgår af anmeldelsen.

Jens Gunst skriver af afhandlingen ikke rummer noget nyt for dem, der har fulgt sygehussektorens udvikling. Afhandlingen er imidlertid ikke skrevet for det fåtal, der har central in-sider viden, men repræsenterer en ny viden om sygehusvæsenet, som nu er blevet tilgængelig for flere. Jens Gunst kommenterer i øvrigt stort set ikke de fire første kapitler af afhandlingen, der for stor del omhandler perioder, som han næppe har førstehåndskendskab til.

Jens Gunst kritiserer, at jeg faseinddeler den analyserede periode, i stedet for at beskrive den som en fortløbende specialisering. Afhandlingens undertitel er »Et bidrag til det specialiserede sygehusvæsenets historie«. Et af afhandlingens væsentligste resultater er at specialiseringen, forstået som udviklingen i antallet af specialafdelinger, er det væsentligste træk inden for sygehusvæsenet i de sidste 60 år. Det er netop dette specialiseringsforløb jeg faseinddeler. Hvor skæringspunkterne skal sættes kan selvfølgelig diskuteres. Kategoriseringer laver vi for at skabe overblik, og grunden til, at jeg mener at det er meningsfuldt at faseinddele er, at der er afgørende forskelle mellem perioderne. Jeg har inddelt perioden i fire faser: det

specialiserede sygehusvæsenets opkomst 1930-1945, konsolidering 1945-1960, storhedstid 1960-1975 og begyndende nedgang fra 1975.

Grunden til at afhandlingen behandler perioden fra omkring 1930 er, at det på det tidspunkt blev et erklæret politisk mål, at de såkaldte blandede sygehuse på længere sigt skulle nedlægges eller at der skulle oprettes specialafdelinger på dem. Sygehusbehandlingen skulle koncentreres på færre og større sygehuse. Dermed brød man med en udvikling, hvor antallet af sygehuse havde vokset siden 1700-tallet. Samtidig begyndte flere andre tendenser at sætte sig igennem, specialafdelingerne blev flere, liggetiden blev kortere, og aktiviteterne på sygehusene steg, og med dem også udgifterne. Ved krigens slutning var der etableret såkaldte centralsygehuse i stort set alle amter.

Efter krigen fortsatte specialiseringen ikke mindst ved oprettelsen af hjælpeafdelinger, laboratorier, røntgenafdelinger m.v., det vil sige at der indførtes en ny form for arbejdsdeling på sygehusene. Udgifterne fordobledes, dog uden tilsvarende aktivitetsstigning.

I begyndelsen af 1960'erne kom der atter vækst i aktiviteterne målt i indlæggelser, operationer m.v. Antallet af ansatte og udgifterne steg endnu mere og specialiseringen fortsatte med uformindsket styrke. Der oprettedes afdelinger inden for en række nye medicinske og kirurgiske subspecialer. I denne periode begyndte man fra statslig side at arbejde på at få mere plan i udviklingen.

Fra midten af 1970'erne taler jeg om en nedgangsperiode, hvilket Jens Gunst finder uberettiget. Grunden til min opfattelse er, at der faktisk sker en reduktion i antallet af specialafdelingerne i løbet af 1980'erne, hvilket fremgår af afhandlingens figurer og tabelbilag. Fra begyndelsen af 1980'erne sker der ydermere en reduktion i antallet af senge og dermed i sengedage på sygehusene, hvilket også er et brud med den tidligere udvikling. Ser

man på speciallægeuddannelserne skete der her formelt en reduktion i 1983, fra 32 til 20. I realiteten blev antallet dog højere, hvis man medregner grenspecialerne, nemlig i alt 40.

Jens Gunst er enig med mig i at der sker en opbremsning i væksten i sygehusenes driftsudgifter, men vil placere denne opbremsning ti år senere end jeg. Stigningen i driftsudgifterne var 1969-1975 på 56 %, 1975-1981 på 12 % og endelig i 1981-1987 på 6 % i faste priser. Det er baggrunden for at jeg taler om en opbremsning fra midten af 1970'erne. Væksten i driftsudgifterne som havde været et fremtrædende træk ved sygehusvæsenets udvikling svækkedes, for at stort set forsvinde i slutningen af 1980'erne.

At jeg i afhandlingen når frem til, at der var tale om en begyndende nedgang fra 1970'erne, er især begrundet med at holdningerne til den hidtidige udvikling ændrede sig, hvilket således skete før ændringerne i sygehusvæsenet kom.

Nogle af de centrale udviklingstendenser fra 1930'erne er, ifølge min analyse, brudt fra midten af 1970'erne. Det gælder især specialiseringen og den stærke økonomiske vækst. Andre er derimod fortsat, for eksempel, stigningen i antallet af gamle patienter, den stadig øgede vægt på undersøgelse og behandling og mindre tid brugt på pleje, målt i dage. Liggetiden fortsætter med at falde og arbejdet med den enkelte patient bliver stadig mere intensivt. Hvis man tager højde for arbejdstidsforkortelser og længere ferier og ser på antallet af arbejdstimer, viser det sig, at der bliver brugt lige så mange arbejdstimer per indlæggelse i dag som i 1960. Forskellen er bare, at patienterne

i gennemsnit kun ligger på sygehuset 7 dage nu mod 16 dage den gang. En større andel af arbejdstimerne er lægetimer.

Jens Gunst påstår at jeg udlader væsentligt materiale i min analyse. Betænkningen om praksissektoren, som jeg ifølge Jens Gunst, helt har udeladt at behandle, er nævnt s. 218, men ikke analyseret nærmere da den ikke omhandler sygehusvæsenet, bortset fra tre modeller for større eller mindre grad af primærkommunal finansiering af sygehuse, hvilket Jens Gunst formentlig er klar over, eftersom han sad i udvalgets sekretariat.

Min påstand om at betænkningen »Standardomkostninger...« ikke gav anledning til nævneværdig diskussion i debatten om sygehusvæsenet bygger på det skriftlige materiale. Hvad der måtte være diskuteret mundtligt i sygehuskredse, ved jeg ikke. Da Jens Gunst var ansat i Indenrigsministeriet da rapporten blev udarbejdet kan det forklare at han har et andet billede af rapportens betydning.

Med hensyn til diskussionen af de internationale sammenligninger står netop de argumenter, som Jens Gunst fremfører, at læse på den side han henviser til og de tilhørende noter.

I afhandlingen er der givet ét billede af udviklingen, naturligvis er der andre mulige fortolkninger, end dem jeg er kommet med. Det ville være interessant med et bud på dem, ikke mindst nogle argumenter for, hvorfor der skulle være tale om en fortsat opgang i sygehusvæsenet og ikke en begyndende nedgang, som jeg har vist.

Signild Vallgård