

RESUME

Resumeeet er inddelt i følgende afsnit:

- Konjunkturvurdering og økonomisk politik, kapitel I
- Danmark og euroen, kapitel II

Konjunkturvurdering

Dystre udsigter

Den finansielle krise, som for alvor tog fart i efteråret, har spredt sig til den reale del af den globale økonomi, og produktionen er faldet i mange lande. Det økonomiske tilbageslag ramte hårdere og hurtigere end forventet, og der er udsigt til en længere og dybere lavkonjunktur end først antaget. Den danske økonomi er tæt forbundet med den udenlandske, og Danmark er ramt af krisen på linje med de øvrige lande. Eksportvæksten er gået i stå, den finansielle sektor skruer ned for aktiviteten, og både forbrugere og virksomheder ser mere dystert på fremtiden, end de har gjort længe.

Fald i produktionen

I 2008 faldt BNP med godt 1 pct., og BNP skønnes at falde med yderligere knap 3 pct. i år. Der er dermed lagt op til det største fald i den økonomiske aktivitet siden 1950'erne. Usikkerheden om konjunkturudviklingen er dog ekstraordinær stor i øjeblikket. Erfaringer fra tidligere kriser viser, at den økonomiske afmatning kan blive langvarig, når økonomien bliver ramt af en finansiell og en realøkonomisk krise samtidig. Selvom der er udsigt til en stabilisering af den danske banksektor, bliver dansk økonomi også hårdt ramt, hvis uroen på de internationale finansielle markeder fortsætter og forstærkes.

Resumeeet er færdigredigeret den 11. maj 2009.

**Måske lys for
enden af tunnelen**

I efteråret blev forbrugerne og virksomhederne ramt af en række negative nyheder vedrørende dansk og udenlandsk økonomi. Det kan ikke udelukkes, at det allerede indtrufne fald i investeringerne og måske især i forbruget er et udtryk for en vis overreaktion. Siden efteråret er der gennemført en række tiltag, der stabiliserer den finansielle sektor. Desuden er der planlagt en række finanspolitiske lempelser, herunder frivivelsen af SP-midlerne i år og markante skattelettelser til næste år. Udover den direkte effekt på økonomien af, at forbrugerne får flere penge mellem hænderne, kan tiltagene sætte gang i en mere positiv forventningsdannelse, som vil øge det private forbrug og investeringerne yderligere.

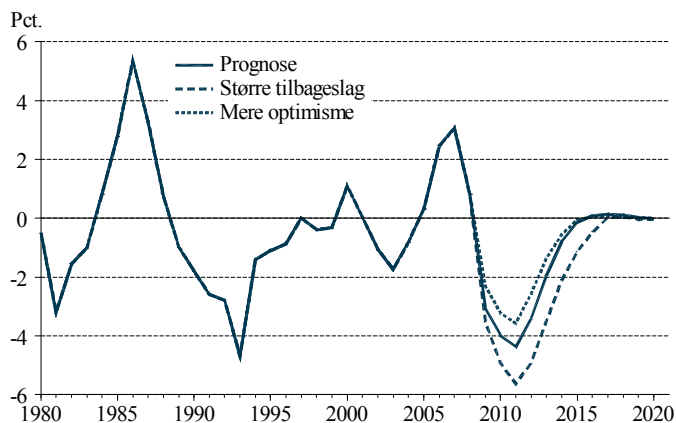
**To alternative
forløb**

Usikkerheden om konjunkturudviklingen illustreres i to alternative risikoforløb. Det ene forløb indebærer højere vækst og lavere ledighed end i prognosen, blandt andet som følge af en uventet stor effekt af de finanspolitiske lempelser. I hovedforløbet skønnes ledigheden at stige til ca. 165.000 i 2011, men i det positive forløb begrænses stigningen i ledigheden, således at der kun bliver ca. 140.000 ledige. Det negative forløb viser konsekvenserne af et større globalt tilbageslag end forventet i prognosen. Et sådan tilbageslag kan føre til en væsentligt længerevarende og dybere lavkonjunktur, jf. figur A. I dette forløb stiger ledigheden til ca. 200.000 personer i 2011. Selv om de to forløb ikke fuldt ud beskriver usikkerheden om konjunktursigterne, viser de, at der under alle omstændigheder må imødeses en længere periode med en økonomisk aktivitet, der er væsentligt under det normale niveau.

Det private forbrug

Det private forbrug aftog i løbet af sidste år og faldt markant i 4. kvartal, og forbrugerforventningerne er trods en vis genopretning fortsat på et meget lavt niveau. I andet halvår af 2009 bliver det muligt at hæve SP-opsparingen, der ved udgangen af 2008 udgjorde knap 49 mia. kr. Der er således potentiale for en stigning i det private forbrug sidst på året. I prognosen er det forudsat at SP-midlerne stimulerer forbruget i 2009 og 2010. Desuden bidrager skattelettelserne fra forårspakken positivt til forbruget i 2010.

Figur A Output gap



Anm.: Output gap er defineret som forskellen mellem faktisk og strukturelt BNP målt i pct. af strukturelt BNP.

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

Nedturen på boligmarkedet fortsætter ...

... og det gør faldet i investeringerne også

Stort tilbageslag i udenrigshandlen

Boligpriserne har været stærkt stigende frem mod 2007, og stigningen har været større, end udviklingen i renten og nye lånetyper mv. umiddelbart kan forklare. Siden boligmarkedet toppede i midten af 2007, er de reale priser på enfamiliehuse faldet med ca. 15 pct. Det vurderes, at afmatningen på boligmarkedet ikke er slut endnu, og det forventes, at de reale huspriser i 2011 vil ligge på et niveau, der er omkring 30 pct. lavere end i 2007. De samlede investeringer faldt kraftigt i 2. halvår af 2008, og boliginvesteringerne ventes at blive reduceret yderligere i takt med de faldende boligpriser. Erhvervsinvesteringerne forventes ligeledes at falde.

Både eksport og import faldt markant i slutningen af 2008, og faldene er fortsat ind i 2009. I lyset af den globale afmatning forventes et markant tilbageslag i den internationale handel. WTO skønner, at verdenshandlen falder med 9 pct. i 2009, hvilket i givet fald vil være det største tilbageslag siden Anden Verdenskrig. Danmarks nærmeste samhandelspartnere er hårdt ramt, og eksporten skønnes derfor at falde markant. Den faldende indenlandske efterspørgsel betyder, at importen også falder markant, og for første gang i mange år ventes importkvoten at falde. Betalingsbalancen

skønnes at være omtrent uændret de kommende år, idet de faldende eksportindtægter opvejes af faldet i importen.

Kraftigt fald i beskæftigelsen ...

Det markante fald i produktionen forventes at føre til et kraftigt fald i beskæftigelsen. Fra 2008 til 2011 skønnes beskæftigelsen at falde med ca. 170.000 personer, hvilket er væsentligt mere end set under tidligere lavkonjunkturer, herunder den syv år lange nedgangsperiode i slutningen af 1980'erne og første halvdel af 1990'erne. Trods det markante fald i beskæftigelsen vil den samlede beskæftigelse i 2011 i henhold til prognosen dog kun være lidt lavere end i 2005. En stor del af beskæftigelsesfaldet kan henføres til, at udenlandske "grænsegængere", der har bidraget til arbejdsstyrken under højkonjunkturen, ventes at vende hjem.

... og stigende ledighed

Ledigheden er allerede steget mærkbart fra det historisk lave niveau i midten af 2008, og ledigheden skønnes fortsat at stige gennem 2009. Prognosen indebærer, at ledigheden ved årets udgang vil være på ca. 130.000 personer. Ledigheden ventes at fortsætte med at stige i 2010, og først i 2011 skønnes ledigheden at toppe omkring 165.000 personer. Det ventede forløb indebærer, at ledigheden fortsætter med at stige, efter efterspørgslen er vendt, da der som regel går et stykke tid, før en vending i økonomien sætter sine spor på arbejdsmarkedet.

Lønfesten er slut

Den meget lave ledighed i Danmark de senere år har ført til tiltagende lønstigninger, som nåede op på 4,2 pct. i 2008. De danske lønstigninger aftog imidlertid mærkbart i løbet af andet halvår 2008, og det er naturligt at opfatte faldet i lønstigningstakten som en reaktion på de ændrede konjunkturodsigter, selvom der normalt er en vis forsinkelse mellem ændringer i ledigheden og ændringer i lønstigningstakten. Den hurtige reaktion er et resultat af den meget unormale konjunktursituation i øjeblikket, og lønstigningerne ventes – trods tiltagende produktivitetstigninger – at falde yderligere de kommende år. Lønstigningstakten ventes således at falde til ca. 3/4 pct. i år og yderligere til ca. 2½ pct. hhv. 2 pct. i 2010 og 2011. De lavere lønstigninger og det indtrufne fald i råvarepriserne, herunder olieprisen, har bidraget til et mærkbart fald i inflationen. Priserne ventes således kun at stige ca. 1/4 pct. i år og prisstigningerne øges gradvist til

knap 2 pct. i 2011. Udviklingen i løn, produktivitet og priser indebærer, at lønknoten efter en markant stigning i årene med pres på arbejdsmarkedet ventes at falde i de kommende år.

Underskud på den offentlige saldo

Den dårlige konjunktursituation vil føre til en markant forværring af den offentlige saldo. De automatiske stabilisatorer i form af bl.a. lavere skatteindtægter og øgede udgifter til dagpenge mv., vurderes samlet at kunne forklare en forværring af den offentlige saldo på ca. 100 mia. kr. fra 2008 til 2010. Desuden bidrager skattelettelse samt faldende indtægter fra Nordsøproduktionen som følge af lavere oliepris yderligere til forværringen af den offentlige saldo. Samlet forværres den offentlige saldo med ca. 115 mia. kr. fra 2008 til 2010. Det offentlige underskud vil dermed udgøre tæt på 3 pct. af BNP i 2010.

Prognosens hovedtal

	2007	2008	2009	2010	2011
BNP-vækst (pct.)	1,6	-1,1	-2,9	0,1	1,1
Offentlig saldo (mia. kr.)	75	63	-21	-51	-40
Betalingsbalance (mia. kr.)	12	35	28	25	24
Ledighed (1.000 pers.)	78	52	99	141	163
Beskæftigelsesændring (1.000 pers.)	76	24	-69	-66	-34
Stigning i lønomkostninger (pct.)	3,9	4,2	3,2	2,4	2,1
Inflation (pct.)	1,8	3,1	1,2	1,7	1,9

Anm.: Inflationen er opgjort som væksten i deflatoren for det private forbrug.

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

Aktuel økonomisk politik

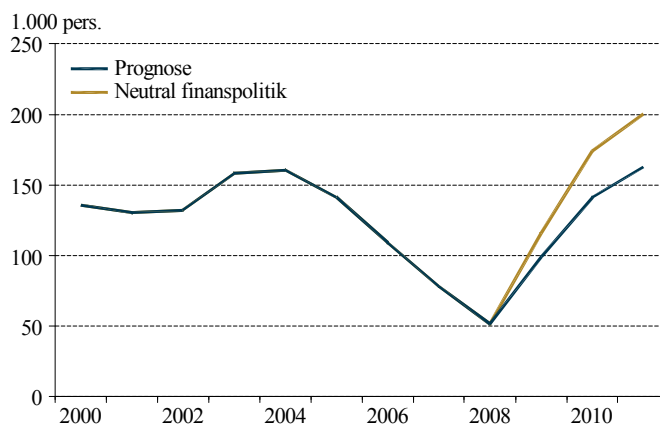
Usikkerhed om lavkonjunktorens længde og dybde samt effekter af finanspolitikken

Konjunkturvurderingen er forbundet med ekstraordinær stor usikkerhed, blandt andet fordi det er vanskeligt at vurdere længden og dybden af den internationale finansielle og økonomiske krise, og samtidig er der stor usikkerhed om effekten af finanspolitikken. Eksempelvis vides ikke, hvor mange penge fra SP-opsparingen, der vil blive hævet og anvendt til forbrug. Efter skat kan den disponible indkomst blive øget med op til 32 mia. kr., og de frigivne SP-midler kan dermed stimulere den økonomiske aktivitet med mellem 0 pct. og 1¾ pct. i 2009. I prognosen er det forudsat, at en fjerdedel af SP-midlerne forbruges i løbet af 2009 og 2010, og på denne baggrund skønnes de frigivne SP-midler at øge væksten med ca. ¼ pct.point i 2009.

Finanspolitikken i 2009 er passende

Samlet vurderes finanspolitikken for 2009 at være passende, og det vurderes ikke at være hensigtsmæssigt at lempe yderligere i år. Finansloven for 2009 indeholder flere ekspansive tiltag, og de finanspolitiske lempelser skønnes samlet at nedbringe stigningen i ledigheden med ca. 15.000 personer i 2009. Foruden de finanspolitiske lempelser i 2009 er der planlagt yderligere lempelser i 2010 som følge af forårspakken. De finanspolitiske lempelser, der gennemføres i 2009 og 2010, vurderes samlet at reducere ledigheden med knap 40.000 personer i 2011 i forhold til en situation, hvor der var blevet ført neutral finanspolitik, jf. figur B.

Figur B Ledighed



Anm.: Kurven for neutral finanspolitik afspejler skøn for ledigheden, hvis der var blevet ført neutral finanspolitik i perioden 2009-11.

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

Behov for yderligere lempelser i 2010

I henhold til denne rapport's hovedprognose vil produktionen i såvel 2010 som 2011 ligge ca. 4 pct. under det normale niveau. I det mere optimistiske alternative scenarie, hvor der antages en bedre udvikling i den indenlandske efterspørgsel, er forskellen mellem det faktiske og det normale produktionsniveau stadig af størrelsesordenen $-3\frac{1}{2}$ pct. både i 2010 og 2011. Derfor vurderer formandskabet, at der er et stabiliseringspolitisk behov for yderligere finanspolitiske lempelser i 2010.

BNP-væksten i 2010 skal øges med $\frac{1}{2}$ - $\frac{3}{4}$ pct.point

Med en produktion, der ligger $3\frac{1}{2}$ til 4 pct. under det normale niveau, vurderes det på nuværende tidspunkt, at den samlede finanspolitik hensigtsmæssigt kan bidrage til væksten med mellem 1 og $1\frac{1}{4}$ pct.point. Da den allerede planlagte finanspolitik indebærer en finanseffekt på ca. $\frac{1}{2}$ pct.point, anbefales derfor en yderligere lempelse, der øger væksten med mellem $\frac{1}{2}$ og $\frac{3}{4}$ pct.point i 2010.

Yderligere lempelser bør bl.a. ske som fremrykning af investeringer

De allerede vedtagne finanspolitiske lempelser i 2010 består primært af tiltag, der stimulerer efterspørgslen ved at forøge de disponible indkomster. Det anbefales derfor, at den ekstra finanspolitiske indsats overvejende kommer til at bestå af tiltag, der øger efterspørgslen mere direkte. Det kan f.eks. være en fremrykning af offentlige istandsættelses-, anlægs- og investeringsarbejder eller tilskud til private investeringer. Udover at virke mere direkte på aktiviteten har en fremrykning af investeringer den fordel, at tiltaget i sin natur er af midlertidig karakter og dermed ikke indebærer et permanent højere udgiftsniveau. For at opnå en finanseffekt i 2010 på mellem $\frac{1}{2}$ og $\frac{3}{4}$ pct.point vil det kræve ekstra investeringer i størrelsesordenen 15 mia. kr. i umiddelbar offentlig provenueffekt.

Øgede investeringer kan delvis ligge i den private sektor

Det er ikke oplagt, at mængden af relevante investeringsprojekter i selve den offentlige sektor er tilstrækkelig til udfylde det stabiliseringspolitiske behov, og det kan derfor være hensigtsmæssigt at kanalisere en del af investeringerne over i den private sektor. Øgede private investeringer kan blandt andet frembringes gennem tilskud til investeringer i den private sektor. Disse tilskud kan hensigtsmæssigt tilrettelægges, således at investeringerne bidrager til at indfri Danmarks forpligtelse til at reducere CO₂-udslippet fra den del af økonomien, der ikke er omfattet af EU's kvotesystem.

Flere ressourcer til beskæftigelsespolitikken

Udover øgede investeringer kan en passende finanspolitisk lempelse indeholde tilførsel af ekstra ressourcer til beskæftigelses- og aktiveringssystemet med henblik på at modvirke det opadgående pres på den strukturelle ledighed, som den hastigt stigende ledighed kan indebære.

Stabiliseringspolitik koster

Et pejlemærke i tilrettelæggelsen af finanspolitikken er den strukturelle ledighed, som vurderes med nogen usikkerhed at være omkring 100.000 personer. I øjeblikket gennemgår verdensøkonomien en periode med kraftigt aftagende efterspørgsel og deraf følgende stigende ledighed. Den danske økonomi er kun en lille brik i det store spil og bliver uundgåeligt påvirket af udlandet. Det er urealistisk at forestille sig, at man gennem en meget aktivistisk finanspolitik kan forhindre en markant stigning i ledigheden. Formandskabet lægger derfor op til, at der føres en behersket, men eksplan-

siv stabiliseringspolitik, som lægger en dæmper på den stigende ledighed. Der er dog omkostninger forbundet med at stabilisere økonomien, og anbefalingerne skal ses i lyset af, at regningen skal betales på et senere tidspunkt.

Arbejdsmarkedspolitik og jobcenterreform

Risiko for stigende strukturledighed bør modvirkes

Nyere forskning har påvist, at en intensiv aktiv arbejdsmarkedspolitik, bl.a. i form af tæt kontakt med den ledige, har en gunstig virkning på beskæftigelsesomfanget. Der er derfor risiko for, at den aktive arbejdsmarkedspolitik svækkes, hvis der ikke tilføres flere ressourcer i takt med, at ledigheden stiger. For at imødegå risikoen for en stigning i den strukturelle ledighed bør der derfor midlertidigt afsættes yderligere ressourcer til sagsbehandlingen i jobcentrene, eller til jobcentrenes køb af tilsvarende ydelser, således at det tætte kontaktføreløb og rettidigheden i indsatsen kan bevares.

Beskæftigelsesindsatsen placeres i kommunerne

Fra og med august overtager kommunerne den statslige del af de fælles statslige og kommunale jobcentre. Det er oplagt en fordel, at virksomheder, der mangler arbejdskraft, kun skal tage kontakt til én offentlig myndighed. Samtidig sikrer det enstrengede system, at de arbejdsmarkedsparete kontanthjælpsmodtagere kan få samme tilbud som de forsikrede ledige. Men det nye system kan give en uensartet behandling på tværs af kommunegrænserne. I forbindelse med matchkategoriseringen af kontanthjælpsmodtagerne viser tidligere undersøgelser, at nogle kommuner placerer op mod 80 pct. af kontanthjælpsmodtagerne i matchgruppe 1-3 (arbejdsmarkedsparete), mens andre kommuner kun kategoriserer 10 pct. som arbejdsmarkedsparete, jf. *Dansk Økonomi, forår 2007*. Det forekommer usandsynligt, at kontanthjælpsmodtagernes arbejdsevne skulle være så forskellig på tværs af kommunegrænserne.

Finansieringsmodellen er problematisk

Kommunerne overtager også finansieringen af dagpengeudgifterne mv. Staten kompenserer kommunerne for udgifterne via statsrefusion og bloktilskuddet, hvilket giver kommunerne tilskyndelse til at nedbringe ledigheden. Refusionen for dagpengeudgifter til ledige i aktivering er højere end til ledige på passiv forsørgelse. Forskellen i

refusionsprocenter kan få kommunerne til at aktivere dagpengemodtagere for tidligt og i for stort omfang. Finansieringsmodellen indebærer således en risiko for, at arbejdsmarkedspolitikken i højere grad tilrettelægges med henblik på at forbedre de kommunale budgetter end på at reducere ledigheden. Den nye finansieringsmodel indebærer også en øget usikkerhed i de enkelte kommuners budgetter. Der er således en risiko for, at en kommune, der på kort tid mister mange arbejdspladser, f.eks. hvis en stor lokal virksomhed lukker, må reducere udgifterne på andre områder eller øge skatteprocenten.

Det nye system kan føre til dårligere matchning

Et velfungerende arbejdsmarked kræver, at beskæftigelses-systemet er med til at sikre gode match mellem virksomheder og ledige. Den enkelte kommune vil imidlertid spare dagpengeudgifter, hvis den anviser virksomhederne ledige fra egen kommune frem for en måske bedre kvalificeret fra nabokommunen.

Afvent evaluering af pilotjobcentre ...

Det hidtidige beskæftigelsessystem har leveret gode resultater, og med den nye struktur skiftes der til et system, hvor effekten ikke kendes. Der var lagt op til, at den nye struktur, som blev indført i forbindelse med kommunalreformen med bl.a. pilotjobcentre, skulle evalueres ved udgangen af 2010. Det anbefales, at en evt. beslutning om kommunernes overtagelse af beskæftigelsesindsatsen udskydes, indtil det er dokumenteret, at de kommunalt ledede pilotjobcentre leverer en mindst lige så effektiv beskæftigelsesindsats over for de forsikrede ledige som det gamle AF-system. Samtidig anbefales det, at der iværksættes en mere grundig undersøgelse af, hvordan en hensigtsmæssig finansieringsmodel kan indrettes, herunder om et statsligt enstrengt system er at foretrække. Arbejdsmarkedspolitikken er i løbet af de seneste ti år i stigende grad blevet vurderet og udviklet på baggrund af solid empirisk viden. Den foreslåede reform er et brud med denne praksis.

... og fasthold tradition for en arbejdsmarkeds-politik baseret på solid empirisk viden

Skattereform og finanspolitisk holdbarhed

Skattereform indeholder fortsat designfejl i energiafgifterne

Der er blevet vedtaget en skattereform, som lemper skatten på arbejdsindkomst. Skattereformen er underfinansieret til at starte med, men på længere sigt bliver skattelettelserne finansieret, bl.a. gennem højere skatter og afgifter på energiforbrug og forurening. Der kunne med fordel være foretaget en mere gennemgribende omlægning af energiafgifterne med en mere klar fokusering på de relevante målsætninger i energi- og klimapolitikken, jf. *Økonomi og miljø, 2009*. Forøgelsen af afgifterne på el er et eksempel på en direkte dårlig ide. Højere elafgifter reducerer ikke den samlede udledning af CO₂ i EU, fordi denne udledning er bestemt af det samlede, politisk bestemte udbud af kvoter. Tværtimod tilskynder højere afgifter på el til rumopvarmning forbrugere og virksomheder til at anvende opvarmningskilder, der ikke er omfattet af kvotesystemet – f.eks. opvarmning baseret på olie. Dette øger den samlede CO₂-udledning og gør det sværere for Danmark at leve op til reduktionsforpligtelsen i den ikke-kvoteforfattede del af økonomien. Samtidig bidrager højere elafgift til at forværre virksomhedernes konkurrenceevne.

Højere elafgifter skidt for miljøet og skidt for konkurrenceevne

Godt begyndt, men kun halvt fuldendt

Skattereformen indebærer også en gradvis reduktion af den skattemæssige værdi af rentefradragsretten. Dette er et skridt i retning af en mere neutral beskatning af kapitalindkomst, men den lavere værdi af rentefradragsretten gælder kun for renteudgifter, der overstiger 100.000 kr. for ægtepar. Samtidig fastholder skattereformen en meget høj beskatning af positiv kapitalindkomst, og den omfattende skattemæssige subsidiering af ejerboliger gennem lav ejendomsværdiskat er ligeledes fastholdt. Der er dermed langt fra tale om en mere gennemgribende reform af kapitalbeskatningsreglerne, som foreslået i *Dansk Økonomi, efterår 2008*.

Stadig behov for nye initiativer for at sikre holdbarheden

Skattereformen er som udgangspunkt fuldt finansieret på lang sigt. Medregnes de forventede effekter i form af øget arbejdsudbud, skønner Finansministeriet, at reformen på lang sigt kan forbedre den offentlige saldo med et beløb svarende til 5½ mia. kr. årligt. I forhold til den langsigtede finanspolitiske holdbarhed indebærer 2015-planen, at der

skal iværksættes nye initiativer, som kan øge den strukturelle beskæftigelse og modvirke den demografisk betingede tendens til faldende arbejdstid. Sådanne nye initiativer skal forbedre saldoen med 14 mia. kr. årligt for at sikre den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Med skattereformens bidrag på 5½ mia. kr. er der med andre ord fortsat behov for nye initiativer for at sikre holdbarheden.

Problemer med overholdelse af 2015-planens målsætninger

Det aktuelle konjunkturtilbageslag og de ekstraordinære finanspolitiske lempelser indebærer en forværring af den offentlige saldo, der resulterer i en øget offentlig gæld. Samtidig er det offentlige forbrug de senere år vokset mere end planlagt, og udgifterne til offentligt forbrug er blandt andet derfor steget op over det pejlemærke på 26½ pct. af det konjunkturrensede BNP, der er sat som forudsætning i 2015-planen. Samtidig har udviklingen på aktiemarkedet ført til en markant udhuling af pensionsformuerne, hvilket betyder, at der fremover er udsigt til lavere indtægter fra pensionsafkastskatten.

Konflikt mellem kort og lang sigt

Der er således flere forhold, som trækker i retning af, at den finanspolitiske holdbarhed er forværret i forhold til forudsætningerne i 2015-planen. Overholdelsen af pejlemærket for det offentlige forbrug kræver en lav realvækst i de kommende år, men selvom dette sker, er der behov for strukturelle forbedringer på arbejdsmarkedet eller andre tiltag, der varigt forbedrer de offentlige finanser. Der er en åbenlys konflikt mellem de kortsigtede ønsker om at føre lempelig økonomisk politik og de langsigtede krav om en holdbar finanspolitik. Dette understreger, at de anbefalede finanspolitiske lempelser skal være midlertidige. Øgede offentlige udgifter i den aktuelle situation må således modsvares af lavere udgifter senere hen.

Finanspolitiske lempelser skal være midlertidige

Danmark og euroen

ØMU'en har fungeret stabilt indtil nu ...

... men står nu over for sin første væsentlige udfordring

Danmarks fastkurspolitik har fungeret godt ...

... og der er derfor grund til at fastholde det faste kursforhold ...

... hvilket også kan ske ved at indføre euroen

ØMU'en er mere politik end økonomi

1. januar 2009 var det ti år siden, at tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU'en) trådte i kraft, og euroen blev indført. De forløbne ti år har overvejende været præget af en stabil udvikling, bortset fra nogle begrænsede perioder, hvor nogle lande har haft svært ved at leve op til det finanspolitiske regelsæt i ØMU'en. Pengepolitikken har overordnet fungeret efter hensigten, og inflationen er stabiliseret på et niveau omkring 2 pct. Den aktuelle finansielle og økonomiske krise er den første alvorlige udfordring for Euroland.

Danmark har i det forløbne årti ført fastkurspolitik i forhold til euroområdet som en naturlig forlængelse af den fastkurspolitik, der blev ført over for Tyskland i de foregående år. Fastkurspolitikken har været stærkt medvirkende til at fastholde et lavt og stabilt inflationsniveau herhjemme. Samtidig har den stabile valutakurs gavnnet samhandlen med Euroland, hvortil vi sælger knap halvdelen af vores eksport. Danmark har dermed via sit fastkursforhold høstet en stor del af de effektivitetsgevinster, som eurolandene har opnået ved at danne møntunionen. Fastkurspolitikken indebærer imidlertid, at Danmark ikke kan føre en selvstændig pengepolitik, men i det forløbne årti ser det ikke ud til at have udgjort noget særligt problem for den danske konjunkturudvikling. Der er derfor ikke nogen grund til, at Danmark skulle opgive sit faste kursforhold over for euroen på nuværende tidspunkt. Tværtimod kan en opgivelse af fastkurspolitikken give anledning til, at en del af de opnåede handelsgevinster tabes. Det faste kursforhold kan imidlertid videreføres enten ved fortsat at bevare kronen ligesom i dag eller ved, at Danmark tilslutter sig ØMU'ens tredje fase og indfører euroen som valuta herhjemme på linje med situationen i de nuværende eurolande.

Spørgsmålet, om Danmark skal erstatte kronen med euroen, spiller til stadighed en vigtig rolle i den offentlige debat herhjemme. Formandskabet vurderer, at dette valg i højere grad er et spørgsmål om politiske overvejelser end om snævert økonomiske aspekter. Det er imidlertid klart, at en eventuel beslutning om et fuldt ØMU-medlemskab også på

forskellige måder vil forandre vore fremtidige økonomiske vilkår. I de foregående afsnit er disse økonomiske forhold blevet nærmere behandlet.

Fortsat fastkurspolitik over for fuldt ØMU-medlemskab

Forskelle på nuværende fastkurspolitik og fuldt ØMU-medlemskab

Kapitlet har sammenlignet situationen, hvor Danmark viderefører den nuværende fastkurspolitik, med den situation, hvor Danmark bliver fuldgyldigt ØMU-medlem. Der vil være en række forskelle af økonomisk karakter på de to situationer. Kapitlet berører følgende områder:

1. Sparede transaktionsomkostninger
2. Engangsomkostninger ved euro-omstilling
3. Engangsprisstigning ved euro-overgang
4. Større møntningsgevinst
5. Større udenrigshandel
6. Ændret rentespænd, investerings- og opsparingsadfærd
7. Større indenlandsk konkurrence
8. Ændrede rammer for finanspolitikken
9. Danmark vil indgå i ECB's beslutningsgrundlag
10. Sikring af fastkursgevinster
11. Optionsværdien ved at bevare en selvstændig valuta

Indirekte økonomiske konsekvenser behandles ikke

Disse punkter vurderes som de væsentligste økonomiske forskelle mellem at fortsætte med vores nuværende fastkurspolitik og at indtræde fuldt ud i ØMU'en. Ud over disse direkte økonomiske konsekvenser kan der dog også være mulige indirekte økonomiske konsekvenser af den ændrede politiske placering, Danmark vil få ved et fuldt ØMU-medlemskab. Sådanne indirekte konsekvenser berøres stort set ikke i kapitlet, da deres økonomiske betydning er meget vanskelig at vurdere.

Sparede transaktionsomkostninger mere end opvejer engangsudgifter

Ved at indføre euroen vil danske virksomheder og husholdninger fremover permanent spare forskellige transaktionsomkostninger i form af vekselgebyrer mv. Det er usikkert, hvor stor denne besparelse vil være. Et tidligere overslag fra før ØMU'ens dannelse har peget på godt 0,1 pct. af BNP. Gevinsten må isoleret set antages at være blevet mindre ved, at en række af vores samhandelspartnere har fået en fælles valuta. Desuden formodes den teknologiske udvikling i

betalingsformidlingen at have formindsket omkostningen ved valutaveksling. I modsat retning trækker, at omfanget af handel og internationale kapitalbevægelser er steget relativt til BNP i løbet af det seneste årti. Selve indførelsen af euroen vil medføre forskellige engangsudgifter ved overgangen i form af omstilling af IT-systemer, pengeautomater osv. Også størrelsesordenen af disse omkostninger er usikker, men må under alle omstændigheder forventes at være mindre end nutidsværdien af de sparede transaktionsomkostninger.

Beskeden engangsstigning i forbrugerpriserne sandsynlig

En eventuel overgang til euro vil sandsynligvis blive ledsaget af en mindre engangsstigning i forbrugerpriserne, hvilket var erfaringerne i de nuværende eurolande. Det er ikke helt klart, hvordan dette skal tolkes. Det kan ses som et naturligt og for så vidt ønskværdigt fænomen. Da der er omkostninger forbundet med at foretage prisændringer, gør virksomheder ofte kun dette med længere mellemrum. Det kan derfor være hensigtsmæssigt at benytte anledningen, hvor de under alle omstændigheder skal ændre møntenheden på deres priser, til at foretage en tilpasning af priserne til ændrede omkostningsforhold, som de alligevel ville have foretaget før eller siden. Den observerede engangsprisstigning i de nuværende eurolande kan imidlertid også skyldes, at den almindelige konkurrence på varemarkedet midlertidigt sættes ud af kraft ved euroovergangen, og at virksomhederne benytter sig heraf til at skaffe sig en ekstraordinær engangsprofit. Det anbefales derfor, at konkurrencemyndighederne er opmærksomme på at tage passende forholdsregler for at sikre konkurrencen i en eventuel overgangssituation.

Ekstra møntningsgevinst ved ØMU-medlemskab

Såvel Danmark som de enkelte eurolande får i dag en såkaldt møntningsgevinst ved at udstede pengesedler. Det skyldes, at pengesedlerne reelt udgør et rentefrit lån til myndighederne, som altså tjener en årlig indtægt svarende til forrentningen af den udestående seddelmængde. I tilfælde af fuldt ØMU-medlemskab vil den møntningsgevinst, som den danske stat får, blive ændret. Baseret på den nuværende udstedelse af sedler i såvel Danmark som Euroland anslås den ekstra gevinst for Danmarks vedkommende at være godt 1 milliard kr. eller 0,07 pct. af BNP årligt. Denne

størrelse vil formentlig stige fremover i takt med udbredelsen af euroen som international reservevaluta, selvom optagelsen af nye og fattigere lande i euroområdet samt eventuelt mindre brug af kontante betalinger fremover vil trække i modsat retning.

Usikkerhed ved handel over grænser og tid forsvinder

Selvom Danmark i mange år har ført en konsekvent fastkurspolitik, er der principielt en vis tilbageværende usikkerhed om valutakursen i forhold til euroområdet. Denne usikkerhed ville forsvinde, hvis Danmark indførte euroen. De forskellige valutaer kan i sig selv give en vis usikkerhed om de reelle prisforskelle på inden- og udenlandske varer grundet mindre prisgennemsigtighed. Derudover – og vigtigere – indebærer eksistensen af selvstændige valutaer, der ikke er låst fuldstændigt fast, usikkerhed om den fremtidige prisudvikling, både med hensyn til import- og eksportvarer og med hensyn til den reelle forrentning af opsparing og investeringer. Dels er der et vist udsvingbånd, inden for hvilket kronkursen kan variere over for euroen, og dels vil eksportører, importører og andre markedsdeltagere aldrig kunne vide med absolut sikkerhed, om den nuværende fastkursaftale på et tidspunkt vil blive ændret eller afskaffet. Selvom denne usikkerhed ikke er særlig stor, må bortfaldet af den alligevel forventes at give sig udslag på flere forskellige måder. Det gælder både omfanget af handel og investeringer over landegrænserne, konkurrenceforholdene på hjemmemarkedet og niveauet for de danske renter i forhold til udlandet.

Positive handelseffekter af ØMU-medlemskab må forventes

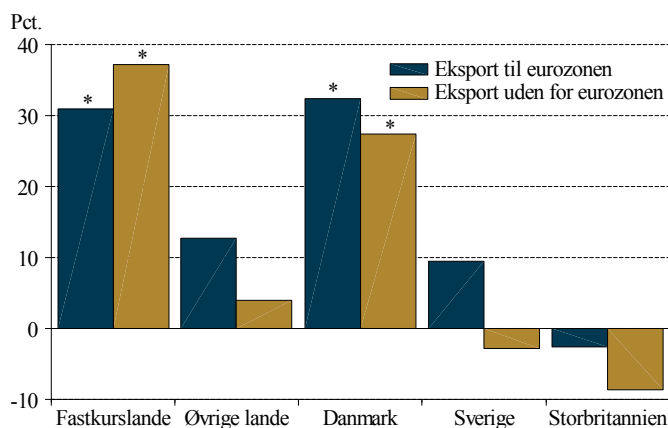
Umiddelbart må man forvente, at handelen med de nuværende eurolande vil stige, hvis Danmark indfører euroen. Dels vil bortfaldet af vekselomkostninger gøre samhandelen billigere. Dels kan den fælles møntfod gøre priserne mere gennemskuelige på tværs af lande, selvom denne effekt næppe spiller nogen særlig rolle for de fleste erhvervsvirksomheder. Endelig kan det fuldstændige bortfald af usikkerhed om valutakursen fremme samhandelen, selvom denne usikkerhed i forvejen må vurderes at være ret lille for Danmarks vedkommende.

**Efter ØMU'ens
dannelse har
deltagerlandene
fået større handel
...**

**... men især de
lande, der gennem
1990'erne havde
indbyrdes
fastkurspolitik**

En analyse i nærværende kapitel viser, at der siden ØMU'ens dannelse generelt har været en betydelig ekstraordinær stigning i eurolandenes eksport. Samhandlen mellem eurolandene er således alt andet lige steget med 20 pct. mere end handlen mellem en tilsvarende gruppe af andre OECD-lande uden for euroområdet, når perioden 2002-06 sammenlignes med 1995-98. Også eurolandenes eksport til og import fra lande uden for ØMU'en er steget ekstraordinært meget i samme periode. Stigningen i samhandlen har imidlertid været meget forskelligt fordelt mellem eurolandene. Opdeles landene i euroområdet i henholdsvis den gruppe, der gennem 1990'erne havde et konsekvent fastkurs samarbejde centreret omkring D-marken (Tyskland, Belgien, Frankrig, Holland og Østrig), og den øvrige gruppe af eurolande, som havde skiftende valutakurser, fås, at disse fastkurslandes eksport til euroområdet er steget med omtrent 30 pct. mere end handlen mellem gruppen af OECD-lande uden for EU. Eksporten til euroområdet fra lande i euroområdet, som førte en mindre stringent fastkurspolitik, er steget med godt 10 pct. mere end handlen mellem landene i kontrolgruppen. For eksporten ud af euroområdet er forskellen mellem de tidligere fastkurslande og de øvrige endog mere markant. Her peger analyserne på, at der ikke er nogen statistisk sikker mervækst i handlen for de mindre stringente fastkurslande, mens den estimerede mervækst i eksporten ud af euroområdet fra de tidligere fastkurslande i euroen er på 37 pct. En mulig fortolkning heraf er, at effekter af ændrede valutakursregimer af forskellige grunde kun viser sig gradvist. De fundne ekstraordinære eksportstigninger for fastkurslandene skyldes med denne tolkning ikke blot ØMU'en som sådan, men er nok så meget et resultat af den konsekvente fastkurspolitik, der også blev ført i en længere periode før ØMU'ens dannelse, jf. figur C.

Figur C Eksporteffekter for tidligere fastkurslande og øvrige lande i euroområdet samt for Danmark, Sverige og Storbritannien



Anm.: Fastkurslande: Tyskland, Holland, Belgien, Frankrig og Østrig.
 Øvrige lande: Finland, Irland, Italien, Portugal og Spanien.
 Figuren viser stigningen i vareeksporten fra perioden 1995-98 til 2002-06, når der er kontrolleret for udviklingen i konjunkturer, relativ prisudvikling mv.
 En * angiver, at effekten er statistisk signifikant.

Kilde: Egne analyser på data fra Flam og Nordström.

Danmark har oplevet en betydelig handelsstigning i samme periode

Denne tolkning understøttes af, at Danmark, som også tilhørte gruppen af lande, der førte fastkurspolitik over for D-marken i 1990'erne, har opnået en merstigning i eksporten til eurolandene på samme niveau (32 pct.) som de nævnte fastkurslande i euroen. Danmarks eksport til ikke-eurolandene er også steget ekstraordinært meget i den nævnte periode, nemlig med 27 pct. Tages alle disse ændringer som udtryk for resultater af først fastkurs- og siden eurosamarbejdet, peger de på, at konsekvent fastkurspolitik kan medføre en betydelig stigning i samhandelen, hvis fulde betydning først kan vise sig efter nogen tid. Derudover kan der være en ekstra handelseffekt fra selve dannelsen af møntunionen. Det er muligt, at der senere vil vise sig yderligere handelsmæssige gevinster af selve ØMU'ens dannelses, som på grund af trægheder endnu ikke har givet sig udslag i den gennemførte analyse.

Sverige og Storbritannien har ikke fået nogen ekstraordinær stigning

Sverige og Storbritannien, der også er uden for eurosamarbejdet, men modsat Danmark har ført en fleksibel valutakurspolitik, har ifølge analysen ikke opnået statistisk sikre merstigninger i eksporten i forhold til den indbyrdes samhandel i kontrolgruppen af OECD-lande uden for EU.

Moderat BNP-effekt trods stor handelseffekt

En ekstraordinær stigning i samhandelen på godt 30 pct. er anseelig. Velfærdsgevinsten herved er dog betydeligt mindre og kan opfattes som den produktivetsgevinst, et land kan opnå ved at lade noget af sin produktion eksportere og dermed bytte for varer produceret i udlandet, hvor man har bedre forudsætninger for at fremstille disse specifikke varer. På den måde udnyttes den internationale arbejdsdeling, så landene hver især producerer det, de er bedst til. Et regneeksempel viser, at gevinsten ved denne ekstraordinære handelsstigning, som Danmark lader til at have opnået via sin fastkurspolitik, kan udgøre godt ½ pct. af BNP. Forskellen mellem Danmark på den ene side og Sverige og Storbritannien på den anden peger på, at Danmark kunne risikere at miste denne handelsgevinst, hvis vi opgav det faste kursforhold over for euroen. Et fuldt ØMU-medlemskab, der endegyldigt fastlåste valutakursen, ville for Danmarks vedkommende kunne forsikre herimod.

Flere internationale kapitalbevægelser

Dansk medlemskab i ØMU'en vil eliminere den del af rentespændene over for euroområdet, der skyldes valutarisici. Det pengepolitiske rentespænd vil således forsvinde. Man kan dog ikke entydigt sige noget om, hvorvidt dette vil medføre højere, lavere eller uændrede danske markedsrenteniveauer på længere sigt. Baseret på de seneste års statsobligationsrenter i Danmark og sammenlignelige lande i euroen er der næppe udsigt til nogen mærkbar ændring. Ligeledes kan det heller ikke afgøres entydigt, om det indenlandske kapitalapparat eller den samlede opsparing vil stige på længere sigt, hvis Danmark indfører euroen. Uanset dette må fjernelsen af valutakursrisikoen formodes at give en entydig velfærdsgevinst, idet den forbedrer mulighederne for at udnytte de fordele, placeringsmulighederne på det internationale kapitalmarked giver. Det må formodes at medføre en mere hensigtsmæssig resursefordeling såvel mellem Danmark og de nuværende eurolande som over tid, når det drejer sig om fordelingen mellem forbrug og opspa-

Uklar nettoeffekt på rentespænd, investeringer og opsparing, men entydig velfærdsgevinst

ring i Danmark. Samtidig vil fjernelsen af enhver kursrisiko i sig selv være til gavn for danske investeringer i euroaktiver.

Større konkurrence på hjemmemarkedet

Hvis vi indfører euroen, vil nogle virksomheder, der i forvejen sælger varer på det danske hjemmemarked, blive udsat for en større konkurrence fra udenlandske virksomheder og vil reagere med at nedsætte priserne for at beholde deres indenlandske kunder. Her er der altså tale om, at de potentielle udenrigshandelsgevinster ikke realiseres direkte, men i stedet skaber større konkurrence på hjemmemarkedet. Dette kan bl.a. tænkes at være tilfældet i den finansielle sektor. Det er gavnligt, fordi den større konkurrence for erhvervslivet i sidste ende kan føre til en lavere strukturledighed og dermed større produktion. Da effekten givetvis er stærkere i nogle brancher end i andre, må den også formodes at medføre en mere hensigtsmæssig fordeling af produktionen på forskellige sektorer. Også her har Danmark givetvis allerede høstet en del af de konkurrencemæssige gevinster, der har været som følge af indførelsen af euroen i de nuværende eurolande.

Ændrede rammer for finanspolitikken

En forskel af en noget anden karakter er de mulige konsekvenser for den danske økonomiske politik af at indføre euroen i Danmark. Som udgangspunkt vil finanspolitik virke på samme måde i et land, hvis valutakurs er låst fast i forhold til en anden valuta, og i et delområde i en møntunion. Som medlem af EU er Danmark også allerede underlagt de finanspolitiske regler i EU-traktaten og stabilitets- og vækstpagten. I modsætning til, hvad der gælder for ØMU-landene, kan Danmark dog ikke pålægges bøder, hvis underskuddet på den offentlige saldo overskrider bestemmelserne i EU-traktaten. Hidtil har håndhævelsen af bødereglene i ØMU'en imidlertid været meget lempelig. Til gengæld er der et vist pres på det enkelte ØMU-land fra den samlede gruppe af ØMU-lande for at føre en ansvarlig finanspolitik. Dette pres kan i sig selv være gavnligt for Danmark, da det kan være med til at forhindre en kommende uholdbar finanspolitisk udvikling herhjemme. Ved fuld ØMU-deltagelse vil Danmark samtidig kunne deltage i den konsultation, der foregår mellem eurolandenes finansmini-

stre forud for møderne mellem EU-landenes finans- og økonomiministre.

Under fastkurspolitik spiller valutamarkederne en disciplinerende rolle

I sin nuværende situation som fastkursland med selvstændig valuta oplever Danmark ikke på samme måde som eurolandene det kollektive pres for at føre en ansvarlig finanspolitik. Derimod er de danske beslutningstagere af hensyn til fastkurspolitikken tvunget til at føre en økonomisk politik, der af de internationale valutamarkeder opfattes som grundlæggende sund. Sidstnævnte begrænsning vil forsvinde, hvis vi bliver fuldgældigt ØMU-medlem. Dette pres fra valutamarkederne, som virker på grund af bekymringen for spekulative angreb mod kronen, har som udgangspunkt en positiv disciplinerende virkning på finanspolitikken under fastkursregimet. Det kan dog ikke udelukkes, at hensynet til valutamarkederne også kan virke begrænsende ved at tvinge den danske regering til at tage hensyn til faktorer, som ikke i sig selv er centrale for en hensigtsmæssig finanspolitik.

Danmark vil indgå i ECB's beslutningsgrundlag

Hvad pengepolitikken angår, er der den forskel, at i tilfældet med fuldt ØMU-medlemskab vil Danmarks økonomiske situation indgå i beslutningsgrundlaget for ECB. Den danske nationalbankdirektør vil kunne deltage i møderne i ECB's styrelsesråd, der tilrettelægger pengepolitikken. En dansk repræsentation i styrelsesrådet har dog ifølge ECB's regler ikke i sig selv betydning for, i hvor høj grad pengepolitikken dermed vil tage hensyn til danske forhold. De deltagende centralbankdirektører må nemlig ikke tage nationale hensyn i deres beslutninger, men skal hver især tale og stemme ud fra de samlede forhold i euroområdet. Betydningen for Danmark ligger derfor i, at alle medlemmerne af styrelsesrådet i tilfælde af dansk ØMU-medlemskab fremover også skal tage hensyn til inflationsforhold mv. i Danmark. Denne fordel for dansk økonomi vil dog være begrænset, da Danmarks BNP kun udgør omkring 2½ pct. af det nuværende euroområdes.

**Delkonklusion:
Nettofordel – men
nok beskednen - ved
fuldt ØMU-
medlemskab, hvis
alternativet er
permanent
fastkurspolitik**

I det foregående er de første ni af de elleve omtalte konsekvenser af fuldt ØMU-medlemskab blevet gennemgået. I vurderingerne er det lagt til grund, at alternativet til ØMU-medlemskabet er en permanent videreførelse af den nuværende fastkurspolitik. De fleste af disse ni punkter indebærer en fordel i tilfælde af ØMU-medlemskab. Selvom andre af punkterne isoleret set kan trække i modsat retning eller har uklare konsekvenser for Danmark, vurderer formandskabet, at det sammenlagt må formodes at give Danmark en økonomisk nettofordel at træde ind i ØMU'ens tredje fase i forhold til at føre permanent fastkurspolitik uden for euroen. Her tæller det især, at der vil blive fjernet en vis valutakursusikkerhed i forbindelse med kronens afskaffelse. Nettofordelen forventes dog at være ret beskednen ikke mindst fordi Danmark tilsyneladende via sit fastkursforhold allerede har høstet en stor del af de effektivitetsgevinster, som eurolandene har opnået ved at danne møntunionen.

Inflationsmålsætning

**Inflations-
målsætning mest
nærliggende
alternativ, hvis
faste kursforhold
opgives**

Det er imidlertid ikke sikkert, at Danmark med en fortsat selvstændig valuta altid kan eller vil blive ved med at føre fastkurspolitik over for euroen. Der er en mulighed for, at vi enten ufrivilligt vil blive tvunget væk fra fastkurspolitikken som følge af et uimodståeligt spekulativt valutaangreb, eller at vi selv på et tidspunkt vil ønske at opgive det faste kursforhold. Det mest nærliggende alternativ, hvis en af disse hændelser opstår, vil være at indføre en selvstændig inflationsmålsætning på linje med pengepolitikken i Sverige, Norge og Storbritannien. Med en inflationsmålsætning skal Danmarks Nationalbank selvstændigt søge at styre den danske prisudvikling direkte i stedet for at styre valutakursen. En fordel herved er, at pengepolitikken kan tilrettelægges efter indenlandske forhold. En anden fordel er, at der ikke vil være behov for at forsvare kronen mod spekulative angreb. Blandt ulemperne er, at det vil medføre større valutakursudsving i forhold til Danmarks samhandelspartnere i Euroland. Samtidig kan tilfældige udsving i den effektive valutakurs også i sig selv trække i retning af større konjunkturudsving.

Sikring af fastkursgevinster

Sikringsværdi ved at indføre euroen

De større kursudsving i forhold til landene i euroområdet vil formodentlig i sig selv medføre mindre samhandel og kapitalbevægelser over grænserne. Kapitlets analyse af handelseffekter peger således på, at Sverige og Storbritannien ikke har opnået samme handelsgevinster ved euroens indførelse som fastkurslandet Danmark. Dette giver i sig selv et velfærdstab, som vil ramme Danmark, hvis vi bliver tvunget til at opgive fastkurspolitikken som følge af et uimodståeligt spekulativt angreb. Set i lyset af, at Danmark hidtil har bragt fastkurspolitikken frelst igennem adskillige finansielle og valutariske kriser, herunder tilsyneladende også den aktuelle meget alvorlige krise, vurderes risikoen for, at den danske krone i fremtiden vil blive udsat for et spekulativt angreb, der er så voldsomt, at Danmark tvinges til at gå fra euroen, som værende meget lille. Muligheden kan dog ikke fuldstændig udelukkes. Ved at gå fuldt ud med i ØMU'en vil Danmark forhindre fremtidige spekulative angreb. Et fuldgyldigt ØMU-medlemskab kan derfor tjene som en endelig sikring af de gevinster mht. handel og international kreditformidling, som Danmark har opnået gennem sin mangeårige konsekvente fastkurspolitik. Sikringsværdien vurderes imidlertid at være lille, fordi sandsynligheden for et uimodståeligt spekulativt angreb på kronen vurderes at være lille.

Optionsværdien af en selvstændig valuta

Optionsværdi ved at bevare kronen, hvis pengepolitikken i ECB leder til høj og ustabil inflation

Hvis Danmark går fuldt med i ØMU'en, mistes en optionsværdi i den forstand, at det vil være enten umuligt eller i hvert fald meget omkostningsfuldt at skifte pengepolitisk regime, hvis det på et fremtidigt tidspunkt skulle vise sig fordelagtigt at opgive tilknytningen til euro. Selvom de ikke er særlig sandsynlige, er det principielt muligt at forestille sig fremtidige situationer, hvor Danmark kunne overveje at opgive fastkurspolitikken og i stedet overgå til en selvstændig inflationsmålsætning. En sådan situation kunne eksempelvis opstå, hvis en systematisk lempelig finanspolitik blandt eurolandene førte til en stor opbygning af offentlig gæld. Det er muligt at forestille sig, at medlemslandene i en sådan situation ville presse på for en inflationær pengepoli-

tik, og at ECB – i modstrid med statutterne for ECB – kunne blive presset til at acceptere en høj og dermed formentlig også ustabil inflation. Dette ville indebære et permanent velstandstab i forhold til en tilstand, hvor inflationen var lav og stabil. Med et tilstrækkeligt højt og ustabil niveau for inflationen kan velstandsreduktionen mere end opveje den effektivitetsgevinst, der følger af valutaunionen. Hvis dette er tilfældet, vil optionsværdien være positiv. For at gøre det fordelagtig at fastholde den nuværende fastkurspolitik frem for fuld deltagelse i ØMU'en skal sandsynligheden for, at inflationen i ØMU'en bliver høj og ustabil, være tilstrækkelig stor.

Mulighed for ændring i handelsmønster kan give positiv optionsværdi ...

Det er også tænkeligt, at Danmarks økonomiske vilkår kunne udvikle sig på en måde, der ville gøre fuld deltagelse i ØMU'en mindre ønskelig. Det er svært at give konkrete eksempler på en sådan udvikling, men et muligt eksempel er en fundamental ændring i vores handelsmønster, der reducerer den økonomiske tilknytning til euroområdet. Et sådant skift i handelsmønstrene vil reducere effektivitetsgevinsterne ved fastkurspolitikken og dermed øge værdien af at have muligheden for et skifte til en selvstændig pengepolitik.

... mens et stort asymmetrisk stød til dansk økonomi næppe er nok

Derimod er det vanskeligt at forestille sig, at den mulighed, at dansk økonomi kan blive ramt af et stort asymmetrisk engangsstød, vil give anledning til en positiv optionsværdi. Ganske vist vil en ændring i den nominelle valutakurs kunne reducere tilpasningsomkostningerne i en sådan situation, men de langsigtede realøkonomiske konsekvenser ville være de samme uanset valutakursregime. Da overgang til inflationsmålsætning vil indebære et permanent tab af effektivitetsgevinsterne, er det vanskeligt at forestille sig, at de reducerede tilpasningsomkostninger, som en flydende valutakurs vil kunne give, vil kunne modsvare dette permanente tab. Implikationen af dette er, at muligheden for et stort asymmetrisk stød næppe er nok til at gøre optionsværdien positiv.

Optionsværdi mest relevant, hvis finanspolitikken i Europa bliver uholdbar

Ingen af de mulige omstændigheder, der kan gøre optionsværdien af kronen relevant, vurderes som særligt sandsynlige. Det måske mest relevante scenarie er det, hvor finanspolitikken og den offentlige gæld blandt betydelige euro-lande fører til, at ECB presses til at føre en pengepolitik, der i strid med statutterne tillader en høj og ustabil inflation. Denne mulighed forekommer meget usandsynlig. Når den ikke fuldstændig kan udelukkes, skyldes det blandt andet, at mange af eurolandene har betydelige problemer med den finanspolitiske holdbarhed på grund af de kommende demografiske udfordringer.

Sammenvejning

Tre elementer i sammenvejningen:

Effektivitetsgevinst

Forsikring mod uimodståelig valutaspækulation

Forsikring mod en dårlig udvikling i ØMU'en

Selvstændig valuta er forsikring mod høj og ustabil inflation i ØMU

Skal man fra en fagøkonomisk synsvinkel vurdere ønskeligheden af, at Danmark opgiver sin nuværende fastkurspolitik og indtræder fuldt ud i ØMU'en, må man opveje de tidligere nævnte fordele ved at indføre euroen – herunder værdien af at kunne sikre de allerede opnåede gevinster ved vores hidtidige fastkurspolitik – mod ulempen ved at opgive den fleksibilitet, der ligger i at kunne skifte pengepolitik relativt hurtigt og omkostningsfrit i en mulig fremtidig situation, hvor det måtte vise sig gavnligt. Der er således tre elementer i sammenvejningen: For det første en positiv, men formentlig beskedent årlig effektivitetsgevinst ved at opgive fastkurspolitikken til fordel for euroen. For det andet og tredje en afvejning af to usikre hændelser. Den ene usikre hændelse udgøres af risikoen for, at Danmark ufrivilligt må opgive fastkurspolitikken og dermed taber de gevinster, der er opnået ved denne politik. Den anden usikre hændelse dækker over sandsynligheden for, at Danmark frivilligt ønsker at opgive den faste tilknytning til ØMU'en i en situation, hvor pengepolitikken i denne leder til høj og ustabil inflation.

Danmark kan på den ene side vælge at forsikre sig mod risikoen for tab som følge af uimodståelige valutaspækulationer mod kronen ved at opgive den selvstændige valuta. Alternativt kan Danmark vælge at forsikre sig mod risikoen for høj og ustabil inflation i ØMU'en ved at bevare en selvstændig valuta. Man kan således sammenligne situationen med en afvejning af to forsikringer mod hinanden.

Forsikringspræmien svarer til tab af effektivitetsgevinst ved ØMU og risiko for tab af opnåede gevinster ved fast kurs

Hvis Danmark fastholder sin nuværende fastkurspolitik – og altså vælger at forsikre sig mod en situation, hvor ØMU'en leder til høj og ustabil inflation – svarer det som nævnt til, at Danmark betaler en forsikringspræmie. Denne forsikringspræmie består dels af, at vi går glip af de årlige effektivitetsgevinster mv., der ville være forbundet med fuldt medlemskab af ØMU'en, dels af den gevinst, der ligger i at eliminere risikoen for et uimodståeligt spekulativt angreb mod kronen, så de allerede opnåede fordele ved fastkurspolitikken mistes. Værdien af forsikringen afhænger af sandsynligheden for, at vi på et senere tidspunkt selv vil ønske at skifte til en selvstændig pengepolitik, og af muligheden for og omkostningen ved i givet fald at melde sig ud af ØMU'en og genindføre egen valuta, hvis vi først har afskaffet kronen.

Forsikringens værdi afhænger af, om en beslutning om ØMU-medlemskab kan omgøres

I den forbindelse kan det være af væsentlig betydning, hvorvidt en beslutning om indtræden i ØMU'en opfattes som uigenkaldelig, eller om et ØMU-land i praksis vil kunne udtræde af euroområdet, hvis ekstraordinære omstændigheder tilsiger det. Traktatgrundlaget for ØMU'en lægger klart op til, at en beslutning om overgang til den fælles valuta skal opfattes som uigenkaldelig, men uafhængige iagttagere diskuterer undertiden muligheden af, at et eller flere ØMU-lande kan komme i en situation, hvor de måtte ønske at udtræde. Hvis en udtræden i praksis er mulig, f.eks. fordi det er åbenlyst, at pengepolitikken ikke føres med henblik på at opnå en lav og stabil inflation, formindsker det optionsværdien af en selvstændig valuta sammenlignet med den situation, hvor en beslutning om indtræden i ØMU'en aldrig kan omgøres.

Afsluttende bemærkninger

Lang dansk tradition for fastkurspolitik

Danmark har en meget lang tradition for at føre fastkurspolitik. Siden indførelsen af sølv møntfoden i 1838, der fra 1873 blev afløst af en guldmøntfod, har Danmark kun eksperimenteret med en flydende valutakurs i en kort periode under og efter første verdenskrig, tvunget af verdenskrigens ekstraordinære omstændigheder. Da det internationale fastkurssystem baseret på guldfoden brød sammen under 1930'ernes økonomiske krise, valgte Danmark at føre

fastkurspolitik over for sin vigtigste samhandelspartner, Storbritannien. Efter anden verdenskrig førtes der fastkurspolitik inden for rammerne af det internationale Bretton Woods system, og da dette brød sammen i begyndelsen af 1970'erne, søgte Danmark inden for rammerne af det europæiske valutasamarbejde at føre fastkurspolitik over for vore vigtigste handelspartnere i EF/EU. Tidligere blev der dog lejlighedsvis foretaget justeringer af kronekursen, men siden 1987 har Danmark fastholdt en uændret centalkurs over for den tyske D-mark og senere hen euroen.

Overgang til euro bedre end "evig" fastkurspolitik

Det danske politiske system har således over et meget langt tidsrum vist en præference for at føre fastkurspolitik. Det kan på den baggrund være naturligt at slå fast, at hvis alternativet til en dansk overgang til euroen er en permanent videreførelse af den nuværende fastkurspolitik, så vil der givetvis være en økonomisk nettofordel ved at erstatte kronen med euroen. Dog vil fordelene formodentlig være af beskeden størrelsesorden i forhold til de samlede indkomster, blandt andet fordi Danmark allerede har høstet de fleste handelsmæssige gevinster via sin konsekvente fastkurspolitik.

Sikringsværdi ved at indføre euroen

Der er imidlertid en fare for, at Danmark kan miste disse allerede opnåede fordele af fastkurspolitikken, hvis vi på et tidspunkt bliver tvunget til at opgive denne på grund af et uimodståeligt spekulativt angreb. Dette forhold gør, at en indtræden i ØMU'en også kan tjene til sikring af allerede opnåede fastkursgevinster for Danmark.

Optionsværdi af kronen skal afvejes mod fordele ved euroen

Omvendt kan man ikke udelukke, at der i fremtiden kan opstå en situation, hvor ECB's pengepolitik leder til høj og ustabil inflation, og Danmark derfor ikke længere ønsker at føre fastkurspolitik overfor euroområdet. I så fald kan der som nævnt ligge en såkaldt optionsværdi i at bevare en selvstændig dansk valuta. Denne optionsværdi skal afvejes både mod den netop nævnte sikringsværdi og de effektivitetsgevinster, som Danmark kunne opnå ved fuldt ØMU-medlemskab.

Sikrings- og optionsværdi sandsynligvis begrænsede

Såvel sikringsværdi som optionsværdi er yderst vanskelige at kvantificere, da de afhænger af en lang række usikre faktorer, herunder sandsynligheden for, at den danske krone fremtidigt udsættes for et uimodståeligt spekulativt angreb, og for at ECB's pengepolitik på et fremtidigt tidspunkt imod grundlaget for ECB's virke kommer til at indebære høj og ustabil inflation. Optionsværdien afhænger endvidere af, om det i praksis vil være muligt at udtræde af euroområdet under særlige omstændigheder, og hvilke økonomiske og politiske omkostninger dette måtte indebære.

Finanspolitisk disciplin i Europa taler for fuldt medlemskab af ØMU

Sandsynligheden for, at sådanne begivenheder måtte indtræffe, må bero på et subjektivt skøn. Analysen giver dog grund til at tro, at både sikringsværdien og optionsværdien af en selvstændig dansk valuta er beskedne. Det samme gælder de effektivitetsgevinster, der kan opnås ved fuldt medlemskab af ØMU'en. Hvis alle eurolandene overholder ØMU'ens finanspolitiske retningslinjer, er det – givet de forventede effektivitetsgevinster mv. – svært at forestille sig, at man af økonomiske grunde bør afstå fra fuldt medlemskab af ØMU'en.

ØMU-medlemskab er først og fremmest politik

Samlet vurderer formandskabet derfor, at de økonomiske konsekvenser for Danmark ved at erstatte kronen med euroen er små, men at det er sandsynligt, at der er en beskedne økonomisk nettogevinst ved at tilslutte sig ØMU'en. Spørgsmålet om et fuldt dansk medlemskab af ØMU'en bør derfor i højere grad afgøres ud fra politiske overvejelser om, hvilken rolle Danmark bør spille i det fremtidige europæiske samarbejde, end ud fra snævre økonomiske overvejelser.