

KAPITEL II

ØMU'EN: DANSK VALUTAPOLITIK VED EN SKILLEVEJ

II.1 Indledning

ØMU'ens start smertefri

Med indførelsen af euroen 1. januar 1999 begyndte tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU'en) med deltagelse af 11 ud af 15 EU-lande. Selve overgangen forløb glat, og Den Europæiske Centralbank (ECB) har endnu ikke været sat på en alvorlig prøve, der har fremkaldt spændinger i den fælles pengepolitik.

Fordele og ulemper ved euroen

ØMU'en er en del af EU-traktaten, og EU-landene skal deltage, hvis de er kvalificerede dertil. Danmark har imidlertid med en undtagelse i traktaten valgt at stå udenfor, men vil igen tage stilling til deltagelse i valutaunionen i september i år.¹ Anlægger man en rent økonomisk synsvinkel, bør beslutningen primært bero på en vurdering af de langsigtede økonomiske konsekvenser af medlemskab. Her spiller størrelsen af mulige effektivitetsgevinster en rolle, men nok så vigtigt er, om tilslutning kan bidrage til en stabilitetsorienteret økonomisk politik. Deltagelse vil nemlig definitivt betyde afkald på en selvstændig pengepolitik.

Økonomiske forandringer under alle omstændigheder

Når fordelene ved en eventuel ØMU-tilslutning skal opvejes mod ulemperne, er det vigtigt at gøre klart, hvilke økonomiske konsekvenser der vil følge direkte af et dansk medlemskab af ØMU'en, og hvilke der ikke afhænger heraf. Det økonomiske samarbejde i EU, herunder specielt deltagelsen i det indre marked, påvirker allerede Danmark på en række områder og

Kapitlet er færdigredigeret den 8. maj 2000.

1) Storbritannien har en tilsvarende undtagelse, mens Sverige formelt set ikke opfylder kvalifikationskravene, da landet ikke har deltaget i valutakurssamarbejdet i EMS.

vil fortsat gøre det, uanset om vi træder ind i ØMU'en eller ej. Ligeledes vil selve dannelsen af ØMU'en i alle tilfælde påvirke den danske økonomi på forskellige måder fremover, også selvom vi vælger at blive uden for valutaunionen.

Kapitlet belyser bl.a. ØMU'ens krav til finanspolitikken og muligheden for en selvstændig pengepolitik udenfor

Kapitlet giver ikke en udtømmende behandling af alle fordele og ulemper, der kan være forbundet med deltagelse i euroen, men lægger vægt på nogle vigtige økonomiske aspekter af en fælles pengepolitik. Afsnit II.2 drejer sig om potentielle effektivitetsgevinster, som kan opnås ved medlemskab. I afsnit II.3 ses der nærmere på muligheden for at blive ramt af asymmetriske stød. Afsnit II.4 belyser forskellige aspekter af finanspolitik i ØMU'en. I afsnit II.5 diskuteres det, om der er behov for øget fleksibilitet på arbejdsmarkedene for at undgå problemer med ubalance i forbindelse med konjunkturtilbagegang. Afsnit II.6-II.7 prøver at klarlægge, hvilke penge- og valutakurspolitiske muligheder der er uden for ØMU'en.

ØMU'en er også – og måske især – politik

Kapitlet vedrører alene udvalgte økonomiske aspekter af medlemskab. De politiske overvejelser – herunder vedrørende indflydelse og suverænitetsafgivelse – kan være mindst lige så tungtvejende.

Emner der ikke behandles i kapitlet

Kapitlet behandler ikke de væsentlige politisk-økonomiske udfordringer, som ØMU'en står over for. Først og fremmest berøres ikke spørgsmålet, om en overnational tilrettelæggelse af pengepolitikken er mulig, uden at det med tiden vil føre til dannelsen af en politisk union. Heller ikke en række institutionelle forhold vedrørende ECB's organisation og drift behandles i kapitlet, selvom spørgsmål som åbenhed, ansvarlighed, uafhængighed, gennemsigtighed og ECB's rolle i krisesituationer er vigtige. Kapitlet diskuterer ikke, om ECB's pengepolitiske strategi er fornuftig, og om selve beslutningsprocessen med deltagelse af alle nationale centralbankchefer er hensigtsmæssig. Blandt andre emner af betydning for valutaunionens fremtidige udvikling, som kapitlet ikke kommer ind på, er, hvordan udvidelsen af EU med en række central- og østeuropæiske lande vil påvirke ØMU'en.

II.2 Effektivitetsgevinster

Forskellige effektivitetsgevinster

Der vil være forskellige potentielle effektivitetsgevinster for Danmark ved at tilslutte sig ØMU'en. Først og fremmest vil vi kunne spare nogle transaktionsomkostninger, fjerne valuta-kursusikkerhed i forhold til Euroland og formindske rentespændet over for Tyskland.

Et groft skøn over sparede transaktionsomkostninger

Det er usikkert, hvor store de danske besparelser som følge af mindre transaktionsomkostninger vil være, men et groft skøn kan beregnes på følgende måde, jf. Det Økonomiske Råd (1997): Ifølge EU-Kommissionen (1990) får bankerne i EU knap 5 pct. af deres indtægter fra EU-valutatransaktioner. Antages dette tal også at gælde for Danmark i dag, og antages det, at pengeinstitutternes beskæftigelsesandel i 1998 på 2,0 pct. er et retvisende udtryk for pengeinstitutternes andel af samfundets samlede ressourceanvendelse, betyder det, at vi i dag anvender 0,1 pct. af BNP på finansielle valutatransaktioner med det øvrige EU. Dertil skal lægges interne omkostninger ved valutaveksling for virksomhederne. Disse er meget vanskelige at opgøre, men EU-Kommissionen anslår på baggrund af oplysninger fra nogle virksomheder, at de udgør knap 0,1 pct. af EU's samlede BNP. Tages dette tal ligeledes som gyldigt for Danmark i dag, kommer man frem til, at vi i alt bruger knap 0,2 pct. af BNP i transaktionsomkostninger i forbindelse med EU-valutaer. Da det imidlertid ikke er alle EU-lande, der har indført euroen, vil besparelsen ved dansk indtræden i ØMU'en være mindre. Antages det, at vores valutatransaktioner med de enkelte EU-lande er fordelt på samme måde som den danske eksport til EU-landene, vil vi kunne spare ca. 2/3 af dette beløb, altså 0,13 pct. af BNP, årligt ved indtræden i valutaunionen.

Flere grunde til at skønnet er usikkert

Dette skøn må betragtes som forholdsvis usikkert. Det kan tænkes, at små åbne økonomier vil vinde forholdsvis mere ved at afskaffe transaktionsomkostningerne ved valutahandel end de større EU-lande, hvilket trækker i retning af, at de anvendte gennemsnitsskøn for EU er for lave for Danmark. Omvendt sparer Danmark i alle tilfælde transaktionsomkostninger på grund af ØMU'ens dannelse, også uden selv at blive medlem, fordi valutakursusikkerheden mellem de nuværende eurolandes

hidtidige valutaer er forsvundet. Samtidig vil en del af den danske udenrigshandel i alle tilfælde blive afregnet i euro, hvilket også trækker i retning af, at den ekstra besparelse ved at indføre euroen bliver mindre. Omvendt kan det anføres, at en overgang fra kroner til euro kan mindske omkostningerne ved handel med andre valutaer, fordi euroen vil være mere likvid end kronen.

Engangsudgifter ved at erstatte kronen med euro

Over for besparelserne på transaktionsomkostningerne skal stilles en række engangsomkostninger, der vil være forbundet med at erstatte kronen med euroen. Det drejer sig eksempelvis om omstilling af betalings- og regnskabssystemer og pengeautomater, ændrede prislister, information til virksomheder og forbrugere om overgangen og optræning af personale i brugen af euro. Der findes kun få tilgængelige beregninger af de sandsynlige udgifter ved overgangen. I Finlands plan for landets overgang til euroen blev det anslået, at disse engangsomkostninger ville udgøre omkring 0,3 pct. af Finlands BNP, jf. Finlands Finansministerium (1997). Andre opgørelser kommer frem til større tal. Eksempelvis viser overslag fra hollandske myndigheder, at der kan blive tale om udgifter på op til 1 pct. af BNP.² Alt i alt vurderes det, at de samlede engangsudgifter vil være mindre end nutidsværdien af de sparede transaktionsomkostninger.

Det dansk-tyske rentespænd

P.t. er renten på den toneangivende danske 10-årige statsobligation 0,35 pct.point højere end på den tilsvarende tyske (april 2000). Dette rentespænd kan i princippet bestå af en kreditrisikopræmie, en likviditetspræmie og en valutarisikopræmie. Kreditrisikopræmien opstår, hvis der ikke er fuld tillid til, at udstederen af værdipapirerne vil være i stand til at overholde sine betalingsforpligtelser. Denne risiko er dog ubetydelig for såvel danske som tyske statsobligationer. Likviditetspræmien skyldes, at danske værdipapirer pga. det danske markedes størrelse kan være mindre likvide end eurolandenes værdipapirer, hvorfor der skal en kompensation i form af et højere forventet afkast til for at købe dem. Denne likviditetspræmie vil være til

- 2) I en britisk undersøgelse foretaget for organisationen Business for Sterling vurderes de samlede engangsomkostninger for Storbritannien at beløbe sig til 4,2 pct. af BNP, jf. Business for Sterling (2000). Dette tal virker dog påfaldende højt.

stede både inden for og uden for ØMU'en, hvorfor det danske rentespænd til Tyskland heller ikke kan forventes at forsvinde i tilfælde af dansk medlemskab. Det nuværende rentespænd mellem tyske og f.eks. hollandske og finske statsobligationer på 0,15 til 0,20 pct.point må således tilskrives likviditetsforskelle. I tilfælde af dansk indtræden i den monetære union kan det danske rentespænd forventes at komme til at ligge på linje med disse lande. Endelig kan valutarisikopræmien opdeles i en andel svarende til markedets forventninger om en kommende nedskrivning af kronens værdi og en ren præmie for usikkerhed om valutakursen.³ Begge elementer af denne valutarisikopræmie vil forsvinde ved dansk medlemskab af ØMU'en.

Vanskeligt at vurdere rentespænd uden for ØMU'en

Det er svært at sige noget sikkert om, hvordan det danske rentespænd til Tyskland vil blive i tilfælde af, at Danmark beslutter at bevare en selvstændig valuta. I det nuværende rentespænd er der formodentlig indlejret en vis forventning om, at Danmark vil tilslutte sig ØMU'en, og at valutakursusikkerheden over for Euroland dermed vil forsvinde helt. Hvis Danmark mere permanent vælger at forblive uden for den monetære union, vil rentespændet derfor formodentlig stige. Hvis vi fastholder en økonomisk udvikling med et inflationsniveau, der ikke overstiger Eurolands på mellemlang sigt, og en troværdig økonomisk politik i øvrigt, er der imidlertid ingen grund til, at denne valutarisikopræmie skulle blive særlig stor. I det tilfælde, at ØMU'en på lang sigt skulle udvikle sig til et ustabilt valutaområde, hvor inflationstakten bliver højere og mere varierende end den danske, er det muligt, at rentespændet, måske endog renset for inflationsforskelle, bliver negativt.

Vigtigt at se på både kort- og langsigtede konsekvenser af ændring i realrentespændet

Hvis en ændring i rentespændet afspejler, at systematiske forventninger til en fremtidig dansk merinflation og kronenedskrivning forandrer sig, vil den forventede realrente ikke ændre sig, og der kan ikke forventes nogen nævneværdig effekt på investeringer og opsparing. I det omfang ændringen i rentespændet skyldes en ændring i den rene usikkerhedspræmie, vil realrenten imidlertid også ændre sig, og det kan få forskellige

3) Fortegnet på denne rene usikkerhedspræmie er principielt ubestemt. Er den rene usikkerhedspræmie mellem to valutaområder positiv for det ene område, vil den omvendt være negativ for det andet område.

økonomiske konsekvenser. I den danske debat om rentespændet koncentrerer man sig ofte om virkningerne af en ændring i renten for indkomst og beskæftigelse på kort og mellemlang sigt. Da spørgsmålet om en dansk tilslutning til ØMU'en efter alt at dømmes vil få varige konsekvenser for vores fremtidige økonomiske vilkår, er det imidlertid nok så vigtigt også at vurdere de konsekvenser, et eventuelt ændret realrentespænd vil få for nationalindkomst og nationalformue på lang sigt.

Effekten på dansk økonomi af et højere rentespænd på kort og mellemlang sigt

Effekten på Danmarks økonomi på kort og mellemlang sigt af en stigning i rentespændet i forhold til udlandet kan illustreres ved hjælp af en SMEC-beregning. I nedenstående tabel II.1 er vist effekten i de første 20 år af en dansk rente, der er permanent ½ pct.point højere end i udgangspunktet. Den højere rente antages alene at skyldes en stigning i den rene valutakursrisikopræmie.

Tabel II.1 Effekt af en permanent rentestigning på ½ pct.point

År	1	2	3	4	5	10	15	20
Beskæftigelse, 1000 pers.	-1,0	-3,1	-5,0	-5,7	-5,4	0,4	3,3	1,6
BNP, pct.	-0,07	-0,16	-0,22	-0,25	-0,26	-0,20	-0,11	-0,10
Investeringer, pct. af BNP	-0,06	-0,14	-0,18	-0,20	-0,21	-0,21	-0,17	-0,15
Privat forbrug, pct. af BNP	-0,05	-0,10	-0,13	-0,15	-0,15	-0,13	-0,02	0,17
Betalingsbalance, pct. af BNP	-0,02	0,00	0,00	-0,00	-0,01	0,00	-0,00	-0,08
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,15	-0,26	-0,34	-0,40	-0,42	-0,32	-0,28	-0,36

Anm.: Tabellen angiver effekten af en stigning i alle rentesatser, herunder også forrentningen af udlandsgælden. Effekten på renteudgifterne til udlandet afhænger af, hvordan udlandsgældens aktiver og passiver er sammensat på valutaer. I eksperimentet er det antaget, at ændringer i den danske rente slår fuldt igennem på rentebetalingerne til udlandet. Hvis det alternativt antages, at forrentningen af udlandsgælden ikke påvirkes, fås entydigt en forbedring af betalingsbalancen, mens effekterne på beskæftigelse, forbrug osv. kun påvirkes marginalt. Effekterne på investeringer og privat forbrug er angivet i pct. af BNP i grundforløbet.

Kilde: Egne beregninger baseret på SMEC.

Effekterne af ½ pct. højere rente er begrænsede

En højere dansk rente vil ifølge modelberegningerne reducere investeringerne og gennem lavere huspriser også sænke det private forbrug. Dette bevirker, at beskæftigelsen falder, og ledigheden stiger. Den maksimale effekt opnås efter fire år, hvor der er ca. 6.000 personer færre i arbejde. På lidt længere sigt indebærer de selvregulerende kræfter i økonomien, at effekten på beskæftigelse og ledighed reduceres, og den negative beskæftigelseseffekt er forsvundet efter ti år, mens BNP er reduceret med 0,2 pct. Den lavere produktion for uændret beskæftigelse afspejler, at produktiviteten forværres som følge af, at de lavere investeringer giver anledning til et mindre kapitalapparat. De lavere investeringer og det lavere forbrug forbedrer isoleret set betalingsbalancen, men til gengæld øger den højere rente rentebetalingerne til udlandet. Disse effekter modvirker på kort og mellemlang sigt hinanden, således at betalingsbalancen ikke påvirkes nævneværdigt. Den offentlige sektors saldo forværres derimod entydigt, både som følge af større renteudgifter og fordi den lavere aktivitet i økonomien indebærer et fald i skatteindtægterne og en stigning i udgifter til arbejdsløshedsdagpenge. Af tabellen fremgår, at effekten på det private forbrug på længere sigt er positiv. Denne effekt afhænger imidlertid bl.a. af antagelserne om den offentlige sektor. Antages det, at det offentlige gennem højere skatter kompenserer for den direkte budgetvirkning af de højere renteudgifter, fås også på mellemlang sigt en negativ effekt på det private forbrug.

Modelberegningerne er usikre

De modelberegnedede effekter af en rentestigning afhænger af en række antagelser, der er indbygget i modellen, og den faktiske effekt af en ændring i rentespændet kan meget vel afvige fra det modelberegnedede. Hvis det eksempelvis antages, at det offentlige gennem højere skatter kompenserer for den direkte budgetvirkning af de højere renteudgifter, fås et mere negativt forløb, hvor det maksimale beskæftigelsesfald efter fem år er ca. 8.000, og BNP-virkningen efter ti år er ca. -0,4 pct. Omvendt kan det tænkes, at mange danske virksomheder og opsparende i forvejen indretter sig efter det udenlandske renteniveau, og at deres adfærd derfor ikke påvirkes nævneværdigt af ændringer i den danske rente. Dette forhold taler for, at størrelsesordenen af effekterne kan være mindre end i tabellen.

På lang sigt er rentens virkning på opsparingen afgørende for forbrugsmulighederne

I det lange løb er det afgørende, hvorledes en ændring i realrenten vil påvirke vores nationalindkomst og -formue og dermed forbrugsmuligheder. Et fald i investeringerne vil give et lavere kapitalapparat og dermed også lavere BNP på lang sigt. Det er derimod ikke oplagt, hvad dette vil betyde for indkomst, formue og forbrug, idet disse størrelser først og fremmest afhænger af opsparingen. I tilfælde af, at opsparingskvoten forbliver uændret, vil de ændrede investeringer blive modsvaret af en ændret låntagning og dermed ændrede nettorentebetaling til udlandet. Derfor bliver virkningen på nationalindkomsten, som er afgørende for forbrugsmulighederne på lang sigt, anderledes end på BNP. Hvis opsparingskvoten og dermed på længere sigt den finansielle formue ændres som følge af renteændringen – hvilket er det mest sandsynlige – kan denne forskel blive yderligere forstørret.

Rentefald kan give lavere indkomst og forbrug på lang sigt

En eventuel dansk indtræden i ØMU'en må, som tidligere nævnt, forventes at reducere rentespændet til Tyskland til 0,15-0,20 pct.point. De langsigtede effekter af et lavere rentespænd på produktion, nationalformue og forbrugsmuligheder analyseres i Sørensen (1997). Analysen tager udgangspunkt i en teoretisk vækstmodel for en lille åben økonomi, som ligner Danmark. I beregningerne vil et rentefald forøge kapitalapparatet og BNP på lang sigt. Det private forbrug vil imidlertid stige meget lidt i det lange løb eller ligefrem falde, afhængigt af udviklingen i den offentlige sektors størrelse. Hvis forbrugernes opsparing falder som følge af rentefaldet, bliver den disponible indkomst og det private forbrug efter en stigning i de første år også lavere på lang sigt i forhold til situationen med et uændret rentespænd. Regneeksemplet er for forenklet til, at resultaterne uden videre kan overføres til den danske virkelighed. De illustrerer imidlertid, at det er meget vigtigt at skelne mellem virkningerne på nationalprodukt og på nationalindkomst, når langsigtsvirkningerne af en renteændring skal gøres op for en lille åben økonomi som den danske. Beregningernes kvalitative resultat, nemlig at fortegnene på langsigtseffekten på forbrugsmulighederne og produktionen kan være forskellige, genfindes i øvrigt i de viste beregninger baseret på SMEC, jf. tabel II.1.

Fordele ved større konkurrence

Dannelsen af ØMU'en kan tænkes at give gevinster i form af forøget konkurrence på grund af større prisgennemsigtighed og større samhandel, og dermed mere generel økonomisk integration mellem medlemslandene. Landene uden for ØMU'en vil få del i disse gevinster i alle tilfælde gennem deres samhandel med Euroland, men gevinsterne vil blive større i tilfælde af direkte medlemskab af ØMU'en. Disse gevinster formodes dog at være forholdsvis beskedne. Derudover vil elimineringen af valutakursusikkerhed have en mulig virkning på omfanget af samhandlen mellem Danmark og det nuværende Euroland.

Sammenfatning af effektivitetsgevinster ved ØMU-deltagelse

Dansk deltagelse i ØMU'en vil medføre forskellige effektivitetsgevinster. Først og fremmest vil der kunne spares omkostninger til valutatransaktioner svarende til knap 0,15 pct. af BNP årligt efter et groft skøn. Herfra skal trækkes engangsudgifterne ved omstillingen til euro. Deres størrelse kendes ikke, men vurderes at være mindre end den tilbagediskonterede værdi af de sparede transaktionsomkostninger. Rentspændet over for Tyskland vil være mindre i tilfælde af ØMU-medlemskab, end hvis Danmark mere permanent vælger at opretholde en selvstændig valuta. Rentspændet vil dog næppe blive særlig stort, hvis Danmark fastholder en økonomisk udvikling med en inflation, der ikke overstiger Eurolands på lang sigt, og en troværdig økonomisk politik i øvrigt. Et lavere (real-)rentespænd vil på kort sigt føre til en stigning i beskæftigelse og forbrug, mens beskæftigelsen på længere sigt vil være uændret. Virkningen af en renteændring på indkomst, formue og forbrug i det lange løb er mindre klar. I alle tilfælde formodes såvel de kort- som langsigtede virkninger dog at være kvantitativt ret beskedne. Yderligere vil der være effekter af et ØMU-medlemskab i form af større prisgennemsigtighed og samhandel; også disse effekter formodes dog at være beskedne.

II.3 Asymmetriske stød

Optimale valutaområder

Hvorvidt et land fordelagtigt kan indgå i et valutaområde, afhænger bl.a. af, om det er forskånet for store asymmetriske stød, der kunne kræve en selvstændig pengepolitisk reaktion, jf. Mundell (1961) og McKinnon (1963). I en sådan vurdering skelnes der ofte mellem kernelande og periferilande, afhængigt

af, hvor integrerede landene er, og hvor ensartet deres økonomiske udvikling er. For periferilande vil en fælles pengepolitik ikke altid være lige passende, og de må i fravær af det pengepolitiske instrument være indstillede på at bruge andre instrumenter til stabilisering, f.eks. finanspolitik og arbejdsmarkedspolitik. Afsnittet har til formål at belyse graden af asymmetri mellem EU-landene og på den baggrund vurdere, om de er egnede til at have en fælles pengepolitik.

Opdeling i kerne- og periferilande

Et eksempel på en analyse, der foretager en opdeling i kernelande og periferilande, er Artis og Zhang (1998b). Tyskland er ankerland i analysen, og gruppering af lande sker efter, hvor meget de enkelte lande ligner Tyskland med hensyn til en række økonomiske sammenhænge, der fanger de grundlæggende argumenter i teorien om optimale valutaområder: handel med Tyskland i forhold til den samlede handel, arbejdsmarkedets fleksibilitet i forhold til Tyskland, grad af samme pengepolitik (målt ved realrenten), grad af samvariation mellem konjunkturcykler, valutakursudsving og inflation i forhold til Tyskland. Selve opdelingen i kernelande og periferilande sker på baggrund af klyngeanalyse, der bygger på genkendelse af ensartede mønstre i datasæt.⁴ Lande, der ligner hinanden, kommer således til at tilhøre samme gruppe. Data omfatter perioden 1979-95.

Tabel II.2 Opdeling i grupper på baggrund af klyngeanalyse

Kerne	Frankrig, Holland, Belgien, Østrig
Nordlige periferi	Danmark, Irland, Schweiz, Sverige, Norge, Finland, Storbritannien
Sydlig periferi	Italien, Spanien, Portugal, Grækenland

Anm.: Alle lande er defineret i forhold til Tyskland, som derfor definatorisk indgår i kernen.

Kilde: Artis og Zhang (1998a).

- 4) Metoden udpeger trinvis ud fra et afstandsmål de to enkeltlande eller grupper, der ligner hinanden mest, og danner en ny gruppe bestående af disse. Sammenføjningen af grupper kan i princippet fortsætte, indtil der kun er én gruppe tilbage. Metoden er nærmere beskrevet i f.eks. Artis og Zhang (1998b) og OECD (1999).

Danmark er ikke et kerneland...

Tabel II.2 viser opdelingen i kerne- og periferilande samt andre grupper. Kernelandene, som omfatter Frankrig, Holland, Belgien og Østrig, ligner Tyskland mest. Periferilandene er underopdelt på den nordlige periferi og den sydlige periferi med Danmark som medlem af førstnævnte gruppe. Danmarks placering som periferiland skyldes først og fremmest lille BNP-samvariation med kernelandene, hvilket også fører til en anderledes udvikling i realrenten.

... men ligner trods alt kernelandene mere end visse eurolande

Ved at placere lande i én enkelt gruppe tabes der information om grænsetilfælde, hvor et land er tæt på at kunne tilhøre en anden gruppe. Dette kan der tages højde for i klyngeanalysen ved at tilskrive hvert land en grad af tilhørsforhold til hver gruppe, hvor disse grader af tilhørsforhold for hvert land summer til 100, jf. Artis og Zhang (1998b). En sådan analyse afslører, at Danmark har mere lighed med kernelandene end Irland og Finland, der er med i ØMU'en. Ligeledes ligner Danmark kernelandene mere end alle lande i den sydlige periferi, der også er med i ØMU'en. Endelig er Danmark betydelig tættere på at være et kerneland end Sverige og Storbritannien, jf. tabel II.3.

Andre undersøgelser

Forskellige andre empiriske analyser har undersøgt samvariationen i de stød, der har ramt kernelande og periferilande, for at afgøre typen af stød, jf. bl.a. Det Økonomiske Råd (1997). Analyserne giver ikke noget entydigt svar, men peger dog i retning af, at Sverige og Storbritannien i højere grad end Danmark rammes af asymmetriske stød. Specielt Storbritannien har et konjunkturforløb, der mere ligner det amerikanske end f.eks. det tyske.

Deltagelse kan i sig selv gøre et land velegnet til fælles pengepolitik

Empiriske analyser af, om et land kan indgå i et optimalt valutaområde, kan kritiseres for at bero på historie og således for ikke at tage højde for de ændringer, som deltagelse i en valutaunion måtte indebære. Eksempelvis kan en fælles valuta fremme handelsmæssig integration, hvilket i sig selv kan skabe mere symmetri i deltagerlandenes konjunkturcykler og dermed gøre en fælles pengepolitik mere velegnet. Dertil kommer, at en fælles valuta fjerner tilfældige valutakursudsving og den destabiliserende effekt derfra.

Tabel II.3 Grad af tilhørsforhold til forskellige grupper

	Kerne	Nordlige periferi	Sydlig periferi
Frankrig	62,7	19,9	17,4
Italien	11,6	18,5	69,9
Holland	87,3	7,0	5,7
Belgien	87,9	6,1	6,0
Danmark	22,8	58,7	18,5
Østrig	66,7	16,2	17,1
Irland	8,4	75,8	15,8
Spanien	8,1	28,7	63,2
Portugal	2,1	4,9	93,0
Sverige	3,2	86,8	10,0
Finland	6,1	82,5	11,4
Grækenland	8,1	15,5	76,4
Storbritannien	5,3	82,9	11,8

Kilde: Artis og Zhang (1998b).

Har ECB's pengepolitik været passende?

I 1998 og 1999 har der ikke kunnet konstateres tegn på større symmetri i konjunkturcykler, og der har endda været en tendens til større inflationsforskelle blandt eurolandene. En årsag til divergens i den økonomiske udvikling kan måske være konsoliderings-“træthed” efter perioden 1992-97, hvor den økonomiske politik var lagt an på at skulle opfylde Maastricht-traktatens konvergenskrav. Med væsentlige forskelle i konjunktursituationen kan der være bekymring for, at pengepolitikken ikke er lige passende for alle eurolande. På den baggrund opstiller Björkstén og Syrjänen (1999) et monetært barometer, der viser, hvor passende pengepolitikken er for de enkelte eurolande. Renten beregnes ved hjælp af en såkaldt Taylor-regel, der er en simpel måde at udtrykke, hvordan de pengepolitiske myndigheder fastsætter styringsrenten ud fra to faktorer: inflationsafvigelsen fra et fastlagt mål og outputgab (afvigelse fra normalkonjunktur), jf. Taylor (1993). Taylor-reglen har vist sig at være ret god til at beskrive pengepolitiske beslutninger i USA og Tyskland. For euroområdet som

helhed giver Taylor-reglen anledning til en rente svarende til den faktiske på tidspunktet for undersøgelsen (midten af 1999), men ECB's pengepolitik er ikke lige passende for alle eurolande. Det monetære barometer indikerer nemlig, at Irland, Portugal og Holland har brug for en betydelig strammere pengepolitik, mens pengepolitikken er for stram for Tyskland.

Tendenser til øget regional specialisering og koncentration?

Et argument mod, at der skulle opstå mere synkrone konjunkturforløb ved indførelse af en fælles valuta, er, at det ikke er klart, hvilken form for handel der skabes. Det er tænkeligt, at der på lidt længere sigt vil ske en øget specialisering for at udnytte stordriftsfordele, som får visse typer af virksomheder til at placere sig i bestemte områder, hvilket gør sårbarheden over for asymmetriske stød større. Ændrede mønstre i industristrukturen, som måtte komme som følge af en fælles valuta, vil først vise sig over årene. Hidtil har det været svært at spore tendenser til, at økonomisk integration har ført til øget regional specialisering og koncentration af virksomheder på bestemte lokaliteter, jf. Det Økonomiske Råd (Kap.IV 1997). Tværtimod ser det ud til, at specialiseringen er blevet mindre, således at produktionens sammensætning på brancher i forskellige regioner i Europa i højere grad bliver ensartet, jf. Hallet (2000). Resultatet i sig selv betyder mindre sandsynlighed for asymmetriske stød, men afspejler først og fremmest den generelle forskydning fra landbrug til industri og service. Analysen påviser også, at der er en vis form for koncentration af industrivirksomheder, men der er ikke sket nogen udvikling i retning af, at koncentrationen skulle være blevet større i de seneste år.

Transmissionsmekanismen kan give anledning til asymmetri

Ud over at en fælles pengepolitik ikke kan reagere på asymmetriske stød, er der det problem, at afhængigt af transmissionsmekanismen fra pengepolitik til realøkonomi er virkningen af pengepolitik forskellig i de enkelte lande. Transmissionsmekanismen afhænger af mange faktorer, herunder boligmarkedet, sammensætningen af statsgælden på kort- og langfristet gæld, virksomheders låntagning og udenrigshandels størrelse og sammensætning. Empiriske undersøgelser giver blandede resultater, men peger dog i retning af, at en given ændring i renten har samme virkning i Tyskland, Frankrig og Storbritannien, mindre virkning i Spanien og

større virkning i Italien og Sverige, jf. Corsetti og Pesenti (1999). Med euroens indførelse vil de finansielle markeder i Europa utvivlsomt blive mere integrerede og således være med til at fjerne noget af den eksisterende asymmetri i transmissionsmekanismen.

Opsummering

Historisk har Danmark haft en anderledes konjunkturudvikling end kernelandene i ØMU'en. Det kunne pege på, at Danmark er mindre velegnet til at indgå i en fælles pengepolitik. På den anden side viser analyser også, at Danmark ligner kernelandene mere end nogle af de lande, der har indført euroen. Dertil kommer, at deltagelse i sig selv muligvis kan fremme den økonomiske integration således, at der skabes mere symmetri i deltagerlandenes konjunkturcykler.

II.4 Finanspolitik i Euroland

Finanspolitik får vigtigere rolle i ØMU'en

Med ØMU'ens oprettelse fraskriver alle medlemslandene sig fremover muligheden for at kunne anvende pengepolitik og valutakursjusteringer som selvstændige instrumenter i deres nationale økonomiske politik. Det giver finanspolitikken en vigtigere rolle som stabiliseringspolitisk instrument. Samtidig bliver finanspolitikken i de enkelte ØMU-medlemslande i henhold til Maastricht-traktaten og den senere vedtagne stabilitets- og vækstpagt pålagt forskellige restriktioner. Først og fremmest må den offentlige bruttogæld ikke overstige 60 pct. af BNP og budgetunderskuddet ikke 3 pct. af BNP, bortset fra helt særlige omstændigheder, jf. boks II.1. Som det fremgår af tabel II.4, overholdt alle landene i 1999 reglen om budgetunderskuddet, mens en række lande stadig har en gæld på mere end 60 pct. Danmark har en lavere gæld og et større overskud end de fleste andre EU-lande.

Boks II.1 Finanspolitiske bestemmelser i ØMU'en

EU-traktaten forbyder budgetunderskud på over 3 pct. af BNP, medmindre budgetunderskuddet er faldet væsentligt i pct. af BNP og er kommet tæt på de 3 pct., eller overskridelsen skyldes exceptionelle forhold og er midlertidig. Derudover må den offentlige bruttogæld i pct. af BNP ikke overstige 60 pct., medmindre gælden mindskes tilstrækkeligt og nærmer sig 60 pct. med en tilfredsstillende hastighed.

Ud over selve traktatens bestemmelser stiller stabilitets- og vækstpagten fra 1997 krav om, at eurolandene på mellemlang sigt skal tilstræbe et offentligt budget, der er tæt på balance eller i overskud. Landene skal udarbejde stabilitetsprogrammer, der viser, hvordan de regner med at nå dette mål.

I tilfælde af et for stort underskud kan landene pålægges sanktioner, især i form af rentefri deponering af et beløb på mellem 0,2 og 0,5 pct. af landets BNP. Har landet efter to år ikke rettet op på sit underskud, ændres deponeringen til en bod.

Stabilitets- og vækstpagten beskriver også nærmere, hvornår et underskud på over 3 pct. skal betragtes som exceptionelt og midlertidigt. EU's råd af økonomi- og finansministre (Ecofin-rådet) kan fravige sanktionerne, hvis underskuddet skyldes en begivenhed uden for det pågældende lands kontrol, eller hvis underskuddet er resultatet af et alvorligt økonomisk tilbageslag. Hvis tilbageslaget skyldes et fald i BNP på over 2 pct., vil landet altid undgå sanktioner. Ellers har medlemslandene forpligtet sig til som hovedregel kun at søge om fritagelse fra sanktioner, hvis der er tale om et BNP-fald på over $\frac{3}{4}$ pct.

Også de EU-lande, der ikke er medlem af den monetære union, skal leve op til stabilitetspagtens bestemmelser og udarbejde konvergensprogrammer svarende til stabilitetsprogrammerne. Disse lande er dog undtaget fra sanktionsmulighederne.

Tabel II.4 EU-landenes offentlige saldo og gæld i 1999

	Off. saldo	Off. gæld
	----- Pct. af BNP -----	
Luxembourg	2,2	7
Finland	3,5	43
Storbritannien	0,6	46
Irland	2,9	47
Danmark	3,0	55
Portugal	-1,3	56
Frankrig	-2,1	59
Tyskland	-1,6	62
Østrig	-2,2	63
Spanien	-1,4	64
Holland	-0,4	65
EU, gnst.	-1,0	69
Sverige	1,9	70
Grækenland	-1,9	105
Belgien	-1,0	116
Italien	-2,2	118

Anm.: EU-gennemsnit er vejet med BNP.

Kilde: EU-Kommissionen (1999b).

Diskussion om Maastricht-kriterierne

I den fagøkonomiske debat har det været omdiskuteret, hvilke reelle økonomiske problemer Maastricht-betingelserne er velegnede til at løse, og om de samtidig kan skabe andre ulemper. Som hovedregel må sådanne fælles finanspolitiske regler begrundes med, at der er vigtige internationale bivirkninger (eksternaliteter) forbundet med at føre national finanspolitik i en valutaunion med fælles centralbank.

ECB og finanspolitik

Offentlig gældsopbygning i et medlemsland kan især påvirke den økonomiske udvikling i andre medlemslande gennem ændringer i renteniveauet. Én kanal, hvorigennem finanspolitik i et land kan påvirke renten i de andre lande, er via reaktionen fra ECB. Ekspansiv finanspolitik et sted i Euroland vil medføre et større inflationært pres i det pågældende land og

dermed også en større gennemsnitlig inflation i hele valutaunionen, hvilket giver større sandsynlighed for, at centralbanken vil hæve sin pengepolitiske rente for at bekæmpe inflationen. Dette vil påvirke renteniveauet i hele Euroland.

Andre sammenhænge mellem offentlig gæld og renteniveau

Ud over de pengepolitiske reaktioner kan offentlig gæld også påvirke renteniveauet på andre måder. I en verden med frie internationale kapitalbevægelser, hvor renten skal skabe ligevægt mellem den globale låntagning og opsparing, kan offentlig gældsætning af en vis størrelse give tendens til en højere verdensrente. Selvom den teoretiske sammenhæng her ikke er helt entydig, har flere empiriske undersøgelser peget på en positiv international sammenhæng mellem offentlig gæld og renteniveau, jf. Andersen (1997). Ud over denne mekanisme, der fungerer på globalt plan uafhængigt af ØMU'ens oprettelse, vil der fremover være en tættere sammenhæng mellem obligationsrenten i hvert enkelt land i valutaunionen end før 1999, fordi obligationerne nu er udstedt i samme valuta.

I princippet kan skattesystemet isolere mod rentevirkninger

Da det er renten korrigeret for skat, som er afgørende for opsparings- og investeringsbeslutninger, har et land i princippet mulighed for at indrette sit skattesystem på en sådan måde, at ændringer i det internationale renteniveau ikke vil påvirke disse, jf. Huizinga og Nielsen (1998). Det vil dog kræve, at landet via sin kapitalindkomstbeskatning kan beskatte både opsparing og investeringer optimalt. Bl.a. på grund af mulighederne for skatteunddragelse er disse betingelser næppe til stede i de europæiske lande i dag.

Kun behov for restriktioner i tilfælde af systematisk overgældsætning

Ændringer i de enkelte medlemslandes offentlige gæld vil derfor i almindelighed påvirke velfærden i de øvrige medlemslande gennem renten. Denne påvirkning kan imidlertid være såvel positiv som negativ. I konjunktursammenhæng er den umiddelbare virkning af en rentestigning således, at den dæmper aktivitetsniveauet. Alt efter, om et land er tæt på overophedning eller recession, vil dette være en fordel eller en ulempe. I det omfang, bevægelserne på de offentlige gældsposter er udtryk for fornuftige dispositioner fra de enkelte regerings side, vil restriktioner på budgetunderskud derfor ikke nødvendigvis virke velfærdsforbedrende for hele Euroland som sådan, jf. Huizinga og Nielsen (1998). Renteændringer

kan dog medføre fordelingsmæssige konsekvenser på tværs af landene, hvis nogle har udlandsgæld og andre en positiv nettostilling over for udlandet. Det kan give nogle af enkeltlandene i valutaunionen en særlig interesse i at begrænse gældsætningen, men andre lande kan have den modsatte interesse. Det samlede resultat kan principielt lige så godt lede til undergældsætning som til overgældsætning. Hvis der er grunde til at forvente, at der er en systematisk tendens til overgældsætning i (nogle af) ØMU'ens medlemslande, vil restriktioner dog også set ud fra Eurolands samlede synspunkt være velbegrundede.

ØMU-kravene kan afhjælpe manglende finanspolitisk disciplin i de enkelte lande

En mulig grund til at forvente for stor en gæld er, at der i de enkelte lande kan tænkes at være selvstændige institutionelle årsager, der giver en tendens til en strukturel ubalance på de offentlige budgetter og dermed en stor statsgæld, jf. Alesina og Perotti (1995). Selve den politiske beslutningsproces kan medføre, at regeringer med en kort tidshorison vil have en tendens til at føre en for slap finanspolitik. For at undgå denne situation kan det være en fordel for et land at have udefrakommende disciplinerende regler, som tilskynder landet til at gennemføre ønskværdige finanspolitiske stramninger, som ellers ville have været vanskelige at effektuere. Dette argument har givetvis haft en vis betydning for flere af medlemslandene. Der er altså her tale om, at Maastricht-kriterierne forventes at afhjælpe et problem, som ikke i sig selv skyldes ØMU'en, men dog får forstærkede virkninger i de andre medlemslande efter valutaunionens oprettelse.

Solvensproblemer

Et yderligere argument for at begrænse landenes statsgæld er at undgå en situation, hvor et medlemsland ender med en så uholdbar offentlig gældsætning, at enten ECB eller de andre medlemslande bliver tvunget til at gribe ind for at hjælpe det pågældende land. EU-traktaten indeholder ganske vist såvel forbud mod monetær finansiering af statsgæld som forbud mod, at et land kan hæfte for et andet lands statsgæld. Man kan imidlertid forestille sig, at disse forbud alene ikke vil have tilstrækkelig troværdighed i en situation, hvor en statsgældskrise i et land kan true med at udvikle sig til en finansiel krise for hele Euroland, jf. Eichengreen og Wyplosz (1998). I sådan en situation kan det være svært for enten ECB eller de øvrige medlemslande at modstå et pres for at opkøbe det "usunde"

lands statsobligationer. Omkostningerne ved at afværge krisen vil dermed falde på alle unionens indbyggere i stedet for kun det ansvarlige land. Sandsynligheden for, at et af ØMU'ens nuværende medlemslande skulle havne i en situation, hvor der opstår risiko for, at det bliver insolvent, forekommer dog ikke særlig stor.

Andre internationale virkninger af finanspolitik

Ud over de allerede nævnte kanaler findes der også andre måder, hvorpå finanspolitiske ændringer i et land kan påvirke den økonomiske udvikling i andre lande. I en lavkonjunktur, der rammer hele Vesteuropa og forøger ledigheden markant, kan det således være en fordel at koordinere en fælles finanspolitisk ekspansion. Fordelene ved en sådan koordinering afhænger dog ikke af, om landene har fælles valuta, og ændres således ikke i sig selv af ØMU'ens oprettelse.

Er kravene velegnede til at afhjælpe de nævnte problemer?

Sammenfattende kan en gældsrestriktion, som det fremgår ovenfor, forhindre, at et medlemsland bringer sig i en helt uholdbar gældssituation, som de andre medlemslande dernæst kan blive tvunget til at hjælpe landet ud af. Nogle har fremhævet, at kapitalmarkederne selv burde kunne holde justits ved at placere en høj risikopræmie på statsobligationer fra lande, der fører en uholdbar gældsætningspolitik. Der er dog ikke generelt tiltro til, at markederne fungerer så perfekt. Selv i mindre dramatiske situationer kan der også være tilfælde, hvor en øvre grænse for medlemslandenes gæld kan forbedre den økonomiske velfærd i området ved at forhindre en inoptimalt høj gældsætning og dermed et for højt renteniveau. Det kan således ske, hvis det politiske system i de enkelte lande giver en tendens til finanspolitik, der systematisk er for lempelig. Selve størrelsen af gældsnormen i Maastricht-traktaten (60 pct. af BNP) har imidlertid ikke nogen klar økonomisk begrundelse. Tallet ligger lidt under gennemsnittet af landenes bruttogæld på det tidspunkt, hvor traktaten blev indgået, og skal nok først og fremmest ses som udtryk for et ønske om at sænke det samlede gældsniveau i forhold til udgangspunktet.

De anvendte gælds- og underskudsbegreber ikke dækkende for det offentliges nettoforpligtelser

Et selvstændigt problem er, at det anvendte gældsbegreb (offentlig bruttogæld) ikke giver noget dækkende billede af det offentliges nettoforpligtelser i fremtiden. Bl.a. tager det ikke hensyn til den offentlige sektors fordringer på den private sektor, fremtidige indtægter fra offentligt ejede virksomheder og fremtidige pensionsforpligtelser. På samme måde kan det offentlige underskud angribes for at være en utilstrækkelig indikator for påvirkningen af de fremtidige nettoforpligtelser, bl.a. fordi det ikke skelner mellem udgifter til offentlige investeringer og andre udgifter. Hertil kommer, at det traditionelt opgjorte budgetunderskud burde korrigeres for væksten og inflationsraten i økonomien, jf. Finansdepartementet (1996) og Buiters mfl. (1993).

Budgetrestriktion begrænser mulighed for aktiv finanspolitik ...

I princippet burde en passende udformet gældsrestriktion være tilstrækkelig til at imødegå de nævnte potentielle problemer med insolvens og overgældsætning. En øvre grænse for gælden sætter i sig selv en grænse for de strukturelle budgetunderskud, som en fremsynet regering kan operere med. Omvendt vil det ikke medføre noget gældsproblem at have et budgetunderskud på f.eks. 5 pct. i enkelte år, så længe det strukturelle underskud over konjunkturcyklen ikke er for stort. Det selvstændige ØMU-krav om et underskud på højst 3 pct. kan måske bedst betragtes som på en rettesnor på kortere sigt for at forhindre kortsynede regeringer i at opbygge gæld for hurtigt. Samtidig begrænser det imidlertid regeringernes muligheder for at føre en stabiliserende konjunkturpolitik i en lavkonjunktur. Hvis den underliggende, strukturelle saldo ikke er tilstrækkelig gunstig, kan de automatiske budgetvirkninger, der bl.a. skyldes skatternes og dagpengenes konjunkturfølsomhed, bringe den faktiske saldo i nærheden af de 3 pct. Dette vil begrænse muligheden for at føre aktiv finanspolitik i et konjunkturtilbageslag, og i værste tilfælde indebære, at regeringerne kan blive tvunget til at føre en konjunkturdestabiliserende politik. For at undgå at komme i denne situation kan regeringerne blive nødt til gennemsnitligt at køre med større budgetoverskud, end det ellers ville have været tilfældet.

... men kan opfattes som rettesnor for kortsynede regeringer

Finanspolitikken effektivitet i og uden for ØMU'en

Der kan argumenteres for, at virkningen af finanspolitikken er større i en valutaunion, hvor renten ikke påvirkes nævneværdigt af et enkelt lands finanspolitik. Dette vil indebære, at finanspolitikken bliver mere effektiv inden for ØMU'en, og at der derfor ikke er behov for at dosere finanspolitikken så kraftigt. Herved vil sandsynligheden og behovet for at overskride 3 pct.-grænsen blive mindre. Imidlertid må det vurderes, at forskellen i virkningen af finanspolitikken mellem en situation inden for og uden for en valutaunion ikke er stor, i hvert fald så længe finanspolitikken ikke truer den samlede økonomiske politik troværdighed.

Den demografiske udfordring og ØMU-kravene

Også i et lidt længere tidsperspektiv kan der være fordele ved at operere med større budgetunderskud og dermed stigende offentlig gæld i en periode. Et vigtigt eksempel i denne forbindelse er den store demografiske udfordring, som de europæiske lande står over for i de kommende årtier. Den stigende andel af ældre i befolkningerne vil forøge forsørgerbyrden, jf. tabel II.5. Det sætter de fremtidige offentlige udgifter under pres: Alt andet lige vil forskydningerne mellem aldersgrupperne betyde større offentlige udgifter til pensioner og ældrepleje, og færre skatteindtægter fra den erhvervsaktive befolkning. Dette pres vil dog være et midlertidigt fænomen, idet problemet ifølge de nuværende befolkningsprognoser vil aftage efter ca. 40 år. Afhængigt af, hvordan ØMU-landene ønsker at finansiere den kommende forøgede forsørgerbyrde, kan befolkningsaldringen komme i konflikt med Maastrichtkravene. Som det fremgår af tabellen, vil stigningen i ældrekvoten ramme de fleste andre EU-lande med større styrke end Danmark.

Tabel II.5 Ældrekvotens udvikling i EU

	2000	2050	Ændring
Sverige	27	38	11
Danmark	22	38	16
Luxembourg	22	38	16
Belgien	25	44	19
Storbritannien	24	43	19
Finland	22	42	20
Østrig	23	44	21
Holland	20	41	21
Portugal	23	44	21
Frankrig	24	46	22
Grækenland	26	48	22
EU, gnst.	24	47	23
Tyskland	23	47	24
Italien	26	56	30
Spanien	24	56	32
Irland	18	66	48

Anm.: Ældrekvoten er defineret som befolkningen over 65 år i pct. af befolkningen mellem 15-64 år. EU-gennemsnit er vejlet med BNP.

Kilde: Finansministeriet (2000).

Optimal udgiftsudjævning kan være i strid med Maastricht

Der kan tænkes flere forskellige strategier til at imødegå de økonomiske konsekvenser af den demografiske udvikling. Dels kan en forøgelse af arbejdsstyrken og nedbringelse af ledigheden i Europa formindske forsørgerbyrden. Det er dog tvivlsomt, om man ad denne vej kan komme langt nok til helt at undgå et større pres på de offentlige finanser. De større udgifter kan så finansieres enten gennem tilsvarende offentlige besparelser eller et større skattetryk i de år, hvor stigningen i forsørgerbyrden finder sted. Det vil medføre en uændret gældsudvikling i forhold til en tænkt situation, hvor forsørgerbyrden ikke ændrer sig, men til gengæld give problemer i form af forringet velfærd eller større forvridninger som følge af det høje skattetryk. Alternativt kan man formindske disse uheldige kon-

sekvenser ved at sprede finansieringen ud over et længere tidsrum. Denne tanke ligger bag ideen om en "holdbar" skat, dvs. en permanent engangsstigning i skattetrykket, hvor den samlede værdi af de tilbagediskonterede skatter vil være tilstrækkelig til at finansiere den midlertidige forsørgerbyrde, jf. Økonomiministeriet (2000). En sådan holdbar skat vil imidlertid implicere et tidsrum med stigende budgetunderskud og evt. gæld, medmindre landet i forvejen har en ganske stærk stilling for de offentlige finanser. En sådan profil for udviklingen i det offentlige budget kan bringe en del lande i konflikt med Maastricht-kriterierne. Det kan i givet fald få forskellige konsekvenser: Enten må landene undlade denne ønskelige form for udgiftsudjævning over tid, hvilket forringer landets velfærd, eller også må de overskride kriterierne med de konsekvenser, det kan tænkes at medføre. Kommer flere lande på nogenlunde samme tidspunkt i denne situation, kan det tænkes at medføre et stærkt pres for at ændre kriterierne.

Hensigtsmæssigt at ændre Maastricht-kriterierne

Samlet set forekommer de økonomiske fordele ved at opretholde de finanspolitiske Maastricht-restriktioner at være diskutabile. De kan være med til at forhindre nogle potentielle problemer, men det er ikke oplagt, at Maastricht-kriterierne er den bedste måde at løse disse på. Samtidig kan kriterierne i sig selv skabe nye problemer. En mere fleksibel ordning, der sikrer, at finanspolitikken i de enkelte lande vil være holdbar i et langsigtet perspektiv, men giver større spillerum for, at landene kan foretage en fornuftig udjævning af de offentlige udgifter over tid, ville derfor være mere hensigtsmæssig. Det må vurderes som sandsynligt, at der på længere sigt vil komme bestræbelser i retning af at fjerne eller ændre på kriterierne, ikke mindst når konsekvenserne af den større forsørgerbyrde begynder at vise sig for alvor.

Fælles finanspolitik som forsikringsordning?

I det omfang, de enkelte medlemslande i ØMU'en kan få besvær med at føre stabiliseringspolitik og samtidig overholde Maastricht-kriterierne i en lavkonjunktur, er en fælles finanspolitik via et overordnet konjunkturstabiliserende budget for hele Euroland af nogle blevet anført som en måde at afhjælpe problemet på. Ved at overføre ressourcer mellem lande, der befinder sig forskellige steder i konjunkturcyklen, kan man afbøde de uheldige konsekvenser af en lavkonjunktur i et land,

hvor det pågældende land ikke selv har handlefrihed nok til en tilstrækkelig stabiliseringspolitik. Et overnationalt konjunkturudjævrende system af overførsler kan således fungere som en form for forsikringsordning for medlemslandene. I forbindelse med dannelsen af ØMU'en har flere økonomer derfor peget på, at en større rolle for det samlede EU-budget vil være en fordel for unionens virkemåde. I den svenske Calmfors-rapport om konsekvenserne ved en eventuel svensk tilknytning til ØMU'en vurderes det som sandsynligt, at der på lang sigt vil være en tendens til stigende indkomstoverførsler mellem deltagerne i den monetære union, jf. Finansdepartementet (1996). Det vil ske som kompensation for de manglende muligheder for valutakursjusteringer og restriktionerne på finanspolitikken. Samtidig er der dog af ikke mindst politiske grunde modstand mod en sådan ordning i mange medlemslande, hvorfor rapporten skønner, at en udbygning af et sådant transfereringssystem mellem landene kun vil ske meget langsomt.

Internationale transferinger kan være særlig effektive

Et transfereringssystem mellem landene har desuden den fordel i forhold til en national finanspolitik, at de forøgede offentlige udgifter i en lavkonjunktur i det første tilfælde ikke skal betales af indbyggerne i det pågældende land selv. Det gør alt andet lige, at en finanspolitisk ekspansion vil være mere effektiv til at sætte gang i økonomien, fordi der ikke vil være nogen modsatrettet effekt i form af større opsparing fra borgernes side for at imødegå udgifterne ved en forventet kommende skatteforhøjelse til at finansiere ekspansionen, jf. Fatás (1998). Samtidig kan større indkomstoverførsler til regioner, der rammes af ledighed, dog også forsinke strukturelle reformer i de pågældende regioner.

ØMU'en næppe selvstændig begrundelse for skattekoordinering

Det har været fremført i debatten, at et ØMU-medlemskab vil medføre et større pres for en harmonisering af skattesystemet. I takt med integrationen af markederne i Europa og den stigende internationalisering i øvrigt kommer EU-landenes skattesystemer i stigende grad under pres, i det omfang skattekloder som kapital, varer og arbejdskraft bliver mere internationalt mobile. Der kan derfor være klare fordele ved en vis international koordinering af skattereglerne. Denne udvikling skyldes imidlertid virkeliggørelsen af det indre marked i

EU og den almindelige globale udvikling, og har ikke noget med ØMU'en som sådan at gøre, jf. Økonomiministeriet og Finansministeriet (2000). I det omfang, ØMU'en yderligere styrker integrationen på ikke mindst kapitalmarkederne, vil den dog også gøre koordinering på skatteområdet mellem medlemslandene mere påtrængende, men virkningen heraf vil givetvis være beskednen i forhold til alle de øvrige faktorer, som påvirker den internationale skattekonkurrence.

Dansk finanspolitik

Et centralt spørgsmål for Danmark i ØMU-debatten er, hvorledes ØMU-reglerne vedrørende de offentlige finanser vil påvirke den danske finanspolitiks stabiliseringsmuligheder i en fremtidig lavkonjunktur. En lavkonjunktur kan påvirke de offentlige finanser på to måder. Dels vil færre skatteindtægter og større udgifter til arbejdsløshedsdagpenge (de såkaldte automatiske stabilisatorer) af sig selv bevirke, at budgettet forværres, når konjunkturerne bliver dårligere. Dels kan regeringen ønske at føre en aktiv finanspolitik for at afbøde virkningerne af krisen og sætte gang i økonomien igen.

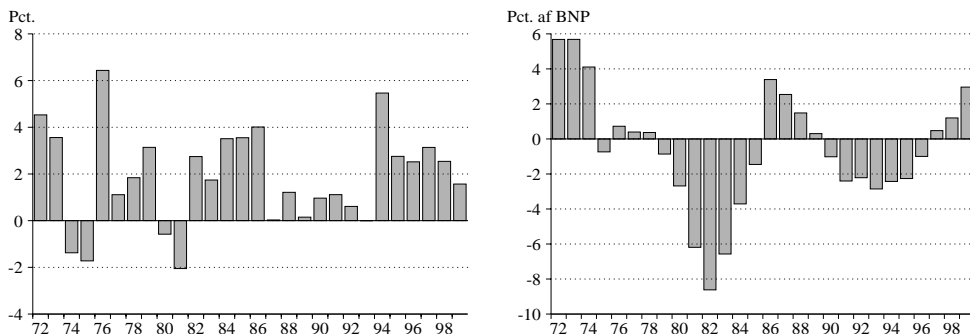
Danmark i en gunstig udgangsposition

Det danske budget er mere konjunkturfølsomt end de fleste andre EU-landes, jf. EU-Kommissionen (1999a). Dette forøger alt andet lige risikoen for, at man kan få problemer med at overholde kravene til det offentlige budgetunderskud. Til gengæld er de offentlige finanser i Danmark i øjeblikket i en mere gunstig udgangsposition end i de fleste andre europæiske lande, hvilket betyder, at der med en uændret økonomisk politik skal en ganske kraftig lavkonjunktur til, før vi vil få problemer med ØMU-kravet om et underskud på højst 3 pct.

Betydelige svingninger i det offentlige budget

Siden starten af 1970'erne har Danmark haft et budgetunderskud på over 3 pct. af BNP i fire år, nemlig i perioden 1981-84, jf. figur II.1. Det store underskud i disse år skyldtes både de internationale konjunktur- og renteforhold og den hjemlige økonomiske politik, der set i bakspejlet var for lempe- lig. Også i de "syv magre" år 1987-93 fandt der en kraftig negativ udvikling i de offentlige finanser sted: Man gik fra et overskud på 3,4 pct. af BNP i 1986 til et underskud på 2,9 pct. af BNP i 1993, dvs. en forværring på 6,3 pct.point. Udviklingen i perioden 1987-93 illustrerer, at en langvarig lavkonjunktur kan føre til en betydelig forværring af den offentlige bud-

Figur II.1 Real BNP-vækst og offentlig budgetsaldo i Danmark



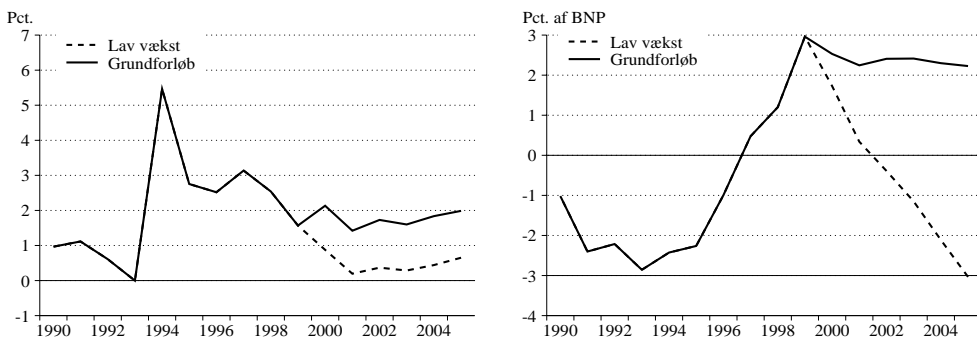
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

getsaldo i Danmark. Forværringen var endnu værre med de daværende nationalregnskabstal, hvor Maastricht-kriterierne blev overskredet i 1993 og 1994 med budgetunderskud på hhv. 3,9 og 3,4 pct., jf. Det Økonomiske Råd (1997). En senere ændring af nationalregnskabet har imidlertid medført en nedjustering af underskuddene.

Hvor kraftigt et stød skal der til?

Med et regneeksempel kan man illustrere, hvor kraftig en lavkonjunktur skal være, før Danmark med det nuværende udgangspunkt kan få problemer med at overholde restriktionen om et budgetunderskud på højst 3 pct. Som udgangspunkt anvendes en opdateret version af Det Økonomiske Råds mellemfristede fremskrivning for det kommende årti, jf. Det Økonomiske Råd (1999). I eksemplet er væksten i udlandet sat ned til 1 pct. i 2000-05. Samtidig er lønstigningerne i både Danmark og udlandet samt udviklingen i boligpriserne nedjusteret. Det resulterer i et offentligt budgetunderskud på lige godt 3 pct. af BNP i 2005, jf. figur II.2. Forløbet indebærer en årlig BNP-vækst herhjemme, som er gennemsnitligt 1,3 pct. point mindre end i grundforløbet, og en stigning i ledigheden til 325.000 personer i 2005.

Figur II.2 Real BNP-vækst og offentlig budgetsaldo i grundforløb og forløb med lav vækst



Anm.: I lavvækst-scenariet er den årlige vækst i udlandet sat lig 1 pct. i 2000-05 mod gennemsnitligt godt 2½ pct. i grundfremskrivningen. Væksten i såvel danske som udenlandske lønninger er sat ned til 1½ pct. mod hhv. ca. 3¾ og 3½ pct årligt. Importprisstigningerne er nedjusteret fra 1½ pct. til ca. ¾ pct. Endelig antages det, at den lave vækst vil medføre, at den reale kontantpris på enfamiliehuse frem til 2005 falder til et niveau på linje med det gennemsnitlige niveau 1970-99 (mens grundfremskrivningen ligger på et niveau knap 10 pct. herover). Beregningen er foretaget vha. SMEC.

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

Stort konjunkturtilbageslag nødvendigt

Beregningen viser, at der med den nuværende gunstige udgangsposition for de danske offentlige finanser skal et stort konjunkturtilbageslag til, før Danmark får problemer med ØMU-kravet til den offentlige budgetsaldo. Et lavvækst-forløb som det angivne på et fremtidigt tidspunkt er dog ikke utænkeligt.

Opsummering

Maastricht-kriteriernes udformning er diskutabel, og restriktionerne bør ændres i retning af mere fleksible bestemmelser om en holdbar finanspolitik. Alternativt vil der formodentlig med tiden komme stærkere ønsker om at få en form for finanspolitisk overbygning på ØMU'en som en forsikringsordning, der kan afbøde virkningerne af økonomiske kriser i de tilfælde, hvor den nationale økonomiske politik ikke slår til. Danmarks offentlige finanser er i en god udgangsposition, så der er indtil videre ikke nogen stor risiko for, at vi vil komme til at overskride kriterierne i en lavkonjunktur. Problemet kan blive større på længere sigt, når ældrebyrden begynder at bide for alvor.

II.5 Arbejdsmarkedspolitik

Regulerede arbejdsmarkeder er en udfordring for ØMU'en

De europæiske arbejdsmarkeder er generelt meget regulerede. Et naturligt spørgsmål er, om der er behov for øget fleksibilitet, for at ØMU'en uden en egentlig finanspolitisk overbygning kan blive velfungerende, og i givet fald om der skal ske en koordineret indsats i arbejdsmarkedspolitikken.

Jobmobilitet lav i ØMU-lande

Et tegn på manglende fleksibilitet er den ringe jobmobilitet, som kommer til udtryk ved, at jobskifte sker betydelig oftere i USA end i Europa. Derved bliver varigheden af ansættelser længere i Europa, jf. tabel II.6. Det fremgår, at Danmark i den henseende ligner USA og Storbritannien mere end resten af Europa.

Tabel II.6 Jobmobilitet

	Gns. ansættelses- periode, år	Median ansættelses- periode, år
USA	7,4	4,2
UK	7,8	5,0
Danmark	7,9	4,4
Irland	8,7	5,3
Holland	8,7	5,5
Spanien	8,9	4,6
Tyskland	9,7	10,7
Frankrig	10,5	7,7
Finland	10,5	7,8
Sverige	10,5	7,8
Portugal	11,0	7,7

Kilde: OECD (1999).

Tabel II.7 Årlig interregional nettomigration (i pct. af regional befolkning)

	Canada	USA	Tyskland	Italien	UK
1970-79	0,62	1,20	0,27	0,37	0,47
1980-89	0,63	0,84	0,34	0,33	0,26
1990-95	0,52	0,87	0,31	0,40	0,20

Anm.: Tallene referer til ti canadiske provinser og territorier, 20 italienske regioner, 11 vesttyske delstater, ti britiske regioner og 50 amerikanske stater plus District of Columbia.

Kilde: Obstfeld og Peri (1998).

Geografisk mobilitet også lav

Mobiliteten på tværs af grænser i Europa er også yderst begrænset. Det skyldes ikke kun kulturelle forskelle, sproglige barrierer og besvær med at få godkendt uddannelse, idet den geografiske mobilitet inden for de enkelte lande også er forholdsvis beskeden i forhold til USA, jf. tabel II.7. Tabellen angiver migration i nettostørrelser, da det er mest relevant for en vurdering af, hvorvidt en bevægelig arbejdskraft kan løse regionale problemer på arbejdsmarkedet. Den lave mobilitet i de europæiske lande skyldes ikke kun de regulerede arbejdsmarkeder. En del af forklaringen kan tilskrives boligmarkedet, idet der er forholdsvis store omkostninger forbundet med boligskift. En høj erhvervsfrekvens for kvinder i nogle europæiske lande kan også være grund til lav mobilitet (men det forklarer ikke forskellen til USA).

Periferilande: Risiko for ubalance på arbejdsmarkedet

Det er bemærkelsesværdigt, at kun Storbritannien, Holland og Danmark – og ikke en række eurolande, som ellers har behov derfor – i de seneste år har gennemført en række arbejdsmarkedsreformer med henblik på at øge fleksibiliteten. Det betyder, at disse eurolande kan imødesee problemer i forbindelse med konjunkturtilbageslag. Det gælder især de lande, der er mest udsatte for at blive ramt af asymmetriske stød. Tabel II.8 grupperer EU-landene efter sandsynligheden for at blive ramt af asymmetriske stød og graden af fleksibilitet på arbejdsmarkedet med udgangspunkt i en opgørelse af Soltwedel mfl. (1999). Når Danmark i denne opgørelse placeres blandt de lande, der har en lille grad af fleksibilitet på arbejdsmarkedet, skyldes det primært en generøs arbejdsløshedsunderstøttelse. Til gengæld bliver Danmark her opfattet som et kerneland, der

kun med lille sandsynlighed vil blive ramt af et asymmetrisk stød. Grupperingen illustrerer risikoen for at skulle igennem længerevarende perioder med ubalance på arbejdsmarkedet, hvor tilpasning skal finde sted. Eurolandene Finland, Italien og Spanien er i størst fare, mens risikoen for Holland og Belgien er lille. Af disse lande oplevede Finland et dybt konjunkturtilbageslag i begyndelsen af 1990'erne efter Sovjetunionens opløsning. Det finske arbejdsmarked var ikke tilstrækkelig fleksibelt til at afbøje tilbageslaget. Afgørende for, at landets eksport kunne komme i gang igen, var en kraftig depreciering af den effektive valutakurs på mere end 10 pct. i både 1992 og 1993. Dermed afbødedes virkningen af de udefrakommende asymmetriske stød. Denne mulighed er Finland afskåret fra at anvende fremover.

Tabel II.8 ØMU og risiko for ubalance på arbejdsmarkedet

Sandsynlighed for asymmetrisk stød	Grad af arbejdsmarkedsfleksibilitet	
	Stor	Lille
Lille	Holland	Tyskland
	Østrig	Frankrig
		Belgien (Danmark)
Stor	Irland	Finland
	Portugal	Italien
	(Storbritannien)	Spanien
		(Sverige) (Grækenland)

Anm.: Lande angivet i parentes deltager ikke i euroen. Danmarks placering som land med lille grad af arbejdsmarkedsfleksibilitet skyldes primært en generøs arbejdsløshedsunderstøttelse.

Kilde: Soltwedel mfl. (1999).

Regional arbejdsløshed

Europas arbejdsløshedsproblem bliver større, hvis regionale forskelle i ledigheden betragtes. Italien, Spanien, Finland, Tyskland og Belgien er de EU-lande, der har størst variation i arbejdsløsheden på tværs af forskellige regioner (af sammenlignelige størrelser), og generelt er spredningen i arbejdsløsheden større i EU end i USA, jf. Mauro mfl. (1999) og Pench mfl. (1999). De regionale forskelle er endda for de nævnte lande steget i EU siden 1980'erne, mens de er faldet i USA. Regionale forskelle i arbejdsløsheden i EU kan i høj grad tilskrives stivheder på arbejdsmarkedet og ikke regionalspecifikke stød, idet den regionale ledighed ikke forsvinder med tiden og således ikke skyldes tilfældige udsving. Dette peger på uløste strukturproblemer. Medvirkende forklaringer på regional arbejdsløshed er ensartede lønforhold og arbejdsmarkedsregler i de enkelte lande som helhed uden hensyntagen til regionale forskelle. Dette gør også, at migration bliver mindre udtalt, så tilpasningen via denne kanal svækkes.

Stigning i arbejds- løshed skyldes til dels større regional spredning

En større spredning i den regionale ledighed vil typisk have aggregerede konsekvenser, idet tendenser til mindre ledighed i nogle regioner vil blive omsat til lønpres. En del af stigningen i ledigheden i mange EU-lande kan netop forklares ved en større spredning i den regionale beskæftigelse. En oplagt forklaring er en mere centralt fastlagt arbejdsmarkedspolitik, og centraliseringen er nok skyld i en del af den regionale ledighed. Dertil kommer, at der gennem de sidste tre årtier har været en tendens til, at tekniske fremskridt typisk er kommet de bedst stillede til gode. Dette gælder også regioner.

Større regionale forskelle under ØMU'en

Regionale forskelle kan blive mere udprægede under ØMU'en af flere grunde. For det første kan der opstå et pres for mere ens nominelle lønninger, alene af den grund at det bliver nemmere at sammenligne lønniveauer på tværs af lande under den fælles valuta. Dertil kommer, at en større koordination af arbejdsmarkedspolitikken kan føre i samme retning. Et mere ensartet lønniveau indebærer en fare for, at lønnen i mindre grad vil afspejle regionale produktivitsforskelle, hvilket kan slå ud i stigende forskelle i regional ledighed. De store regionale forskelle i arbejdsløsheden i Italien skyldes til dels en meget central løndannelse, der har resulteret i en meget sammenpresset lønstruktur med lønniveauet bestemt i nord. For det andet

betyder ØMU'en en lavere inflationstakt i mange medlemslande. Med lønstivhed nedadtil betyder det, at tilpasningen efter stød bliver længere. Dette forværres for det tredje af, at valutakursen ikke længere kan tage noget af tilpasningen i en overgangsperiode.

Fælles pengepolitik kan påvirke løndannelse

Desuden kan ØMU'en også påvirke løndannelsen i eurolandene på anden vis. Fravær af en devalueringssrisiko betyder, at fagforeningerne i lønforhandlinger ikke længere behøver at beregne sig et ekstra tillæg, der skal kompensere for tab af købekraft ved en eventuel devaluering. Omvendt kan det tænkes, at fagforeninger i nogle lande kan blive mere aggressive, idet den ansvarlighed, som de har udvist af hensyn til fastkurspolitikens troværdighed, ikke længere er nødvendig. Derfor kan den samlede virkning af ØMU'en på løndannelsen gå i begge retninger.

Opsummering

En række eurolande har meget regulerede arbejdsmarkeder. Den manglende fleksibilitet betyder, at disse lande kan imødesee problemer i forbindelse med et større konjunkturtilbageslag, da tilpasning via arbejdsmarkedet vil være træg. Danmark står i en bedre situation efter en række arbejdsmarkedsreformer i de seneste år.

II.6 Valg af valutakurssystem

Valutakurssystem afgør selvstændighed i pengepolitikken

Et lands valg af valutakurssystem er afgørende for selvstændigheden i pengepolitikken, idet rente og valutakurs ikke kan fastsættes uafhængigt af hinanden. Dette har betydning for arbejdsdelingen mellem pengepolitik og finanspolitik i stabiliseringspolitikken, der skal sikre lav og stabil inflation, dæmpe konjunkturudsving og skabe gode vilkår for beskæftigelsen. Overordnet set kan et land, der har en selvstændig valuta, vælge at have fast eller flydende valutakurs.

Fast valutakurs

Fastkurspolitik indebærer, at valutakursen bindes til værdien af et ankerlands valuta. Derved gives der afkald på en selvstændig pengepolitik, da renten altid må tilpasses, så den faste valutakurs kan holdes. Ved på denne måde at skygge ankerlandets pengepolitik, kommer landet – hvis der er fuld troværdig-

hed omkring fastkurspolitikken – til at “importere” ankerlandets inflation. Som ankerland kan vælges et land, der har ry for at føre en pengepolitik, der fører til lav inflation. Da ankerlandets pengepolitik ikke altid er lige passende for skyggelandet, bliver kravene til dette lands finanspolitik for at stabilisere konjunkturudviklingen større, end hvis pengepolitikken også kunne anvendes. Dette kan være tilfældet, hvis landets konjunkturer ikke svinger med ankerlandets.

Justerbar valutakurs

Hvis ankerlandets pengepolitik vedvarende ikke er passende, er en mulighed at foretage en justering af valutakursen. Dette forhold, at valutakursen er fast, men i princippet justerbar, kan underminere troværdigheden omkring fastkurspolitikken, hvorved udsigten til en valutakursændring indbygges i forventningerne. Muligheden for, at valutakursen kan ændres, kan også indbyde til spekulation for at afprøve fastkurspolitikken.

Valutaunion

I en valutaunion er deltagerlandene fælles om pengepolitikken. Det er en fordel, hvis landene tilsammen udgør et optimalt valutaområde, jf. afsnit II.3. I en valutaunion tilrettelægges pengepolitikken efter hele området. Det betyder ikke, at den fælles pengepolitik altid vil være passende for det enkelte land. I det tilfælde må landet være villigt til at anvende andre stabiliseringsinstrumenter – primært finanspolitikken.

Flydende valutakurs

Med en flydende valutakurs bevares den pengepolitiske autonomi, men til gengæld har de pengepolitiske myndigheder ingen indflydelse på valutakursen. Pengepolitikken kan tilrettelægges efter et pengemængdemål eller et inflationsmål. I mange tilfælde er pengepolitikken dog mindre eksplicit formuleret, således at centralbanken kan reagere på en lang række økonomiske indikatorer. En selvstændig pengepolitik kan tænkes at give et bedre policymix, men på den anden side kan det være problematisk, at arbejdsdelingen mellem pengepolitik og finanspolitik ikke nødvendigvis er helt klar. En fare er, at finanspolitikken bliver for ekspansiv, idet det overlades til pengepolitikken at sikre prisstabilitet. Et andet problem med flydende valutakurser kan være, at der kan opstå tilfældige valutakursudsving, der potentielt har en skadelig virkning. Små, åbne økonomier kan i særlig grad blive påvirket af tilfældige valutakursudsving.

Mellemliggende valutakurssystemer

I praksis kan valutakursregimer have mere eller mindre fleksibilitet indbygget. Et meget stringent fastkursregime er et såkaldt currency board, der er karakteriseret ved at have pengeomløbet fuldstændig dækket af valutareserver og som regel en lovfæstet valutakurs. Mere fleksibilitet kan opnås ved at tillade begrænset flydning i et bånd eller at foretage en løbende forud annonceret nedskrivning af valutaens værdi. Tabel II.9 giver en oversigt over valutakursarrangementer i en række lande.

Globale tendenser

Der er en tendens til, at valget af valutakurssystem i dag går i retning af enten helt flydende valutakurs eller uigenkaldeligt fast valutakurs, enten ved deltagelse i en valutaunion eller et currency board. Dette sker i erkendelse af, at mellemliggende regimer kan være svære at opretholde, specielt i en verden med frie kapitalbevægelser, der gør fastkursregimer sårbare over for spekulative angreb, jf. IMF (1999). I dag er kapitalmobiliteten så stor, at den daglige valutaomsætning på globalt plan overstiger centralbankernes reserver, jf. Bank for International Settlements (1999).

Inflationsmålsætning

For en række lande med flydende valutakurser er inflationsmålsætning blevet en meget anvendt metode i den praktiske udførelse af pengepolitikken. Denne form for valutakursarrangement anvendes i dag i Australien, Canada, New Zealand, Sverige og Storbritannien. For de to sidstnævnte lande var overgangen til inflationsmålsætning en konsekvens af, at de henholdsvis ikke nåede at komme med i og måtte træde ud af valutakurssamarbejdet i EMS. De øvrige lande indførte også inflationsmålsætning i begyndelsen af 1990'erne – New Zealand som det første i 1990. Inden for de seneste år er også Brasilien, Tjekkiet og pr. januar 2000 Schweiz overgået til inflationsmålsætning.

Tabel II.9 Valutakursarrangementer pr. 30. september 1999

	Valutaanker	Penge- mængdemål	Inflationsmål	Andet
Valutaunion				Belgien Finland Frankrig Holland Irland Italien Luxembourg Portugal Spanien Tyskland Østrig
Currency board	Argentina Bulgarien Estland Litauen			
Fastkurs-system	Letland			
Fastkurs-system med bånd	Cypern Danmark Grækenland Island			
Løbende nedskrivning				Tyrkiet
Løbende nedskrivning med bånd	Polen Ungarn			
Styret flydning		Slovenien	Tjekkiet	Norge Rumænien Slovakiet
Flydende valutakurs		Schweiz	Australien Brasilien Canada New Zealand Sverige Storbritannien	Japan Sydkorea Mexico USA

Anm.: Tabellen omfatter OECD-lande, EU-ansøgerlande samt Argentina og Brasilien.

Kilde: IMF, *International Financial Statistics*.

Pengepolitikken tilrettelægges ud fra prisudviklingen

En inflationsmålsætning indebærer, at pengepolitikken tilrettelægges efter at styre prisudviklingen. Typisk vil målet være et interval for forbrugerprisudviklingen, hvorfra midlertidige komponenter kan fratrækkes for at undgå modgående kortsigteeffekter af pengepolitikken på priserne. Eksempelvis vil en højere rente, fremkaldt af en pengepolitisk stramning, gennem variabelt forrentede boliglån øge boligomkostningerne og dermed – hvis de indgår – slå ud i forbrugerpriserne, således at det ser ud til, at stramningen ikke har nogen effekt. I praksis indebærer en inflationsmålsætning tilstrækkelig fleksibilitet til, at centralbanker kan tillægge stabilisering af realøkonomien nogen vægt og dermed reagere på konjunkturudsving, jf. Svensson (1999a). Givet de beskrevne rammer for pengepolitikken under en inflationsmålsætning er det vigtigt, at de pengepolitiske beslutninger bygger på høj grad af gennemsigtighed og ansvarlighed. Dette skal sikre forudseenhed og dermed troværdighed af inflationsmålet og skabe forventninger til prisstigninger i overensstemmelse hermed, jf. Svensson (1999b). På den baggrund offentliggør centralbanker, der følger en inflationsmålsætning, inflationsrapporter, der motiverer deres beslutninger, se f.eks. Bank of England (2000) og Sveriges Riksbank (2000).

Inflationsmålsætning som ramme for pengepolitikken

Inflationsmålsætning kan betragtes som en ramme for pengepolitikken frem for en regel, der pr. automatik foreskriver pengepolitiske beslutninger, jf. Bernanke mfl. (1999). En regelbaseret politik påfører de pengepolitiske myndigheder en disciplin, der sikrer troværdighed af den førte politik, men udelukker samtidig diskretionære beslutninger, der kunne være velbegrundede ud fra ny information eller en uventet udvikling. Pengepolitik baseret på en inflationsmålsætning har indbygget mere fleksibilitet end en regelbaseret pengepolitik og åbner dermed muligheden for en pengepolitisk reaktion i andre tilfælde end eksempelvis valutakursudsving og renteændringer i udlandet. Samtidig kan selve inflationsmålsætningen udformes – viser erfaringen – så den bliver et troværdigt og disciplinskabende nominelt anker.

Inflationsmålsætning giver ikke mulighed for devalueringer

Med en inflationsmålsætning vil der ikke ske en systematisk depreciering, medmindre pengepolitikken er lagt an på at skabe mere inflation end i udlandet. Derfor må en inflationsmålsætning ikke betragtes som en mulighed for at anvende devalueringer som et strategisk instrument i den økonomiske politik.

Fordele ved inflationsmålsætning

En inflationsmålsætning har den klare fordel, at pengepolitikken tilrettelægges efter den indenlandske udvikling. Det betyder, at pengepolitikken ikke nødvendigvis behøver at følge renteændringer i udlandet, hvis de ikke er passende i den givne konjunktursituation. Eksempelvis har Sveriges Riksbank ikke fulgt alle ECB's renteændringer, og Bank of England har i endnu højere grad afvejet fra ECB. Under en inflationsmålsætning er valutakursen i princippet flydende. Kursen kan derfor følge med markedet op og ned, og der er ingen eksplicite grænser, som centralbanken behøver at forsvare mod spekulanter.

Ulemper ved inflationsmålsætning

En inflationsmålsætning er mindre gennemsigtig end fastkurspolitik. Det tager tid, før ændringer i den økonomiske politik slår igennem i prisudviklingen, og transmissionsmekanismen er usikker. Hertil kommer, at andre faktorer end pengepolitikken kan påvirke inflationen. Under en inflationsmålsætning kan flydende valutakurser drive væk fra deres fundamentale værdi, således at der opstår længerevarende perioder med over- eller undervurderede valutakurser. For store valutakursudsving kan potentielt have negative konsekvenser for udenrigshandelen og investeringer. Forskellige empiriske undersøgelser giver dog ikke noget entydigt svar på sammenhængen mellem valutakursudsving og handel samt sammenhængen mellem valutakursudsving og investeringer. Hvis der er en negativ effekt, er den sandsynligvis begrænset, se f.eks. De Grauwe (1988), Gagnon (1993) og Rose (1999) samt Darby mfl. (1999).

Hvordan har lande med inflationsmålsætning klaret sig

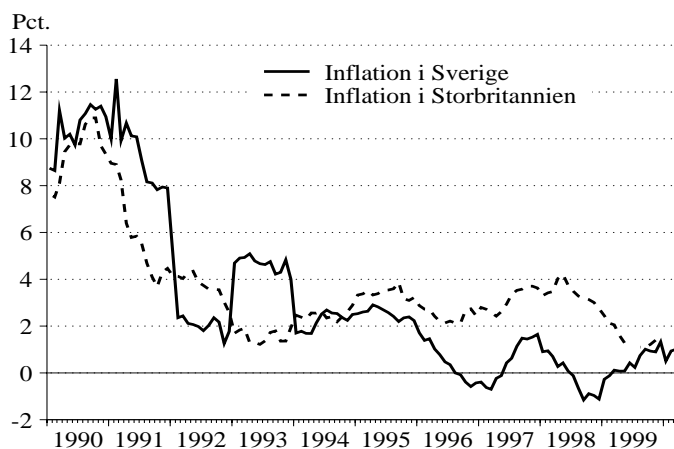
Erfaringen er, at det er lykkedes at få dæmpet prisudviklingen i lande, der er overgået til en inflationsmålsætning. Figur II.3 viser prisudviklingen i Storbritannien og Sverige, der overgik til inflationsmålsætning i henholdsvis oktober 1992 og januar 1993. Prisudviklingen minder meget om den, som Danmark og en række andre EMS-lande havde ti år tidligere ved deres overgang til fastkurspolitik. I alle tre tilfælde var udgangs-

punktet høj inflation, og der gik nogle enkelte år, inden regimeskiftet var helt på plads, hvorefter inflationen har været lav og stabil. Sverige kan således indtil videre siges at have haft lige så stor succes med inflationsmålsætning, som Danmark har haft med fastkurspolitik. Det er i øvrigt bemærkelsesværdigt, at Sverige og Storbritannien i øjeblikket blandt EU-landene oplever de laveste stigningstakter i det harmoniserede prisindeks (HICP).

Anden pengepolitik med inflationsmålsætning

Udviklingen i Sverige og Storbritannien i de seneste år illustrerer, at en inflationsmålsætning kan give anledning til en anden pengepolitik end en fastkurspolitik. Sverige og Storbritannien var i en vidt forskellig konjunktursituation i 1997, som førte til en uens valutakursudvikling. Svensk økonomi var inde i en nedgangsperiode, og svenske kroner fik lov til at depreciere, hvilket efterfølgende var med til hjælpe eksporten i gang og afgørende for, at Sverige i dag har en høj vækst. Britiske pund apprecierede og var med til at lægge en dæmper på en økonomi på vej mod overophedning.

Figur II.3 Inflation



Kilde: Oplysninger fra Danmarks Nationalbank.

II.7 Dansk valutakurspolitik

Dansk pengepolitik forankret i fastkurspolitik

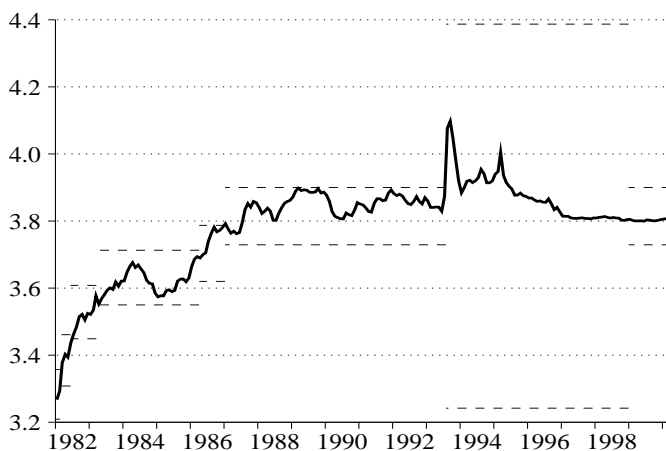
Danmark har en lang tradition for deltagelse i et valutarisk samarbejde i Europa. Efter Bretton Woods-systemets sammenbrud indgik Danmark i det såkaldte valutasingesamarbejde, som blev en forløber for EMS-samarbejdet, der oprettedes i 1979. EMS-samarbejdet styrkede valutakurssamarbejdet (med den tekniske betegnelse ERM) bl.a. med aftale om støtteopkøb for at holde fastsatte centralkurser. Samarbejdet betød sidenhen etablering af en monetær union i tre faser. Tredje fase startede 1. januar 1999, hvor valutakurserne blev uigenkaldeligt fastlåste, og hvor ECB overtog ansvaret for den fælles pengepolitik. Danmark har med en undtagelse i EU-traktaten indtil videre valgt at stå uden for ØMU'ens tredje fase, men skal i september 2000 igen forholde sig til overgang til euroen. I tilfælde af et ja vil Danmark sandsynligvis være klar til at indføre eurosedler og -mønter fra januar 2004, jf. Økonomiministeriet (1999). Bliver resultatet et nej, melder en række spørgsmål sig om, hvorvidt den nuværende fastkurspolitik kan og bør opretholdes, eller om den vil komme under et stort pres og må opgives, samt hvilke alternativer der i så tilfælde findes.

ERM II betyder en foreløbig fortsættelse af fastkurspolitikken ...

En aftale indgået mellem ECB og de nationale centralbanker i EU-landene uden for euroområdet betyder, at Danmark har kunnet fortsætte fastkurspolitikken i tredje fase af ØMU'en. Afløseren til det tidligere valutakurssamarbejde under EMS kaldes ERM II. Det er frivilligt for de udenforstående EU-lande at deltage i ERM II, der indebærer standardudsvingsbånd på ± 15 pct. i forhold til centralkurserne. Snævrere udsvingsgrænser kan aftales, hvis udviklingen tillader det. Danmark har således aftalt et $\pm 2,25$ pct. bånd og har på det seneste i praksis holdt kronen inden for et endnu snævrere bånd, jf. figur II.4. Grækenland deltager også i ERM II, men med et standardudsvingsbånd, mens Storbritannien og Sverige ikke deltager og i øvrigt heller ikke har nogen historisk tradition for deltagelse i valutakurssamarbejdet under EMS-samarbejdet.⁵

5) Storbritannien deltog dog forsøgsvis fra 8. okt. 1990 til 17. sept. 1992 med et ± 6 pct. bånd.

Figur II.4 Kr. pr. D-mark



Anm.: Stiplet linie angiver udsvingsbånd.

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Nationalbank.

... og skal bl.a. sikre en nem overgang til euroen

Den danske fastkurspolitik har været en vigtig del af en erklæret stabilitetsorienteret økonomisk politik siden 1982. I begyndelsen af 1980'erne var prisstigninger efter adskillige devalueringer indbygget i forventningsdannelsen, og inflationen oversteg 10 pct. Ved at binde kronen til de øvrige EMS-valutaer opnåedes efterhånden troværdighed omkring dens værdi, og gradvis lykkedes det at nedbringe inflationen til under 4 pct. i 1986. Siden 1987 er kronens centralkurs over for D-mark ikke blevet ændret. Kronen var dog udsat for store kursudsving i en periode efter EMS-krisen i 1992-93, hvor udsvingsbåndet blev forøget til ± 15 pct. Fastkurspolitikken uden devalueringer er således blevet indarbejdet i den økonomiske politik, og på den baggrund virker det attraktivt at fastholde den. Med andre landes overgang til euroen har valutakurssamarbejdet i EU ændret karakter, og ERM II-aftalen skal da formentlig også ses som et forsøg på at understøtte medlemsstaters bestræbelser på at indføre euroen. Forud for deltagelse i euroen kræves nemlig valutakursstabilitet.

Aftale giver ikke indflydelse på pengepolitikken i euroområdet

ERM II giver ingen indflydelse på de pengepolitiske beslutninger i euroområdet. Dette var i vid udstrækning også situationen under EMS-samarbejdet, hvor pengepolitikken i realiteten alene blev fastlagt af Bundesbank i Tyskland, mens det var op til de øvrige deltagerlande i valutakurssamarbejdet bilateralt at følge tyske renteændringer og dermed fastholde valutakursen over for D-mark. Arrangementet havde indbygget en uløst interessekonflikt i situationer, hvor tyske renteændringer ikke passede de øvrige lande, jf. Buiters mfl. (1998). Dette blev klart efter den tyske genforening, hvor Bundesbank – uden hensyn til EMS-samarbejdet – hævdede renten flere gange for at imødegå inflationære tendenser i Tyskland. Det danske nej til Maastricht-traktaten i juni 1992 forstærkede tvivlen om den videre vilje i EU til koordination af pengepolitikken og var medvirkende årsag til de massive angreb på de deltagende valutaer over flere omgange i 1992 og 1993. EMS-krisen førte til, at udsvingsgrænserne for de deltagende valutaer måtte udvides fra $\pm 2,25$ pct. til ± 15 pct. i august 1993.

Spekulative angreb

EMS-krisen gjorde det klart, at fastkursarrangementer indbyder til spekulation, der skal afprøve centralbankers vilje til at forsvare eksplicitte grænser for udsving. I forbindelse med spekulative angreb må den pågældende centralbank intervenere ved at bruge valutareserven til opkøb af den angrebne valuta. Muligheden for at forsvare valutaen ophører, når reserven er udtømt, hvorefter centralbanken må lade valutaen flyde. Spekulation sætter ind i forventning om, at valutaen i denne situation vil falde i værdi. Derved opnås en gevinst, mens spekulanternes risiko er begrænset til et rentetab. Dette tab kan centralbanken gøre stort ved midlertidigt at sætte renten markant op.

Uberettiget spekulation kan sætte ind og fremkalde skift i valutakurspolitikken

Erfaringen fra 1992 og 1993 er, at også lande, hvis økonomiske politik er forenelig med en fastkurspolitik, kan rammes uberettiget, jf. Obstfeld (1996).⁶ Dengang ramte massive spekulative angreb flere deltagende valutaer, herunder kronen,

6) I de såkaldte "andengenerationsmodeller" kan spekulative angreb finde sted på holdbare fastkursregimer. I de oprindelige modeller for spekulative angreb fandt angreb kun sted, hvis den øvrige økonomiske politik ikke var forenelig med en fastkurspolitik, jf. Krugman (1979) og Flood og Garber (1984).

der efterfølgende inden for det udvidede bånd dog relativt hurtigt vendte tilbage til deres tidligere værdi. Faren ved denne type spekulative angreb er, at forsvaret måske opgives, fordi de afledte konsekvenser af en midlertidig højere rente bliver for byrdefulde. Under EMS-krisen blev dette mest tydeligt for Italien og Storbritannien, der begge måtte udtræde af samarbejdet.

Kan fastkurspolitikken opretholdes i tilfælde af et nej?

På samme måde som EMS-samarbejdet viste sig ikke at være et værn mod spekulative angreb, kan ERM II-aftalen ikke med sikkerhed gardere Danmark imod valutakriser, selvom den i princippet indebærer automatisk og ubegrænset intervention på udsvingsgrænserne og koordineret intervention inden for udsvingsgrænserne. ECB's deltagelse i interventionen må dog ikke komme i konflikt med dens primære målsætning om prisstabilitet, i hvilket tilfælde intervention vil blive suspenderet. Forsvar af kronen kan derfor kræve, at Nationalbanken må hæve renten betragteligt. I ERM II-aftalen hedder det, at rentesatserne skal anvendes fleksibelt, og at passende politiske tiltag i øvrigt forudsættes. Hvis omkostningen herved er for høj, kan det føre til fastkurspolitikens endeligt.

Uro slår ud i rentespænd

Danmark har oplevet flere perioder med valutauro, også efter EMS-krisen. I 1995 kom en række EMS-valutaer, herunder kronen, under pres som en udløber af den såkaldte tequila-krise i Mexico, der havde ført til en svækket dollar og dermed styrket D-mark. I efteråret 1998 affødte krisen i Rusland pres mod kronen, da investorer i perioder med stor usikkerhed ofte foretrak at placere deres midler i såkaldte "sikre havne" som Tyskland. Forsvaret af kronen førte i disse perioder til udvidede rentespænd, jf. figur II.5.

Begrænsede realøkonomiske konsekvenser af spekulative angreb

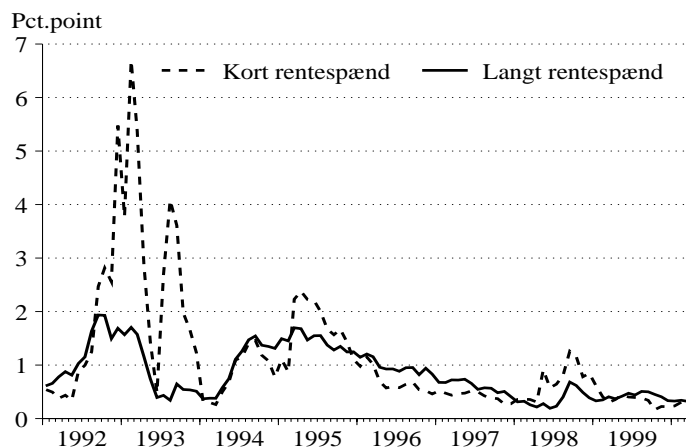
Erfaringen er, at spekulative angreb som regel hurtigt driver over igen. Dette kommer til udtryk ved, at valutauro primært slår ud i det korte rentespænd, mens det lange rentespænd påvirkes i langt mindre grad. Det mindre udslag i den lange rente afspejler en forventning om, at stigningen i den korte rente er midlertidig. Afgørende for den realøkonomiske udvikling er den lange rente. Hvis spekulative angreb ikke indtræffer hyppigt, vil de realøkonomiske konsekvenser derfor være begrænsede, hvis ellers den økonomiske politik er forenelig

med fastkurspolitikken, og der ikke er nogen strukturelle problemer, som kan berettige spekulative angreb. Perioder med valutauro kan imidlertid fremkalde usikkerhed, som på kort sigt kan afstedkomme stemningsskift, som kan gøre forbrugere og virksomheder mere tilbageholdende.

Vil Danmark blive udsat for spekulative angreb i tilfælde af et nej?

Kronens centrale kurs over for D-mark har ligget fast siden 1987, og der er ikke noget, der peger på, at den skulle være over- eller undervurderet. Danmarks økonomiske situation er i dag betydelig bedre end under EMS-krisen, og der er ingen realøkonomisk grund til, at kronen skulle falde i værdi. Dertil kommer, at Nationalbanken siden efteråret 1998 har genopbygget en stor valutareserve. Til trods herfor kan spekulativ uro i tilfælde af et nej til dansk tilslutning til euroen naturligvis ikke afvises. Som det eneste land i EU med snævre udsvingsgrænser kan spekulative angreb kun ramme Danmark i modsætning til valutakrisen i 1992-93. Det mindsker risikoen for en eventuel afsmittende effekt fra lande, der ikke kan modstå angreb.

Figur II.5 Det danske rentespænd over for Tyskland



Anm.: Den lange rente er den ti-årige statsobligationsrente, og den korte rente er tre-måneders markedsrenten.

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Nationalbank.

Inflationsmålsætning kan blive et alternativ til fastkurspolitikken

Skulle kronen alligevel blive udsat for et stort pres, ville en oplagt løsning være at udvide udsvingsbåndet til en standard på ± 15 pct. Dette vil gøre det mindre indbydende for spekulanter at afprøve grænserne, idet de da vil stå med større tab, hvis angrebene mislykkes. Hvis det viser sig, at fastkurspolitikken ikke kan opretholdes i tilfælde af et nej til deltagelse i euroen, vil overgang til en inflationsmålsætning være naturlig. Den økonomiske politiks troværdighed behøver derved ikke at gå tabt. I sidste ende vil det afgørende for troværdigheden være, hvorvidt den økonomiske politik fortsat er holdbar, og grundlæggende om den er lagt an på at forhindre inflation. Dette var i øvrigt også situationen for alle EU-lande efter EMS-krisen, der som konsekvens af de udvidede udsvingsgrænser førte til, at det var slut med at sikre troværdighed i den økonomiske politik gennem en fast valutakurs. Det betød, at troværdighed i den økonomiske politik i langt højere grad måtte bygges op omkring en stram finanspolitik, jf. Corsetti og Pesenti (1999). I samme periode introducerede en række lande i øvrigt inflationsmålsætning.

II.8 Afslutning

ØMU'en er mere politik end økonomi

Spørgsmålet om Danmarks medlemskab af ØMU'ens tredje fase er i højere grad et spørgsmål om politiske overvejelser end om snævert økonomiske aspekter. Ikke desto mindre vil beslutningen om et sådant medlemskab på forskellige måder forandre vores fremtidige økonomiske vilkår. Kapitlet koncentrerer sig om nogle af de rent økonomiske konsekvenser af enten at indtræde i valutaunionen eller forblive mere permanent udenfor. Kapitlet vurderer ikke den mulige indirekte økonomiske betydning af den ændrede politiske placering, Danmark vil få ved at indtræde i ØMU'en. Dette gælder eksempelvis den økonomiske betydning af medindflydelse på beslutningsprocesserne i valutaunionen og følgerne af suverænitetsafgivelse. Formandskabet har ikke fundet det muligt at skønne over konsekvenserne af disse spørgsmål på et fagøkonomisk tilstrækkelig solidt grundlag.

Vigtigt at se på de langsigtede konsekvenser

En eventuel indtræden i ØMU'en vil efter alt at dømmes få varig betydning for Danmarks valutariske og pengepolitiske vilkår, og derfor bør de langsigtede konsekvenser og mulige udviklingstræk ved valutaunionen få nok så megen opmærksomhed som situationen på kort sigt. Der er forskellige effektivitetsgevinster i form af sparede transaktionsomkostninger, en mulig indsnævring af rentespændet, fjernelse af valutakursudsving over for ØMU-landene og formentlig øget konkurrence ved at indtræde i valutaunionen, men gevinsterne vurderes ikke at være af stor betydning for den langsigtede udvikling i dansk økonomi. Hvad stabiliseringspolitikken angår, viser historiske analyser, at Danmark afviger noget fra ØMU'ens kernelande med hensyn til BNP-udvikling og andre økonomiske variabler. Det kan tænkes, at et kommende dansk medlemskab i sig selv vil påvirke disse forskelle, men virkningen kan gå i begge retninger. En situation med en væsentlig anderledes konjunkturudvikling, hvor en selvstændig dansk pengepolitisk reaktion ville være gavnlig, kan derfor ikke udelukkes. De finanspolitiske restriktioner i Maastrichttraktaten forekommer noget vilkårlige, men er på nuværende tidspunkt ikke snærende for Danmark. I forbindelse med den demografiske udvikling kan de imidlertid medføre fremtidige problemer for en række medlemslande, og bl.a. derfor kan der forudses et pres for at ændre de finanspolitiske regler i ØMU'en på længere sigt.

Små og usikre økonomiske fordele og ulemper ved medlemskab

Hvorvidt det af rent økonomiske grunde vil være fordelagtigt for Danmark at tilslutte sig ØMU'en, afhænger af, om effektivitetsgevinsterne mere end opvejer omkostningen ved definitivt at give afkald på en selvstændig penge- og valutakurspolitik. Værdien af en selvstændig pengepolitik afhænger af, i hvilken udstrækning en pengepolitik baseret på hele euroområdet også vil være passende for Danmark, og – hvis ikke – af de danske politikeres villighed til at anvende andre stabiliseringsinstrumenter. Det forhold, at Danmark i en årrække har kunnet holde en fast kurs over for D-marken, viser, at vi ikke nødvendigvis står med et behov for pengepolitisk at kunne reagere i forbindelse med en afvigende konjunkturudvikling. Sandsynligheden for, at Danmark bliver ramt af et større asymmetrisk stød, der kan begrunde en kursjustering, er givetvis ikke stor. Samlet set vurderer formandskabet, at de snævert økonomiske konsekven-

ser ved et medlemskab er små og usikre. Der er imidlertid, som nævnt, også en række andre faktorer, ikke mindst af politisk art, som kan have væsentlig betydning for Danmarks valutari-ske valg, men som ikke berøres i kapitlet.

Vi kan videreføre fastkurspolitikken, hvis vi vælger at stå udenfor

Vælger Danmark at forblive uden for ØMU'en, er en mulighed at fortsætte fastkurspolitikken over for euroen i ERM II, eventuelt i et udvidet udsvingsbånd. Danmark har igennem mange år opbygget stor troværdighed om sin fastkurspolitik, som således er blevet indarbejdet i den økonomiske politik og indbygget i forventningsdannelsen. Dette taler isoleret set for at fastholde fastkurspolitikken, hvis Danmark vælger at blive uden for euro-samarbejdet.

Næppe længerevarende valutauro, og næppe store realøkonomiske konsekvenser

En opgivelse af fastkursarrangementet kan blive fremkaldt af mere vedvarende spekulativ uro. Normalt er spekulative angreb dog betinget af, at den økonomiske politik er uforenelig med en fastkurspolitik. For Danmarks vedkommende er det svært at pege på realøkonomiske grunde til, at kronen er overvurderet og således skulle være genstand for spekulation, hvilket dog ikke udelukker muligheden for ubegrundede spekulative angreb i en situation, hvor vi vælger at opretholde et fastkursregime. Men det er næppe sandsynligt, at valutauroen vil være længerevarende, og erfaringen fra tidligere valutakriser er da også, at de relativt hurtigt driver over og kun har nævneværdige realøkonomiske konsekvenser for lande, der i forvejen havde strukturelle problemer.

Inflationsmålsætning et alternativ

Hvis det viser sig ikke at være muligt eller ønskeligt at opretholde fastkurspolitikken over for ØMU'en, er et alternativ at overgå til en inflationsmålsætning i lighed med bl.a. Storbritannien og Sverige. Det vil medføre, at Danmarks Nationalbank skal styre den danske prisudvikling direkte i stedet for at styre valutakursen. En fordel ved en inflationsmålsætning er, at når pengepolitikken kan tilrettelægges efter indenlandske forhold, er Danmarks Nationalbank ikke nødt til at følge alle renteændringer i Euroland automatisk, uden hensyntagen til om de måtte være passende i den danske konjunktursituation. En anden fordel er, at der er mindre risiko for spekulative angreb på kronen, og der vil ikke være behov for at foretage store, midlertidige renteforhøjelser. Blandt ulemperne er, at en

inflationsmålsætning er mindre gennemsigtig end en fastkurspolitik. Samtidig kan den medføre større valutakursudsving i forhold til Danmarks samhandelspartnere i Euroland. Hvis inflationsmålet i begge valutaområder er det samme, og den økonomiske politik begge steder er troværdig, vil valutakurserne dog også bevæge sig parallelt i det lange løb, og de kortvarige udsving i kurserne vil næppe have stor betydning for samhandelen.

**For tidligt at
vurdere ØMU'ens
succes endegyldigt**

Starten på ØMU'ens tredje fase er forløbet glat. ØMU'en har dog endnu ikke været i en situation, der har sat holdbarheden af den fælles pengepolitik på en alvorlig prøve, og det er derfor for tidligt at vurdere konstruktionens succes mere definitivt. En vurdering heraf må i høj grad bero på en vurdering af de institutionelle rammer for ØMU'en og de politiske intentioner bag konstruktionen. Selv om det kan forekomme overvejende sandsynligt, at ØMU'en vil sikre en lav og stabil inflation fremover, kan det ikke udelukkes, at den fælles pengepolitik vil fremkalde store spændinger på et tidspunkt. Dette kan føre til en situation, hvor inflationen i Euroland bliver høj og varierende. I en sådan situation kan kun en selvstændig inflationsmålsætning forhindre, at Danmark importerer den høje inflation fra Euroland.

Litteraturliste

Alesina, A. and R. Perotti (1995): The Political Economy of Budget Deficits. *IMF Staff Papers*, 42 (1), pp. 1-31.

Andersen, T.M. (1997): Fiscal Policy in the EMU and Outside. *Swedish Economic Policy Review*, 4 (1), pp. 235-275.

Artis, M. and W. Zhang (1998a): Core and Periphery in EMU: A Cluster Analysis. EUI Working Paper RSC No. 98/37.

Artis, M and W. Zhang (1998b): Membership of EMU: A Fuzzy Clustering Analysis, EUI WP RSC No.98/52.

Bank of England (2000): *Inflation Report*. London.

Bank for International Settlements (1999): *69th Annual Report*. Basel.

Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin and A. Posen (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press, Princeton.

Björkstén, N. and M. Syrjänen (1999): Divergences in the Euro Area: A Cause for Concern? Bank of Finland Discussion Papers 11/99.

Buiter, W., G. Corsetti and P. Pesenti (1998): *Financial Markets and European Monetary Cooperation. The Lessons of the 1992-93 Exchange Rate Mechanism Crisis*. Cambridge University Press, New York and Cambridge, UK.

Buiter, W., G. Corsetti and N. Roubini (1993): Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht. *Economic Policy*, 16, pp. 57-100.

Business for Sterling (2000): The Estimated Total One-off Costs to the UK Private and Public Sectors, Should the UK Join the Euro. <http://www.bfors.com/press/news/2000-0218.html>

Corsetti, G. and P. Pesenti (1999): Stability, Asymmetry and Discontinuity: The Launch of European Monetary Union. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 295-358.

Darby, J., A. Hughes Hallet, J. Ireland and L. Piscitelli (1999): The Impact of Exchange Rate Uncertainty on the Level of Investment. *Economic Journal*, 109, pp. C55-C67.

De Grauwe, P. (1988): Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth in International Trade. *IMF Staff Papers*, 35 (1), pp. 63-84.

Det Økonomiske Råd (1997): *Dansk Økonomi, forår 1997*. København.

Det Økonomiske Råd (1999): *Dansk Økonomi, efterår 1999*. København.

Eichengreen, B. and C. Wyplosz (1998): The Stability Pact: More than a Minor Nuisance? *Economic Policy*, 26, pp. 65-114.

EU-Kommissionen (1990): One Market, One Money. *European Economy*, 44.

EU-Kommissionen (1999a): European Economy. Supplement A, Economic Trends (3), March 1999.

EU-Kommissionen (1999b): European Economy. Supplement A, Economic Trends (10-11), October 1999.

Fatás, A. (1998): Does EMU need a Fiscal Federation? *Economic Policy*, 26, pp. 163-204.

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

Finansministeriet (2000): *Finansredegørelse 2000*. København.

Finlands Finansministerium (1997): Finland's National Changeover Plan for the Introduction of the Euro. Helsingfors.

Flood, R. og P. Garber (1984): Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics*, 17, pp. 1-13.

Gagnon, J. (1993): Exchange Rate Variability and the Level of International Trade. *Journal of International Economics*, 34, (3-4), pp. 269-287.

Hallet, M. (2000): Regional Specialisation and Concentration in the EU. European Commission Economic Papers 141.

Huizinga, H. and S.B. Nielsen (1998): Is Coordination of Fiscal Deficits Necessary? EPRU Working Paper No. 1998-05.

IMF (1999): *Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues*. Washington.

Krugman, P. (1979): A Model of Balance-of-Payments Crisis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 311-325.

Mauro, P. E. Prasad and A. Spilimbergo (1999). Perspectives on Regional Unemployment in Europe. IMF Occasional Paper 177.

McKinnon, R. (1963): Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53 (September), pp. 717-725.

Mundell, R. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51 (September), pp. 657-664.

Obstfeld, M. (1996): Models of Currency crises with self-fulfilling features. *European Economic Review*, 40, pp. 1037-1047.

Obstfeld, M. and G. Peri (1998): Regional Non-adjustment and Fiscal Policy. *Economic Policy*, 26, pp. 205-260.

OECD (1999). *EMU: Facts, Challenges and Policies*. Paris.

Pench, L., P. Sestito and E. Frontini (1999). Some Unpleasant Arithmetics of Regional Unemployment in the EU: Are there any Lessons for EMU? EC Economic Papers 134.

Rose, A. (1999): One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. NBER Working Paper No. 7432.

Soltwedel, R., D. Dohse and C. Krieger-Boden (1999): EMU Challenges European Labor Markets. IMF Working Paper 99/131.

Svensson, L. (1999a): Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. *Journal of Monetary Economics*, 41, pp. 1111-1146.

Svensson, L. (1999b): Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability. CEPR Discussion Paper No. 2196.

Sveriges Riksbank (2000): *Inflation Report*. Stockholm.

Sørensen, P.B. (1997): Valutakursrisiko, kapitalomkostning og makrodynamik. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 135, pp. 211-232.

Taylor, J. (1993): Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.

Økonomiministeriet (1999): *Redegørelse for overgang til euroen i tilfælde af dansk deltagelse*. København.

Økonomiministeriet (2000): *Et bæredygtigt pensionssystem*. København.

Økonomiministeriet og Finansministeriet (2000): *Danmark og euroen*. København.

