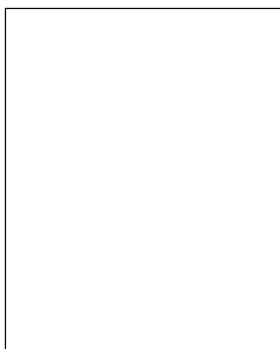


# Valutaen, EF og de finansielle institutioners fremtid i en ØMU

af Peter Wendt, direktør i Hafnia Bank A/S



Etableringen af Det indre Marked har været en succes, fordi EF-kommissionen benyttede sig af markedsstyring i stedet for statsstyring. ØMU repræsenterer et tilbagefald og det europæiske valutariske sammenbrud er blot udtryk for, at en sundere og mere markedskonform model til monetært samarbejde, baseret på den tyske forbundsbanks faktiske magtmonopol, er i færd med at konkurrere det bruxellske politiske kompromis ud. Og det vil nok på lidt længere sigt være en fordel for érhvervslivet, både i hård-kernelandene og i de devaluerende.

*Peter Wendt*

## Det europæiske valutasamarbejdes historie

I disse tider er det 20 år siden, at et europæisk valutasamarbejde skabtes — et rigtig europæisk i den forstand, at Sverige og Norge var med i begyndelsen, selv om de var uden for EF, og England, der netop havde tiltrådt Romtraktaten, var uden for.

I 1979 blev det europæiske valutasamarbejde — der på det tidspunkt havde sagt farvel til Sverige og Norge, i perioder også til Frankrig og som endnu ikke havde fået England som (aktivt) medlem — løftet op til en særlig EF-institution, fik et officielt navn (hvor det før havde båret rundt på den egentlig ganske malende journalistiske betegnelse "Slangen"), nemlig European Monetary System (EMS), en regneenhed, nemlig European Currency Unit (ECU) og så i øvrigt ikke meget mere end der hele tiden havde været, nemlig en snæver kontakt mellem de daværende 8 aktive medlemslandes centralbanker.

Valutasystemet er nok en nødvendig — men næppe en tilstrækkelig — forudsætning for realiseringen af EFs økonomiske målsætning. Før 1973 støttede man sig til det internationale fastkursssystem, der var oprettet lige efter 2. Verdenskrig i Den Internationale Valutafonds regi, og som gradvis gik i opløsning i årene 1968—73. Den reelle baggrund for valutasystemets sammenbrud dengang kan ganske kortfattet beskrives som den amerikanske dollars inflationære svækkelse på grund af en alt for ekspansiv amerikansk økonomisk politik, som var skabt af regeringens manglende lyst til at lade vælgerbefolkningen betale den finanspolitiske regning for Vietnam-krigsindsatsen.

Den amerikanske erfaring fra perioden 1968—73 er ikke kun af interesse for historieskrivere. Et valutasystems sammenbrud skal have en årsag. Selv om vi på kort sigt tenderer mod at udnævne spekulanter med deres "hot money" som skurkene, der af "grådighed" (en ny, interessant journalistisk forklaringsmodel på fi-

nansielle problemer) vælter en valuta, uden respekt for finansministres og centralbankchefers garantier for den aktuelle valutakurs' ukrænkelighed, så er de bagvedliggende realiteter normalt en uorden i den nationale økonomi, i relationen mellem lønindkomst og profit, mellem opsparing og investering og landets omkostningsniveau i forholdet til samhandelspartnerne. En devaluering er en meget **politisk** handling, om end den kan ske uden de centrale beslutningstageres positive ageren.

Nu, 20 år efter det sidste sammenbrud for et helt valutasystem, oplever vi på europæisk grund en generel valutakrise, med devalueringer i et omfang, der ikke er set siden 1970'ernes begyndelse. Det kan være begyndelsen til enden på EMS. Det kan imidlertid også vise sig at være den omstændighed, som kommer til at berede de politiske bæredygtige forudsætninger for etableringen af hovedhjørnestenen i den europæiske Økonomiske og Monetære Union (ØMU). Krisen for EFs valutasystem kan således både ses som sygdom til døden og som katharsis. De økonomisk-politiske konsekvenser vil selvfølgelig adskille sig fundamentalt fra hinanden inden for en horisont, som nok vil strække sig ud over årtusindskiftet. Fælles for dem begge er imidlertid, at de institutionelle investorer som forvaltere af langfristet opsparing vil blive påvirket.

### Vejen over Det Indre Marked

Ud fra et snævert erhvervspolitisk synspunkt har vedtagelsen af Det Indre Marked været et helt afgørende skridt fremad i europæisk integration. Det lykkedes her på en række områder uigenkaldeligt (eller så tæt som man kan komme herpå i et system, der baserer sig på samarbejdende suveræne stater) at realisere den frie konkurrence mellem medlemslandene på en række områder, der tidligere blev betragtet som følsomme. Her, i foråret 1993, hvor de lovbestemmelser — eller bortfald af lovbestemmelser — der tjener til at opfylde liberaliseringsbe-

stræbelserne netop er trådt i kraft, har man i Danmark mærket en umiddelbar reaktion i vareudbud og priser. På det mere symbolske plan er bortfaldet af en udenrigshandelsstatistik, der på basis af import- og eksportdokumenter opgør samhandlen med andre EF-lande, vel noget af det mest karakteristiske. Allerede hermed er lande udenfor vanskeligere stillet, når det gælder eksport til Danmark i konkurrence med et medlemsland. Told- og kontrolformaliteterne kommer til at virke som relative handelshindringer i forhold til den formalitetsløse import fra f.eks. Tyskland.

På det område, der vedrører finansielle tjenesteydelser, har liberaliseringen ikke været nær så udpræget som på industrivare-, på bygge- og anlægsområdet og for en lang række ikke-finansielle tjenesteydelser.

Ganske vist er bankområdet i dag næsten frit, og der er i opbygningsfasen efter Det Indre Markeds principvedtagelse i 1985 sket en betydelig harmonisering af banklovgivningen i EF. Den erhvervspolitiske liberalisering der gav anledning til grænseoverskridende banketableringer, er imidlertid af langt ældre dato og har været et af de absolutte lyspunkter i 1970'erne, hvor den europæiske integration helt syntes at være gået i stå og på nogle områder vel endda "løb baglæns".

Banketablering i henhold til det første bankdirektiv opretholdt imidlertid den mangfoldighed af kontrol og pengepolitiske traditioner, som har gjort, at banksystemerne i de enkelte EF-lande har adskilt sig ganske meget fra hverandre. Dette var en belastning for det grænseoverskridende pengeinstitut og hæmmede dermed lysten til at deltage i den konkurrence, der fra EF-kommisionens side var tiltænkt at være drivkraften bag udviklingen af fælles normer for et europæisk bankvæsen.

For at dette skulle kunne ske, måtte man med briternes formulering etablere "a level playing field". Betingelserne skulle være de samme, land for land. Gennem et omfattende lovharmoniseringsarbejde antages det i dag,

at noget nær lige vilkår gælder for den bankmæssige erhvervsudøvelse over hele EF. Visse overgangsordninger, f.eks. vedr. kravet om egenkapitalens størrelse, indebærer stadig en forskelsbehandling. Den senere tids bankkrise i en række lande har dog skabt usikkerhed om, i hvilken retning denne forskelsbehandling egentlig trækker. Er det virkelig en forretningsmæssig belastning for de danske pengeinstitutter at skulle opfylde en soliditet, der er 10 pct. af aktiverne (vægtet), overfor franske pengeinstitutter, der endnu ikke er forpligtet til at nå op på den langsigtede fælles sats for alle EF-banker på 8? Næppe, i betragtning af den "Flight to Quality", som har udviklet sig i de senere måneder under indtryk af den valutarske krise.

På forsikringsområdet har liberaliseringstendenserne derimod været langt mindre udtalte. Bortset fra Store Risici, det udprægede industriforsikringsområde, hvor kunderne ofte matcher selskaberne, og hvor der for de mange multinationales vedkommende reelt længe har været en fleksibilitet i valget af lokal eller oversøisk forsikringsforbindelse, har processen været overraskende træg.

Selv om etableringsfriheden også her har et længere åremål på bagen, så er adgangen til grænseoverskridende akkvisition fortsat ikke nogen operationel realitet.

På skadesforsikringsområdet kan man selvfølgelig argumentere for, at den fysiske tilstedeværelse på det lokale marked vil være nødvendig for at kunne yde den skadesbehandling, der er essensen i forsikringsydelsen. Man kan på lidt længere sigt ikke opnå nogen nævneværdig markedsandel ved blot og bar grænseoverskridende akkvisition.

Dette burde omvendt medføre, at de nationale myndigheder i deres arbejde med liberaliseringsdirektiverne i Bruxelles kunne være mindre restriktive i deres insisteren på tunge og vanskelige regelsæt. Det virker hyppigt som forsøg på at opretholde beskyttelsesforanstaltninger for den hjemlige branche, snare-

re end den forbrugerbeskyttelse, der normalt siges at være årsag til de nationale særønsker.

Der er imidlertid næppe tvivl om, at skadesforsikringsområdet vil være reelt liberaliseret inden for et kortere åremål. Det er dynamikken fra de andre erhvervsområder, der vil rive de toneangivende nationale selskaber med sig og ændre deres ønsker til de nationale forhandlere.

På livs- og pensionsforsikringsområdet må vi imidlertid regne med reelle problemer, efter at ØMU'en kom under pres i sommeren 1992.

### **Argumenter for Den økonomiske og Monetære Union**

Begrebet "the level playing field", der gjorde sit indtog i forbindelse med etableringen af Det Indre Marked, påvirker ikke blot forskelle i lovbestemmelser, f.eks. om en banks kapitalkrav skal være 10 eller 6 pct. af aktiverne. Det spiller mindst lige så stor en rolle, hvis de pengepolitiske myndigheder i det ene land finansierer deres pengemarked til 6 pct., mens det i nabolandet er 10 pct. Forskelle i den økonomiske politik kan være en betydelig belastning for grænseoverskridende økonomisk aktivitet.

Der har i hele De europæiske fællesskabers nu 35-årige historie været bestræbelser for at skabe en fælles "euro-politik" på det finanspolitiske og det pengepolitiske område. De blev dog langt fra kronet med held tidligere, og blev vel fra de nationale myndigheders side betragtet som typisk udslag af Eurokraternes ønske om at trække de egentlige nationale magtmidler til Bruxelles.

Det første helhjertede politiske forsøg på at etablere et positivt fællesskab omkring den økonomiske politik opstod i kølvandet på den accelererende internationale valutakrise i perioden 1968—73. Opløsningen af Bretton Woods-systemet blev ikke uden grund betragtet med den dybeste alvor blandt de ansvarlige politikere i de daværende 6 medlems-

lande, fordi stabile valutakurser var en helt klar forudsætning for opretholdelsen af den grad af handelsfrihed, der på det tidspunkt var blevet en realitet.

I oktober 1970 barslede et politisk ekspertudvalg, Groupe Werner, opkaldt efter sin luxembourgske formand, med en flertrinsplan, der på kort sigt skulle imødegå truslen fra de valutatiske opløsningstendenser med udspring i den amerikanske dollar på den intereuropæiske handel og på lidt længere sigt skulle løfte den økonomiske politik - både finanspolitikken og pengepolitikken - i det enkelte medlemsland ind i en stadig mere udbygget form for kollektiv beslutningsproces.

Werner-planens kortfristede del implementeredes på en måde, i form af slangesamarbejdet, jfr. ovenfor, men helt klart uden de Europarlitiske overtoner, som Bruxelles kunne ønske. Slangesamarbejdet udviklede sig demonstrativt uden for EF-kommissionens indflydelse, som et åbent centralbanksamarbejde, hvor altså også ikke-EF medlemmer var velkomne, og hvor et EF-medlemsskab ikke forpligtede til deltagelse i slangesamarbejdet.

Werner-planens retningslinjer til en begyndende sammensmeltning af de nationale økonomiske politikker blev kun i meget begrænset omfang til noget som helst. Den første oliekrise brød ud og satte en ny og mere påtrængende dagsorden om opretholdelse af det allerede opnåede niveau for liberalisering og samarbejde. En egentlig udvidelse, der indebar afgivelse af økonomisk-politisk suverænitæt i en situation, hvor alle medlemslandene havde drastiske indenrigsøkonomiske problemer (stærkt voksende inflation, stærkt voksende ledighed), var ikke realistisk.

Springer vi frem til 1985, hvor EF-kommissionens dengang nyligt tiltrådte formand, Jacques Delors, søgte at relancere Fællesskaberne med ideen om Det Indre Marked, er den realøkonomiske baggrund et opsving, der startede i 1982 og som efterhånden var kommet op på fulde omdrejninger. I alle medlemslandene

var der en positiv og optimistisk vurdering af fremtiden. Ændringer i spillereglerne betragtedes ikke mere som trusler, men som muligheder.

Det Indre Marked blev realiseret på virksomhedsniveau, før det slog igennem på det nationale, statslige niveau. Den forbløffende hurtige vedtagelse af princippet for skabelsen af Det Indre Marked - nemlig den gensidige godkendelse af hinandens normer - kunne antagelig kun have fundet sted i en situation, hvor de indflydelsesrige nationale selskaber var af den optimistiske opfattelse, at de ville kunne erobre mere marked i de øvrige fællesskabslande end de ville sætte til ved de øvrige fællesskabsproducenters uhindrede adgang til hjemmemarkedet.

I begyndelsen af 1990erne, hvor fornyede krisetegn begynder at vise sig, og optimismen forsvinder fra de økonomiske prognoser, ville vi antagelig ikke kunne have opnået en lige så omfattende liberalisering. Nu er opgaven snarere at opretholde det, der er opnået. Der er en nærliggende fare for en tilbagerulning af Det Indre Marked, hvis den aktuelle lavkonjunktur viser sig at være en mere strukturelt betinget lavvækstperiode, med voksende sociale problemer.

Jacques Delors havde i 1985 ved sit valg af politisk strategi til at relancere EF valgt at satse på "markedet" fremfor "institutionerne". Man kan sige, at Delors allierede sig med det optimistiske erhvervsliv i erkendelse af, at et samarbejde med de nationale "institutioner" i denne periode (Thatchers og Reagans) næppe ville kunne bære særlig langt.

Det er imidlertid klart, at EF-systemets mulighed for at øve indflydelse via "markedet" er begrænset. I sig selv var den gensidige anerkendelses princip i modsætning til EF-bureaukратиets ønskede integrationsmåde, nemlig den langt mere indflydelsesgivende "lovgivning" i form af detailciserede harmoniseringsdirektiver, der fastlægger en enkelt, fællesskabsomfattende retstilstand — i mange

tilfælde efter lange forberedelsesperioder, op til en halv snes år!

Delors vandt i midtfirserne det erhvervsliv, som Nyliberalismen i det meste af den industrialiserede verden havde løftet frem til at være politiske normsættere. Metoden var netop at kortslutte den absolut ikke i den private sektor beundrede direktivkværn i Berlemont-bygningen. Men der var et formål med dette skridt, nemlig at skabe forudsætningerne for det store institutionelle skridt fremad, som fejlede for Werner-gruppen: Iværksættelsen af Den Økonomiske og Monetære Union.

Her skulle kravet også komme fra det europæiske erhvervsliv, som ville konstatere, at den blotte og bare gensidige anerkendelse af hinandens produktnormer ikke var tilstrækkelig til at sikre en uhindret og stigende udveksling af varer og tjenesteydelser. Med udgangspunkt i en stærkt forøget samhandel, virksomhedsetableringer over grænserne og grænseoverskridende leverancer direkte til slutbrugeren, ville selv de begrænsede udsving mellem valutaerne kunne påføre selskaberne mærkbare tab i forhold til deres overskud. Under alle omstændigheder ville en "rationalisering" af valutasystemet, en overgang til fælles mønt under en eller anden form, kunne spare virksomhederne i den europæiske handel betydelige beløb ved bortfald af vekselsebyrer o. lign. Cecchini-rapporten — som indeholder regnestykkerne om Det indre marked — antydede, at der var tale om væsentlige beløb, af signifikant makroøkonomisk størrelsesorden.

Det er selvfølgelig ikke helt så enkelt, når man husker på, at sådanne besparelser jo betyder mindre indtægter for andre — nemlig for valutahandlerne, primært pengeinstitutterne. Hvis ikke de ligefrem skulle trække i den anden retning — kæmpe for bevarelsen af de nationale valutasystemer — måtte det forudsætte en tro på, at de — på trods af reducerede indtægter fra den intereuropæiske betalingsformidling — alligevel kunne øge deres indtjening,

fordi ØMU ville medføre en større økonomisk vækst med tilsvarende behov for større kreditgivning og dermed rentemarginalindtjening m.v.

Det ser ud til at have været tilfældet i store træk. I forbindelse med det politiske opløb omkring accepten og senere ratificeringen af Maastricht-traktaten er der vist ikke mange eksempler på, at bankdirektører har været negative.

I hvert fald ikke forretningsbankdirektører.

Årsagen hertil er måske, at ØMU betragtes som noget af et skrivebordsarbejde, og at virkeligheden ikke kommer til at ændre sig så meget, fordi man stiller modellen op.

### **De økonomiske magthavere føler sig truet**

Derimod er det blevet klart, at en anden slags bankdirektører, nemlig nationalbankernes, ikke har været helt så enige i Maastrichts monetære lyksaligheder.

Essensen i Maastricht-traktaten på det monetære område er den gradvise bestræbelse på at skabe en fælles centralbank, EuroFed, senest fra 1999, hvor de nationale valutaer samtidig erstattes af den fælles mønt, ECUen. Det er håndgribeligt. Køreplanen ligger der, og den er ensbetydende med, at alle Europas centralbankchefer får en ny rolle. Man kan vel sige det sådan, at deres magtfuldkommenhed i det nationale system reduceres. For de mindre og de økonomisk ustabile større landes centralbankchefer opvejes dette imidlertid af, at de opnår en vis indflydelse på beslutningerne vedrørende de store, hård-valutalandes pengepolitik. Ser vi på de reelle magtforhold inden for EMS-systemet, er det vel klart, at den tyske centralbankchef nok er den person, der mister mest indflydelse.

Nu oprettes eller nedlægges systemer jo ikke nødvendigvis ud fra vurderinger om, hvilke magtfulde enkeltpersoner, der vinder eller taber. Når den tyske centralbank har forholdt

sig diskret, men indiskutabelt kritisk til udformningen af ØMU, knytter det sig i højere grad til en vurdering af, at centralbanken har en bestemt forpligtelse — opretholdelse af prisstabilitet frem for alt — som uundgåelig vil bringe den i konflikt med det politiske system, som kun har prisstabilitet som et af flere sociale og økonomiske mål, og ikke nødvendigvis giver det særlig høj prioritet. I de perioder, hvor prisstabilitet prioriteres forskelligt af parterne, opstår der i sagens natur konflikter. Selv i situationer, hvor regering eller parlament ikke kan instruere centralbanken om udformningen af dens pengepolitik, kan de gennem deres økonomiske politik komme til at true målsætningen om prisstabilitet. For at undgå dette, må centralbanken skaffe sig en meget høj grad af autoritet i det økonomisk-politiske system. Denne autoritet kan ikke nøjes med at basere sig på saglighed og ekspertise. Det er vælgerbefolkningen, der gennem deres tillid til centralbanksystemet skal holde politikerne i tømme. Hvis man går imod centralbankchefen, vil man falde ved næste valg.

En velfungerende centralbank har derfor krammet på den til enhver tid siddende regering. Det er en yderst delikat sag at opnå og siden opretholde denne autoritet. Det er lykkedes for den tyske forbundsbank — men ikke for nogen af de tre øvrige store europæiske landes centralbanker. Med Maastricht-traktatens power-sharing indenfor EuroFed vil det tyske niveau for autoritet kun kunne opretholdes overfor de andre, langt mere politikerunderdanige pengepolitiske regimer, hvis der indføres meget skrappe bestemmelser om budgetdisciplin, offentlig låneadgang og ret til at øve indflydelse på kreditvilkårene i samfundet. Dette er af mange grunde ikke ønskeligt. Begrænsning i den økonomisk-politiske fleksibilitet er farlig, og det demokratibegrænsende aspekt i en grundlovsudformning af denne art er vel også betænkelig.

Traktaten er nået frem til en ikke ufornuftig formulering, hvor man på den ene side lægger

op til, at det nye centralbanksystem kan hellige sig målsætningen om prisstabilitet, at kun lande, der opfylder krav om relativ lav inflation, passende ligevægt på de offentlige finanser, en stabil deltagelse i EMS og et renteniveau, der ikke er for højt, får lov til at deltage i det fælles monetære system. På den anden side er der reelt kun begrænsede muligheder for at agere over for medlemslande, som på et senere tidspunkt misbruger det fælles møntsystem. Der er således sat normer, der uden tvivl vil medvirke til at øge centralbanksystemets autoritet over for de nationale regeringer, men som fortsat indebærer, at den økonomiske politik afhænger af vælgerbefolkningen, og ikke af livstidsansatte centralbankchefer eller EF-kommisærers eventuelle økonomiske ideolog.

Men et er, at traktaten øjensynlig er et fornuftigt kompromis mellem flere stridende interesser, et andet er, om den tyske forbundsbank overhovedet behøver at kompromisere. Der er en alternativ model til Maastrichtmodellen, som egentlig ligger lige for, og som historisk set måske har større chance for at kunne realiseres. Det er D-mark-modellen, i stedet for ECU-modellen. Der er noget, der tyder på, at Europa reelt bevæger sig hen mod denne, efter det delvise sammenbrud i EMSen i løbet af 1992.

### EMS-sammenbruddet

I foråret 1992 var der en høj grad af optimisme omkring det fremtidige valutasamarbejde. Lande med økonomiske og økonomisk-politiske problemer, som repræsenterede de traditionelt "svage" valutaer, nød særlig fordel af forventningen om, at valutakurserne var på vej mod fastlåsning, og de nationale økonomiske politikker på vej mod "konvergens" på et holdbart niveau. Et land som Italien, hvor en række seriøse problemer havde udviklet sig, bl.a. et øjensynligt ukontrollerbart budgetunderskud,

var således i stand til at opretholde en troværdig Lira-kurs uden at ty til særlig høje renter eller intervention på valutamarkedet. Det engelske Pund var øjensynlig et større problem for den britiske regering end for valutamarkederne. Også England forventedes disciplineret af Maastricht-processen. Alt i alt levede EMSen og ligeledes de til EMSen ensidigt tilknyttede EFTA-valutaer godt i ly af markedets overbevisning om, at valutakursjusteringer ikke mere var et forventeligt økonomisk-politisk instrument i Europa (jfr. den såkaldte Basel-Nyborg aftale fra 1987).

Som bekendt fik piben en anden lyd. Det skete morgenen efter, at de danske vælgere med en papirtynd majoritet overraskende stemte nej til ratificeringen af Maastricht-traktaten. Formelt betød dette, at traktaten var død og magtesløs.

Det internationale valutamarkeds umiddelbare reaktion var, at der nu ingen sikkerhed var for, at svage valutaer ville blive underkastet den relative disciplin, som ligger i Maastricht-traktatens konvergenskrav, for at kunne blive tilsluttet den monetære union. Dette gik i første omgang ud over den italienske Lira, som kom under stærkt pres allerede i juni måned, med det resultat, at den italienske centralbank måtte intervenere kraftigt og hæve renten.

Valutamarkedets mistillid til Maastricht nåede imidlertid nye højder, da de franske opinion-smålinger over sommeren viste en stadig faldende tilslutning til traktat-ratificeringen. Hvis franskmændene fulgte danskernes eksempel, var realiteten bag Maastricht også væk. Alt ville da kunne ske.

Krisen bryder ud i august, og præger dels de svage EMS-valutaer, først og fremmest Pund og Lira, men nu også renegat-valutaerne franske Franc og danske Kroner. Blandt de valutaer, hvis paritet man sætter spørgsmålstegn ved, optræder også hurtigt Markka og den svenske Krona — i det første tilfælde på grund af den fortsat meget vanskelige situation efter Sovjet-markedets sammenbrud og det deraf

afledede behov for at erstatte disse med hurtig eksportmarkedsvækst, hvilket bedst kan opnås ved en kraftig devaluering — i det andet nok mere baseret på en diffus usikkerhed omkring den svenske kombination af finansmarkedskrise, et i international målestok meget massivt underskud på de offentlige budgetter og så en forholdsvis ny regering.

Det viste sig hurtigt nødvendigt at benytte rentevåbnet i massiv grad for at fastholde interventionsgrænserne over for de stærke EMS-valutaer, dvs. D-marken, hollandske Gylden og belgiske Franc. De høje indenlandske renter ramte imidlertid i flæng — ikke blot de inden- og udenlandske spekulanter, men også erhvervslivet generelt, med nærliggende fare for lavere aktivitet og finanskrise, hvis det trak ud.

Finland, der nok var realøkonomisk mest udsat og helt klart havde et kortfristet behov for en konkurrenceevneforbedring af dimensioner, kapitulerede først.

Markka-devalueringen fik — desværre — en symbolværdi for valutamarkedet. Trods aftale om EF-bistand og afvisning af devaluering som en reel mulighed lige indtil det øjeblik, hvor den alligevel de facto blev foretaget, ved at Finlands Bank ophørte med at intervenere, fik positionstagerne en betragtelig kortfristet gevinst, der sagtens ophævede de omkostninger, som et par dages astronomiske rentesatser havde medført.

Derefter gik det, slag i slag, jfr. tidstavlen.

#### **Tidsplan:**

*8. september 1992:*

Den finske Markka opgiver sin ensidige ECU-binding og flyder ca. 11 pct. ned.

*13. september 1992:*

Den italienske Lira devalueres overfor ECU med 7 pct.

*17. september 1992:*

Det engelske Pund og den italienske Lira suspenderer deres interventionspligt og flyder nedad med 15—20 pct. Den spanske Pesetas

devalueres overfor ECU med 5 pct.

*19. november 1992:*

Den svenske Krona opgiver sin ensidige ECU-binding og flyder efterhånden ca. 20 pct. nedad.

*22. november 1992:*

Den spanske Pesetas og den portugisiske Escudos devalueres overfor ECU med 6 pct.

*10. december 1992:*

Den norske Krone opgiver sin ensidige ECU-binding og flyder, med en svækkelse på ca. 5 pct.

*1. februar 1993:*

Det irske Punt devalueres overfor ECU med 10 pct.

Om processen er overstået, kan ikke afgøres i skrivende stund. To valutaer, der i hele perioden har været under et vist - og i kort tid under kraftigt - pres, har indtil videre evnet at fastholde deres oprindelige pariteter. Det er den franske Franc og den danske Krone. Begge har "mærkedage" forude, som næppe kan undgå at give anledning til nye spekulationsbølger. Det franske valg i slutningen af marts og den danske folkeafstemning om Edingburg-aftalen, den til dansk brug specielt tilpassede udgave af Maastricht. Stemmer danskerne nej igen, er det overvejende sandsynligt, at Kronen må forlade EMS og flyde, antagelig med et vist fald i forhold til D-marken til følge. Fransk-mændene er der ikke så megen tvivl om, hvis det borgerlige centrum sætter sig på magten uden at skulle skele til det yderste højre. De vil opretholde pariteten over for D-marken, ikke mindst fordi tyskerne selv er stærkt interesse-heri og antagelig vil gå meget vidt i interventionsstøtte.

Det har i forbindelse med Lira'ens, Pundet og tilsidst Puntets kapitulation over for presset fra valutamarkedets side været nævnt, at udtalelser fra den tyske forbundsbank har været medvirkende til, at spekulanterne turde fortsætte trods de høje renteomkostninger, som positionstagningen indebar. Det er et faktum, at forbundsbanken selv førte en høj-

rentepolitik, som den typisk først slækkede lidt på **efter** den første Lira-devaluering og igen slækkede, da presset på den franske franc tog til i februar 1993, hvorved den også støttede den danske Krone, men intet gjorde for at lette presset på det irske Punt i januar måned.

Sammenholdt med forbundsbankens øjensynlig begrænsede tillid til, at Maastricht-kompromisset er forsvarligt ud fra den tyske opfattelse af rolle- og autoritetsfordelingen mellem centralbank og parlament, kan man få den mistanke, at forbundsbanken driver et magtspil, antagelig med Kohl-regeringens fulde indforståelse, der går ud på at hæmme Maastricht-processen på det ene område, hvor Tyskland vil komme til at betale regningen — nemlig det monetære — og i stedet etablere den hyppigt omtalte mellemting, nemlig en valutaunion i flere hastigheder.

Man kan sige, at de gennemførte devalueringer har miskrediteret det "store" EMS-samarbejde, der kan betragtes som en politisk konstruktion, uden nødvendigvis at afspejle de reale magt- og styrkeforhold i Europa. Med et let puf i ryggen har forbundsbanken skubbet den svage gruppe, som efter en ret udbredt opfattelse i hele Europa ikke vil være nogen gevinst for en stabilitetspolitik, ud over afgrundens rand. I fællesskabspolitisk forstand, ikke i økonomisk. Tvært imod. Det er givet, at alle de devaluerende lande vil opnå i hvert fald en kortsigtet fordel af den konkurrenceevneforbedring, som devalueringerne har medført. Hvorvidt det bliver en varig fordel, afhænger helt af den økonomisk-politiske evne og vilje til at sætte en antiinflationspolitik i værk i umiddelbar fortsættelse af devalueringerne. Sverige og Norge, der har taget klare skridt i denne retning, har hurtigt opnået, at tilliden til deres valuta er styrket. England og Italien, som ikke rigtig har gjort mine til noget endnu, har endnu ikke genvundet markedstilliden.

Tilbage er indtil videre den traditionelle "hårde" kerne, bestående af Tyskland, Benelux, antagelig også Frankrig — og måske Danmark,



hvis realøkonomiske forudsætninger for at blive medregnet i rimelig grad er til stede og hvor den politiske vilje har en bredt baseret parlamentarisk baggrund, men hvor befolkningens udbredt negative holdning til mere EF-samarbejde måske gør landet til en for besværlig passager på 1. klasse, når toget med den vindende monetære model kører.

Når den aktuelle situation er afklaret — hvilket kræver en stabilisering af inflationen i Tyskland på det tilstræbte lave niveau, så forbundsbanken kan reducere sin korte rente — kan man forestille sig, at Maastricht-procesen accelereres for de 5 eller 6 hård-kerne landes vedkommende, nemlig på den måde, at de meddeler en uigenkaldelig D-mark-binding, evt. med en minimal udsvingsmargin, en slags "orm" inden for EMSens  $2\frac{1}{4}$  eller 6 pct.s udsvingsbredde. Dette vil i realiteten ikke betyde nogen ændring af de faktiske forhold for Benelux-valutaerne, der reelt har været på en "D-mark-standard" siden begyndelsen af 1980'erne. I Frankrigs tilfælde skal der lidt mere omfattende overvejelser til, fordi landet skal opgive et instrument, som har tjent det politiske system udmærket tidligere og som næppe er faldet i markedets miskredit på samme måde som Englands og Italiens langt mindre kontrollerede anvendelse af det.

I Danmarks tilfælde er man valutarisk helt rede til en Benelux-ordning.

Virkeliggørelsen af Maastricht-modellen for den monetære union er der ikke sat nogen hindring i vejen for. Men der vil ikke være samme pres for at overholde tidsterminerne, når de 5 allerede er inde i et de-facto samarbejde, der giver dem fordelene. Under disse omstændigheder må både England og Italien i langt højere grad sandsynliggøre deres evne og vilje til at overholde stabilitetskriterierne, før de vil blive lukket ind i varmen. Og muligvis på en sådan måde, at de kan lempes ud igen, hvis spillets regler ikke overholdes.

### **Betydningen for Det indre Marked**

---

En "halv" monetær union vil være et nederlag for EF-kommisionen, men ikke nødvendigvis svække det europæiske fællesskab. Meget tyder på, at dele af Maastricht-traktaten i virkeligheden kun har helhjertede tilhængere i Bruxelles, og da magten ikke ligger der, vil det næppe være nogen positiv oplevelse at se principperne, der er vedtaget for syns skyld, blive saboteret i det daglige arbejde i de kommende år.

Det er derfor nok realistisk at opfatte den proces, der er på vej, som den markedskonforme løsning, der i virkeligheden matcher Det indre Markeds princip betydelig bedre end ØMUen. ØMUen har vist sig at være en politisk konstruktion, som ikke har besiddet den nødvendige opbakning hos magthaverne. Det vil antagelig medføre, at for megen energi, der kunne have været brugt positivt til lettelse af den grænseoverskridende handel med varer og tjenester, vil blive kanaliseret over i et positionsspil mellem Bruxelles og de store landes økonomiske ministre, hvor alle er klar over, at der kun kommer erklæringer — og ingen realiteter — ud af det.

Udviklingen af et indre marked for de institutionelle investorers ydelser — især livsforsikring og pensionsopsparing — vil derfor i realiteten næppe blive fremmet af en Maastricht-ØMU, men kunne drage nogen nytte af en D-mark-blok, hvor det liberale princip ikke vil skabe problemer for deltagerne.

Eftertiden vil muligvis opfatte Maastricht-traktatens økonomisk-politiske del som en fejlagtig form for fremme af det europæiske samarbejde, en slags tilbagefald til en fortidig løsningsmodel, selv om man med løsningsmodellen for Det indre Marked klart har bevidst, at markedsstyring øjensynlig er statsstyring overlegen i den nuværende fase af Europas historie.

