

KAPITEL III

DANMARK OG ØMU'EN

III.1 Indledning

**ØMU-start
1. januar 1999
ifølge planen**

Tredje og sidste fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU'en) skal ifølge planen påbegyndes 1. januar 1999. Hvilke lande, der deltager fra begyndelsen, vides endnu ikke præcist, da det ikke er klart, hvilke lande der vil opfylde de formelle adgangskrav, og hvor håndfast kravene vil blive fortolket, når optagelsen skal finde sted. Beslutningen om optagelse træffes i foråret 1998 på baggrund af EU-landenes økonomiske konvergens i 1997.

**ØMU'en får
betydning for
Danmark, uanset
om vi er med eller ej**

Danmark har besluttet at stå uden for den monetære union, men vi har ifølge Maastricht-traktaten mulighed for at komme ind, hvis vi senere måtte ønske det, forudsat at vi overholder adgangskravene. Uanset om vi er med eller ej, vil unionen imidlertid få konsekvenser for Danmark. Dette kapitel diskuterer, hvad det - set fra en økonomisk synsvinkel - vil betyde for Danmark at stå uden for unionen henholdsvis at være med. De politiske overvejelser kan være mindst lige så tungtvejende som de økonomiske, men de vil ikke blive diskuteret nærmere.

**Formelle
konsekvenser
for den økonomiske
politik**

I afsnit III.2 beskrives ØMU'ens opbygning, herunder de udenforstående landes stilling. Hovedformålet med afsnittet er at klarlægge, hvad det formelt set vil betyde for et lands penge-, valuta- og finanspolitik at deltage i den monetære union.

Kapitlet er færdigredigeret den 12. maj 1997.

Fordele og ulemper ved at stå uden for ØMU'en

I afsnit III.3-III.5 ses der nærmere på, hvilke fordele og ulemper der kan være forbundet med at deltage. Det er de danske fordele og ulemper, der gøres til genstand for diskussion og ikke ØMU-konstruktionen som sådan. Det forudsættes, at ØMU'en gennemføres som planlagt med start den 1. januar 1999. Afsnit III.3 drejer sig om de effektivitetsgevinster, Danmark vil kunne høste i ØMU'en som følge af bl.a. lavere transaktionsomkostninger og reduceret valutakursusikkerhed. I afsnit III.4 ses der nærmere på den økonomiske politik. Den mest åbenlyse forskel på at være med i ØMU'en eller stå uden for består i, at den nationale penge- og valutakurspolitik opgives i den monetære union. Dette kan være en fordel, fordi troværdighedsproblemerne i den økonomiske politik herved kan blive reduceret. Omvendt mistes der også et stabiliseringspolitisk instrument. Såvel troværdigheds- som stabiliseringsaspektet diskuteres i afsnit III.4. Afsnittet indeholder bl.a. en empirisk analyse af, hvilke stød der historisk har ramt den danske økonomi, og det diskuteres, hvad de finanspolitiske regler i ØMU'en vil betyde for Danmark. I afsnit III.5 diskuteres, hvilken politik Danmark bør og kan føre uden for ØMU'en. Der tages udgangspunkt i en dansk fastkurspolitik over for euro, men også alternative strategier, især inflationsmål, diskuteres. Konklusionerne er indeholdt i afsnit III.6.

III.2 ØMU'ens udformning

ØMU'en kort fortalt

I henhold til Maastricht-traktaten skal overgangen til Den Økonomiske og Monetære Union finde sted i tre faser, jf. boks III.1. I ØMU'ens tredje fase, der efter planen skal træde i kraft den 1. januar 1999, låses de deltagende landes indbyrdes valutakurser uigenkaldeligt fast. Samtidig indføres et fælles centralbanksystem, og der sker en skærpelse af reglerne vedrørende offentlige budgetunderskud. Senest i år 2002 erstattes de deltagende landes nationale valutaer af en fælles valuta, euro'en. Der vil sandsynligvis blive oprettet et valutakursarrangement mellem de deltagende lande og de lande, som enten ikke kan - fordi de ikke opfylder adgangskravene - eller ikke ønsker at deltage. Den nøjagtige udformning af dette valutakursarrangement fastlægges i løbet af 1998.

Maastricht-traktaten tager sigte på at danne ØMU'en i tre faser. Alle EU-medlemslande deltager i 1. og 2. fase, mens det - evt. også på lang sigt - ikke er alle, der deltager i 3. fases monetære union.

1. fase blev iværksat 1. juli 1990. Fasen indebar en videreførelse af EMS-valutasamarbejdet. Samtidig skulle medlemslandene afvikle alle tilbageværende kapitalrestriktioner, idet enkelte lande dog fik dispensation frem til 1995.

2. fase blev indledt 1. januar 1994. Fra denne dato blev monetær finansiering af offentlige budgetunderskud og adgang til offentlig finansiering på gunstigere vilkår end markedsvilkår (priviligeret adgang) forbudt. Samtidig blev det forbudt medlemslandene at hæfte for hinandens offentlige forpligtelser. Landene skal undgå uforholdsmæssigt store offentlige budgetunderskud (3 pct. af BNP), og de nationale centralbankers uafhængighed skal sikres.

3. fase skal ifølge planen træde i kraft den 1. januar 1999. I foråret 1998 afgøres det, hvilke lande der opfylder de nødvendige betingelser for deltagelse i den monetære union. Afgørelsen vil bl.a. afhænge af, hvorvidt konvergenskriterierne er opfyldt, jf. boks III.2. ØMU-landenes indbyrdes valutakurser låses uigenkaldeligt fast fra startdatoen, der indføres et fælles centralbanksystem, og senest i år 2002 udskiftes de nationale valutaer med en fælles valuta, euro'en. Der vil blive pålagt sanktioner, hvis et ØMU-land overtræder de finanspolitiske regler vedrørende offentlige budgetunderskud. De lande, der ikke deltager i den monetære union - dispensationslandene - træder ind, når de vurderes at opfylde de nødvendige betingelser. For Danmark og Storbritannien gælder der særregler, som først og fremmest indebærer, at disse lande - forudsat at de opfylder optagelseskravene - selv kan bestemme, om de ønsker at deltage i den monetære union.

**Prisstabilitet er
pengepolitisk
hovedmålsætning i
ØMU'en**

De lande, der deltager i den monetære union, afgiver deres pengepolitiske autonomi. Den fælles penge- og valutakurspolitik i euro-området skal varetages af Det Europæiske Centralbanksystem, ESCB (European System of Central Banks), der vil bestå af Den Europæiske Centralbank, ECB, og de nationale centralbanker i EU. ESCB's overordnede politik vil blive fastlagt af ECB's direktion (seks medlemmer) og euro-landenes centralbankdirektører. Ifølge Maastricht-traktaten skal ESCB's primære mål være at fastholde prisstabilitet i unionen, jf. art. 105. Desuden skal ESCB - i den udstrækning det er foreneligt med målsætningen om prisstabilitet - understøtte unionens generelle økonomiske politik. Det bliver op til ESCB's ledelse at fastlægge, hvad der forstås ved prisstabilitet og udforme en pengepolitisk strategi, som er rettet herimod.¹

**Fælles centralbank
tilstræbt uafhængig**

Med henblik på at styrke den pengepolitiske troværdighed - tiltroen til prisstabilitet - er det i Maastricht-traktaten og den tilhørende ESCB-statut tilstræbt at gøre ESCB uafhængig. Uafhængigheden indebærer flere ting. Banken må ikke søge eller modtage instruktioner fra politiske eller andre aktører, jf. art. 107. Ledelsen er udnævnt for en relativ lang periode, 5-8 år, jf. art. 109 A og statuttens art. 14. Der er forbud mod monetær finansiering af offentlige budgetunderskud, jf. art. 104. Den væsentligste begrænsning i ESCB's beføjelser består i, at det er ECOFIN-Rådet, der træffer afgørelse om valutakurspolitikken over for ikke-fællesskabsvalutaer, jf. art. 109.²

**Strammere
finanspolitiske
bindinger i unionen**

Modsat penge- og valutakurspolitikken vil finanspolitikken i den monetære union fortsat være et nationalt anliggende. Af hensyn til bl.a. den pengepolitiske troværdighed og euro'ens stabilitet vil der imidlertid ske en stramning af kravene til finanspolitikken. Strammingerne, der er indeholdt i den såkaldte Stabilitets- og Vækstpagt, kan ses som en præcisering af Maastricht-traktatens regler vedrørende uforholdsmæssigt store offentlige budgetunderskud, jf. art. 104 C og den tilhørende procedure.

- 1) I ESCB's pengepolitiske strategi vil det nominelle anker formentlig blive enten pengemængden eller inflationstakten, jf. EMI (1997).
- 2) Det er blevet foreslået at oprette et såkaldt Stabilitetsråd, hvori der skal finde uformelle rådslagninger sted om den fælles penge- og valutakurspolitik. Det er dog endnu uklart, hvilken status et sådant råd måtte få.

Højst 3 pct. budgetunderskud under normale omstændigheder

I henhold til Stabilitets- og Vækstpagten må deltagerlandene i den monetære union kun under særlige omstændigheder have offentlige budgetunderskud, der overstiger 3 pct. af BNP. Med henblik på at kunne holde sig inden for denne grænse skal deltagerlandene stille efter tilnærmelsesvis balance eller overskud på det offentlige budget på mellemfristet sigt. Det er tilladt at have over 3 pct. i budgetunderskud, hvis landet har oplevet et produktionsfald på mindst 2 pct. eller har været ude for usædvanlige begivenheder, som ligger uden for dets kontrol. Hvis landet har haft et fald i produktionen på mellem $\frac{3}{4}$ pct. og 2 pct., er et budgetunderskud på over 3 pct. tilladt, såfremt den økonomiske afmatning er indtruffet meget pludseligt, eller der er andre formildende omstændigheder. Hvorvidt dette er tilfældet, vurderes af Rådet, dvs. der er tale om en politisk beslutning. Et budgetunderskud på mere end 3 pct. i en situation med en økonomisk vækst på over $-\frac{3}{4}$ pct. er ikke tilladt.

Mulighed for sanktioner

Hvis et euro-land overtræder reglerne vedrørende offentlige budgetunderskud, kan det - efter forhandlinger i Rådet mellem medlemslandene - pålægges sanktioner. Sanktionerne har form af deponeringer med et grundbeløb på 0,2 pct. af BNP tillagt 0,1 pct. af BNP for hvert pct.point, budgetunderskuddet overstiger 3 pct. af BNP (den maksimale deponering er dog på 0,5 pct. af BNP). Hvis medlemslandet ikke får rettet op på situationen i løbet af to år, vil deponeringen blive til en bøde. Bøder og renter fra deponeringer tilflyder de euro-lande, der ikke har et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud.

De udenforstående landes finans- og pengepolitik

De EU-lande, der ikke deltager i den monetære union (dispensationslandene), skal undgå offentlige budgetunderskud på over 3 pct. af BNP, men de kan ikke pålægges Stabilitets- og Vækstpagtens sanktioner, jf. Maastricht-traktatens art. 109 K. Samtidig bevarer dispensationslandene deres nationale valuta og pengepolitiske autonomi. Hvert land skal dog behandle sin valutakurspolitik som et spørgsmål af fælles interesse, jf. art. 109 M. Det betyder især, at man skal undgå konkurrerende devalueringer.

Valutakurs- arrangement sandsynligt

Af hensyn til bl.a. det indre markeds effektivitet vurderes det, at der er behov for et valutakursarrangement mellem euro-landene og de udenforstående lande, jf. EMI (1997). Arrangementet skal hjælpe med til at sikre monetær stabilitet i hele EU. Der er enighed om, at der skal indføres et valutasamarbejde, men der vil først kunne træffes endelig aftale herom, når Den Europæiske Centralbank er dannet i 1998. Meget tyder imidlertid på, at valutakurssystemet vil komme til at ligne det nuværende ERM, jf. EMI (1997). Den væsentligste forskel bliver, at centralkurser og udsvingsbånd defineres i forhold til euro'en. Lande med en høj grad af økonomisk konvergens (målt ved konvergenskriterierne) i forhold til den monetære union vil muligvis kunne opnå et tættere valutasamarbejde, f.eks. i form af mere snævre udsvingsbånd og aftaler om gensidige interventionsforpligtelser. Ifølge EMI (1997) vil valutakurssystemet formodentlig blive asymmetrisk, dvs. det bliver i høj grad op til de udenforstående lande at tilpasse deres økonomiske politik, så valutakursbåndene ikke brydes. Den Europæiske Centralbank vil formentlig kun være villig til at intervenere til fordel for en trængt valuta, såfremt det pågældende land udviser en høj grad af økonomisk konvergens med euro-området, og så længe ECB's målsætning om prisstabilitet ikke bringes i fare, jf. EMI (1997).

Optagelses- procedure til første omgang

I foråret 1998 træffer Rådet (stats- og regeringschefer) med kvalificeret flertal beslutning om, hvilke lande der skal deltage i den monetære union fra begyndelsen, dvs. 1. januar 1999. Beslutningen vil bl.a. afhænge af, hvorvidt landene i 1997 har opfyldt de såkaldte konvergenskriterier, jf. boks III.2. EU-Kommissionen (1997) forventer, at alle EU-lande på nær Grækenland vil opfylde konvergenskriteriet vedrørende prisstabilitet, jf. tabel III.1. Med hensyn til den offentlige budgetsaldo forventer Kommissionen, at kun det græske og det italiensk budgetunderskud vil overstige 3 pct. af BNP i 1997.³ Kun fire lande forventes at få en offentlig gæld, der ikke er større end 60 pct. af BNP. Grækenland er det eneste land, der ikke forventes at opfylde kravet om konvergens i de lange renteniveauer. Det er vigtigt at understrege, at konvergenskriterierne er vejledende og ikke bindende for Rådets vurdering af konvergenssituationen med henblik på at udpege deltagerne i den monetære union, jf. EU-Karnov (1996).

- 3) Flere uafhængige institutter forventer dog, at såvel det tyske som det franske budgetunderskud vil blive lidt større end 3 pct. af BNP i 1997, jf. AIECE (1997).

Afgørelsen om, hvorvidt et land opfylder de nødvendige betingelser for at deltage i tredje fases økonomiske og monetære union, vil ifølge Maastricht-traktaten og en tilhørende protokol ske på grundlag af fire konvergenskriterier:

1) *Prisstabilitet*. Landets inflationstakt må ikke ligge mere end 1,5 pct.point over inflationstakten i de højst tre medlemslande, der har nået de bedste resultater mht. prisstabilitet.

2) *Holdbare offentlige finanser*. Landets offentlige budgetunderskud må ikke overstige 3 pct. af BNP, medmindre a) underskuddet er faldet væsentligt og vedvarende og har nået et niveau, der ligger tæt på 3 pct., eller b) overskridelsen af de 3 pct. kun er exceptionel og midlertidig, og underskuddet fortsat ligger tæt på de 3 pct. Den offentlige bruttogæld i pct. af BNP må ikke overstige 60 pct., medmindre gælden mindskes tilstrækkeligt og nærmer sig 60 pct. med en tilfredsstillende hastighed.

3) *Valutakursstabilitet*. Landet skal have overholdt de normale udsvingsgrænser i ERM uden alvorlige spændinger i mindst de seneste to år, og landet må især ikke i samme periode på eget initiativ have devalueret sin valuta over for et andet medlemslands valuta.

4) *Rentekonvergens*. Den nominelle rente på langfristede statsobligationer må højst ligge 2 pct. over den tilsvarende rente i de højst tre medlemslande, der har nået de bedste resultater mht. prisstabilitet.

Kilde: Unionstraktaten, art. 109 J og protokollen om konvergenskriterierne.

Tabel III.1 Konvergenssituationen ifølge EU-Kommissionen

	Inflation		Offentlig budgetsaldo		Offentlig gæld	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998
	----- Pct. -----		----- Pct. af BNP -----			
Belgien	1,9	1,9	-2,7	-2,3	126,7	123,2
Danmark	2,3	2,6	0,3	0,3	67,2	64,3
Tyskland	1,9	2,0	-3,0	-2,7	61,8	61,9
Grækenland	6,0	4,8	-4,9	-3,4	108,3	104,9
Spanien	2,4	2,2	-3,0	-2,7	68,1	67,2
Frankrig	1,6	1,7	-3,0	-3,0	57,9	58,9
Irland	2,0	2,5	-1,0	-1,2	68,3	64,3
Italien	2,7	2,4	-3,2	-3,9	122,4	120,7
Luxembourg	1,7	1,9	1,1	1,0	6,5	6,8
Holland	2,4	2,1	-2,3	-1,8	76,2	74,2
Østrig	2,1	2,0	-3,0	-2,9	68,8	68,8
Portugal	2,5	2,3	-3,0	-2,8	64,1	62,9
Finland	0,9	1,4	-1,9	-0,6	59,2	58,6
Sverige	1,6	1,8	-2,6	-1,7	76,5	74,7
Storbritannien	2,3	2,5	-2,9	-1,4	54,7	53,8

Kilde: EU-Kommissionen (1997): *Spring 1997 Economic Forecasts*.

Danmark har dispensationsstatus

De lande, som ikke opfylder betingelserne for at deltage i den monetære union, får dispensationsstatus. For Danmark og Storbritannien gælder der særregler, som først og fremmest indebærer, at de - forudsat at de opfylder optagelseskravene - har ret til selv at bestemme, om de ønsker at deltage.⁴ Danmark har ved Edinburgh-afgørelsen meddelt, at det ikke deltager og vil derfor ved indledningen af den monetære union få dispensationsstatus. Et land med dispensation kan - såfremt det vurderes at opfylde de nødvendige betingelser - få ophævet dispensationen i forbindelse med konvergensundersøgelser, som automatisk finder sted hvert andet år eller på anmodning fra dispensationslandet. Danmark er fritaget fra de automatiske undersøgelser, og en ophævelse af den danske dispensationsstatus vil derfor udelukkende kunne komme på tale, hvis Danmark anmoder herom.⁵

Tvivel om dispensationslandenes adgangsbetingelser

Det er uklart, om og hvorledes dannelsen af den monetære union får betydning for fortolkningen af konvergenskriterierne og dermed for optagelsen af dispensationslande, jf. Danmarks Nationalbank (1997). Der kan særligt være tvivel om kriterierne vedrørende prisstabilitet og rentekonvergens. På den ene side henviser Maastricht-traktaten i forbindelse med disse kriterier til de højst tre medlemslande, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet, jf. boks III.2. På den anden side vil det efter den 1. januar 1999 være naturligt at lade euroområdet være referencepunkt i konvergensvurderingen. Kriteriet vedr. de offentlige finanser er mindre problematisk, da vurderingen heraf baseres på absolutte værdier. Det er imidlertid muligt, at Stabilitets- og Vækstpagtens præciseringer af, hvornår et budgetunderskud på over 3 pct. af BNP ikke er uforholdsmæssigt stort, også vil blive anvendt på dispensationslandene i forbindelse med en eventuel senere indtræden. Fortolkningen

- 4) Det er usikkert om andre lande, i tilfælde af, at de opfylder adgangskravene, kan tvinges til at deltage. Udtalelser fra ECOFIN-møder tyder dog på, at ingen vil blive tvunget til at deltage.
- 5) Samtidig er der i Folketinget bred enighed om, at en evt. anmodning om deltagelse i tredje fase først vil finde sted efter en folkeafstemning.

af kriteriet vedrørende valutakursstabilitet har der - selv inden dannelsen af den monetære union - været usikkerhed omkring, siden udsvingsbåndene i ERM blev udvidet til ± 15 pct. i 1993.⁶ Hvorledes dette kriterium vil blive tolket for dispensationslande er derfor også uklart. Det er dog sandsynligt, at opfyldelse af kriteriet vil kræve, at landet deltager i det valutakurssamarbejde, som oprettes mellem euro-området og dispensationslandene.

III.3 Effektivitetsgevinster i ØMU'en

I afsnit III.2 ovenfor blev ØMU'ens formelle opbygning beskrevet. I dette og de følgende to afsnit vurderes, hvilke fordele og ulemper der kan være forbundet med at deltage i den monetære union. Det vil være de danske fordele og ulemper, der diskuteres, og ikke om ØMU'en som sådan er en hensigtsmæssig konstruktion. I afsnit III.4 og III.5 ses der på de stabiliseringspolitiske konsekvenser, mens dette afsnit omhandler de effektivitetsgevinster, som deltagelse i ØMU'en kan medføre.

ØMU'en giver større effektivitet

Danmark vil ved at deltage i den monetære union kunne spare transaktionsomkostninger, fjerne valutakursusikkerheden og rentespændet i forhold til euro-området, samt måske forstærke konkurrencen på varemarkederne. I dette afsnit diskuteres disse forhold, og det forsøges at vurdere de potentielle danske gevinster ved medlemskab.

Reducerede transaktionsomkostninger

Eksistensen af forskellige valutaer giver anledning til omkostninger i forbindelse med økonomiske transaktioner over landegrænserne. Transaktionsomkostningerne består af omkostninger forbundet med valutaomveksling og gardering mod valutakursrisiko. Lande, der deltager i den monetære union, vil spare disse omkostninger. Det enkelte lands besparelse vil bl.a. afhænge af, hvor stor en andel af landets internationale transaktioner, der finder sted med euro-området.

6) I traktaten omtales de "normale" udsvingsmargener i ERM, men traktaten blev skrevet, inden valutakursbåndene i august 1993 blev udvidet fra $\pm 2\frac{1}{4}$ pct. til ± 15 pct. som følge af valutakriser.

EU-Kommissionens beregninger af transaktionsomkostninger

EU-Kommissionen (1990) deler transaktionsomkostningerne op i finansielle omkostninger og interne omkostninger. Førstnævnte består af de beløb, som husholdningerne og virksomhederne betaler til bankerne i forbindelse med valutatransaktioner. I et konkurrencepræget marked vil disse bankindtægter afspejle de ressourceomkostninger, der er forbundet med de pågældende transaktioner. De interne transaktionsomkostninger er de omkostninger, som virksomhederne internt må afholde, fordi der eksisterer flere valutaer, f.eks. i form af personale ansat til at reducere valutakursrisiko. Kommissionen opgør de finansielle omkostninger til 0,17-0,27 pct. af EU's samlede BNP. Det enkelte lands besparelse vil bl.a. afhænge af økonomiens åbenhed, graden af anvendelse af egen valuta i internationale transaktioner samt banksektorens effektivitet. Små åbne økonomier skulle ifølge Kommissionen kunne spare finansielle transaktionsomkostninger på op mod 1 pct. af BNP. En stor del af den danske udenrigshandel finder imidlertid sted med de øvrige nordiske lande samt Storbritannien, hvilket trækker i retning af, at Danmark vil kunne spare færre finansielle transaktionsomkostninger ved at deltage i ØMU'en.

Et groft skøn over de danske besparelser

Et groft skøn over de danske besparelser kan beregnes som følger. Hvis det antages, at 5 pct. af de bankansatte beskæftiger sig med EU-valutatransaktioner,⁷ og hvis den finansielle virksomheds beskæftigelsesandel i 1992 på 3,1 pct. antages at være lig den finansielle virksomheds BNP-andel, så ville Danmark i 1992 have kunnet spare ca. 0,15 pct. af BNP i finansielle transaktionsomkostninger. Til disse 0,15 pct. skal lægges de sparede interne omkostninger. Disse er meget vanskelige at opgøre, men EU-Kommissionen anslår på baggrund af oplysninger fra nogle virksomheder, at de andrager knap 0,1 pct. af EU's samlede BNP. Hvis dette tal antages også at gælde for Danmark, når man frem til, at Danmark vil kunne spare ca. 0,25 pct. af BNP - svarende til knap 2,5 mia. kr. i 1996 - i transaktionsomkostninger ved at deltage i den monetære union. Dette tal forudsætter, at alle EU-lande deltager i ØMU'en og er derfor et overkantsskøn. Det forudsætter også, at de ressourcer, der frigøres som følge af en fælles mønt, vil blive anvendt til andre produktive formål.

7) Ifølge EU-Kommissionen (1990) får bankerne i EU godt 5 pct. af deres indtægter fra EU-valutatransaktioner.

**Engangs-
omkostninger skal
modregnes**

Transaktionsomkostningerne vil kunne spares år efter år. Over for disse besparelser skal stilles de engangsomkostninger, der vil være forbundet med at skifte kronen ud med euro'en, f.eks. i form af nye regnskabssystemer, automater etc. Disse omkostninger vil dog formodentlig være langt mindre end nutidsværdien af de sparede transaktionsomkostninger.

**Euro'en bliver
næppe egentlig
parallelvaluta i Dan-
mark**

Det er højst sandsynligt, at euro'en vil få en vis udbredelse i Danmark, selvom vi ikke deltager i ØMU'en. Især må det forventes, at en stor del af den danske udenrigshandel vil blive afregnet i euro. Dette er endnu en grund til at formode, at den skønnede besparelse på transaktionsomkostninger på 0,25 pct. af BNP er et overkantsskøn, idet grundlaget for dette tal er den nuværende situation uden ØMU'en. Erfaringerne fra lande, der er naboer til store valutaområder - f.eks. Canada (USA) og Østrig (Tyskland) - giver dog ikke grund til at formode, at euro'en vil blive en egentlig parallelvaluta i Danmark, jf. Danmarks Nationalbank (1996).⁸

**Kortsigtet valuta-
kursusikkerhed har
beskeden effekt på
udenrigshandel og
investeringer**

Kortsigtede valutakursbevægelser kan ved at øge valuta-kursusikkerheden reducere udenrigshandelen og de gevinster, der følger af international handel. Ganske vist er det muligt at gardere sig mod valutakursusikkerhed, men da der er omkostninger forbundet herved, vil udenrigshandelen stadig kunne blive reduceret. I langt hovedparten af de empiriske analyser på området har man imidlertid fundet, at udenrigshandlens følsomhed over for denne kortsigtede usikkerhed er meget beskeden, jf. Friberg et al. (1996). Dette resultat gælder uanset, hvilken tidsperiode, landegruppe eller valutakursregime man betragter. Investeringerne påvirkes heller ikke nævneværdigt af kortsigtet valutakursusikkerhed, idet de især må formodes at afhænge af den reale valutakurs (konkurrenceevnen) på længere sigt. Konklusionen bliver, at den kortsigtede usikkerhed, som der måtte blive omkring euro-kronekursen, hvis Danmark står uden

8) Parallelvalutaer opstår typisk kun sted i lande, der er præget af stor makroøkonomisk ustabilitet, herunder især meget høje inflationstakter.

for ØMU'en, formodentlig ikke vil have en væsentlig indflydelse på den danske handel med euro-området eller på investeringsomfanget i Danmark. Samtidig vil der naturligvis stadig være valutakursusikkerhed i ØMU'en, idet euro'en kan svinge i forhold til dollar, yen etc.

Langsigtet usikkerhed kan påvirke investeringer

Derimod kan den langsigtede usikkerhed om den reale kronekurs, som kan opstå, hvis Danmark står uden for ØMU'en, tænkes at få betydning for investeringsomfanget i Danmark. Det er imidlertid meget vanskeligt at sige, hvor stor betydningen vil blive.

Bliver der et rentespænd?

De forventninger om ændringer i euro-kronekursen, som måtte opstå, hvis Danmark står uden for den monetære union, vil få indflydelse på rentespændet over for euro-området. Forventninger om ændringer i euro-kronekursen kan f.eks. opstå, hvis den danske inflationstakt afviger fra inflationstakten i euro-området, eller hvis Danmark har store betalingsbalanceoverskud eller -underskud. Meget tyder på, at særligt afvigende inflationstakter har betydning for det nominelle rentespænd.⁹ I den udstrækning dette er tilfældet, er nominelle rentespænd imidlertid ikke nødvendigvis udtryk for realrentespænd. Dette er vigtigt at bemærke, fordi det først og fremmest er realrenten, der har betydning for investeringsomfanget. Et eventuelt realrentespænd mellem Danmark og euro-området vil formodentlig hovedsageligt kunne tilskrives en risiko- og en likviditetspræmie. Usikkerhed omkring euro-kronekursen vil kunne medføre, at de finansielle markeder forlanger en risikopræmie for at holde danske værdipapirer. Endvidere vil danske værdipapirer pga. det danske markeds størrelse være mindre likvide end euro-landenes værdipapirer, hvilket betyder, at der kan blive en likviditetspræmie på danske papirer.

9) Se f.eks. *Dansk økonomi, december 1994*.

Vanskeligt at vurdere det danske rentespænd

Det er svært at vurdere, hvad det danske realrentespænd til euro-området bliver. Hvis Danmark fastholder en høj grad af økonomisk konvergens med euro-området, og hvis man opnår et tæt fastkurssamarbejde med ECB, vil risikopræmien formentlig blive forholdsvis lille. Likviditetspræmien er givetvis heller ikke overvældende stor.¹⁰ Endvidere er der også den mulighed, at danske værdipapirer bliver mere attraktive i forbindelse med afdækning af risiko, når ØMU'en reducerer antallet af nationale værdipapirer. Dette forhold vil - modsat risiko- og likviditetspræmien - kunne reducere det danske rentespænd. Hvis inflationstakten i euro-området bliver højere og mere varierende end den danske, er det endog muligt, at realrentespændet bliver negativt.

Beskedent effekt ved eliminering af rentespænd

I den danske debat om realrentespændet er der hidtil først og fremmest blevet fokuseret på, hvad et sådant vil betyde for investeringer og beskæftigelse på kort og mellemlangt sigt. Eftersom en dansk ØMU-deltagelse vil være af langfristet og bindende karakter, bør diskussionen imidlertid snarere dreje sig om, hvad et evt. realrentespænd vil betyde for nationalindkomst og nationalformue på lang sigt. En eliminering af et evt. positivt dansk realrentespænd vil medføre, at de danske investeringer alt andet lige bliver større. Større investeringer betyder større kapitalapparat og dermed større BNP på længere sigt. Hvis opsparingskvoten er konstant, vil større investeringer imidlertid føre til større kapitalimport og dermed øge nettorentebetalingerne til udlandet. Det betyder, at effekten på nationalindkomsten (BNI) bliver mindre end effekten på BNP.¹¹ Der kan være stor forskel på BNI- og BNP-effekten. Et regneeksempel baseret på en teoretisk vækstmodel viser med realistiske tal for realrente, afskrivninger og profitkvote, at en eliminering af et realrentespænd på ½ pct.point vil øge BNP med ca. 1,4 pct. på lang sigt, mens nationalindkomsten stiger med mindre end 0,2 pct., jf. Birch Sørensen (1997).

- 10) Rentespændet mellem euro-landene forsvinder ikke nødvendigvis helt, idet der kan være forskel på de enkelte landes kreditværdighed.
- 11) Forskellen på nationalproduktet (BNP) og nationalindkomsten (BNI) er først og fremmest nettorentebetalingerne til udlandet, dvs. renterne af udlandsgælden.

Øget konkurrence i ØMU'en

Det har været fremført, at ØMU'en kan være med til at fremme det indre markeds integration og gennemsigtighed, jf. EU-Kommissionen (1990). Konkurrencen vil i så fald blive forstærket, og produktionen vil stige. Landene uden for ØMU'en vil via handelen med euro-landene også få del i disse gevinster, men et medlemskab vil medføre yderligere gevinster. Gevinsterne er dog formodentlig små.

Inflationseffekter

Der er bred enighed om, at de samfundsøkonomiske omkostninger ved inflation er forholdsvis beskedne, sålænge inflationstakten ikke er høj og ustabil. Det betyder, at hvis et ØMU-medlemskab skulle give en lidt lavere og mere stabil inflationstakt, end Danmark vil kunne opnå uden for unionen, er gevinsterne herved formodentlig små.¹² Samtidig er det klart, at en fastkurspolitik over for euro'en kun er holdbar, sålænge den danske inflation ikke adskiller sig fra inflationen i euro-området på længere sigt.

Formodentlig TARGET-begrænsninger på ikke-euro lande

Med henblik på at understøtte integrationen af pengemarkedet og dermed gennemførelsen af den fælles pengepolitik i tredje fase vil der blive dannet et betalingssystem, kaldet TARGET, for betalinger i euro, jf. EMI (1997).¹³ De private banker i euro-området kan via deres centralbanker låne euro i centralbanksystemet inden for dagen mod sikkerhed. Det er derimod usikkert, om og på hvilke vilkår centralbanker og dermed privatbanker uden for euro-området får adgang til euro-kredit. Først når Den Europæiske Centralbank er blevet dannet, vil der kunne træffes endelige aftaler om dispensationslandenes tilknytning til TARGET. Meget tyder dog på, at der bliver begrænset - og måske slet ingen - adgang til euro-kredit inden for dagen for dispensationslandene, jf. EMI (1997) og Danmarks Nationalbank (1997). Det vil i givet fald kunne betyde, at de danske pengeinstitutters finansieringsomkostninger bliver større, end hvis Danmark havde fuld adgang til TARGET.

12) En meget lav inflationstakt kan være problematisk, bl.a. fordi den, hvis der er modvilje mod fald i pengelønnen, kan gøre det sværere at tilpasse reallønnen.

13) TARGET er en forkortelse af Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

Konklusion

Konklusionen på dette afsnit er, at Danmark vil kunne høste nogle effektivitetsfordele ved at deltage i ØMU'en, men deres størrelse skal ikke overbetones. Der spares transaktionsomkostninger, rentespændet elimineres, og man får fuld adgang til TARGET. Derimod er det tvivlsomt, om man kan opnå en forstærket konkurrence, og hvorvidt reduktionen af valutakursusikkerhed vil have de store effekter.

III.4 Stabiliseringspolitiske overvejelser

Den nationale pengepolitik mistes i ØMU'en

Deltagelse i valutaunionen indebærer at den pengepolitiske autonomi opgives.¹⁴ Det betyder, at Danmark ved en eventuel indtræden i ØMU'en mister et potentielt stabiliseringspolitisk instrument. Omvendt kan der være fordele ved at opgive den selvstændige penge- og valutakurspolitik, idet man fjerner de troværdighedsproblemer, der knytter sig hertil. I dette afsnit diskuteres disse to aspekter af et evt. ØMU-medlemskab. Endvidere ses der i slutningen af afsnittet nærmere på, hvad ØMU'ens finanspolitiske regler betyder for Danmark.

Troværdighedsproblemet

En af målsætningerne i den økonomiske politik er at sikre en lav og stabil inflationstakt. Et land, der har store strukturproblemer på arbejdsmarkedet, kan imidlertid have vanskeligt ved at skabe troværdighed omkring en annonceret lavinflationspolitik eller en erklæret politik om at undgå devalueringer. Det skyldes, at en høj gennemsnitlig ledighed giver et incitament til at skabe uventet inflation, f.eks. gennem uventede devalueringer, der midlertidigt stimulerer beskæftigelsen. Et sådant troværdighedsproblem kan især opstå, hvis landet ikke har en historisk tradition for at undgå inflation og devalueringer. Hvis der ikke er tiltro til lavinflationspolitikken, vil der blive indbygget inflationsforventninger i lønninger, priser og renter. Det betyder, at der bliver større realøkonomiske omkostninger ved at gennemføre lavinflationspolitikken, og det bliver derfor også mere sandsynligt, at den opgives.

14) Hvis man fører fastkurspolitik overfor euro'en, har man reelt også opgivet den pengepolitiske autonomi.

Fast valutakurs kan give troværdighed

På lang sigt er den økonomiske politiks troværdighed erfaringsmæssigt først og fremmest bestemt af fortidens resultater. Den troværdighed, som f.eks. Tysklands centralbank, Bundesbank, har, kan i høj grad tilskrives mange års konsekvent antiinflationær pengepolitik. Et land, der ikke har tradition for at føre lavinflationspolitik, kan forsøge at "importere" troværdighed ved at binde sin valutakurs til et land, der har ry for lav inflation. Opretholdelse af den faste kurs vil kræve, at landet følger "ankerlandets" antiinflationære pengepolitik, og i det hele taget tilrettelægger sin økonomiske politik med henblik på at sikre en prisstigningstakt, der er på linje med ankerlandets.

ØMU som ultimativ binding

Så længe det er muligt at justere valutakursen, kan der imidlertid opstå tvivl om lavinflationspolitikken, f.eks. som følge af høj ledighed som beskrevet ovenfor. En fastkurspolitik som den danske er et afgørende skridt væk fra en aktiv valutakurspolitik. Men en sådan binding vil kun delvis løse troværdighedsproblemet. Et ØMU-medlemskab kan ses som den ultimative løsning på troværdighedsproblemet, forudsat at lavinflationspolitikken i euro-området bliver troværdig. Som beskrevet i afsnit III.2 er der i Maastricht-traktaten en række penge- og finanspolitiske regler, der skal sikre, at dette bliver tilfældet.

Troværdighed mindsker fleksibilitet

Det er imidlertid vigtigt at understrege, at den troværdighed, man måtte kunne få ved at melde sig ind i ØMU'en, ikke er gratis. Hvis man opgiver den nationale penge- og valutakurspolitik, mister man definitivt et stabiliseringspolitisk instrument. I det følgende vil de stabiliseringspolitiske omkostninger ved at miste den nationale penge- og valutakurspolitik blive diskuteret.

Fordele ved en national penge- og valutakurspolitik

Hvis priser og lønninger var fuldt fleksible, ville der aldrig være behov for ændringer i den nominelle valutakurs. Hvis økonomien blev ramt af et stød, ville priser og lønninger meget hurtigt tilpasse sig, så der igen blev fuld beskæftigelse. Men priserne og lønningerne er ikke fuldt fleksible; de bevæger sig trægt. Det betyder, at stød til økonomien kan føre til, at beskæftigelsen afviger fra sit "ligevægtsniveau", indtil lønninger og priser har tilpasset sig, hvilket godt kan tage lang tid. Ændringer i den nominelle valutakurs kan imidlertid fremskynede tilpasningen. Ved eksempelvis et negativt efterspørgselsstød vil et fald i kronens værdi kunne fremkalde en hurtig sænkning af den dan-

ske realløn i forhold til udlandet, dvs. forbedre konkurrenceevnen. I en situation, hvor man "importerer" inflation fra udlandet, eller hvor der er risiko for overophedning af den indenlandske økonomi, kan det omvendt være hensigtsmæssigt, at valutaen revalueres.

Kun sjældne valutakursjusteringer

Omkostningen ved, at kronekursen ikke kan ændre sig, afhænger således bl.a. af, om Danmark rammes af stød, som kræver en ændring i det danske reallønsniveau i forhold til udlandet, men også af om reallønnen i det hele taget kan påvirkes via den nominelle valutakurs. Hvis valutakurspolitikken anvendes som et aktivt politikinstrument, kan gennemslaget fra ændringer i den nominelle valutakurs til reallønnen blive svagt. Dette gælder først og fremmest, hvis valutakursen systematisk bruges i en bestemt retning, fordi der i så fald vil opstå forventninger om fremtidige ændringer i samme retning. Disse forventninger vil blive indbygget i løn- og prisdannelsen, hvorved valutakursjusteringernes realøkonomiske effekter vil blive små.¹⁵ Det betyder, at såfremt valutakurspolitikken anvendes aktivt, bør det kun ske sjældent.

15) Hvis der er tale om revalueringer, og formålet hermed udelukkende er at dæmpe inflationstakten, er det dog en fordel, at der ikke opstår realøkonomiske effekter.

Typen af stød er vigtig

Det er også vigtigt at bemærke, at der findes mange typer af stød, som ændringer i valutakursen ikke vil lette tilpasningen til.

Hvis kronekursen f.eks. bliver udsat for et opadgående pres, fordi de finansielle markeder får større tillid til dansk økonomi, vil en fast valutakurs kunne forhindre, at kronen stiger i værdi og dermed påvirker den reale del af økonomien negativt. Et andet eksempel kunne være, hvis der i et fastkursregime blev aftalt høje indenlandske lønstigninger. I denne situation vil det være problematisk at devaluere valutaen for at undgå en forværring af konkurrenceevnen, idet devalueringen meget let vil kunne skabe forventninger om, at regeringen også i fremtiden vil afbøde effekten af for høje lønstigninger.

Asymmetriske stød i euro-området

Hvis Danmark deltager i ØMU'en, ligger vores nominelle valutakurs i sagens natur endegyldigt fast overfor euro-landene.

Hvis Danmark rammes af stød, der ikke i samme grad rammer euro-landene - såkaldte asymmetriske stød - kan det set fra en stabiliseringspolitisk synsvinkel være et problem, at der ikke eksisterer en selvstændig dansk valutakurs. I tilfælde af asymmetriske stød vil der være behov for at ændre den danske realløn i forhold til euro-landene, og en ændring i krone-eurokursen kan være et middel hertil. Det skal understreges, at en aktiv justering af krone-eurokursen kun er hensigtsmæssig, såfremt der er tale om stød, der har stor betydning for den samlede danske økonomi. I tilfælde af eksempelvis branchespecifikke stød bør det istedet være de relative priser og lønninger, som ændrer sig mellem sektorer inden for landets grænser, med mindre stødene har stor betydning for hele økonomien.

Symmetriske stød

Hvis Danmark rammes af de samme stød som euro-landene, dvs. symmetriske stød, vil ECB formodentlig - i den udstrækning det er foreneligt med målsætningen om prisstabilitet - imødegå stødene vha. den fælles penge- og valutakurspolitik, som må forventes at blive tilrettelagt med udgangspunkt i konjunkturudviklingen i medlemslandene. Det er imidlertid ikke givet, at Danmark i en aktuel situation vil have de samme præferencer for afvejning mellem inflation og beskæftigelse som ECB. Hvis præferencerne adskiller sig betydeligt, kan selv symmetriske stød være problematiske set fra en dansk stabiliseringspolitisk synsvinkel.

Empiriske undersøgelser:

Man kan få en første grov indikation på forekomsten af asymmetriske stød ved at se på samvariationen mellem produktionen i Danmark og i udlandet. En høj grad af samvariation kan være et tegn på, at landene rammes af ens stød.¹⁶ Umiddelbart ville man forvente, at Danmark udviser en høj samvariation med vores største handelspartnere, fordi et stød i et land hurtigt forplanter sig til handelspartnerne gennem udenrigshandelen og kapitalmarkedet.

Beskeden dansk samvariation med kernelande

Set over perioden 1960-95 har Danmark ikke udvist en høj grad af BNP-samvariation med EU-kernelandene, hvorimod der generelt har været en forholdsvis høj korrelation med vigtige handelspartnere som Sverige, Norge, Storbritannien samt USA, jf. tabel III.2.¹⁷ Det kunne umiddelbart tyde på, at omkostningerne ved at miste den nationale valuta kan blive relativt store. Den lave samvariation med kernelandene i perioden 1960-95, herunder i særdeleshed med Tyskland, afspejler, at samvariation har været lav siden 1980.

Tabel III.2 Samvariation mellem BNP i Danmark og udvalgte lande

	1960-95	1960-69	1970-79	1980-88	1989-95	Eksportvægte
Østrig	-0,10	0,49	0,60	0,02	-0,26	1,8
Belgien	-0,11	0,71	0,49	-0,24	-0,11	2,5
Tyskland	0,02	0,71	0,89	0,23	-0,46	29,1
Spanien	0,06	0,01	0,19	-0,29	0,01	1,8
Finland	0,30	0,61	0,29	-0,30	0,93	3,4
Frankrig	0,03	0,52	0,67	-0,45	0,35	6,1
UK	0,58	0,40	0,72	0,06	0,96	9,3
Italien	0,06	-0,34	0,46	-0,01	0,33	2,6
Japan	0,11	0,09	0,76	-0,28	-0,55	3,0
Holland	0,25	0,55	0,49	0,50	0,35	5,5
Norge	0,45	0,11	0,34	0,90	0,86	9,8
Sverige	0,45	0,53	-0,15	0,40	0,80	14,4

16) Samvariationen er udregnet som en simpel korrelationskoefficient mellem trendensede BNP-serier. En høj korrelation mellem disse trendensede serier kan være et tegn på, at landene rammes af symmetriske stød.

17) Beregningerne er dokumenteret i et internt arbejdsnotat, der kan rekvireres ved henvendelse til Det økonomiske Råds sekretariat.

USA	0,59	0,06	0,79	0,36	0,87	8,0
Kernen	0,03	0,72	0,88	0,11	-0,38	45,0

Anm.: Samvariationen er udregnet som en simpel korrelationskoefficient mellem trendrensede BNP-serier. Kernen består af Tyskland, Frankrig, Holland, Belgien, Luxembourg og Østrig. Landene er vægtet sammen vha. BNP-vægte. Eksportvægtene afspejler sammensætningen af industrieksporten i 1994.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, diverse årgange og egne beregninger.

Relativt lav dansk samvariation med Tyskland

Landenes samvariation med Tyskland kan give et indtryk af, om Danmark er mere eller mindre "egnet" til at indtræde i en ØMU end de øvrige lande. Det er bemærkelsesværdigt, at Frankrig, Holland, Belgien og Østrig alle har udvist en forholdsvis høj grad af samvariation med Tyskland i alle delperioder, jf. tabel III.3. Det gælder også i forbindelse med den tyske genforening, hvor den danske samvariation med Tyskland blev direkte negativ.

Tabel III.3 Samvariation i BNP mellem Tyskland og udvalgte lande

	1960-95	1960-69	1970-79	1980-88	1989-95
Østrig	0,80	0,59	0,50	0,84	0,93
Belgien	0,79	0,79	0,40	0,71	0,86
Danmark	0,02	0,71	0,89	0,23	-0,46
Spanien	0,64	0,39	0,04	0,75	0,85
Finland	0,06	0,81	0,33	0,61	-0,42
Frankrig	0,76	0,67	0,74	0,55	0,48
UK	0,18	0,39	0,87	0,86	-0,62
Italien	0,61	-0,33	0,70	0,92	0,55
Japan	0,74	0,01	0,82	0,72	0,95
Holland	0,75	0,43	0,41	0,94	0,58
Norge	-0,45	-0,31	0,07	0,27	-0,42
Sverige	0,28	0,63	-0,20	0,87	0,03
USA	-0,03	0,12	0,92	0,87	-0,65
Kernen	0,79	0,74	0,71	0,67	0,53

Anm.: Samvariationen er udregnet som en simpel korrelationskoefficient mellem trendrensede BNP-serier. Kernen består af Frankrig, Holland, Belgien, Luxembourg og Østrig. Landene er vægtet sammen vha. BNP-vægte.

Tal for samvariation fortæller ikke alt

En ulempe ved den ovenstående analyse er, at den ikke er i stand til at skelne mellem stød og tilpasningen hertil. Den lave samvariation mellem Danmark og eksempelvis Tyskland kan således skyldes, at de to lande er blevet ramt af de samme stød, men at de har reageret forskelligt på dem, eller at de to lande er blevet ramt af forskellige stød. En forskellig reaktion på fælles stød kan skyldes mange ting. Eksempelvis kan løn- og prisfleksibiliteten være forskellig, hvorved tilpasningshastigheden til et fælles stød kan variere. Der kan også være tale om forskellige reaktioner i den økonomiske politik, som igen kan afspejle forskellige økonomisk-politiske præferencer eller forskellig indretning af f.eks. skatte- eller overførselssystemet. Det er derfor af selvstændig interesse at undersøge samvariationen mellem de underliggende stød, efter at der er korrigeret for forskelle i tilpasningsmekanismerne.

Analyser giver ikke entydige svar

Der er de senere år offentliggjort en række analyser, som har set på samvariationen mellem underliggende stød i relation til ØMU'en.¹⁸ Studierne er behæftet med usikkerhed og giver ikke entydige svar, når det drejer sig om samvariationen i de stød, der har ramt Danmark og kernelandene. Bayoumi et al. (1993) finder på data for perioden 1963-88, at der har været en relativt høj samvariation mellem de stød, der har ramt Danmark, og de stød, der har ramt kernelandene. Dette kan tages som udtryk for, at de fleste af stødene har været symmetriske. Tilsvarende resultater får Hansen (1997), når analyseperioden går frem til 1995.¹⁹ Omvendt tyder analysen i Jansson (1996) på, at Danmark i lighed med eksempelvis Sverige og Storbritannien overvejende er blevet ramt af asymmetriske stød i forhold til Tyskland.

18) Der er tale om såkaldte VAR-analyser, jf. Blanchard et al. (1989).

19) Hansens resultater er dokumenteret i et arbejdsnotat, der kan fås ved henvendelse til Det økonomiske Råds sekretariat.

**Udefrakommende
stød påvirker
Danmark og
EU-lande ret ens**

Som nævnt kan landene, hvis de rammes af fælles stød, via den økonomiske politik vælge at tilpasse sig forskelligt. Ved hjælp af modelberegninger kan man imidlertid belyse, hvordan de enkelte landes økonomier reagerer på fælles stød under den antagelse, at der ikke foretages aktive økonomisk-politiske indgreb. Denne type beregning kan udføres ved hjælp af en såkaldt flerlande-model. Beregnes virkningen af en række stød, der kommer til Europa udefra, ser man, at Danmark påvirkes på nogenlunde samme måde som gennemsnittet af de øvrige EU-lande, jf. tabel III.4.²⁰ Dette gennemsnit dækker over, at nogle lande påvirkes kraftigere end Danmark, mens andre påvirkes væsentligt mindre. Det er bemærkelsesværdigt, at der er relativt stor forskel på Danmark og Tyskland. Man skal være opmærksom på, at sådanne analyser er modelspecifikke, og at en anden type model kan give anderledes resultater.

20) Beregningerne er foretaget ved hjælp af Arbejderbevægelsens Erhvervsråds HEIMDAL-model og dokumenteret i et internt arbejdsnotat, der kan rekvireres i Det økonomiske Råds sekretariat.

Tabel III.4 BNP-reaktion på fælles stød til EU-landene

	År 1	År 2	År 3	År 4
	----- Pct. -----			
Amerikansk renteændring				
Danmark	0,08	0,16	0,25	0,37
EU	0,11	0,22	0,33	0,43
Tyskland	0,17	0,33	0,50	0,67
Amerikansk finanspolitik				
Danmark	0,17	0,32	0,38	0,42
EU	0,17	0,35	0,43	0,44
Tyskland	0,22	0,48	0,57	0,60
Olieprisændring				
Danmark	0,33	0,55	0,61	0,51
EU	0,39	0,64	0,71	0,64
Tyskland	0,26	0,44	0,53	0,47
Euro-\$-kursændring				
Danmark	0,20	0,12	0,00	-0,02
EU	0,28	0,26	0,10	-0,01
Tyskland	0,52	0,44	0,23	0,09

Anm.: EU-omfatter alle EU-lande, ekskl. Grækenland, Irland, Luxembourg, Portugal og Østrig. BNP-reaktion er udtrykt i forhold til et grundforløb. Amerikansk renteændring: 1 pct. stigning i den korte realrente. Amerikansk finanspolitik: Ekspansion svarende til 2 pct. af BNP. Olieprisændring: 25 pct. sænkning af olieprisen. Euro-\$-kursændring: 10 pct. stigning i \$.

Kilde: Beregninger foretaget på Arbejderbevægelsens Erhvervsråds HEIMDAL-model.

Hvad viser de empiriske analyser?

De empiriske analyser giver ikke noget entydigt billede. Det kan konstateres, at Danmark har haft en lav BNP-samvariation med kernelandene siden 1980. Hvis stødene til Danmark og kernelandene overvejende har været symmetriske, må den lave BNP-samvariation skyldes forskelle i tilpasning til stødene. Såfremt resultaterne fra flerlande-modellen tages for pålydende, må forskellene i tilpasning først og fremmest skyldes politikforskelle og ikke forskelle i løn- og prisfleksibiliteten.²¹ Det kan tages som udtryk for, at Danmark historisk har haft andre økonomisk-politiske præferencer end kernelandene. En anden mulig forklaring på den lave samvariation er, at Danmark er blevet ramt af asymmetriske stød. Uanset fortolkningen af resultaterne antyder analysen imidlertid, at opgivelsen af en selvstændig valuta næppe vil være omkostningsfri.²²

Måske mindre behov for valutakurspolitik i fremtiden

De ovenstående analyser er af historisk karakter, og de kan ikke nødvendigvis fortælle noget om, hvad der vil ske i fremtiden. Det er således muligt, at konjunkturcyklerne i euro-landene bliver mere symmetriske med tiden. Hvis dette bliver tilfældet, vil behovet for justeringer af de relative reallønsniveauer mellem euro-landene aftage. Det vil igen betyde, at de stabiliseringspolitiske omkostninger ved at opgive den nationale penge- og valutakurspolitik bliver mindre.²³

- 21) Forskellene i BNP-samvariation over de forskellige tidsperioder kunne, hvis stødene har været symmetriske, trække i denne retning, da den relative løn- og prisfleksibilitet næppe har ændret sig meget mellem perioderne.
- 22) Hvis den lave samvariation især skyldes historiske forskelle i de økonomisk-politiske præferencer og dermed i den førte politik, vil omkostningerne ved et medlemskab dog være små, hvis præferencerne i den økonomiske politik mellem Danmark og euro-landene siden er konvergeret.
- 23) Artis et al. (1995) viser, hvorledes der efter EMS'ens oprettelse skete en klar forskydning af konjunkturbevægelserne for EMS-landene i retning af, at deres konjunkturcykler blev mere symmetriske med Tyskland og mindre med USA.

Mere symmetriske konjunkturcykler

ØMU'en kan af to grunde tænkes at gøre konjunkturcyklerne i deltagerlandene mere symmetriske fremover. For det første vil den højere grad af koordination af den økonomiske politik i den monetære union trække i retning af en mere ens konjunkturudvikling. For det andet kan der ske en øget handelsmæssig integration i euro-området i form af såkaldt intra-industriell handel, dvs. handel med ens produkter. Det vil medføre, at euro-økonomierne får en mere ensartet produktionsstruktur, hvilket igen vil gøre, at de enkelte landes økonomier vil reagere mere ens på stød. Omvendt er det også blevet hævdet, at øget handelsmæssig integration kan føre til øget regional specialisering, jf. kapitel IV. I det omfang dette sker, er der en risiko for, at regionale stød kan få karakter af landespecifikke stød i fremtiden.

Valutakursen kan være en forsikring

Det kan ikke udelukkes, at Danmark i fremtiden vil blive ramt af et kraftigt landespecifikt stød, hvor det vil være en fordel at have en national valuta. Et eksempel på et land, der har været ude for noget sådant, er Finland. Sovjetunionens sammenbrud i 1991 betød, at den finske økonomi i løbet af et år mistede halvdelen af sit næststørste eksportmarked. Man kunne også forestille sig, at Danmark på linje med Norge gjorde store oliefund i Nordsøen, der med et slag gjorde det danske samfund meget rigere. I denne situation ville en revaluering af kronen kunne bidrage til at holde inflationen i ave. Man kan således betragte muligheden for at justere valutakursen som en slags forsikring mod et stort uforudset stød. Dette er et argument for ikke at deltage i den monetære union.

Alternative tilpasningsmekanismer:

Tilpasningen til asymmetriske stød behøver ikke nødvendigvis at ske ved hjælp af ændringer i den nominelle valutakurs. Man kan også vælge at fastholde valutakursen og lade tilpasningen ske via ændringer i lønninger og priser. Problemet hermed er, at de nødvendige løn- og pristilpasninger let vil kunne tage lang tid og derfor være forbundet med betydelige tab af produktion og beskæftigelse. Løn- og prisfleksibiliteten vil muligvis stige, i det omfang parterne på arbejdsmarkedet erkender behovet for øget fleksibilitet, når man opgiver den nationale penge- og valutakurspolitik. Omvendt kan en mere troværdig lavinflationspolitik tilskynde til, at der indgås længerevarende nominelle kontrakter, hvorved fleksibiliteten mindskes.

Arbejdskrafts- mobilitet

En anden tilpasningsmekanisme til asymmetriske stød består i, at arbejdskraften kan flytte fra steder, hvor der ikke er fuld beskæftigelse, til steder, hvor der er mangel på arbejdskraft. I den udstrækning denne tilpasningsmekanisme fungerer, vil der være mindre behov for ændringer i de relative reallønsniveauer. På grund af bl.a. kulturelle og sproglige barrierer er arbejdskraftmobiliteten imidlertid meget lav i Europa sammenlignet med f.eks. USA, og det er derfor stærkt begrænset, hvor megen tilpasning der kan ske ad denne vej, jf. kapitel IV.

Ingen overnational finanspolitik i ØMU'en

En overnational finanspolitik vil ved at overføre indkomster mellem medlemslandene kunne mindske effekten af asymmetriske stød i euro-området og herved mindske omkostningerne ved

at opgive den nationale penge- og valutakurspolitik. Det fælles budget i EU er imidlertid meget beskedent (kun godt 1 pct. af BNP), og der er intet, der tyder på, at det udvides mærkbart i en overskuelig fremtid.

Hvorfor bindinger på finanspolitikken?

Det betyder, at al finanspolitisk stabilisering må finde sted på nationalt niveau. Set på denne baggrund kan det umiddelbart forekomme u hensigtsmæssigt, at ØMU-landenes finanspolitiske frihedsgrader reduceres, som beskrevet i afsnit III.2. De finanspolitiske regler har imidlertid først og fremmest til formål at sikre troværdighed omkring lavinflationspolitikken og mindske risikoen for et uheldigt policy-mix i form af lempelig finanspolitik kombineret med stram pengepolitik. Baggrunden er, at de enkelte medlemslande kan blive tilskyndet til at føre en mere lempelig finanspolitik, fordi rente- og valutakursvirkningerne af nationale budgetunderskud reduceres i ØMU'en. Store offentlige budgetunderskud og gældsposter kan skabe tvivl om lavinflationspolitikken, fordi de kan indikere, at den økonomiske politik er for ekspansiv, og samtidig kan de øge risikoen for, at der vil blive lagt pres på ECB for at holde renteniveauet og dermed de offentlige renteudgifter nede. Hvis ECB modstår et sådant pres, er der imidlertid en risiko for, at policy-mixet bliver uheldigt og realrenten høj.

Hvor snærende er ØMU'ens finanspolitiske regler?

Det centrale finanspolitiske spørgsmål for Danmark i ØMU-debatten er, hvorledes en overholdelse af ØMU-reglerne vedrørende de offentlige finanser vil påvirke den danske finanspolitikks stabiliseringsmuligheder.

Det danske budget er relativt konjunkturfølsomt

Saldoen på de offentlige finanser påvirkes af konjunkturudviklingen og af den aktive finanspolitik. Det danske budget er relativt konjunkturfølsomt sammenlignet med en række andre europæiske lande, jf. tabel III.5. En høj konjunkturfølsomhed øger risikoen for, at man kan få problemer med at overholde kravene til det offentlige budgetunderskud i Stabilitets- og Vækstpagten, jf. afsnit III.2.

Tabel III.5 Konjunkturfølsomhed: Virkningen på den offentlige budgetsaldo ved 1 pct. ekstra BNP-vækst

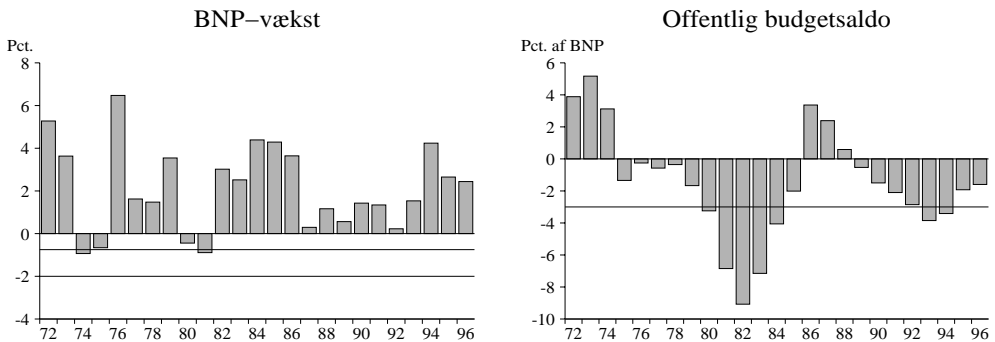
	Forøgelse af indtægter	Reduktion af udgifter	Forbedring af saldo ialt
	----- Pct. af BNP -----		
Sverige	0,65	0,21	0,86
Holland	0,56	0,24	0,80
Danmark	0,45	0,26	0,71
Finland	0,50	0,16	0,66
Spanien	0,49	0,16	0,65
Belgien	0,53	0,11	0,64
Storbritannien	0,47	0,15	0,62
Luxemburg	0,41	0,18	0,59
Irland	0,40	0,16	0,56
Frankrig	0,46	0,05	0,51
Østrig	0,42	0,07	0,49
Tyskland	0,41	0,07	0,48
Italien	0,32	0,14	0,46
Portugal	0,34	0,10	0,44
Grækenland	0,30	0,10	0,40

Kilde: EU-Kommissionen (1995), *European Economy* no. 60.

Uforholdsmæssigt store underskud er tidligere set

Siden begyndelsen af 1970'erne har Danmark i flere tilfælde haft "uforholdsmæssigt store budgetunderskud", jf. figur III.1. Danmark skulle således i henhold til reglerne i Stabilitets- og Vækstpagten have været pålagt sanktioner i 1980-84 (med 1981 som en mulig undtagelse) og i 1993-94. De mest markante overskridelser af 3 pct. grænsen fandt sted i begyndelsen af 1980'erne. Dengang blev de offentlige finanser påvirket negativt af såvel den internationale konjunktur- og realrenteudvikling som den danske økonomiske politik. Overskridelserne i 1993-94 var betydeligt mindre og skyldtes primært, at den langvarige lavkonjunktur i Danmark blev forstærket af en lav europæisk vækst og af en lempelig finanspolitik i 1993.

Figur III.1 BNP-vækst og offentlig budgetsaldo i Danmark



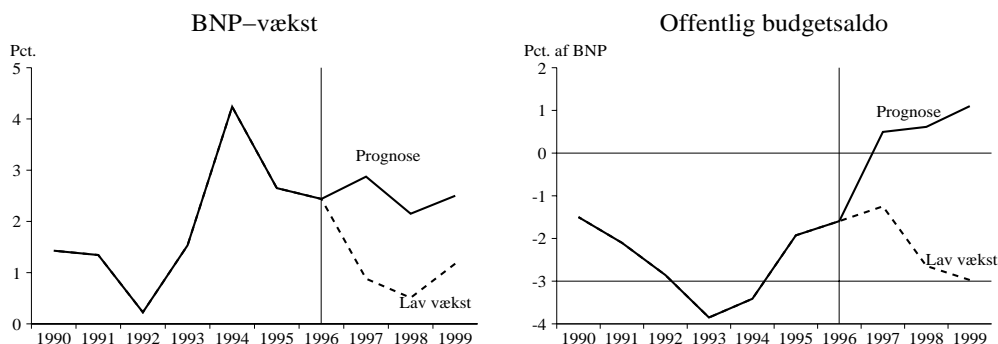
Anm.: De vandrette streger i BNP-figuren angiver vækstgrænserne i Stabilitets- og Vækstpagten, jf. afsnit III.2, mens den vandrette streg i figuren med den offentlige saldo angiver underskudsgrænsen i Maastricht-traktaten.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Budgettets konjunktur- følsomhed

Udviklingen i perioden 1986-93 viser, at en langvarig lavkonjunktur kan føre til en betydelig forværring af den offentlige budgetsaldo i Danmark. Således gik man fra et overskud på 3,4 pct. af BNP i 1986 til et underskud på 3,9 pct. af BNP i 1993, dvs. en forværring på 7,3 pct.point. Den store konjunkturfølsomhed i den danske budgetsaldo bevirker, at et konjunkturtilbageslag vil kunne bringe det offentlige budgetunderskud i nærheden af 3 pct.-grænsen. Man kan ved hjælp af et regneksempel illustrere, hvor snærende denne grænse er i den nuværende konjunktursituation. I eksemplet er væksten i udlandet, det private forbrug og boliginvesteringerne nedjusteret i forhold til prognosen i kapitel II for perioden 1997-99. Det resulterer i et offentligt budgetunderskud på ca. 3 pct. af BNP i 1999, jf. figur III.2. Forløbet indebærer et fald i beskæftigelsen på ca. 140.000 personer og en gennemsnitlig årlig vækst, der er 1½ pct.point lavere end i prognosen.

Figur III.2 Realvækst og offentlig budgetsaldo i prognose hhv. med lav vækst



Anm.: I lavvækst-scenariet er den årlige vækst i udlandet sat lig 1 pct. i 1997-99 mod ca. 2½ pct. i prognosen i kapitel II. Væksten i de udenlandske lønninger er nedjusteret fra godt 1¼ pct. til ½ pct. Importpriserne er nedjusteret med ca. ¾ pct.point til 1 pct. Den gennemsnitlige vækst i det private forbrug er knap ½ pct. mod godt 3 pct. i prognosen. Endelig er den gennemsnitlige vækst i boliginvesteringerne nedjusteret fra ca. 10 pct. til godt 2 pct. Beregningen er foretaget vha. SMEC.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Offentlige finanser virker ret robuste

Beregningen indikerer, at der med den gunstige udgangssituation skal et ganske kraftigt dansk og internationalt konjunkturtilbageslag til, før Danmark får problemer med ØMU-kravet til den offentlige budgetsaldo. Omvendt er et forløb med en vækst i nærheden af 1 pct. i tre år ikke på nogen måde utænkeligt. Samtidig illustrerer beregningen, at der ikke vil være plads til at lempe finanspolitikken i en ugunstig konjunktursituation.

ØMU og de fremtidige udfordringer for finanspolitikken

Ovenfor er finanspolitikken blevet anskuet med udgangspunkt i stabiliseringspolitiske overvejelser. Men finanspolitikken bør også indrettes under hensyntagen til størrelsen af den offentlige gæld. På baggrund af de nuværende høje offentlige gældsposter i Europa har det været fremført, at der ikke er plads til store offentlige budgetunderskud. Behovet for at nedbringe de offentlige gældsposter forstærkes af, at de offentlige finanser vil blive sat under pres i takt med, at forsørgerbyrden vokser. Det er imidlertid ikke et problem at have budgetunderskud på 5 pct. af BNP i enkelte år, så længe der er balance eller overskud over konjunkturcyklen.²⁴ For at sikre en sådan strukturel balance kan det imidlertid virke disciplinerende at melde sig ind i en klub med regler. Der kan således være større sandsynlighed for, at de nødvendige stramninger bliver gennemført inden for ØMU'en end uden for. Dette argument har givetvis en vis styrke for flere EU-lande. Omvendt kan kravene til finanspolitikken - afhængig af den valgte valutakurspolitik - faktisk være større uden for end inden for ØMU'en. Hvis et land fører fastkurspolitik over for euro'en, vil en for ekspansiv finanspolitik nemlig let kunne skabe tvivl om fastkurspolitikken troværdighed.

24) Samtidig skal det bemærkes, at en årrække med balance eller beskedne underskud på det offentlige budget stadig vil reducere gælden ift. BNP, forudsat der er en vis vækst i økonomien.

Danmark i kanten af kernen

På baggrund af diskussionen i dette afsnit kan man sammenfatte de stabiliseringspolitiske overvejelser omkring et dansk ØMU-medlemsskab som følger: Forudsat at inflationstakten i euro-området bliver lav og stabil, vil den økonomiske politiks troværdighed blive styrket, hvis Danmark melder sig ind i ØMU'en; de danske gevinster på dette område må dog vurderes som værende små sammenlignet med mange andre EU-landes. Endvidere vil et ØMU-medlemsskab indebære, at man mister et stabiliseringspolitisk instrument. Omkostningen herved afhænger af, om Danmark rammes af asymmetriske stød, og af om vi i tilfælde af symmetriske stød tilpasser os på samme vis som de øvrige lande og har identiske præferencer. Danmark har haft en lav BNP-samvariation med kernelandene siden 1980. De empiriske analyser kunne tyde på, at dette i nogen grad kan henføres til forskelle i økonomisk politik. Det kan imidlertid ikke udelukkes, at Danmark til en vis grad er blevet ramt af asymmetriske stød, og at vi har tilpasset os anderledes til de fælles stød. Hvad angår finanspolitikken ser det med det nuværende udgangspunkt ikke ud til, at de finanspolitiske regler bliver svære at overholde.

III.5 Økonomisk politik uden for ØMU'en

Danmark står udenfor

Danmark har med Edinburgh-afgørelsen tilkendegivet, at vi ikke deltager i tredje fase af ØMU'en. Det gør det relevant at overveje, hvilken økonomisk politik Danmark bør og kan føre uden for ØMU'en. En diskussion heraf er samtidig central for spørgsmålet om, hvorvidt det er en god ide at deltage i den monetære union.

Vigtigt at undgå høj og varierende inflationstakt

I det følgende lægges det til grund, at en vigtig målsætning for den økonomiske politik er at undgå en høj og varierende inflationstakt i Danmark. Baggrunden herfor er, at en høj og varierende inflationstakt medfører store og ofte uforudsete indkomst- og formueomfordelinger. Samtidig forvrides grundlaget for realøkonomiske samt finansielle beslutninger, og investeringsusikkerheden øges. Hertil kommer, at det er vanskeligt at tilpasse et nominelt skattesystem til en situation med betydelig inflation.

Systematisk, ekspansiv penge- og valutakurspolitik virker ikke

Umiddelbart kunne det forekomme naturligt at anvende penge- og valutakurspolitikken til at nedbringe ledigheden og forbedre betalingsbalancen. Der er imidlertid en stor risiko for, at en ekspansiv penge- og valutakurspolitik - hvis den bliver forfulgt systematisk - blot vil resultere i en situation med en højere inflationstakt og en deprecierende krone, uden mærkbare forbedringer af konkurrenceevne, beskæftigelse og betalingsbalance. Penge- og valutakurspolitikken kan derfor ikke sikre et permanent lavere gennemsnitligt ledighedsniveau, hvilket dog ikke udelukker, at den kan bruges til at stabilisere økonomien i tilfælde af stød.

Fastkurspolitik over for euro'en erklæret

Den danske regering har tilkendegivet, at man ved indledningen til ØMU'ens tredje fase vil føre fastkurspolitik over for euro'en inden for et så tæt samarbejde med ECB som muligt. Hvis inflationstakten i euro-området bliver lav og stabil, kan der - nøjagtig som det er tilfældet med den nuværende fastkurspolitik over for D-mark - være flere fordele forbundet med en sådan politik.

Fastkurspolitik kan give lav inflation og rente

Hvis virksomhederne, husholdningerne, arbejdsmarkedets parter og de finansielle investorer har tiltro til fastkurspolitikken, vil løn- og prisstigningstakten samt renten blive på niveau med det område, som den faste valutakurs er defineret i forhold til. En troværdig fastkurspolitik kan herved bidrage til at sikre lav inflation og rente.

Troværdighedsproblemet

Fastkurspolitikken troværdighed afhænger bl.a. af udviklingen i de makroøkonomiske størrelser herunder inflation, betalingsbalance, ledighed og offentlige finanser. Hvis høj inflation truer konkurrenceevnen, hvis der er store budget- eller betalingsbalanceunderskud, eller hvis ledigheden er høj, kan fastkurspolitikken risikere at blive draget i tvivl, idet en devaluering af valutaen i hvert fald på kort sigt kan afhjælpe de pågældende problemer.

Betydning af valutakursarrangement

Ud over den makroøkonomiske situation afhænger troværdigheden af, om fastkurspolitikken er en ensidigt påtaget forpligtelse, eller om den understøttes af et valutakurssamarbejde. Tilskyndelsen til og behovet for at foretage valutakursjusteringer er mindre i det sidstnævnte tilfælde, hvilket gør fastkurspolitikken mere troværdig. Og jo tættere valutakurssamarbejdet er i form af smallere udsvingsbånd og større gensidige interventionsforpligtelser, desto mere troværdig bliver den faste kurs.

Vigtigt at Danmark får tæt tilknytning til euro'en

De finansielle markeder kan - særligt hvis Danmark står frivilligt uden for ØMU'en - se den danske position som et tegn på, at vi ikke er indstillet på at afgive muligheden for at føre en mere ekspansiv - inflationær - politik end euro-området. Ikke mindst derfor er det vigtigt, at Danmark opnår et tæt samarbejde med ECB, og især vil det være gavnligt med gensidige interventionsforpligtelser. Hvis Danmark ikke får en sådan aftale, stiger risikoen for, at der med mellemrum kan komme spekulative angreb på den danske krone som følge af troværdighedsproblemer. Sådanne angreb vil tvinge den danske rente i vejret, og dermed påvirke den reale del af økonomien negativt.²⁵

Fastkurspolitik vil kræve overholdelse af ØMU-regler

For at reducere risikoen for, at der opstår tvivl om den danske fastkurspolitik over for euro'en, bliver det formodentlig afgørende, at Danmark fastholder en høj grad af økonomisk konvergens med euro-området.²⁶ Faktisk er det - netop fordi kronkursen i princippet kan justeres - muligt, at vi bliver nødt til at føre en

25) Dannelsen af ØMU'en vil dog - fordi den mindsker antallet af nationale valutaer - reducere risikoen for smittefarlige devalueringer i stil med dem, man har set i ERM, hvor et lands devaluering har skabt et efterfølgende pres på andre lande og særligt på nære samhandelspartnere, jf. Eichengreen m.fl. (1996). Da Storbritannien og Norge samt sandsynligvis også Sverige står uden for ØMU'en, kan Danmark dog stadig risikere at blive udsat for smittefarlige devalueringer.

26) En høj konvergensgrad vil øge fastkurspolitikken troværdighed og vil samtidig øge sandsynligheden for, at Danmark kan få et tæt valutakurssamarbejde med ECB, jf. afsnit III.2.

endnu strammere finanspolitik end euro-landene. Store offentlige budgetunderskud kan nemlig indikere, at den økonomiske politik er for ekspansiv, og de kan herved reducere fastkurspolitikens troværdighed. Med hensyn til pengepolitikken er det klart, at fastkurspolitikken vil nødvendiggøre, at Danmark skygger ECB's pengepolitik, nøjagtig som man i dag følger Bundesbanks. Med andre ord vil den danske pengepolitiske autonomi reelt være ikke eksisterende.

Hvorfor ikke gå med i stabil ØMU?

Hvis Danmark deltog i ØMU'en, ville den pengepolitiske autonomi både reelt og formelt forsvinde. Til gengæld ville vi være med til at træffe beslutninger vedrørende den fælles pengepolitik. Sammenholdes dette med de begrænsninger, fastkurspolitikken som nævnt ovenfor vil lægge på finanspolitikken, kan man derfor argumentere for, at det danske økonomisk-politiske spillerum vil være lidt større inden for ØMU'en end i et fastkursregime udenfor. Hvis man hertil lægger, at et medlemskab af den monetære union vil give effektivitetsgevinster - især mindre transaktionsomkostninger og lavere renteniveau, jf. afsnit III.3 - er det nærliggende at spørge, hvorfor Danmark ikke skulle tage skridtet fuldt ud og melde sig ind i ØMU'en. Et argument for at blive uden for en stabil ØMU er imidlertid, som nævnt i afsnit III.4, at det ikke kan udelukkes, at Danmark i fremtiden vil kunne have i situationer, hvor det vil være af stor værdi at kunne ændre den nominelle valutakurs. Muligheden for at ændre valutakursen kan med andre ord ses som en slags forsikring, hvis præmie hovedsageligt består af de større transaktionsomkostninger og det højere renteniveau.

Formentlig bedst ikke at deltage i ustabil ØMU

En andet argument for at stå uden for - i hvert fald til at begynde med - er, at det næppe på forhånd kan udelukkes, at ØMU'en bliver ustabil. Med ustabil menes her først og fremmest, at inflationstakten bliver høj og varierende. I en sådan situation vil der erfaringsmæssigt ofte blive ført en "stop-go"-politik, der skaber ustabilitet i den reale del af økonomien.

Bliver ØMU'en stabil?

Men hvor sandsynligt er det, at inflationstakten i euro-området bliver høj og varierende? Som beskrevet i afsnit III.2 er der i Maastricht-traktaten gjort meget for at sikre den monetære og finansielle stabilitet i euro-området vha. af bl.a. penge- og finanspolitiske regler. På trods heraf er der en risiko for, at der kan opstå stabilitetsproblemer. F.eks. er det muligt, at der i tilrettelæggelsen af den fælles pengepolitik - og inden for rammerne af traktatens pengepolitiske regler - kan opstå uenighed om afvejningen mellem inflation og beskæftigelse. Den høje ledighed i Europa øger sandsynligheden for, at der kan blive ført en forholdsvis inflationær politik. Endvidere kan det ikke udelukkes, at adskillige lande på trods af de finanspolitiske regler vil kunne få problemer med de offentlige budgetter og gældsposter. Herved vil der kunne opstå et pres på den fælles centralbank for at holde renteniveauet nede og føre en mere inflationær pengepolitik. Dette vil være i modstrid med Traktaten. Men selv hvis ECB kan modstå et eventuelt politisk pres, er der en risiko for, at vægtfordelingen mellem penge- og finanspolitikken bliver uheldig i form af ekspansiv finanspolitik og restriktiv pengepolitik, der fører til høj realrente.

Medlemskredsens betydning

Styrken af de her nævnte kilder til ustabilitet vil formodentlig afhænge af ØMU'ens medlemskreds. Jo flere af de traditionelle ikke-kerne lande, der kommer med, desto større bliver risikoen for, at der kan blive stabilitetsproblemer. Det afgørende er, om der er politisk opbakning til den anti-inflationære politik - også efter dannelsen af ØMU'en.

Stabilitet vigtig for det danske valg

Risikoen for, at ØMU'en bliver ustabil, taler isoleret set for at blive uden for og se tiden an. Hvis ØMU'en viser sig at blive stabil og forventes at blive ved med at være det, er der - set fra et økonomisk synspunkt - faktisk kun risikoen for store asymmetriske stød tilbage, der taler for at blive udenfor. Hvis ØMU'en viser sig at blive ustabil, er det et argument for at blive udenfor. Samtidig vil det blive relevant at tage den danske fastkurspolitik op til revision.

Ikke optimalt at binde sig til noget ustabil

Det er ikke optimalt at binde sin valutakurs til et område med en høj og varierende inflationstakt, idet man så vil komme til at "importere" denne. Sagt på en anden måde kan en fast valutakurs kun anvendes som nominelt anker i en lavinflationspolitik, såfremt ankerlandets inflation er lav. Hvis ØMU'en bliver ustabil, må en dansk stabilitetsorienteret økonomisk politik - der bl.a. må sigte på at undgå en høj og varierende inflationstakt - derfor have et andet nominelt anker end en fast euro-kronekurs.

Inflationsmål som nominelt anker

Det mest nærliggende alternativ til en fast valutakurs er at anvende et inflationsmål som det nominelle anker, således som f.eks. Sverige og Storbritannien gør det. Et inflationsmål indebærer, at det tilkendegives, at den økonomiske politik og i særdeleshed pengepolitikken vil blive fastlagt med henblik på, at inflationstakten skal ligge inden for visse grænser. Det kan eksempelvis tilkendegives, at målsætningen er, at forbrugerpriserne inden for det næste år skal stige med 1-3 pct. Med et inflationsmål flyder valutakursen frit i den udstrækning, det er foreneligt med inflationsmålet. Da politikændringer påvirker inflationstakten med en vis forsinkelse, vil det være nødvendigt at basere den økonomiske politik på indikatorer for den fremtidige inflation herunder den forventede økonomiske vækst, pengemængdevæksten og - særligt i åbne økonomier - valutakursen. Endvidere er det vigtigt, at der er åbenhed omkring den førte politik, så der ikke opstår unødigt tvivl om, hvorvidt inflationsmålet faktisk realiseres.

Inflationsmål kan virke disciplinerende

Fordelen ved at anvende et inflationsmål som nominelt anker er først og fremmest, at det kan virke disciplinerende på den økonomiske politik og herved øge dennes troværdighed. Det skyldes, at der vil være politiske omkostninger forbundet med ikke at kunne leve op til de fastsatte målsætninger.²⁷ Samtidig vil et troværdigt inflationsmål bidrage til at koordinere inflationsforventningerne.

27) En inflationsmålsætning kan også understøttes af sanktioner. I New Zealand kan centralbankchefen risikere at blive afskediget, hvis det fastsatte inflationsmål ikke opfyldes. Samtidig er centralbankens budget udtrykt i nominelle størrelser, så inflation udhuler dets reale værdi.

Inflationsmål kontra fast valutakurs

Ovenfor blev det antydnet, at det kun vil være hensigtsmæssigt at tage den danske fastkurspolitik op til revision, hvis ØMU'en viser sig at blive ustabil. Umiddelbart kunne et inflationsmål imidlertid også virke som et attraktivt alternativ for Danmark i en situation med en stabil ØMU. For det første vil man med inflationsmål undgå risikoen for spekulative angreb mod den danske krone og medfølgende rentestigninger. For det andet vil man i hvert fald i princippet få et større økonomisk-politisk råderum, end en fastkurspolitik over for euro'en tillader. Med et inflationsmål vil Danmark f.eks. ikke i så høj grad være tvunget til at skygge ECB's pengepolitik.²⁸ Dette kan være en fordel, fordi vi hermed undgår at skulle følge ECB, når og hvis den økonomiske situation i Danmark - eller de danske præferencer for aktiv stabiliseringspolitik - faktisk tilsiger noget andet. Et inflationsmål vil i princippet også betyde, at det finanspolitiske spillerum bliver større, idet man ikke i så høj grad vil behøve at bekymre sig om finanspolitikens virkning på valutakursen.

Troværdigheds- overvejelser taler for fastkurspolitik

At en fast valutakurs alligevel må vurderes at være mere hensigtsmæssig end et inflationsmål i tilfældet med en stabil ØMU hænger sammen med troværdighedsovervejelser. En fastkurspolitik er et mere operationelt anker end et inflationsmål. Hvis der opstår tvivl om fastkurspolitikken, vil der med det samme opstå uro på valutamarkedet.²⁹ Med et inflationsmål går der relativt lang tid fra politikændringer (eller mangel på samme) til målvariablen, inflationstakten, påvirkes. Denne forskel i forsinkelse taler for, at fastkurspolitik lettere lader sig kontrollere og derved lettere opnår troværdighed end et inflationsmål.

- 28) Naturligvis sætter udviklingen i valutakursen - som har stor betydning for inflationstakten i en åben økonomi som den danske - grænser for, hvor meget vi kan afvige fra ECB's pengepolitik.
- 29) Ulempen ved denne disciplinerende effekt er, at der kan opstå ubegrundet uro på valutamarkedet, hvis markedsdeltagerne pludselig frygter, at der - i modstrid med hvad der rent faktisk planlægges - vil blive ført en for ekspansiv økonomisk politik.

Troværdighed omkring nuværende fastkurspolitik kan overføres

Det er også vigtigt at understrege, at Danmark har fået opbygget en betydelig grad af troværdighed omkring fastkurspolitikken over for D-mark, og en væsentlig del af denne troværdighed vil givetvis kunne overføres til en fastkurspolitik over for euro'en, særligt hvis vi får et tæt valutakurssamarbejde med ECB. Hvis vi valgte at overgå til et inflationsmål, ville det kunne blive set som et tegn på, at vi ikke er parat til at føre en lige så stram politik som euro-landene, hvilket vil give troværdighedsproblemer.³⁰

Fastkurspolitik bedre end et inflationsmål, hvis ØMU'en er stabil

Alt i alt giver de ovenstående betragtninger grund til at formode, at en fastkurspolitik over for et stabilt euro-område vil være mere troværdig end et inflationsmål. Det betyder, at realrentespændet vil være relativt mindre under en fastkurspolitik.³¹ Endvidere vil den lavere troværdighed, som et inflationsmål formentlig giver, betyde, at denne politik bliver både sværere og dyrere at gennemføre end en fastkurspolitik.³² I den udstrækning en politik ikke er troværdig, vil der nemlig blive indbygget inflationsforventninger i lønninger, priser og renter. Dette gør det dyrere at fastholde en stram linie i den økonomiske politik og øger derfor også incitamentet til at opgive den. Alt i alt er det således sandsynligt, at en fastkurspolitik - stadig forudsat at ØMU'en bliver stabil - vil være mere attraktiv end et inflationsmål, selv om et sådant i princippet øger det stabiliseringspolitiske råderum.

Inflationsmål bedst, hvis ØMU'en er ustabil

Troværdighedsproblemerne med et inflationsmål gør sig også gældende, hvis ØMU'en bliver ustabil, men i dette tilfælde er en fast kronekurs over for euro'en, som tidligere beskrevet ikke så attraktivt et alternativ.

30) Hertil kommer det formelle problem, at deltagelse i fastkurssamarbejdet kan blive en forudsætning for at bevare muligheden for at træde ind i ØMU'en. Et inflationsmål kan - afhængig af de tilladte valutaudsving - give problemer i denne forbindelse.

31) Selv hvis begge politikker kunne gøres fuldt troværdige, vil valutakursusikkerheden i forbindelse med et inflationsmål betyde, at denne politik vil give et relativt større realrentespænd, forudsat at ØMU'en er stabil.

32) Udviklingen i Sverige tyder dog på, at man ikke skal overbetone vanskelighederne ved at opbygge troværdighed omkring et inflationsmål.

Skematisk oversigt På baggrund af diskussionen i dette og de foregående afsnit er der opstillet en skematisk oversigt over konsekvenserne af at stå uden for en ØMU, der har lav og stabil inflation (tabel III.6), og en ØMU der har høj og variende inflation (tabel III.7).

Tabel III.6 Skematisk oversigt: Konsekvenserne af at stå uden for en ØMU, der har lav og stabil inflation

	Fast kurs	Inflationsmål
Sparede transaktionsomkostninger mv.	÷	÷
Virkning på realrente	÷	÷ ÷
Virkning på inflation	0	0/÷
Mulighed for stabiliseringspolitik	0/÷	?
Forsikring mod store stød	+	+

Forklaring til tabellen:

Et "÷" betyder, at det er en ulempe at stå uden for ØMU'en.

Et "÷÷" betyder, at det er en stor ulempe at stå uden for ØMU'en.

Et "+" betyder, at det er en fordel at stå uden for ØMU'en.

Et "0" betyder, at der formentlig ikke er forskel på at være inde i eller stå uden for ØMU'en.

Et "?" betyder, at der kan være tvivl om, hvorvidt det er en fordel eller ulempe at stå uden for ØMU'en.

Tabel III.7 Skematisk oversigt: Konsekvenserne af at stå uden for en ØMU, der har høj og varierende inflation

	Fast kurs	Inflationsmål
Sparede transaktionsomkostninger mv.	÷	÷
Virkning på realrente	?	?
Virkning på inflation	0	+
Mulighed for stabiliseringspolitik	0/÷	+
Forsikring mod store stød	+	+

Forklaring til tabellen:

Et "÷" betyder, at det er en ulempe at stå uden for ØMU'en.

Et "+" betyder, at det er en fordel at stå uden for ØMU'en.

Et "0" betyder, at der formentlig ikke er forskel på at være inde i eller stå uden for ØMU'en.

Et "?" betyder, at der kan være tvivl om, hvorvidt det er en fordel eller ulempe at stå uden for ØMU'en.

III.6 Afslutning

Økonomiske fordele og ulemper svære at kvantificere

I det foregående er fordele og ulemper ved en eventuel dansk ØMU-deltagelse blevet diskuteret ud fra en økonomisk synsvinkel. Det er svært at sætte tal på de forskellige fordele og ulemper, og vurderingerne må derfor i vid udstrækning bero på skøn og en kvalitativ afvejning af argumenterne. Groft sagt kan den økonomiske diskussion omkring ØMU'en deles op i to problemstillinger. Et aspekt vedrører de økonomiske effektivitetsfordele, og et andet vedrører makroøkonomisk stabiliseringspolitik og troværdighed i den økonomiske politik.

Effektivitetsfordele ved ØMU-deltagelse

Deltagelse i ØMU'en giver nogle effektivitetsfordele. Fordelene består først og fremmest af sparede omkostninger ved valuta-transaktioner og eliminering af rentespændet. Transaktionsomkostningerne kan med en vis usikkerhed anslås til omkring $\frac{1}{4}$ pct. af BNP årligt. Gevinsterne ved eliminering af rentespændet afhænger naturligvis af rentespændets størrelse uden for ØMU'en. Det er også svært at forudsige, men forudsat Danmark fastholder en stabilitetsorienteret linje i den økonomiske politik, vil der formodentlig kun blive et beskedent rentespænd i forhold til euro-området. Beregninger tyder samtidig på, at bruttonationalindkomsten (BNI) kun vil stige marginalt, hvis det nuværende rentespænd elimineres.

Troværdighedsgevinster beskedne

Hvis Danmark går med i ØMU'en, må en national penge- og valutakurspolitik opgives, og finanspolitikken underlægges regler vedrørende budgetunderskud og gæld. Det betyder, at troværdighedsproblemerne i den økonomiske politik reduceres, forudsat ØMU'en bliver stabil. En stabil ØMU betyder, at euro-landene er i stand til at holde stabil og lav inflation i overensstemmelse med Maastricht-traktatens målsætninger. De danske troværdighedsgevinster må dog vurderes som værende små sammenlignet med mange andre EU-lande.

Usikre stabiliserings- politiske effekter

Det er vanskeligt at vurdere, om tabet af penge- og valutakurspolitikken vil være et stabiliseringspolitisk problem. På den ene side har den danske BNP-udvikling afvejet en del fra udviklingen i EU's kernelande i en længere årrække. Dette kunne principielt indikere, at der er behov for at bibeholde valutakursen som et potentielt stabiliseringspolitisk instrument. På den anden side kan det tænkes, at den økonomiske samvariation mellem Danmark og kernelandene vil stige fremover, hvis Danmark er med i ØMU'en, bl.a. fordi den økonomiske politik i højere grad vil blive koordineret mellem ØMU-landene. Under alle omstændigheder kan det i sagens natur ikke udelukkes, at Danmark kan blive ramt af et kraftigt, landespecifikt stød i fremtiden, hvor en selvstændig kontrol over valutakursen kunne være værdifuld. Med hensyn til de finanspolitiske regler tyder analyserne ikke på, at Danmark med det nuværende udgangspunkt for de offentlige finanser får store problemer med at overholde reglerne.

Alternativ til deltagelse i stabil ØMU

Det mest nærliggende alternativ til at deltage i en stabil ØMU er at føre fastkurspolitik over for euro'en. I så fald høster man ikke effektivitetsfordelene i form af sparede transaktionsomkostninger og eliminering af rentespænd. Til gengæld vil man få den samme lave inflation som i euro-området. Det stabiliseringspolitiske råderum bliver næppe større udenfor, idet en fast euro-kronekurs betyder, at Danmark ikke kan afvige fra ØMU-landenes økonomiske politik. Faktisk kan der argumenteres for, at det stabiliseringspolitiske råderum bliver mindre uden for end inden for ØMU'en, idet Danmark skal overholde de samme finanspolitiske regler som euro-landene, men uden at Danmark får indflydelse på tilrettelæggelsen af den fælles pengepolitik. En fordel ved at stå uden for kan være, at Danmark har muligheden for egenhændigt at kunne justere valutakursen, hvis vi bliver ramt af et stort, landespecifikt stød. I stedet for en fast valutakurs kunne man også vælge en inflationsmålsætning. Det ville i princippet give et større stabiliseringspolitisk råderum, men inflationsmålet kan være vanskeligt at kontrollere og vil bl.a. derfor formentlig være mindre troværdigt end en fast kurs, hvilket vil give et større rentespænd. Alt i alt må det derfor vurderes, at en fastkurspolitik vil være bedre end et inflationsmål, hvis ØMU'en bliver stabil.

Ved ustabil ØMU bør fastkurspolitikken opgives

Der er ikke fuldstændig sikkerhed for, at ØMU'en bliver stabil, selv om der i Maastricht-traktaten er en række penge- og finanspolitiske regler, der skal sikre dette. Hvis ØMU'en bliver ustabil, dvs. hvis inflationstakten bliver høj og varierende, taler økonomiske overvejelser imod dansk deltagelse, idet Danmark i lighed med de øvrige euro-lande da også vil få høj og varierende inflation. Af samme grund bør Danmark i dette tilfælde heller ikke nødvendigvis føre en fastkurspolitik over for euro'en, da Danmark i så fald vil "importere" euro-områdets inflation. I stedet kan man basere den økonomiske politik på et eksplicit inflationsmål. Herved kan man først og fremmest få en lavere inflation, fordi man ikke ligger under for euro-områdets økonomiske politik.

Deltagelse i ØMU'en?

ØMU'ens stabilitet er afgørende for, om det er økonomisk fordelagtigt at deltage. Hvis ØMU'en bliver stabil, viser analyserne, at der er flere økonomiske fordele ved medlemskab. Det væsentligste økonomiske argument for at stå uden for en stabil ØMU er risikoen for at blive ramt af store, landespecifikke stød i fremtiden. Et andet argument for at stå udenfor, i hvert fald til at begynde med, kan være, at der er en risiko for, at ØMU'en bliver ustabil. At blive uden for er en beslutning, der kan gøres om, mens det næppe er realistisk at regne med, at man vil kunne melde sig ud igen. Denne asymmetri kombineret med risikoen for en ustabil ØMU taler for en "vent og se"-holdning, da de løbende omkostninger i form af større transaktionsomkostninger og rentespænd næppe er store.³³ Hvis man mener, der er stor sandsynlighed for en stabil ØMU og lille risiko for fremtidige stød, der specifikt rammer den danske økonomi, bør Danmark set fra et økonomisk synspunkt omvendt ikke tøve med at gå med i ØMU'en fra starten.

ØMU er også politik

Kapitlet vedrører udelukkende de økonomiske aspekter af Danmark og ØMU'en. De politiske overvejelser kan være mindst ligeså tungtvejende.

33) I den svenske ØMU-rapport anbefales det, at Sverige venter med at gå med i ØMU'en. Hovedargumentet herfor er, at Sverige tenderer imod at blive ramt af asymmetriske stød. Et kraftigt asymmetrisk stød vil være specielt problematisk, fordi den svenske ledighed er relativt høj og de offentlige finanser relativt dårlige. På denne baggrund vurderes det at være for risikofyldt at opgive den nationale penge- og valutakurspolitik.

Litteraturliste

AIECE (1997): *Short-term Prospects for the International Economy, Spring 1997*, Venedig

Artis, M. and W. Zhang (1995): *International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle? Discussion paper no. 1191*, Centre for Economic Policy Research, London.

Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1993): *Shocking Aspects of European Monetary Integration*. In Torres, F. and F. Giavazzi (eds.): *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.

Birch Sørensen, P. (1997): *Rentspænd og formuedannelse i en lille åben vækstøkonomi. EPRU-Analyse nr. 14*, Handelshøjskolen, København.

Blanchard, O. J. and D. Quah (1989): *The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances. American Economic Review 79, 655-673.*

Danmarks Nationalbank (1996): *Kvartalsoversigt - November 1996*, København.

Danmarks Nationalbank (1997): *Kvartalsoversigt - Februar 1997*, København.

Det økonomiske Råd (1994): *Dansk Økonomi, december 1994*, København.

Eichengreen, B., A. Rose and C. Wyplosz (1996): *Contagious Currency Crises: First Tests. Scandinavian Journal of Economics 98, 463-484.*

EU-Karnov (1996), Karnovs Forlag, København.

EU-Kommissionen (1990): *European Economy no. 44*, Bruxelles.

European Monetary Institute (1997): *The Single Monetary Policy in Stage Three*, Frankfurt am Main.

Finansdepartementet (1996): Sverige och EMU. *Statens offentliga utredningar 1996:158*, Finansdepartementet, Stockholm.

Friberg, R. och A. Vredin (1996): Växelkursosäkerhet och de mikroekonomiska vinsterna av EMU, Bilaga 2 till EMU-utredningen. *Statens offentliga utredningar 1996:158*, Finansdepartementet, Stockholm.

Hansen, Lynggård N. (1997): Samvariation mellem udbuds- og efterspørgselsstød. Impuls-responsanalyse af årstal for Vesteuropa og USA 1960-95. Notat.

Jansson, P. (1996): Sverige och den europeiska monetära unionen: hur stor är sannolikheten att vi drabbas av asymmetriska chocker?, Bilaga 5 till EMU-utredningen. *Statens offentliga utredningar 1996:158*, Finansdepartementet, Stockholm.