

KAPITEL II

DANMARK OG EUROEN

II.1 Indledning

10 år med ØMU'en

I år er det 10 år siden, at EU's økonomiske og monetære union (ØMU) blev til virkelighed, da 11 af de daværende EU-lande overgik til ØMU'ens tredje fase med fælles pengepolitik og efterfølgende fælles mønt. På nuværende tidspunkt er 16 af de 28 EU-lande med i eurosamarbejdet, som alle EU-landene – med undtagelse af Danmark og Storbritannien – er forpligtet til at deltage i, når de opfylder betingelserne herfor.

Stabil udvikling

Der er i løbet af det første årti gjort en række erfaringer med eurosamarbejdet. Der er mange indikationer af, at indførelsen af euroen har bidraget til den økonomiske integration i EU på det handelsmæssige og finansielle område. Det første årti har været præget af en overordnet set stabil økonomisk udvikling med relativt få problemer. Dermed må den aktuelle finanskrisen opfattes som den første mere alvorlige udfordring, som ØMU-samarbejdet og den fælles pengepolitik har stået over for.

Danmarks forbehold

Danmark har taget forbehold over for deltagelse i ØMU'ens tredje fase. Trods dette forbehold indebærer den danske fastkurspolitik i forhold til euroen, at Danmark reelt har fravalgt muligheden for at føre selvstændig pengepolitik. Det danske euroforbehold var til folkeafstemning i 2000, hvor et flertal af vælgerne sagde nej til at ophæve forbeholdet. Den danske regering tilkendegav efter det seneste folketingsvalg, at den tilstræbte at sætte euroforbeholdet til afstemning inden udløbet af indeværende valgperiode.

Kapitlet er færdigredigeret den 11. maj 2009.

**Euroen genstand
for intensiveret
debat under krisen**

Spørgsmålet om en eventuel dansk overgang til euroen dukker med jævne mellemrum op i den danske debat. Den offentlige debat blev intensiveret i efteråret 2008, da finanskrisen førte til, at Nationalbanken hævede den pengepolitiske rente for at forsvare kronen, samtidig med at Den Europæiske Centralbank (ECB) begyndte at sænke renten. Finanskrisen har også stimuleret debatten om betydningen af eurosamarbejdet i flere andre europæiske lande, ligesom den har medført et øget fokus på de statsfinansielle problemer i visse ØMU-lande.

**Erfaringer med
ØMU og
fastkurspolitik**

På ovenstående baggrund diskuterer dette kapitel de økonomiske konsekvenser for Danmark af, at vi står uden for eurosamarbejdet. Afsnit II.2 giver en kort beskrivelse af de institutionelle rammer for den økonomiske og monetære union og forklarer og diskuterer nogle af de overvejelser, der har ligget bag udformningen af disse. Dernæst gives et overblik over de seneste årtiers økonomiske udvikling i euroområdet frem til den aktuelle finanskrisen med henblik på at vurdere, i hvilket omfang intentionerne bag ØMU'en kan siges at være blevet opfyldt i samarbejdets første årti. Derefter gives et rids af de danske erfaringer med fastkurspolitikken.

**Fortsat
fastkurspolitik
overfor ØMU-
medlemskab**

I afsnit II.5 diskuteres, hvilken forskel det vil gøre for Danmarks økonomiske situation, om vi indtræder i eurosamarbejdet eller viderefører den nuværende fastkurspolitik. Afsnittet identificerer 11 områder, hvor der vil være økonomiske forskelle mellem en fortsættelse af den nuværende fastkurspolitik og fuldt ØMU-medlemskab. Nogle af disse områder anses for at være særligt betydningsfulde og gives en nærmere behandling i afsnittene II.6, II.7 og II.8. Et væsentligt område, hvor en dansk overgang til euroen kan tænkes at gøre en forskel, vedrører virkningen af en fælles valuta på omfanget af den internationale handel. Afsnit II.6 præsenterer derfor en empirisk analyse af, hvorledes eurolandenes indbyrdes handel såvel som handlen mellem disse og omverdenen har udviklet sig efter ØMU'ens dannelse. Afsnittet undersøger også udviklingen i Danmarks og andre ikke-eurolandes udenrigshandel efter ØMU'ens dannelse. Mens afsnit II.5 især fokuserer på forskellen mellem fastkurspolitik og fuldt ØMU-medlemskab i "normale" tider

uden international finansiel uro, undersøger afsnit II.7, hvorledes et fastkursland som Danmark rammes af internationale finans- og valutakriser, idet der sammenlignes med, hvordan landene i euroområdet er blevet ramt.

Sikringsværdi ved fuldt medlemskab

En fremtidig valutakrise kan blive så alvorlig, at Danmark bliver *tvunget* til at opgive den faste kronkurs. Dette vil betyde, at den gennem mange år oparbejdede troværdighed omkring den danske pengepolitik vil gå tabt, og en række af de fordele, der er forbundne med en troværdig fastkurspolitik i relation til f.eks. udenrigshandel og forankring af inflationsforventningerne, risikerer at blive sat over styr. Ved fuldt medlemskab af ØMU'en fastlåses kronens kurs endegyldigt, og spekulation mod kronen bliver umulig. Dermed "cementeres" de fordele, der allerede er opnået med fastkurspolitikken.

Optionsværdi af egen valuta

Der kan imidlertid også opstå situationer, hvor Danmark *ønsker* at opgive den faste kronkurs. En eventuel beslutning om overgang til euroen indebærer som udgangspunkt en uigenkaldelig opgivelse af muligheden for at føre en selvstændig penge- og valutapolitik. Afsnit II.8 diskuterer derfor den såkaldte optionsværdi, der knytter sig til at bevare kronen. Optionsværdien grunder sig i, at bevarelse af en selvstændig valuta åbner mulighed for at overgå til et andet penge- og valutapolitisk regime, såfremt der mod forventning skulle opstå en fremtidig situation, hvor Danmark måtte ønske at foretage et sådant skifte. Afsnittet går ud fra, at det relevante alternativ til fastkurspolitikken i givet fald vil være et regime med flydende valutakurs baseret på en pengepolitisk inflationsmålsætning, svarende til regimet i Sverige, Norge og Storbritannien.

Samlet gevinst: Effektivitet + sikringsværdi – optionsværdi

Den samlede økonomiske gevinst af et fuldt ØMU-medlemskab kan opfattes som summen af de mulige effektivitetsfordele ved ØMU-medlemskab i forhold til den nuværende fastkurspolitik plus sikringsværdien holdt op imod den mulige optionsværdi af at fastholde kronen. Afsnit II.9 søger at opsummere kapitlets hovedresultater og konklusioner.

Kun de direkte økonomiske virkninger af ØMU behandles

Kapitlet berører kun de direkte økonomiske aspekter af Danmarks forhold til ØMU'en, mens de politiske aspekter ikke diskuteres. Disse forhold kan være væsentlige i sig selv og kan også have indirekte økonomisk betydning. Disse indirekte virkninger er ikke nødvendigvis ubetydelige, men da de er meget vanskelige at vurdere, behandles de ikke her.

II.2 De institutionelle rammer for den økonomiske og monetære union

Afsnittets indhold

Såfremt Danmark vælger at opgive den nuværende fastkurspolitik til fordel for et fuldt ØMU-medlemskab, overdrages ansvaret for at føre pengepolitik fra Danmarks Nationalbank til Den Europæiske Centralbank, ECB. Afsnittet her gennemgår forskellige aspekter ved konstruktionen af valutaunionen. Først fremføres der kriterier for hensigtsmæssigheden af overhovedet at etablere en valutaunion. I gennemgangen er der fokus på problemstillingen set fra et lille lands perspektiv. Dernæst beskrives nogle grundlæggende karakteristika ved de institutionelle rammer i Euroland, hvorefter fokus skiftes til penge- og finanspolitikens rolle og rammer. Afslutningsvist diskuteres, hvilke reformer af de institutionelle rammer i Euroland der kunne være hensigtsmæssige.

Kriterier for at danne en valutaunion

“Devalueringskonkurrencer”

Der kan være en række fordele forbundet med at eliminere valutakursudsving mellem to eller flere lande. Helt basalt gælder det, at når et land opgiver sin egen valuta, afskriver det sig fra systematisk at devaluere sig til en forbedret konkurrencesituation. Herved undgås det, at ét land spiller sorteper videre til konkurrerende lande, og samlet skabes et incitament til at føre en mere fremadskuende stabiliserende økonomisk politik.¹

1) I afsnit II.4 diskuteres det eksempelvis, hvorledes Danmark foretog en række devalueringer i slutningen af 1970'erne og starten af 1980'erne med henblik på at forbedre konkurrencesituationen.

Optimale valutaområder

Andre fordele kan opstå via et forøget handels- og investeringsomfang mellem landene, ligesom eliminationen af valutakursusikkerhed kan føre til øget prisgennemsigtighed og forøget konkurrence.² Hvorvidt en gruppe lande udgør et optimalt/hensigtsmæssigt valutaområde afhænger af en række forhold. Teorien om optimale valutakursområder beskæftiger sig med disse, og pionerarbejdet på området anses generelt for at være Mundell (1961).

Symmetriske stød og fælles pengepolitik

I det omfang en gruppe af strukturelt set ensartede lande rammes af stort set de samme økonomiske stød, er det ud fra et konjunkturmæssigt hensyn ikke problematisk at indføre en fælles valuta og dermed dele pengepolitik. Såfremt stødene rammer og absorberes ensartet i valutaunionens medlemslande, vil et land ikke opleve et økonomisk tilbageslag, uden at de andre lande også gør det i stort set samme omfang. En fælles pengepolitisk reaktion for alle unionens lande synes da passende.

Faktormobilitet og finanspolitik

I det omfang landene i valutaunionen rammes af asymmetriske stød, er det centralt, at der eksisterer en høj grad af faktormobilitet på tværs af landene jf. Mundell (1961). Kapitalmobilitet muliggør, at lande med underskud på betalingsbalancen kan finansiere disse underskud uden brug af devalueringer. Tilsvarende muliggør mobilitet på arbejdsmarkedene, at arbejdskraften kan vandre fra lande og regioner, der rammes af negative udbuds- eller efterspørgselsstød, til lande og regioner, hvor efterspørgslen efter arbejdskraft er større. Kenen (1969) anfører imidlertid, at det ikke er tilstrækkeligt, at arbejdsstyrken er mobil. Problemet er, at arbejdsstyrken i praksis er en heterogen størrelse. Hvis der i ét land bliver et overskud af arbejdskraft inden for en specifik branche, er det ikke oplagt, at de ledige har de rette kvalifikationer til at finde beskæftigelse andre steder i regionen. Som en konsekvens af dette bør finanspolitikken anvendes til at stimulere efterspørgslen i lande og regioner, der rammes af asymmetriske negative stød. Det kan ske via automatiske stabilisatorer, såfremt en vis andel af finanspolitikken centraliseres inden for valuta-

2) Disse mulige fordele diskuteres detaljeret i afsnit II.5 og II.6, så her gås der ikke i detaljer.

unionen, eller det kan ske ved at tillade de enkelte medlemslande tilstrækkeligt vide rammer på det finanspolitiske område.

Udenrigshandel og produktdiversifikation

Visse aspekter ved en optimal valutaunion hænger sammen med medlemslandenes størrelse. Alesina og Barro (2002) viser, at små åbne økonomier, der handler meget sammen med én stor samhandelspartner, har tradition for høj inflation, og har en konjunkturudvikling, der er stærkt korreleret med valutaunionens ankerlands, vil have de største gevinster ved at opgive deres egen valuta og indgå i en valutaunion. Generelt gælder det, at jo større udenrigshandlen med bestemte samhandelspartnere er som andel af BNP, jo større vil fordelene ved at indgå i en fælles valuta med disse være, fordi gevinsterne i form af sparede transaktionsomkostninger, større gennemsigthed og bortfald af kursusikkerhed så vil fylde mere, jf. McKinnon (1963). Da små lande typisk har relativt mere samhandel med omverdenen end større lande, vil dette argument trække i retning af, at fastkurspolitik og møntunion vil være en større fordel for små lande. Omvendt gælder det, at jo mere specialiseret et lands produktion og eksport er, jo mere vil landet have gavn af en egen valuta. Et meget specialiseret land vil nemlig opleve relativt store udsving i eksportindtjeningen og dermed have større behov for ændringer i valutakursen for at opretholde stabiliteten, jf. Kenen (1969). Da små lande tenderer til at være relativt specialiserede, trækker dette argument i retning af det gavnlige ved at bevare en egen valuta. Specialiserede lande vil være mere udsatte for asymmetriske stød i forhold til større og mere diversificerede områder.

Kan et land være for lille til at have sin egen valuta?

En særskilt problemstilling handler om, hvorvidt et land kan være for lille til at have sin egen valuta. Helt små stater som Monaco, Liechtenstein mfl. har ingen selvstændig valuta, men har typisk haft en møntunion med et større naboland. Et land som Luxembourg, hvis indbyggertal er knap en tiendedel af Danmarks, har heller ikke egen valuta, men har siden 1922 været i møntunion med Belgien. Omvendt har Island, hvis indbyggertal er ca. 2/3 af Luxembourgs, en selvstændig valuta. I forbindelse med den nuværende finansielle krise er Island og den islandske krone blevet hårdt

ramt. Krisen har givet anledning til overvejelser i Island om at afskaffe kronen til fordel for en udenlandsk valuta, især euroen. Selvfølgelig skyldes den islandske krises dybde dog næppe den selvstændige valuta, men de særlige islandske realøkonomiske omstændigheder, herunder ikke mindst det forhold, at den islandske banksektor har været meget stor i forhold til den samlede økonomi.

Principielt er der en nedre landestørrelse for, hvornår det giver mening at have egen valuta

Er der høj faktormobilitet mellem to lande, trækker dette som nævnt i retning af, at de pågældende lande kan få fordel af en valutaunion, jf. Mundell (1961). Dette gør valutaunioner oplagte for små lande, der har et tæt realøkonomisk samkvem med store nabolande, eksempelvis Monaco og Frankrig eller San Marino og Italien. Samtidig vil de faste omkostninger ved at præge mønter, opretholde egen centralbank mv. blive uforholdsmæssigt høje for rene lilleputstater. Der er derfor naturligt en nedre grænse for, hvor lille et land kan være for meningsfuldt at operere med en selvstændig valuta. Denne nedre grænse ligger formodentlig langt under Danmarks størrelse, men må dog formodes at være vokset i takt med, at de finansielle transaktioner over tid er steget i størrelse og omfang.

Institutionen ECB – kort fortalt

ECB's mandat

ECB's hovedformål er at sikre en stabil prisudvikling. Målet vedrører euroområdet som helhed og ikke prisudviklingen i de enkelte medlemslande. Det betyder, at ECB i praksis skal søge at holde inflationen tæt på, men under 2 pct. på det mellemlange sigt. ECB styrer efter en inflation tæt på 2 pct. for at sørge for, at der er en tilstrækkelig sikkerhedsmargin til at værne mod risikoen for deflation, jf. ECB (2008a). I det omfang det er muligt uden at kompromittere hensynet til prisstabilitet, skal ECB desuden bidrage til at understøtte beskæftigelsen og en stabil vækst.³

- 3) I det tilfælde at økonomien rammes af et efterspørgselsstød, vil der ikke være en konflikt mellem at stabilisere aktiviteten i økonomien og prisudviklingen. Ligeledes kan en aktuelt høj kapacitetsudnyttelse være et tegn på et inflationært pres på det mellemlange sigt. I tilfælde af udbudsstød vil der opstå konflikt mellem at stabilisere aktiviteten og prisudviklingen.

Eurosystemet	<p>ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, tilsammen kaldet Eurosystemet, udfører i fællesskab centralbankfunktionerne for euroen.⁴ Ifølge Scheller (2006) er der tre årsager til, at man valgte at indføre et centralbanksystem frem for en fælles centralbank: For det første ville oprettelsen af fælles centralbank næppe have været acceptabel af politiske årsager. For det andet sikrer konstruktionen af Eurosystemet, at der kan bygges videre på de nationale centralbankers erfaringer, institutionelle opbygning, infrastruktur og operationelle kapacitet samt eksisterende ekspertise. Endelig for det tredje anses det, givet euroområdets geografiske og kulturelle spredning, for hensigtsmæssigt at give kreditinstitutionerne et adgangspunkt til centralbankvæsenet i hvert enkelt land.</p>
Arbejdsdelingen mellem ECB og de nationale centralbanker	<p>De nationale centralbanker udfører næsten alle eurosystemets operationelle opgaver, herunder gennemførelse af pengepolitiske operationer. Ligeledes stiller de betalings- og værdipapirafviklingsydelser til rådighed og står for indkøb og udstedelse af eurosedler og -mønter samt håndtering heraf, efter at disse er udstedt, jf. Scheller (2006). ECB udfører kun relativt få operationer, herunder forvaltning af egne midler samt overvågning af systemer til store grænseoverskridende betalinger og clearingsystemer. Tillige sikrer ECB, at eurosystemets operationer udføres ens af de nationale centralbanker.</p>
Uafhængighed	<p>Eurosystemet er designet med henblik på at opnå uafhængighed fra politisk side. Det betyder i praksis, at der ikke må hverken søges eller modtages instrukser fra fællesskabsinstitutioner eller medlemslandenes regeringer. Tilsvarende har disse institutioner og landenes regeringer forpligtet sig til ikke at søge at øve indflydelse på, hvordan ECB's pengepolitik udøves.</p>

4) ECB og de nationale centralbanker i alle EU-landene, altså inkl. de EU-lande, der ikke deltager i ØMU'ens tredje fase, kaldes tilsammen for Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB).

Forbud mod monetær finansiering og hæftelse for andres gæld

ECB og de nationale centralbanker må ikke lade regeringerne eller EU-institutioner foretage overtræk på deres konti i centralbanken og på denne måde finansiere offentlige udgifter. Der er endvidere forbud mod, at ECB eller de nationale centralbanker på anden vis giver medlemslandene privilegeret adgang til kredit eller køber statsobligationer direkte hos medlemslandene.⁵ Ligeledes har landene indgået en ingen-undsættelsesaftale, der indebærer, at medlemsstaterne ikke hæfter for eller må påtage sig forpligtigelser indgået af offentlige myndigheder i andre medlemsstater, jf. Scheller (2006).⁶ Det betyder i praksis, at medlemslandene ikke må støtteopkøbe andre medlemslandes statsobligationer. Dermed kan et medlemsland reelt kun finansiere et budgetunderskud via obligationsudstedelse eller via nedbringelse af offentlig formue. Der kan imidlertid stilles spørgsmålstegn ved troværdigheden omkring denne bestemmelse, hvilket der vendes tilbage til nedenfor i underafsnittet "Finanspolitikens rolle".

De to søjler

De pengepolitiske beslutninger træffes på baggrund af en samlet risikovurdering af prisstabiliteten. Vurderingen bygger på to typer af analyseområder – de to søjler. Den ene søjle er en økonomisk analyse, som forholder sig til den sandsynlige udvikling i udbuds- og efterspørgselsforholdene og konsekvenserne heraf for den sandsynlige prisudvikling. Der lægges stor vægt på at identificere, hvilke typer af stød der har ført til en given konjunktursituation. Den anden søjle beskæftiger sig med monetære aspekter. Et væsentligt element i dette arbejde består i at overvåge udviklingen i pengemængden ud fra en betragtning om, at der på længere

- 5) Der er ikke forbud mod, at ECB opkøber statsobligationer i det sekundære marked, men det skal ske ud fra hensyn til pengepolitikken. Det betyder, at et land med finansieringsproblemer ikke kan afsætte sine statsobligationer til ECB for at få hjælp ad denne vej.
- 6) "Ingen-undsættelsesaftale" benyttes i det følgende som en oversættelse af det engelske begreb "no bail-out clause", som er en del af EU-traktaten.

sigt er en tæt sammenhæng mellem udviklingen heri og i inflationen.^{7 8}

**ECB's ledelse:
Styrelsesrådet, ...**

ECB har tre styrende organer: Styrelsesrådet, Direktionen og Det Generelle Råd. Styrelsesrådet er den vigtigste beslutningstager, der bestemmer den fælles pengepolitik og fastlægger renteændringer. Styrelsesrådet mødes normalt hver 14. dag og består af centralbankcheferne i euroområdet samt af de seks medlemmer af direktionen, der deltager på lige fod med de nationale centralbankchefer. Herudover kan formanden for EU-Rådet og et medlem af Europa-Kommissionen deltage i møderne, men disse har ikke stemmeret. Medlemmerne af Styrelsesrådet må ikke tage nationale hensyn, men skal handle i hele euroområdets interesse. Det er Styrelsesrådet, der er ansvarlig for at udforme pengepolitikken for euroområdet, og de nuværende 22 medlemmer har hver en stemme. Den dag, euroområdet består af mindst 19 lande, ændres reglerne for stemmeafgivelsen, jf. boks II.1.

**... Direktionen, og
Det Generelle Råd**

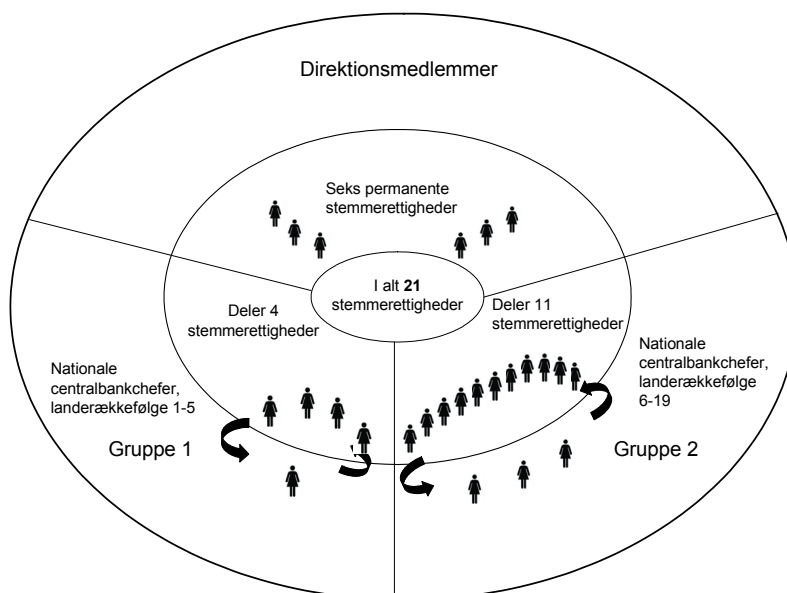
Direktionen består af en formand, en næstformand og fire andre medlemmer og er ansvarlig for beslutninger vedrørende den daglige drift, forberedelsen af møderne i Styrelsesrådet samt gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet. Direktionen mødes som regel en gang ugentligt. Det Generelle Råd består af formanden og næstformanden for ECB's direktion samt cheferne for alle EU-landenes centralbanker. Rådet er primært ansvarlig for at aflægge beretning om fremskridt på konvergensområdet i de EU-lande, som endnu ikke har indført euroen, og for at rådgive om de forberedelser, der er nødvendige for at indføre euroen som valuta, jf. ECB (2008a).

- 7) Ifølge de Grauwe (2007) er store dele af ECB-konstruktionen nedarvet fra Bundesbank. Bundesbank havde en målsætning for pengemængdeudviklingen, men ifølge Bernanke og Mihov (1997) samt Clarida og Gertler (1996) fulgte de ikke denne tæt.
- 8) ECB har annonceret, at man opererer med en referenceværdi for vækstraten i det brede pengemængdemål, M3, på 4½ pct. årligt.

ECB's styrelsesråd overgår til et system med roterende stemmerettigheder den dag, hvor mindst 19 lande deltager i ØMU's tredje fase. Alle Styrelsesrådets medlemmer deltager fortsat i møder og drøftelser, men antallet af nationale centralbankchefer med stemmeret begrænses til 15. Direktionens 6 medlemmer vil bevare deres stemmeret.

De nationale centralbankchefer inddeles i to grupper, hvor den første gruppe indeholder 5 lande, som skal deles om 4 stemmerettigheder, mens den anden gruppe indeholder de resterende eurolande, der skal deles om 11 stemmerettigheder. Inddelingen i grupper sker efter størrelsen af en indikator, som består af to elementer, nemlig det enkelte lands BNP, som tillægges vægten 5/6, samt summen af balancen i landets finansielle institutioner, der tillægges vægten 1/6. De 5 lande med den største indikatorværdi placeres i gruppe 1, mens de resterende lande placeres i gruppe 2. Når antallet af eurolande overstiger 21, baseres rotationsordningen på en inddeling i tre grupper. Gruppe 1, der består af de 5 lande med den største indikator, skal fortsat dele 4 stemmer. Halvdelen af landene kommer i gruppe 2 og deler 8 stemmer, mens de resterende lande, dem med de laveste indikatorværdier, deler 3 stemmer.

Figur A Rotationsmodellen med 19 eurolande



Kilde: Scheller (2006), s. 56-59.

Banktilsyn Banktilsynsopgaven udføres af de enkelte medlemslande. Landene har derfor ansvaret for at føre tilsyn med de kreditinstitutter, der har tilladelse til at drive virksomhed i landet. Alle kreditinstitutter med tilladelse til at drive virksomhed i et EU-land kan imidlertid udøve bankvirksomhed overalt i EU enten via filialer eller via udenlandske datterselskaber. Ansvaret for at sikre den finansielle stabilitet i euroområdet er dermed delt mellem mange aktører.

Pengepolitikens rolle og rammer

Seks gode grunde til at sikre en stabil prisudvikling:

1. Likviditetsstyring

2. Tilfældig omfordeling af formuer

3. Menuomkostninger

4. Forvriddinger

5. Konkurrence

6. Tilfældig beskatning

Som nævnt er ECB's hovedformål at sikre prisstabilitet. En stabil prisudvikling er velfærdsforbedrende af en række årsager, jf. bl.a. Sørensen og Whitta-Jacobsen (2005) og Abildgren mfl. (2003). Et højt inflationsniveau trækker i retning af højere nominelle renter. Det øger omkostningen ved at holde rede penge frem for rentebærende aktiver og dermed vigtigheden af at forvalte sin likviditet, og likviditetsplejen er resursekrævende. Der er tillige empirisk belæg for, at høje inflationsrater typisk er forbundet med store udsving i inflationen. Det gør det vanskeligt at foretage hensigtsmæssige forbrugs- og opsparingsbeslutninger, ligesom uforudset inflation arbitrært vil omfordele realformue mellem kreditorer og debitorer, hvilket hæmmer kreditformidlingen. Endvidere er virksomheder, når inflationen er høj, nødt til mere hyppigt at ændre deres priser, for at deres indtjening kan holde trit med omkostningsudviklingen. Prisændringer er imidlertid forbundet med såkaldte menuomkostninger og vil derfor sjældent blive foretaget, straks når virksomhedernes omkostninger ændrer sig. Det medfører, at virksomhedernes relative priser ikke afspejler deres relative marginale omkostninger så præcist, hvilket indebærer en forvridning af det private forbrug. Hertil kommer, at det bliver vanskeligt at skelne generelle prisændringer fra relative prisændringer, hvilket er til skade for prisgennemsigtigheden og dermed for konkurrencen. Endelig kan der opstå et uheldigt samspil med skattesystemet, hvis skattebasen er nominal. I så fald vil den reale skattebetaling afhænge af inflationsudviklingen.

Tre gode grunde for en vis inflation:

1. Faren for deflation

2. Arbejdsmarkedet fungerer bedre

3. Inflationsraten kan være overvurderet

Den pengepolitiske rentes rolle

Mens der således er omkostninger ved at have høj inflation, er det væsentligt at holde sig for øje, at et vist lavt og stabilt, men dog positivt inflationsniveau er at foretrække frem for ingen eller sågar negativ inflation, altså deflation (faldende priser). Ved, som ECB gør, at sigte efter en inflation tæt på men under 2 pct. årligt, holder man prisudviklingen i en vis afstand til en situation, hvor priserne falder. Økonomien kan dermed i et vist omfang tage imod stød, der dæmper inflationen, uden at der decideret opstår deflation. En situation med deflation er væsentligt at undgå, særligt i forbindelse med negative stød, da det trækker i retning af en høj realrente og derfor giver forbrugere og virksomheder et ekstra incitament til at udskyde forbrug og investeringer, netop når der er mangel på efterspørgsel. Et andet argument for en vis positiv inflation er, at en sådan kan forbedre arbejdsmarkedets virkemåde. Det kan forekomme, at et negativt udbudsstød sænker den reale ligevægtsløn og fører til stigende arbejdsløshed. I en sådan situation skal reallønnen falde for at genoprette beskæftigelsen. Da det som udgangspunkt sjældent ses, at fagforeninger og lønmodtagere tillader lønnen at falde i kroner og øre, kan inflationen – såfremt denne ligger over lønstigningerne – udhule den reale løn og nedbringe arbejdsløsheden. Endelig er et argument af mere teknisk karakter, at den måde, hvorpå der tages højde for kvalitetsforbedringer blandt de varer, der indgår i forbrugerprisindekset, systematisk undervurderer de faktiske kvalitetsforbedringer. Konsekvensen er, at den officielt målte inflation overvurderer den reelle stigning i forbrugerpriserne.

Den pengepolitiske rente er ECB's centrale virkemiddel til at påvirke inflationen. Simpelt fremstillet kan ECB dæmpe efterspørgslen ved at hæve renten, idet det derved bliver dyrere at finansiere forbrug og investeringer for husholdninger og virksomheder. Ligeledes vil det isoleret set styrke valutakursen og dæmpe efterspørgslen fra lande uden for euroområdet. Det vil alt andet lige reducere inflationen. Tilsvarende kan ECB via rentesænkninger øge den økonomiske aktivitet, hvis inflationsudviklingen tillader det.

Åbne markedsoperationer

Grundlæggende benytter ECB tre instrumenter til at praktisere pengepolitikken i form af åbne markedsoperationer, stående faciliteter samt reservekrav til bankerne i euroområdet. Det vigtigste af disse instrumenter er åbne markedsoperationer, jf. de Grauwe (2007). Åbne markedsoperationer foregår normalt som auktioner, hvor forretningsbankerne kan opnå kredit af typisk en uges varighed. Normalt fastsætter ECB en minimumsbudrente og stiller en vis mængde likviditet til rådighed. Forretningsbankerne indgiver ønske om, hvor meget likviditet de ønsker, samt hvilken rente, ikke lavere end minimumsbudrenten, de er villige til at betale herfor. Herefter uddeles likviditeten successivt til de banker, der er villige til at betale den højeste rente. For at sikre tilstrækkelig likviditet under den finansielle krise har ECB imidlertid siden 8. oktober 2008 gennemført auktionerne med faste renter og samtidig tilfredsstillet al likviditetsefterspørgsel.⁹ Det er en forudsætning, at forretningsbankerne stiller sikkerhed, f.eks. i form af statsobligationer, for lånet.

Stående faciliteter

I det omfang disse auktioner ikke skaffer forretningsbankerne den fornødne likviditet, har de mulighed for at opnå dag-til-dag likviditet via stående faciliteter. Renten på disse kreditter ligger typisk 1 pct.point over minimumsbudrenten. Tilsvarende vil forretningsbankerne kunne placere overskydende likviditet hos centralbankerne til en rente, der typisk ligger 1 pct.point under minimumsbudrenten. Denne væsentlige forskel på 2 pct.point mellem renten på udlåns- og indlånsfaciliteterne – rentekorridoren – indbyrdes til, at bankerne låner indbyrdes af hinanden via interbankmarkedet. Essensen af finanskrisen er imidlertid, at dette marked brød sammen, og for at sikre, at de finansielle markeder havde rigelig likviditet, var rentekorridoren midlertidigt indsnævret til 1 pct.point. i slutningen af 2008 og starten af 2009. Herefter vendte den tilbage til niveauet på 2 pct.point, men med ECB's seneste rentenedsættelse den 7. maj (med virkning fra den 13. maj), blev rentekorridoren igen reduceret. Denne gang til 1,50 pct.point.

9) ECB meddelte i en pressemeddelelse, at man vil holde fast i denne procedure, så længe det er nødvendigt, jf. http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081008_2.en.html.

Reservekrav

Det tredje instrument er krav til medlemslandenes forretningsbanker om minimumsreserver på konti hos ECB. Formålet med brugen af dette instrument er primært at sikre, at de korte renter udvikler sig jævnt frem for at svinge kraftigt. Dette opnås ved at opgøre minimumsreservekrav som et månedligt gennemsnit over de daglige reserveriveauer. Banker med større reserver end krævet har pga. den lave rente på den stående indskudsfacilitet et incitament til at låne til banker med mindre reserver end krævet. Banker med mindre reserver end krævet har omvendt et incitament til at låne hos banker med større reserver end krævet pga. den høje rente på de stående udlånsfaciliteter. Reserverne forrentes, mens de står hos ECB, til den gennemsnitlige rente, der bliver resultatet af auktionerne i forbindelse med de åbne markedsoperationer. Dette indebærer i praksis, at interbank-renten ligger på et niveau inden for rentekorridoren.

Finanspolitikens rolle

EU-traktaten og stabilitets- og vækstpagten

Da det enkelte euroland ikke råder over en selvstændig penge- eller valutakurspolitik, er finanspolitikken central for stabiliseringen af konjunkturudviklingen, når denne rammer medlemslandene asymmetrisk. Finanspolitikken er imidlertid underlagt visse restriktioner i henhold til EU-traktaten samt stabilitets- og vækstpagten. Formålet med restriktionerne er at sikre, at medlemslandene undgår uforholdsmæssigt store offentlige underskud, og at de offentlige finanser forbliver sunde. Landene er som udgangspunkt forpligtet til at holde underskuddet på de offentlige finanser under 3 pct. af BNP. Desuden må den offentlige bruttogæld som udgangspunkt maksimalt udgøre 60 pct. af BNP eller alternativt nærme sig dette niveau med tilfredsstillende hastighed. Endvidere skal den offentlige budgetsaldo ved et normalt aktivitetsniveau være tæt på balance eller i overskud. I særlige tilfælde må rammerne overskrides, jf. boks II.2.

I EU-traktaten er det fastlagt, at underskuddet på et lands offentlige saldo normalt ikke må udgøre mere end 3 pct. af BNP. Desuden må den offentlige gæld ikke udgøre mere end 60 pct. af BNP, medmindre den nærmer sig dette niveau med tilfredsstillende hastighed. Disse rammer for finanspolitikken er gældende for alle EU-lande.

Som en yderligere foranstaltning til at sikre budgetdisciplinen har eurolandene fra 1999 også været forpligtet til at overholde stabilitets- og vækstpagten. Stabilitets- og vækstpagten forpligter alle landene til på mellemlang sigt at have balance eller overskud på de offentlige finanser.

Den præventive del af stabilitets- og vækstpagten omhandler overvågningen af EU-landenes offentlige finanser. Eurolandene skal løbende udarbejde og offentliggøre stabilitetsprogrammer, mens de EU-lande, der ikke er med i ØMU'ens tredje fase, skal udarbejde konvergensprogrammer. De skal indeholde oplysninger om den forventede udvikling i den offentlige budgetsaldo samt den offentlige gæld. Desuden skal der redegøres for, hvordan målet om balance på de offentlige finanser på mellemlang sigt nås. Målet om balance på de offentlige finanser på mellemlang sigt kan dog fraviges, hvis et medlemsland har lav gæld og høj vækst. De mellemfristede målsætninger skal imidlertid være udformet således, at normale konjunkturtilbageslag kan klares uden, at budgetunderskuddet overstiger 3 pct. af BNP.

Stabilitets- og vækstpagten fastslår, at et euroland kan pålægges sanktioner i form af et krav om en ikke-rentebærende deponering, hvis underskuddet overstiger 3 pct. Deponeringen kan udgøre mellem 0,2 pct. og 0,5 pct. af BNP. Der går minimum 18 måneder fra udgangen af det budgetår, hvor der var et uforholdsmæssigt stort underskud, til en sanktion iværksættes. Hvis landet ikke inden for to år efter sanktionens iværksættelse har nedbragt underskuddet til under 3 pct. af BNP, kan deponeringen konverteres til en bod. Lande uden for euroområdet kan ikke pålægges sanktioner.

Hvis store midlertidige underskud er forårsaget af en usædvanlig begivenhed, der ligger uden for det pågældende lands kontrol eller skyldes et alvorligt økonomisk tilbageslag med et årligt fald i realt BNP eller et akkumuleret produktionstab i en langvarig periode med meget lav vækst i BNP i forhold til potentialet, opfattes situationen som exceptionel. I sådanne situationer må underskuddet godt overstige 3 pct. af BNP. Der skal også tages hensyn til, om underskuddet skyldes store strukturreformer, som på sigt er omkostningsbesparende, eller offentlige investeringsudgifter.

Kriterierne relevante for alle EU-lande

Da disse regler også gælder for EU-lande uden for euroområdet, har de formentlig kun begrænset betydning for beslutningen om, hvorvidt man skal blive fuldgældigt medlem af ØMU'en eller ej. Det er ganske vist kun lande i området, der kan straffes med bøder, hvis reglerne overtrædes, men i praksis skal finanspolitikken i hele EU indrettes med henblik på at leve op til kravene.

EU-traktaten er blevet overtrådt flere gange

Historisk er der talrige eksempler på, at EU-traktatens 3 pct.-grænse er blevet overtrådt. Grækenland har overtrådt grænsen i alle årene, siden det blev medlem af euroområdet i 2001, men også kernelande som Tyskland, Frankrig og Italien har i visse år haft underskud på mere end 3 pct., jf. tabel II.1. I 2007 overholdt alle eurolandene med undtagelse af Grækenland 3 pct.-grænsen, mens en del lande – Frankrig, Spanien, Grækenland, Irland og Malta – overtrådte i 2008. Ingen af medlemslandene er dog blevet pålagt en sanktion i form af en deponering.

Hvorfor er der brug for budgetkriteriet?

Argumentet for at lægge bånd på deltagerlandenes finanspolitiske udfoldelsesmuligheder er, at en uholdbar udvikling i finanspolitikken i ét euroland kan få uheldige konsekvenser for de øvrige deltagerlande. Samtidig kan deltagelsen i møntunionen tænkes at få negative konsekvenser for den finanspolitiske disciplin, idet et land, der har sin egen valuta, har et incitament til at være økonomisk tilbageholdende af hensyn til valutakursen. Dette hensyn reduceres eller bortfalder helt, hvis landet indgår i en større valutaunion, hvor landets egen størrelse udgør en begrænset andel. Såfremt politikerne planlægger ud fra en kort tidshorisont frem for at anlægge en langsigtet holdbarhedsbetragtning, kan bortfaldet af denne disciplinerende effekt frygtes at føre til udførelsen af en uholdbar finanspolitik i flere eurolande.

Tabel II.1 Overtrædelser af stabilitets- og vækstpaktens budgetkriterium

	År	Underskud Pct. af BNP
Tyskland	2002-04	3,3-4,0
Frankrig	2002-04,2008	3,2-4,1
Italien	2001-06	3,1-4,4
Spanien	2008	3,8
Holland	2003	3,2
Østrig	2004	4,5
Portugal	2001,2004-06	3,4-6,1
Grækenland ^{a)}	2001-08	3,1-7,4
Irland	2008	7,1
Malta ^{a)}	2008	4,7

a) Grækenland og Malta var ikke medlemmer fra 1. januar 1999. I tabellen er kun vist deres overtrædelser, mens de var fuldgældige ØMU-medlemmer.

Anm.: For forventningen til budgetudviklingen i 2009-2010 henvises til tabel A i boks I.2.

Kilde: Eurostat.

**Uheldige
spredningseffekter
af ekspansiv
finanspolitik**

Der kan fremhæves to forskellige kanaler, hvorigennem en slap finanspolitisk disciplin kan få negative konsekvenser for andre medlemsstater, jf. de Grauwe (2007). For det første vil et land, der kører med store underskud på det offentlige budget, have behov for at finansiere dette. Det vil øge udbuddet af statsobligationer fra dette land og presse renten herpå op. I det omfang denne rentestigning smitter af på de øvrige deltagerlande, bliver finansieringen af den offentlige gæld dyrere, selvom de måtte have ført en sund finanspolitik. Det andet argument går på, at en ekspansiv finanspolitik i et medlemsland kan bidrage til at øge inflationen. Da ECB skal søge at holde inflationen under 2 pct. for euroområdet under et, vil mere tilbageholdende lande rammes af en stigning i de korte renter, der grundlæggende skyldes, at inflationen er steget i landet, der fører ekspansiv finanspolitik.

Ikke oplagt at rentestigning i et land fører til rentestigning i andre lande

Mens det sidste argument fremstår plausibelt, er relevansen af det første argument mindre oplagt. Såfremt de finansielle markeder fungerer efter hensigten, vil udstedelsen af ekstraordinært mange statsobligationer fra et land, der fører en ekspansiv finanspolitik, føre til, at investorer revurderer det pågældende lands kreditværdighed. I det omfang denne ændrer sig, vil kreditrisikopræmien, og dermed renten, på landets statsobligationer stige. Dette vil ikke påvirke statsobligationsrenten i landene, der fører en fornuftig finanspolitik, da deres kreditrisiko umiddelbart er upåvirket af udviklingen i andre lande.

Hvad nu, hvis medlemslande undsætter hinanden ...

Det er dog muligt at argumentere for, at en for ekspansiv finanspolitik i et land kan føre til højere renter i andre lande. Hvis et medlemsland, f.eks. Italien, har ført en uholdbar finanspolitik og ikke kan servicere sin gæld, vil det få konsekvenser for andre end blot landet selv. Eksempelvis vil en statsfallit føre til tab for forretningsbankerne, der ligger inde med italienske statsobligationer, og det kan føre til en mere generel krise i de øvrige lande, hvilket giver de øvrige lande et incitament til at yde finansiel hjælp til Italien. Det betyder, at investorer muligvis kan se, at finanspolitikken er uholdbar, men kreditrisikoen ved at holde italienske statsobligationer fastsættes lavere, såfremt det er opfattelsen blandt investorer, at de øvrige eurolande kommer Italien til undsætning. Til gengæld vil en undsættelse belaste de offentlige finanser i disse lande, og som følge af dette vil kreditrisikopræmien stige i de øvrige lande. Ingen-undsættelsesaftalen er netop indført for at undgå disse spredninger via de finansielle markeder. Problemet med denne er imidlertid, at den ikke nødvendigvis opleves som troværdig, da det netop vil være til de omkringliggende landes eget bedste at hjælpe Italien, hvis først landet er kommet i problemer, jf. de Grauwe (2007).

... selvom de ikke må?

Sammenhold i møntunionen

Et sidste argument for at lægge bånd på de enkelte landes finanspolitik, er, at sådanne bånd kan bidrage til at holde sammen på møntunionen. Et land med meget store underskud og gæld kan have et incitament til, frem for en egentlig statsfallit, at forlade unionen og skabe et fald i kursen på dets genindførte valuta for derigennem at skabe en national inflation, der udhuler gældens realværdi. I det omfang ét

lands udtræden truer stabiliteten blandt de øvrige lande i unionen, er det hensigtsmæssigt at reducere sandsynligheden for, at de enkelte lande bringes i en situation, der får dem til at ønske en udtræden.

Er de institutionelle rammer i Euroland hensigtsmæssige?

Er stabilitets- og vækstpagten fornuftig?

Det kan som beskrevet af flere årsager være fornuftigt med et sæt af regler, der lægger visse begrænsninger på det finanspolitiske manøvrerum. På den anden side er det – da pengepolitikken føres på overstatsligt niveau – også væsentligt, at finanspolitikken ikke pålægges så stramme restriktioner, at den reelt ikke kan bidrage til at stabilisere konjunkturudviklingen i de forskellige lande. Ifølge de Grauwe (2007) er stabilitets- og vækstpagten mere fokuseret på at begrænse de offentlige underskud end på at sikre et tilstrækkeligt fleksibelt finanspolitisk system i eurozonen. Et centralt punkt i denne argumentation er, at såfremt de europæiske lande skulle tillade deres automatiske stabilisatorer at virke fuldt ud og samtidig undgå at komme i konflikt med 3 pct.-grænsen, ville det indebære, at landene i gennemsnit skulle køre med overskud på det offentlige budget, hvilket der i sig selv ikke er noget fagøkonomisk belæg for at kræve. de Grauwe (2007) konkluderer på denne baggrund, at stabilitets- og vækstpagten er for snærende, og at man ved at forhindre de automatiske stabilisatorer i at virke fuldt ud, endsiges efterlade et råderum til udførelsen af diskretionær finanspolitik, skaber såvel økonomiske som politiske spændinger på tværs af medlemslandene.¹⁰ På den anden side argumenterer Gros (2004) for, at bindingerne er mere nødvendige i dag, end da EU-traktaten blev skrevet. Argumentet er, at der i dag ikke sættes tilstrækkeligt til side til fremtiden, hvor befolkningernes aldring vil lægge pres på de offentlige finanser, og på denne baggrund kan budgetkriteriet ikke siges at være for restriktivt.

10) Endvidere fremhæver de Grauwe (2007), at når landenes automatiske stabilisatorer hindres i at virke fuldt ud, øges incitamentet blandt medlemslandene til at lægge pres på ECB for en mere lempelig pengepolitik.

Gældskriteriet kan virke imod hensigten

Af forskellige årsager er det ikke klart, hvorfor bruttogælden maksimalt må udgøre 60 pct. af BNP. Hvis formålet er at sikre den finanspolitiske holdbarhed, således at stigninger i kreditrisikopræmier på statsobligationer ikke spreder sig fra et land til et andet, bør nettogælden være den relevante målestok. Isoleret set giver kriteriet landene med høje bruttogældskvoter et u hensigtsmæssigt incitament til at forcere et udsalg af offentlige aktiver. Et forceret salg vil tendere mod at blive gennemført til en for lav pris, og derfor risikeres det at forværre den finanspolitiske holdbarhed i stedet for at styrke den.¹¹

Ikke umiddelbart nødvendigt med grænser for både underskuds- og gældskvoten

Som udgangspunkt er det tilstrækkeligt med enten en grænse for den maksimalt tilladte gæld eller for det maksimalt tilladte budgetunderskud. Med en troværdig gælds målsætning er der ingen grund til samtidig at lægge bånd på finanspolitikken i forskellige perioder. Dette kunne eksempelvis være relevant, hvis de generationer, der er i arbejdsstyrken midlertidigt, er små relativt til de øvrige generationer. Inden denne situation opstår, kunne det være hensigtsmæssigt at opbygge en formue med det formål at have et finanspolitisk råderum, mens forsørgerbyrden er høj. Mens den akkumulerede formue nedspares, ville der midlertidigt være underskud på det offentlige budget, uden at dette kan siges at være problematisk, da opsparingen netop tillader dette. På den anden side må det anerkendes, at troværdigheden omkring et langsigtet mål for gældskvoten kan styrkes af operationelle delmål, f.eks. i form af en begrænsning af det løbende budgetunderskud.

Omsættelige underskudstilladelser

Et problem med den nuværende konstruktion af stabilitets- og vækstpakten er, at den ikke giver de enkelte lande et tilstrækkeligt incitament til at konsolidere de offentlige finanser i perioder, hvor en gunstig konjunktursituation forbedrer de offentlige finanser.¹² En mulighed ville være at

- 11) Groth (2008) giver en oversigt over flere af de typiske kritikpunkter mod stabilitets- og vækstpakten og henviser desuden til en række kilder, der har beskæftiget sig mere indgående med problemstillingen.
- 12) Dog kan nedbringelsen af gæld i dag gøre det nemmere at leve op til budgetkriteriet i fremtiden, da rentebetalingerne herved bliver reduceret.

indføre omsættelige underskudstilladelse, jf. diskussionen i Det Økonomiske Råd (2004), s. 55-57. Grundlæggende består ideen i at tildele hvert enkelt land retten til et underskud af en given størrelse, som kontoføres hos f.eks. EU-Kommissionen. Når årets underskud gøres op og offentliggøres, er hvert enkelt land forpligtet til at have underskudstilladelser til dækning af det realiserede underskud. Er det ikke tilfældet, idømmes landet en bod. Underskudstilladelserne kan handles mellem landene, således at et land, der ikke har brug for alle sine tilladelser, kan sælge disse til andre lande. Dette vil skabe et incitament til at konsolidere budgettet også i gode tider, idet et land uden mangel på underskudstilladelse kan tjene på at sælge uforbrugte tilladelser videre, mens lande, der mangler tilladelser, ved konsolidering kan spare penge på ikke at skulle opkøbe disse.

Fælles finanstilsyn?

Et andet kritikpunkt, som dog ikke er specifikt ØMU-relateret, vedrører placeringen af banktilsynsmyndighederne. Mens pengepolitikken er placeret centralt, ligger finanstilsynene lokalt i medlemslandene. Problemet opstår, fordi ansvaret for at overvåge bankerne tilfalder det land, hvori bankerne har deres hovedkontor placeret, altså et princip om hjemmemarkedskontrol. Samtidig påhviler ansvaret for at sikre finansiell stabilitet det pågældende lands finanstilsyn, altså et princip om værtslandskontrol. de Grauwe (2007) fremhæver, at så længe de finansielle markeder er relativt segmenterede, således at tyske banker primært opererer i Tyskland, og franske banker primært opererer i Frankrig osv., er problemet ikke så stort. Udviklingen gennem de senere år og den forventede udvikling i fremtiden trækker i retning af en stadig stærkere integration på dette område. Problemet med konstruktionen er, at mens f.eks. Tyskland skal sikre den finansielle stabilitet i Tyskland, har man brug for en mængde viden om de udenlandske banker, der opererer i Tyskland. Denne viden ligger i vid udstrækning hos de pågældende hjemlandes tilsynsmyndigheder. Dette kan føre til ukomplet eller forsinket vidensdeling, hvilket kan udgøre et problem for den finansielle stabilitet.

Koordineret finanspolitisk indsats?

Et endnu mere kontroversielt spørgsmål vedrører behovet for en vis centralisering af finanspolitikken. Teorien om optimale valutaområder tilsiger, som nævnt indledningsvist i dette afsnit, at en vis andel af de offentlige budgetter bør placeres på overstatsligt niveau. Årsagen er, at når medlemslandene indgår i en valutaunion og derfor afskaffer deres selvstændige valuta- og pengepolitik, kan pengepolitikken og valutakursen ikke bruges til at stabilisere økonomien efter landespecifikke stød. Konjunkturudsvingene som følge af landespecifikke stød kunne imidlertid mildnes via finanspolitikken i de respektive lande. I ekstraordinære situationer, hvor behovet for en ekspansiv finanspolitik fører til væsentlige overtrædelser af stabilitets- og vækstpacten, kunne en mulighed være at operere med et fælles budget af en vis størrelse. Det kunne muliggøre/lette en koordineret finanspolitisk indsats til fordel for ramte lande og regioner. Et føderalt budget af væsentligt omfang er dog politisk kontroversielt og synes ikke at være aktuelt.

Næste afsnit

Det blev ovenfor diskuteret, hvilke karakteristika, der kendetegner optimale valutaområder. I det følgende afsnit ses der på dette ved overordnet at anskue samvariationen i medlemslandenes inflationsrater og niveauer for output gap samt udviklingen på de finansielle markeder.

II.3 Den økonomiske udvikling i eurozonen og ECB's betingelser for at føre pengepolitik

Homogen udvikling i Euroland er en fordel

Eurolandenes økonomier rammes over tid af forskellige typer af stød, der på kort og mellemlang sigt påvirker de enkelte landes vækst og inflation. ECB's opgave består, som beskrevet i afsnit II.2, i at sikre prisstabiliteten på mellemlang sigt for det samlede euroområde. I det omfang den økonomiske situation i Euroland udvikler sig nogenlunde ensartet, øges sandsynligheden for, at pengepolitikken ikke blot er hensigtsmæssig for euroområdet under ét, men også for de enkelte medlemslande. Afsnittet her beskæftiger sig med, i hvilket omfang det er tilfældet, og hvorvidt finanspolitikken er blevet anvendt til at kompensere for pengepolitikken i det omfang, den ikke har været hensigtsmæssig for de enkelte lande. Afsnittet indeholder tillige en

mere generel beskrivelse af udviklingen i centrale makro-økonomiske og finansielle størrelser med fokus på, i hvilket omfang disse er konvergeret på tværs af lande over de senere år.

Konvergens i produktions- og prisudvikling

Tegn på konvergens i den økonomiske aktivitet

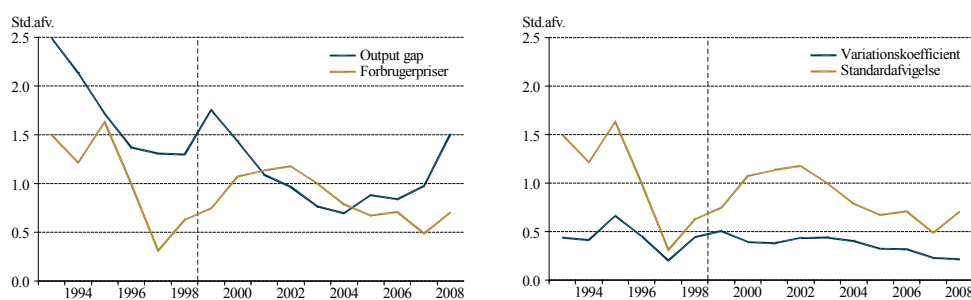
Siden starten af 1990'erne er medlemslandenes konjunktursituation generelt konvergeret, hvis man opfatter dette som en situation, hvor forskellene mellem landenes kapacitetsudnyttelse er blevet mindre over tid, dog 2008 undtaget. Dette ses ved at betragte spredningen i output gap, jf. figur II.1a.¹³ Umiddelbart spores en tendens til, at det samme er sket for inflationens vedkommende, men tages der højde for udviklingen i det gennemsnitlige inflationsniveau, er de relative afvigelser i landenes inflationsrater reelt de samme i dag som for knap 20 år siden, jf. figur II.1b. Tilsvarende kan konvergens i output gap i et vist omfang tilskrives, at størrelsen på konjunkturudsvingene generelt, dvs. også uden for euroområdet, er blevet mindre i den betragtede periode. Dette fænomen, der som regel kaldes *Den Store Moderation*, vendes der tilbage til senere i dette afsnit.

13) En tilsvarende konvergens gør sig gældende siden 1997, hvis der ses på BNP-vækstrater i stedet for output gap. I perioden 1993-1996 var spredningen derimod stigende. Om end behæftet med usikkerhedsmomenter om den præcise størrelse må output gap dog siges at være et mere sigende mål for konjunktursituationen, end BNP-væksten er.

ECB's inflationsmålsætning

ECB's overordnede målsætning er at holde inflationen tæt på, men ikke over 2 pct. på det mellemlange sigt. Med undtagelse af perioden fra begyndelsen af 1999 og frem til midten af 2000 samt gennem størstedelen af 2007 har inflationen i Euroland imidlertid ligget over dette niveau, jf. figur II.2. I den betragtede periode har inflationen i euroområdet dog generelt været lavere end f.eks. den amerikanske. Hertil kommer, at en vis del af inflationen reelt ikke kan kontrolleres af ECB, idet den stammer fra pludselige ændringer i volatile fødevarer- og råvarepriser, herunder olieprisen. Bortset fra den direkte påvirkning fra disse komponenter, ses det, at ECB i højere grad har opfyldt målsætningen.

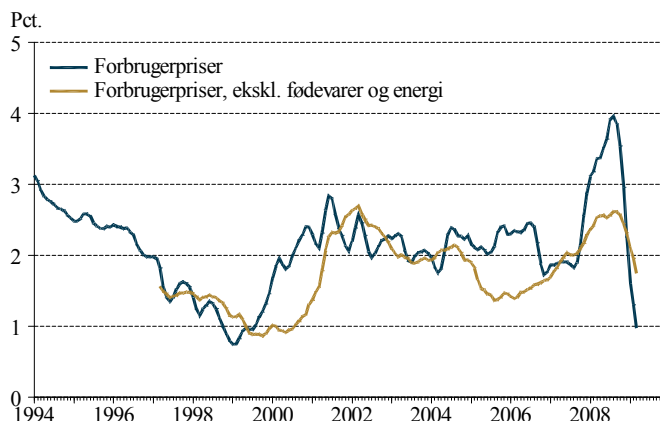
Figur II.1a Spredning i inflation og Figur II.1b Spredning i inflation output gap



Anm.: Der er anvendt data for de oprindelige 11 eurolande, dog ekskl. Luxembourg. Standardafvigelsen i output gap hhv. inflationstakt opgøres på ethvert tidspunkt på tværs af lande. Variationskoefficienten i figur II.1b er standardafvigelsen relativt til den gennemsnitlige inflation på det pågældende tidspunkt. Da det til enhver tid gennemsnitlige output gap på tværs af lande undertiden antager værdier tæt på nul, er det ikke informativt at udregne en variationskoefficient for output gap. Den lodrette linje i 1999 angiver tidspunktet, hvor ØMU's tredje fase igangsattes. Seneste observation er 2008.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, EcoWin og egne beregninger.

Figur II.2 Inflation i euroområdet



Anm.: Der er anvendt 3 måneders glidende gennemsnit. Seneste observation er marts 2009.

Kilde: EcoWin.

Inflationen varierer mellem landene ...

Udviklingen dækker over væsentlige forskelle i inflationsraterne på tværs af de europæiske lande, jf. tabel II.2. Blandt euroområdets oprindelige 11 medlemslande har Finland og Tyskland haft den laveste inflation siden 1999, mens Irland, Spanien, Portugal og Grækenland, hvoraf sidstnævnte først indtrådte i 2001, har haft den højeste. Inflationen har i disse lande gennemsnitligt ligget på niveauer mellem 3 og 3½ pct.

... og kan blive ved hermed gennem længere tid

Såfremt ECB's mål om at holde den gennemsnitlige inflation i eurozonen under 2 pct. skal indfries, er konsekvensen af inflationsrater på mere end 2 pct. i nogle lande, at andre lande nødvendigvis må have inflationsrater, der er lavere end 2 pct. Med forskelle i det teknologiske niveau på tværs af de europæiske lande må det forventes, at lande med relativt lave indkomstniveauer og lav kapitalintensitet vil opbygge et større kapitalapparat og bevæge sig mod et højere teknologiniveau. Det vil øge landenes arbejdsproduktivitet og føre til højere reale lønninger i nogle sektorer. Det vil igen medføre en tendens til, at arbejdskraften søger mod disse sektorer, ligesom det højere lønniveau vil trække prisniveauet op for ikke-eksporterbare, og dermed ikke så konkurrenceudsatte, varer. Samlet betyder det, at mindre

kapitalintensive lande vil opleve højere inflationsrater, så længe de "haler ind" på de rigere og mere kapitalintensive lande. Denne omstillingsproces må formodes at foregå over en længere periode.¹⁴ For at holde det gennemsnitlige inflationsniveau på under 2 pct. i euroområdet må ECB derfor føre en relativt stram pengepolitik set med de rige landes øjne.

Tabel II.2 Gennemsnitlig årlig inflation, 1999-2008

Land	Pct.	Land	Pct.
Euroland	2,3	Luxembourg	3,1
Tyskland	1,7	Spanien	3,4
Frankrig	1,9	Grækenland	3,4
Finland	1,9	Irland	4,0
Belgien	2,1		
Østrig	2,1	Danmark	1,9
Holland	2,2	Sverige	1,7
Italien	2,4	Storbritannien	1,6
Portugal	3,0		

Anm.: Der er anvendt harmoniserede forbrugerprisindeks.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, og EcoWin.

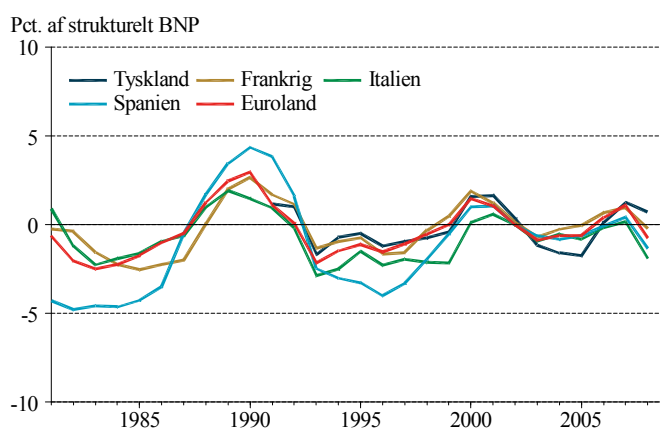
Øget samvariation over de seneste år ...

Som nævnt skal pengepolitikken imidlertid også ses i samspil med konjunktursituationen i de enkelte lande. Ses der på udviklingen i output gap over de forgangne 30 år, konstateres en høj og øget grad af ensartethed blandt de store landes konjunktursvingninger, jf. figur II.3. Anskuet således vender økonomien i høj grad på de samme tidspunkter i

14) Dette fænomen kaldes ofte Balassa-Samuelson-effekten. Hvorvidt den er relevant for forklaringen af inflationsforskelle i Euroland, er et endnu ikke afklaret empirisk spørgsmål, jf. ECB (2005).

euroområdetets fire største lande, Tyskland, Frankrig, Italien og Spanien.¹⁵

Figur II.3 Output gap



Anm.: Output gap er beregnet som afvigelsen mellem faktisk og strukturelt BNP. Det strukturelle BNP er beregnet af OECD. Seneste observation er 2008.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, EcoWin og egne beregninger.

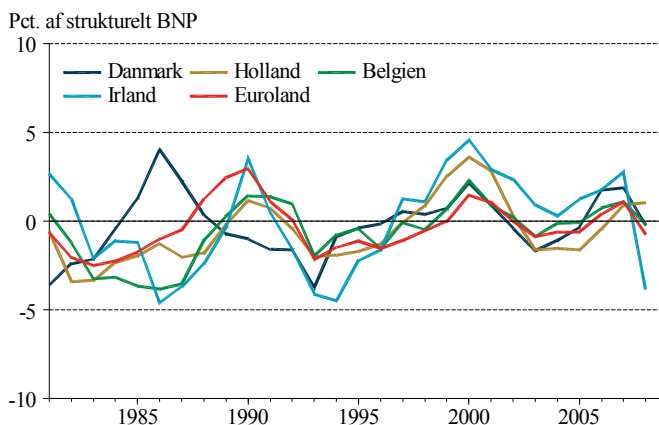
... dog knapt så entydig blandt de mindre lande

Situationen er knap så entydig blandt de mindre lande, og særlig ikke i de første år af perioden, jf. figur II.4. Frem til begyndelsen af 1990'erne skiller særligt Danmark sig ud fra det mønster, Euroland, og i et vist omfang Holland, Belgien og Irland, følger. Herefter er udsvingene forholdsvis synkroner i landene. Til gengæld observeres betydelige niveauforskelle i output gap, hvor især Irland skiller sig ud ved at have fastholdt en høj kapacitetsudnyttelse over de seneste 10 år. Mens de synkroner forløb forbedrer muligheden for, at pengepolitikken er passende for de enkelte lande, trækker niveauforskellene i output gap i retning af det problematiske

15) Der er anvendt årsdata til disse illustrationer. I store dele af litteraturen, der beskæftiger sig med korrelationer på tværs af lande, foregår beregningen på måneds- eller kvartalsobservationer. Det må dog vurderes ikke at være kritisk for udførelsen af en fælles pengepolitik, om den økonomiske situation vender præcis i de samme kvartaler, endsige måneder.

herved. Såvel figur II.3 som figur II.4 indikerer dog (konsistent med figur II.1a) en tendens i retning af, at udsvingene er blevet mindre over de senere år, og at forskellene i output gap er blevet reduceret.

Figur II.4 Output gap



Anm.: For Danmarks vedkommende er der af konsistenshensyn anvendt det af OECD beregnede output gap. Det her viste output gap er således ikke identisk med det output gap, der anvendes i kapitel I. Se desuden anmærkningen til figur II.3. Seneste observation er 2008.

Kilde: Se figur II.3.

Forøget samvariation kan skyldes ØMU'en eller så meget andet

Den betydelige samvariation, især i de senere år, giver umiddelbart grobund for argumenter om, at etableringen af ØMU'en har bidraget hertil. Som dokumenteret af bl.a. Stock og Watson (2002) er en reduceret varians i såvel output som inflation imidlertid også et træk, der har gjort sig gældende for bl.a. amerikansk økonomi, og som i en mere global sammenhæng ofte benævnes *Den Store Moderation*. Ifølge flere, bl.a. Bernanke (2004), er der umiddelbart tre mulige forklaringer på dette fænomen. Den ene kan henføres til strukturelle ændringer af økonomien, hvor f.eks. globaliseringen kan være en vigtig faktor, ligesom etableringen af ØMU'en og det indre marked kan have spillet en rolle for særligt de europæiske lande. Den anden er, at kvaliteten af den økonomiske politik er steget, mens den

tredje årsag tilskrives held i form af fravær af større stød til økonomien. Cabanillas og Ruscher (2008) undersøger problemstillingen for euroområdet og konkluderer, at der ikke blot er tale om held. Årsagen angives til at være forbedringer i den økonomiske politik, i særdeleshed pengepolitikken, samt, i mindre grad, forstærkede automatiske stabilisatorer i finanspolitikken.

En monetær union kan styrke eller svække den økonomiske samvariation

Etableringen af den monetære union påvirker i sig selv den økonomiske samvariation i de deltagende lande, men det er ikke entydigt, hvorvidt samvariationen øges eller svækkes. På den ene side trækker den forøgede integration, finansiel såvel som real, der kan følge af en fælles mønt, i retning af en forøget samvariation. På den anden side betyder opgivelsen af en selvstændig pengepolitik, at et land, der rammes af et individuelt stød, ikke har muligheden for at akkommodere dette ved hjælp af pengepolitikken, hvilket trækker i retning af en lavere samvariation. Desuden kan valutaunionen føre til øget specialisering på tværs af landene i unionen, et synspunkt, som bl.a. Krugman (1993) fremfører. En sådan udvikling vil øge sårbarheden over for landespecifikke stød blandt de deltagende lande og føre til en lavere samvariation.

Ikke entydigt, hvorvidt europæiske valutasamarbejder fører til øget samvariation

Et stort antal analyser har forsøgt at identificere, hvorvidt ERM'en, og siden hen ØMU'en, har styrket, eller vil styrke, samvariationen i Euroland. Størstedelen af analyserne synes at bekræfte dette, men resultaterne er ikke entydige. Således dokumenterer Artis og Zhang (1997), at korrelationen mellem industriproduktionen i Tyskland og de øvrige ERM-lande blev øget efter EMS-samarbejdets etablering i 1979 og frem til 1993, og konklusionen bekræftes senere i Artis og Zhang (1999). En svaghed ved disse studier er brugen af industriproduktion som indikator for den samlede udvikling i økonomierne. Årsagen til, at tal for industriproduktionen ofte anvendes i denne sammenhæng, er, at datagrundlaget er bedre, end hvis der ses på f.eks. BNP. Men industrien udgør kun en begrænset og tillige faldende andel af den samlede økonomiske aktivitet i størstedelen af de betragtede lande, og det er derfor ikke oplagt, at den udgør en god tilnærmelse til den samlede økonomiske situation. En anden indvending fremføres af Inklaar og de Haan (2001), der ikke finder

belæg for, at ERM'en har ført til mere synkrone konjunkturforløb. Disse forfattere argumenter, at når samvariationen var lavere inden etableringen af ERM'en i 1979, skyldtes det primært et asymmetrisk forløb i Bretton Woods-tiden og ikke tiden fra 1972-79. Denne konklusion understøttes af Bergman (2006), der fastslår, at samvariationen generelt var stærkere i den ellers ustabile periode 1972-79 end i årene derefter.¹⁶ To nyere studier på området er EU-kommissionen (2008a) samt Gayer (2007), som begge bekræfter eksistensen af en europæisk konjunkturcykel, men ikke finder belæg for at konkludere, at det er etableringen af ØMU'en, der har ført til en stærkere samvariation. Det gør Rose (2008) derimod og argumenterer for, at ØMU'en i sig selv har hævet handlen i et omfang på mellem 8 pct. og 23 pct. Han konkluderer, at det har leveret et signifikant bidrag til samvariationen på tværs af de europæiske lande. Dette diskuteres indgående i afsnit II.6.

Samvariation er ønsket, uanset årsag

Men uanset om ØMU'en i sig selv styrker konvergens blandt deltagerlandene, eller om den styrkede konvergens er resultatet af andre faktorer, er det et positivt resultat for ØMU-konstruktionen, da hensigtsmæssigheden af at føre en fælles pengepolitik i området under alle omstændigheder øges herved.

Finans- og pengepolitikken i forhold til eurolandenes konjunktursituation

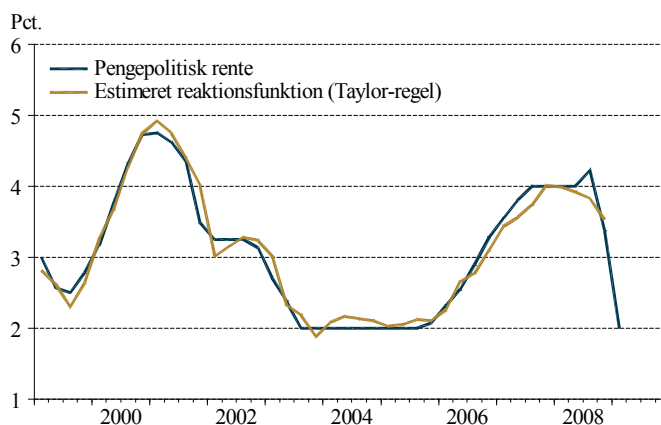
En udvidet Taylor-regel for Euroland

Det er vanskeligt at vurdere, om de forskelle i inflationsniveauer og konjunkturudsving, der, trods konvergens, kan konstateres mellem landene, er af en størrelsesorden, der har nævneværdig betydning for hensigtsmæssigheden af en fælles pengepolitik. Hertil kommer, at selvom to lande umiddelbart måtte opleve en tæt samvariation, har de ikke nødvendigvis det samme pengepolitiske "behov", da forskelle i pengepolitikens transmissioner kan føre til en uensartet påvirkning af økonomierne. Med disse forbehold in mente kan man forsigtigt søge at kvantificere problem-

16) Litteraturen på dette område er meget omfangsrig. For opdaterede oversigter over denne henvises til Dam (2008) og de Haan mfl. (2008).

stillingen ved at oversætte den økonomiske udvikling i eurolandene til en “foretrukken” pengepolitik. Den foretrukne pengepolitik kan tilnærmes med udgangspunkt i output gap og inflationstakt ved brug af en såkaldt Taylor-regel, jf. Taylor (1993).¹⁷ Taylors oprindelige regel beskriver imidlertid ikke ECB’s rentefastsættelse særlig præcist, så i stedet anvendes en udvidet pengepolitisk reaktion, jf. boks II.3. Denne ses i væsentligt omfang at passe med ECB’s historiske handlinger, jf. figur II.5.

Figur II.5 Estimeret Taylor-regel for Euroland



Anm.: Den estimerede reaktionsfunktion er modellens løbende 1-kvartals forudsigtelse under forudsætning af perfekt viden om output gap og inflationstakt samt det aktuelle renteniveau. Se boks II.3 for detaljer.

Kilde: EcoWin og egne beregninger.

17) At ECB også reagerer på output gap står ikke i modsætning til dens primære forpligtelse om at sikre, at inflationen ligger tæt på 2 pct. Man kan opfatte Taylor-reglen sådan, at centralbanken dæmper efterspørgslen, når inflationen er for høj, men mildner denne reaktion, hvis aktiviteten samtidig er lav.

Taylor-reglen stammer fra Taylor (1993). Her blev der argumenteret for at føre regelbaseret frem for diskretionær pengepolitik. Som eksempel på en regelbaseret pengepolitik foreslog Taylor følgende tommelfingerregel: $i = \pi + 0,5y + 0,5(\pi-2) + 2$, hvor i er den pengepolitiske rente, π er inflationen, begge pro anno, og y er output gap. Taylor konkluderede, at denne regel passede bemærkelsesværdigt godt for amerikansk pengepolitik i perioden 1987-92.

Reglen beskriver imidlertid ikke den førte pengepolitik i eurozonen særlig godt. Ved hjælp af en regressionsanalyse kan man i stedet belyse, hvorledes ECB historisk har tilpasset renten som funktion af output gap og inflation. Her udvides Taylors model med renteniveauet og ændringen i renten fra forrige kvartal.

Estimationen er foretaget på kvartalsdata over perioden 1999:1-2008:4:

$$i = 0,74 i_{-1} + 0,64 \Delta i_{-1} + 0,16 y + 0,17 (\pi-2) + 0,72 \quad (1)$$

(17,1) (6,1) (5,38) (3,1) (5,7)

$$DW = 1,79, R^2 = 0,96, s = 0,18.$$

i_{-1} er renten i forrige periode, og Δi_{-1} er ændringen heri. Output gap er BNP i Euroland relativt til det strukturelle niveau, som er identificeret ved en log-lineær trend. Tallene i parenteser er t-værdier, som afslører, at alle koefficientestimater er stærkt signifikante. Estimationen viser, at ECB historisk har lagt stor vægt på at udjævne renteændringer, idet en høj rente i et kvartal trækker i retning af en høj rente i det efterfølgende, ligesom en renteforøgelse i et kvartal trækker i retning af et højt renteniveau i det efterfølgende. Dette afspejler, at ECB har haft tradition for at justere renten gradvis frem for at ændre den abrupt. I praksis observeres dette ved, at ECB i lange perioder fastholder renten, selvom inflation og output gap udviser mindre ændringer.

Ligning (1) kan omskrives til:

$$i = 0,74 [i_{-1} + 0,87 \Delta i_{-1}] + (1-0,74) [0,61y + 0,67 (\pi-2) + 2,76], \quad (2)$$

der viser, at ECB's rentepolitik kan opfattes som et vægtet gennemsnit af hensynet til at udglatte renten (med ca. 74 pct.) og i mindre grad (ca. 26 pct.) til at følge en simpel Taylor-regel, der er langsigsrelationen i kantede parenteser i (2). Den estimerede Taylor-regel indikerer, at der reageres kraftigere på output gap (0,61) og inflationen (0,67), end hvad Taylor oprindeligt foreslog.

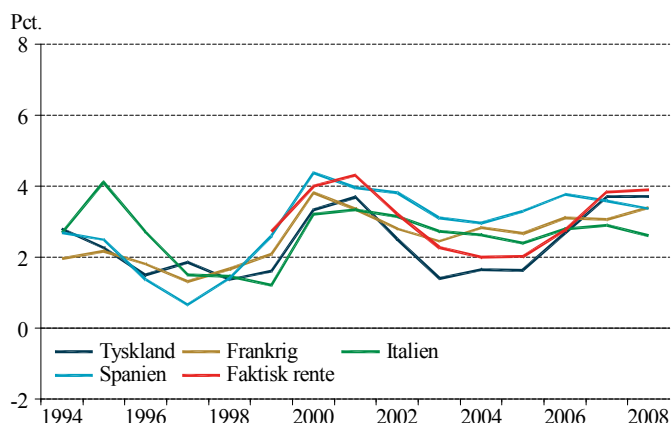
Den bedste pengepolitik for Euroland er ikke nødvendigvis den bedste for de enkelte medlemslande

Selvom denne beskrivelse kan ses som ECB's foretrukne måde at omsætte en realøkonomisk udvikling til en pengepolitisk rente på, og i princippet kunne være en optimal reaktion for pengepolitikken i euroområdet, er det som nævnt ikke oplagt, at den resulterende rente er mest hensigtsmæssig for de enkelte medlemslande. Benyttes den estimerede Taylor-regel alligevel som en indikation af, hvilken rente det enkelte euroland, givet landets output gap og inflationstakt, ville foretrække, fås et fingerpeg om heterogeniteten i Euroland i relation til den fælles pengepolitik.

Pengepolitikken passer generelt de store lande ...

Tyskland har i henhold til den estimerede Taylor-regel i stort set hele perioden siden 1999 haft præference for en lavere rente, mens Spanien omvendt kunne have ønsket sig en højere, jf. figur II.6. Den foretrukne pengepolitik i Frankrig og Italien har i perioden svinget omkring det faktiske renteniveau. De største afvigelser mellem foretrukken og faktisk pengepolitisk rente var i 2005, hvor reglen tilsiger en rente for Spanien på 3,2 pct., mens den faktiske rente var på 2,0 pct. Alt i alt er indtrykket dog, at pengepolitikken umiddelbart har passet de fire største lande i et rimeligt omfang. Dette er muligvis ikke så overraskende, idet de fire store lande netop udgør den væsentligste andel af det samlede Euroland, som pengepolitikken baseres på.

Figur II.6 "Foretrukken" rente og ECB's faktiske rente



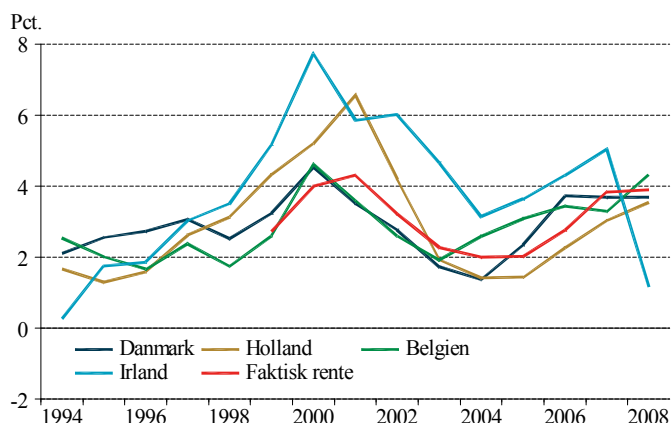
Anm.: I beregningen af den foretrukne pengepolitiske rente er der anvendt langsigsrelationen i den estimerede pengepolitiske reaktion, der er beskrevet i boks II.3. Der er dermed set bort fra hensynet til at udglatte renten over tid i denne illustration, og den pengepolitiske reaktion er alene baseret på udviklingen i output gap og inflationstakt. Den foretrukne rente er således beregnet som $0,61y + 0,67(\pi - 2) + 2,76$, hvor y er output gap, og π er inflation. Hvis man havde inddraget hensynet til at udglatte renten, ville landenes foretrukne pengepolitikker have ligget tættere på hinanden end vist i figuren.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, EcoWin og egne beregninger.

... og konklusionen er ikke meget anderledes for de mindre lande

Konklusionen er ikke fundamentalt anderledes, men dog knap så klar, hvis der ses på nogle af de mindre lande, der deltager i ØMU'en, samt Danmark, jf. figur II.7. Særligt Irland skiller sig ud. Det ses, at Irland i stort set hele perioden kunne have foretrukket en væsentlig strammere pengepolitik, hvilket også var tilfældet for Holland i perioden frem til 2003. For Irlands vedkommende er forklaringen ganske entydig, idet såvel output gap som inflation konsekvent har ligget over de europæiske niveauer herfor, og ifølge denne tilgang var renteniveauet i 2007 næsten 2½ pct.point for lavt, men omvendt i 2008. For Hollands vedkommende er det i dag den gængse opfattelse, at den hollandske økonomi var overophedet frem til 2003, og at høje lønstigninger og et deraf følgende tab af konkurrenceevne var årsagen til flere års efterfølgende lavvækst, jf. bl.a. Det Økonomiske Råd (2006).

Figur II.7 "Foretrukken" rente og ECB's faktiske rente



Anm.: Se figur II.6.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, EcoWin og egne beregninger.

Pengepolitikken i forhold til danske konjunkturer

Hvad Danmark angår, er konklusionen, at pengepolitikken umiddelbart har passeret mindst lige så godt, som den har passeret størstedelen af de her betragtede deltagerlande. De største afvigelser mellem det ønskelige danske renteniveau og det faktiske renteniveau fandt sted i 2000, hvor ECB's pengepolitik var for lempelig set med danske øjne og i 2002-04, hvor den var for stram. I 2000 lå det danske output gap og inflationsniveau over de tilsvarende europæiske størrelser, mens ønsket om en lempeligere pengepolitik i perioden 2002-04 omvendt kan begrundes i, at kapacitetspresset i dansk økonomi i denne periode var mindre end i Euroland. I 2004 var situationen særlig udtalt, idet den danske inflation med 1 pct. var på omtrent det halve af niveauet i Euroland.¹⁸

- 18) Beregninger af strukturelle niveauer for BNP, og dermed af output gap, er behæftet med væsentlig usikkerhed. I illustrationen her er anvendt OECD's output gap for Danmark for at sikre konsistens med dataanvendelsen for de øvrige lande. Ifølge egne beregninger af output gap, som anvendes i kapitel I, var kapacitetspresset i dansk økonomi i 2006 og 2007 højere end vurderet af OECD. Anvendes dette output gap, ville Danmark i disse år have foretrukket en pengepolitisk rente, der ligger $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ pct.point højere end illustreret i figur II.7.

Ikke mange indikationer på det problematiske ved en fælles pengepolitik

Ovenstående kan som nævnt kun tages som en relativt grov indikation for den hensigtsmæssige pengepolitik i de individuelle lande. Med undtagelse af Irland, hvor pengepolitikken generelt må vurderes at have været alt for lempelig, og til en vis grad Holland, er der dog ikke umiddelbart eksempler blandt de her betragtede lande, hvor pengepolitikken oplagt har været ude af trit med konjunkturerne i den betragtede periode.

Hvis lempelig pengepolitik ikke er tilstrækkeligt

Det er dog væsentligt at holde sig for øje, at de her opnåede resultater er fundet i en periode, hvor der har hersket stabile økonomiske forhold i eurolandene. I stabile perioder vil det foretrukne pengepolitiske renteniveau variere mindre på tværs af landene end i perioder, hvor økonomien svinger kraftigt. Under den nuværende krise er der generelt behov for et lavt renteniveau i Euroland, så heller ikke i denne situation synes der at herske en konflikt mellem landene om den hensigtsmæssige pengepolitik. For et land, der midt i krisen oplever en appreciering af den effektive valutakurs (f.eks. Irland som følge af det britiske pounds depreciering over for euro), kan det imidlertid opleves som værende utilstrækkeligt med et lavt fælles renteniveau. Landet kunne have et ønske om, at dets valuta kunne flyde nedad sammen med valutaen hos den store samhandelspartner. Dette umuliggøres imidlertid af, at landet ikke har sin egen valuta.

Ikke tegn på, at finanspolitikken kompenserer for pengepolitikken

I det tilfælde, at pengepolitikken ikke er passende for et lands konjunktursituation, kan finanspolitikken, inden for rammerne af stabilitets- og vækstpagten, anvendes til at stabilisere økonomien. I modsætning til pengepolitikken fastlægges finanspolitikken nemlig af det enkelte medlemsland. Dijohn (2009) benytter ligeledes en Taylor-regel til at undersøge, hvorledes ECB's pengepolitik har passet de enkelte medlemslande.¹⁹ Herudover undersøger han, hvorvidt der er en sammenhæng mellem den cyklisk rensede budgetsaldo og den pengepolitiske "skævhed", forstået som forskellen mellem den foretrukne og den faktiske rente. Han

19) I modsætning til analysen her benytter Dijohn (2009) en Taylor-regel med Taylors oprindelige koefficienter. Det ses i hans papir, at denne udgør en ringe beskrivelse af ECB's pengepolitik, hvilket selvsagt påvirker forskellene mellem foretrukken og faktisk pengepolitik.

finder ikke nogen sammenhæng mellem disse størrelser og konkluderer på den baggrund, at finanspolitikken ikke har kompenseret for den skævhed, som pengepolitikken har ramt nogle lande med. Den konklusion understøttes også med de her beregnede tal.²⁰ I et stabiliseringsmæssigt øjemed er der imidlertid ikke grund til at se bort fra den påvirkning af aktiviteten, der opnås via de automatiske stabilisatorer, men heller ikke den samlede budgetsaldo udviser nogen systematisk sammenhæng med forskellen mellem den faktiske og foretrukne pengepolitiske rente. Ej heller hvis der i stedet for budgetsaldens niveau ses på de årlige ændringer heri. Konklusionen er derfor, at landene tilsyneladende ikke har benyttet finanspolitikken til at kompensere for pengepolitikken.

Hvorfor kompenserer finanspolitikken ikke for pengepolitikken?

Det kan have flere årsager: For det første kan det tænkes, at den pengepolitiske skævhed er så lille, at det reelt er uden betydning, og at finanspolitiske indgreb på denne baggrund ville få karakter af unødigt finjustering. For det andet kan det tænkes, at en finanspolitisk lempelse ville bringe nogle af landene i konflikt med stabilitets- og vækstpagten, og at dette har afholdt dem fra at stabilisere økonomien. Endelig kan landene måske ikke forudse hverken egen konjunktursituation eller ECB's rente tilstrækkeligt præcist et helt år ud i fremtiden.

Konjunkturmedløbende diskretionær finanspolitik

I en analyse af finanspolitikken i en række OECD-lande, konkluderer Fatas og Mihov (2009), at der er en tendens til, at den diskretionære finanspolitik, også i Danmark, har været konjunkturmedløbende siden 1999, men at de automatiske stabilisatorer i Europa generelt har et omfang, der mere end modsvarer denne konjunkturmedløbende effekt. Forfatterne undersøger desuden, hvorvidt etableringen af ØMU'en har givet anledning til en ændret finanspolitisk adfærd. I perioden op til ØMU'ens etablering var landene nødt til at tage hensyn til den fastkurspolitik, der var en forudsætning for deres medlemskab, men med optagelsen

20) Konkret er det over perioden 1999-2007 undersøgt, hvorvidt den pengepolitiske skævhed, opgjort som forskellen mellem den faktiske og den ønskede pengepolitiske rente, er statistisk signifikant til forklaringen af den konjunkturrensede budgetsaldo i forhold til BNP. Dette er ikke tilfældet.

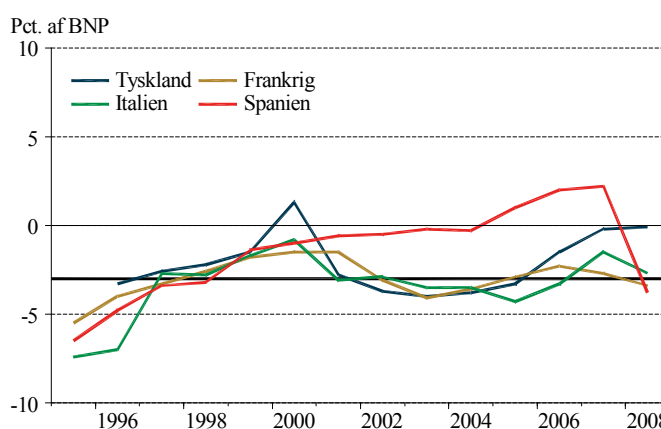
bortfaldt dette hensyn. Forfatterne konkluderer imidlertid, at dette tilsyneladende ikke har medført en ændret adfærd.

Udviklingen i de offentlige budgetter

Europæiske budgetter i bedring frem til 2007

Tages der et mere overordnet blik på de offentlige budgetter i Euroland, er det generelle billede, at disse er blevet forbedret siden midten af 1990'erne. I starten af perioden havde flere lande underskud, der udgjorde mere end 5 pct. af BNP. Alle de fire største økonomier har været i konflikt med EU-traktatens 3 pct.-grænse for underskuddet på de offentlige finanser, jf. figur II.8. Tyskland havde underskud på mere end 3 pct. i perioden 2002-05, Frankrig i perioden 2002-04 og Italien i perioden 2001-06.

Figur II.8 Budgetsaldo



Anm.: EU-traktatens 3 pct.-grænse er fremhævet ved den vandrette linje. Seneste observation er 2008.

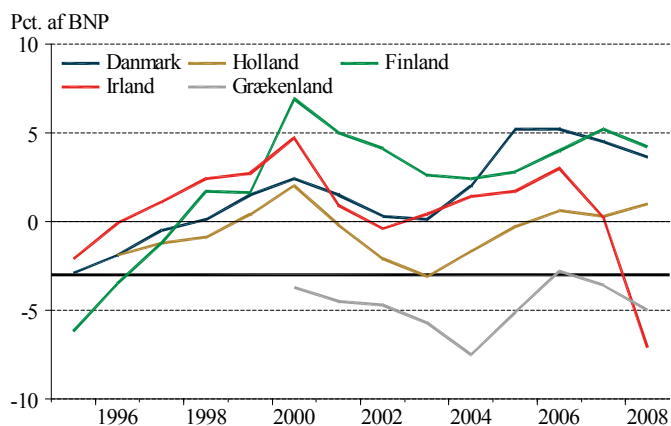
Kilde: Eurostat.

Flere overtræder grænsen i 2008

Blandt flere af de mindre lande er situationen generelt noget bedre, hvis der bortses fra 2008. I 2008, der pt. er det seneste afsluttede regnskabsår, overtrådte Irland, Grækenland og Malta 3 pct.-grænsen, jf. figur II.9, mens Frankrig og Spanien gjorde det samme blandt de store lande. I 2009 forventes

en række lande imidlertid at overtræde kriteriet, jf. tabel A i boks I.2.²¹

Figur II.9 Budgetsaldo



Anm.: Se figur II.8. Seneste observation er 2008.

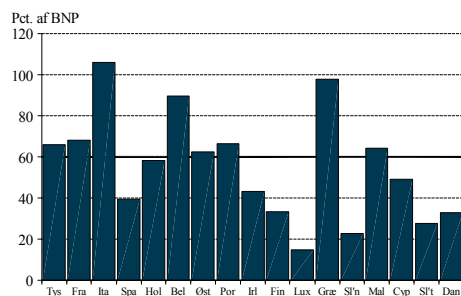
Kilde: Eurostat.

Flere lande med gældskvoter over 60 pct.

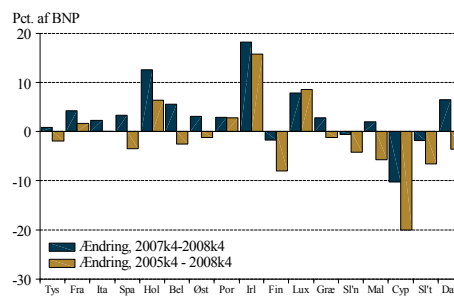
Et andet element i EU-traktaten vedrører gældskvoten, defineret som bruttogælden relativt til BNP. Som gennemgået i forrige afsnit indebærer reglerne, at gældskvoten ikke må overstige 60 pct., medmindre landet nærmer sig dette niveau med tilfredsstillende hastighed. Otte ud af seksten lande ligger pt. over dette niveau, jf. figur II.10a. Generelt har de fleste lande nedbragt gælden over de seneste 10 år, men ses der på udviklingen de seneste tre år, fås et mere mudret billede, jf. figur II.10b, hvilket i væsentligt omfang hænger sammen med den aktuelle krise.

21) For en oversigt over, hvilke lande der gennem tiden har overtrådt 3 pct.-kriteriet, henvises til tabel II.1 i afsnit II.2.

Figur II.10a Bruttogæld, 2008



Figur II.10b Ændring i gæld



Anm.: "Sl'n" angiver Slovenien, mens "Sl't" angiver Slovakiet. EU-traktatens 60 pct.-grænse er fremhævet ved den vandrette linje. Gælden er i figur II.10b sat i forhold til summen af de fire forudgående kvartalers BNP.

Kilde: Eurostat og egne beregninger.

Den finansielle udvikling

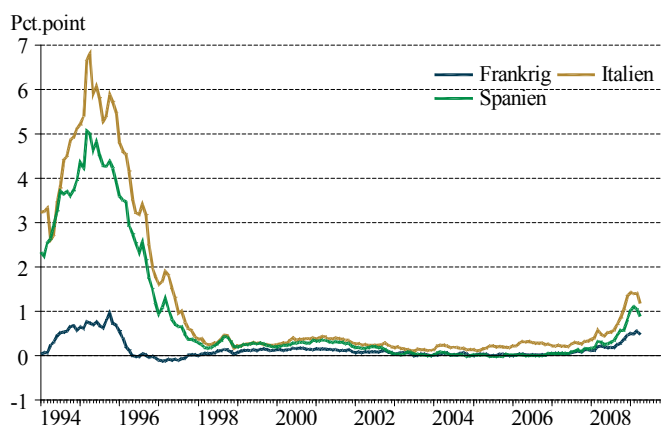
Væsentlige rentespændsreduktioner over de forgangne 15 år

I takt med at de offentlige finanser generelt har været i bedring, og de finansielle markeder op gennem 1990'erne blev stadig mere overbeviste om, at ØMU'en ville blive en realitet, har der også på de finansielle markeder fundet en væsentlig konvergens sted. Siden starten af 1990'erne er specielt de italienske og spanske rentespænd over for Tyskland faldet betydeligt, jf. figur II.11.

Dansk rentespændsindsnævring afspejler troen på den danske fastkurspolitik

Også blandt flere af de mindre lande, herunder ikke mindst Finland og Irland, er der ligeledes tale om en betydelig konvergens i renteniveauet, jf. figur II.12. En del af forklaringen er oplagt reduktionen af valutakursusikkerheden internt blandt landene. For Danmarks vedkommende er rentespændet ligeledes indsnævret betydeligt, selvom Danmark ikke deltager i ØMU'en. Indsnævringen kan især ses som et udtryk for tiltroen til den danske fastkurspolitik.

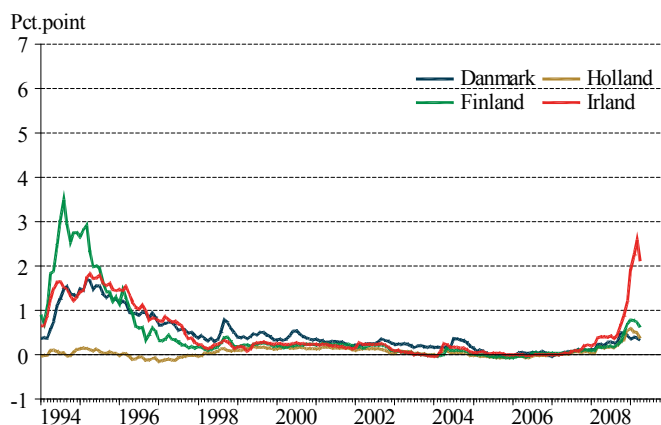
Figur II.11 10-årigt rentespænd til Tyskland



Anm.: Der er anvendt månedsobservationer. Seneste observation er april 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Figur II.12 10-årigt rentespænd til Tyskland



Anm.: Se figur II.11. Seneste observation er april 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Renteforskelle i Euroland

De finansielle markeders vurdering af de europæiske landes relative evne (og vilje) til at tilbagebetale statsgæld bør i princippet kunne aflæses i rentespændene på statsobligationer. Forskelle i statsobligationsrenterne kan grundlæggende

opfattes som summen af tre bidrag, nemlig valutarisiko-
præmien, likviditetspræmien og kreditrisikopræmien.²²
Valutarisikopræmien er den kompensation, en investor skal
have for at foretage sin investering i et andet land med en
fremmed valuta, herunder kompensationen for den forventede
depreciering af den pågældende valuta. Likviditets-
præmien relaterer sig til, at jo mindre omsat en given obli-
gation er, desto mere vil den alt andet lige svinge i pris. En
meget omsat obligation vil derfor tendere mod at bære en
lavere effektiv rente. Endelig er der en vis risiko for, at
staten ikke evner (eller ønsker) at tilbagebetale gælden, og
kreditrisikoen er kompensationen til långiveren herfor.

**Likviditets- og
kreditpræmier har
betydning for
rentespænd i
eurozonen**

Da statsobligationer i Euroland alle er denomineret i euro,
kan forskelle i statsobligationsrenter internt i eurozonen
ikke umiddelbart forklares ved valutarisikopræmien.²³
Derimod vil forskelle i statsgældens størrelse have betyd-
ning for likviditeten. Ligeledes har landene forskellige
udsigter for den finanspolitiske holdbarhed, hvilket kan
tænkes at influere kreditrisikopræmien. Den relative betyd-
ning heraf er et empirisk spørgsmål.

**Den empiriske
vurdering af
rentespænd**

Codogno mfl. (2003) undersøger dette emne empirisk og
konstaterer, at den væsentligste del af rentespændene skal
tilskrives forskelle i markedets kreditvurdering af de respek-
tive landes obligationer. Beber mfl. (2009) finder samme
resultat i perioder, hvor der er ro på de finansielle markeder.
Derimod konkluderes likviditetspræmien at være den væ-
sentligste forklaring i perioder med finansiell uro.

**Finanskrisen har
påvirket
rentespændene
kraftigt**

Mens der således har fundet en betragtelig konvergens sted
på de finansielle markeder, ses det imidlertid også, at rente-
spændene i flere lande på det seneste er vokset til niveauer,
som ikke er set siden perioden før ØMU'ens tredje fase.
Årsagen er den aktuelle finans- og kreditkrise, hvor investo-

22) Favero mfl. (1997) opererer også med en skattepræmie, der
skyldes forskelle i beskatningsregler på tværs af lande.

23) I det omfang at de finansielle markeder tillægger det en sandsyn-
lighed, at euroområdet, indenfor en given obligations løbetid, op-
løses, og landene genindfører deres oprindelige valutaer, kan der
argumenteres for, at valutakursusikkerhed også har betydning for
de interne rentespænd i eurozonen.

rer og banker er tilbageholdende med at yde hinanden lån af frygt for, at låntageren ikke kan tilbagebetale. Det har formentlig fået investorer til i højere grad at søge mod tyske statsobligationer ud fra et risiko- og likviditetshensyn. I afsnit II.7 ses der nærmere på aspekter ved den finansielle krise, mens afsnit II.8 indeholder en diskussion om de langsigtede udfordringer for den finanspolitiske holdbarhed.

Opsummering

Vigtigheden af fælles konjunkturer

Afsnittet har gennemgået hovedtræk af den realøkonomiske og finansielle udvikling i Euroland over de senere år, dog undtaget den aktuelle krise, og har haft fokus på, i hvilket omfang de europæiske konjunkturer udvikler sig synkront. Mens den førte pengepolitik i Euroland kan være hensigtsmæssig set for området som helhed, giver en homogen udvikling på tværs af de europæiske lande de bedste betingelser for, at den fælles pengepolitik også er hensigtsmæssig for de enkelte medlemslande.

Ikke umiddelbart problematisk at føre fælles pengepolitik

Konjunkturudviklingen har været forholdsvis synkron over de senere årtier, og der kan observeres en tendens til, at niveauforskelle i output gap er blevet mindre de seneste 5-10 år. Det er ikke oplagt, at det er selve ØMU-konstruktionen, der er årsag hertil, da det er et generelt globalt træk, at konjunkturudsving er blevet mindre. Under alle omstændigheder er det en udvikling, der taler til fordel for konstruktionen af en valutaunion, og samlet findes der ikke belæg for, at en fælles pengepolitik i Euroland er uhensigtsmæssig, om end der oplagt er eksempler på lande, hvor pengepolitikken i perioder har passet mindre godt. Det gælder primært for Irland og i lidt mindre grad for Holland. For Danmarks vedkommende har pengepolitikken alt i alt passet rimeligt til konjunkturudviklingen.

Finanspolitikkenes rolle

Med indførelsen af en fælles valuta og dermed en fælles pengepolitik overlades konjunkturstabilisering i de enkelte lande til finanspolitikken. Man kunne derfor forvente, at landene generelt ville benytte finanspolitikken til at kompensere for pengepolitikken, i det omfang den ikke passer det pågældende land. Der findes imidlertid ikke umiddelbart empirisk belæg for, at de enkelte lande systematisk har

kompenseret for upassende renteniveauer via finanspolitikken.

En forholdsvis rolig periode

Med til vurderingen hører, at størstedelen af den her betragtede periode har været præget af forholdsvis stabile økonomiske vilkår. Den aktuelle finansielle og økonomiske krise kan imidlertid tænkes at blive udfordrende for det europæiske valutasamarbejde. Der ses nærmere på valutakriser og finansielle kriser i afsnit II.7.

II.4 De danske erfaringer med fastkurspolitikken

Målsætning for og formål med dansk pengepolitik

Den overordnede målsætning for den danske pengepolitik har siden 1982 været at sikre en stabil kronkurs over for D-mark og siden hen i forhold til euro med det formål at holde prisudviklingen stabil. Ved at fastholde en stabil valutakurs over for euro vil priserne i Danmark på længere sigt udvikle sig i overensstemmelse med prisudviklingen blandt vores vigtigste samhandelspartnere i euroområdet. Såfremt prisudviklingen er lav og stabil i euroområdet, vil det komme Danmark til gode.²⁴ En selvstændig gevinst ved at stabilisere valutakursen er, at den reducerede usikkerhed om kronens værdi kan have gavnlige effekter for udenrigshandel og investeringer.

Tiden før fastkurspolitikken

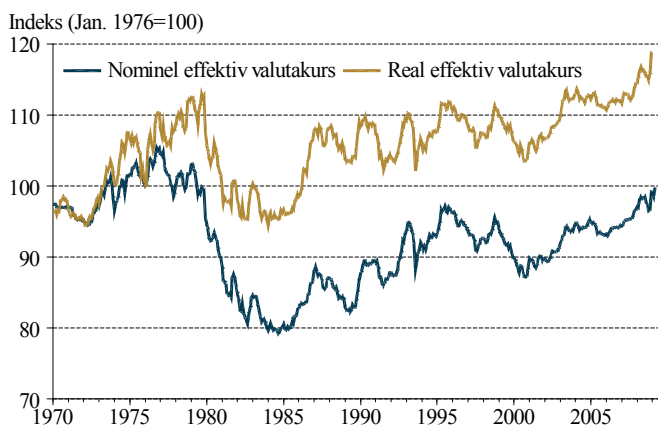
Devalueringer i Danmark fra efteråret 1976

I perioden 1970-1976 var den effektive nominelle valutakurs gradvist apprecieret som konsekvens af, at kronen var bundet til den vesttyske D-mark, jf. figur II.13. Fra midten af 1970'erne begyndte Danmark at foretage devalueringer af kronens værdi. Disse blev frem til 1979 stort set modsvarret af devalueringer i andre lande, hvilket betød, at den effektive kronkurs ikke ændrede sig nævneværdigt, jf. Hansen (1983). Fra efteråret 1979 og frem til 1982 førte de

24) Ræsonnementet forudsætter, at den såkaldte købekraftsparitet holder på lang sigt. Købekraftspariteten medfører, at prisen på en dansk vare er lig prisen på en tilsvarende vare produceret i udlandet (omregnet til en fælles valutakurs).

danske devalueringer imidlertid til betydelige fald i den effektive nominelle valutakurs. Den reale effektive valutakurs faldt ligeledes, men den systematiske udhuling af kronens værdi pressede samtidig den danske inflation op på et højere niveau end i udlandet. Derfor var faldet i den reale valutakurs mindre end i den nominelle.

Figur II.13 Effektiv kronkurs



Anm.: Indeksene er defineret således, at en stigning angiver en appreciering/revaluering, mens et fald angiver en depreciating/devaluering. Seneste observation er marts 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**Svækket
konkurrenceevne
...**

Stigningen i den effektive kronkurs fra 1970 og frem til 1976 bidrog til en svækkelse af konkurrenceevnen, og Danmark oplevede bl.a. derfor store og vedvarende underskud på betalingsbalancen – i gennemsnit 3 pct. af BNP i perioden 1970-76. I samme periode steg arbejdsløsheden fra omkring 1½ pct. af arbejdsstyrken til omtrent 5½ pct. Normalt tager det tid, før priser og lønninger tilpasser sig en faldende efterspørgsel. Denne proces kan fastholde økonomien i en situation med høj ledighed gennem længere tid. Ved at devaluere sin valuta sænker man imidlertid øjeblikkeligt prisen på alle eksportvarer og hæver samtidig prisen på importerede varer.

... søgtes tacklet med devalueringer

Det var netop, hvad Danmark gjorde en del gange i perioden 1976 til 1982. Danmark foretog tre devalueringer i forhold til centralpariteten under slangesamarbejdet og yderligere tre devalueringer i forhold til centralpariteten under EMS-tiden frem mod 1982, jf. tabel II.3.²⁵ Dertil kom, at den danske konkurrenceevne undervejs blev styrket af bl.a. Tysklands løbende revalueringer i forhold til centralpariteterne.

Forventet inflation fører til højere lønkrav

Problemet ved disse mere eller mindre systematiske devalueringer er imidlertid, at økonomiens aktører tager højde for deres påvirkning af økonomien. En devaluering af den danske krone bidrager på den ene side til, at danske varer bliver billigere i udlandet, mens den på den anden side øger inflationen, da importerede varer bliver dyrere. Derfor førte devalueringerne i perioden op til 1982 til forstærkede lønkrav fra lønmodtagersiden og udløste automatiske dyrtidsreguleringer, og resultatet af devalueringerne blev således en fornyet svækkelse af konkurrenceevnen, der affødte yderligere devalueringer. Strategien var oplagt ikke holdbar på længere sigt og løb ind i problemer, da Danmark i begyndelsen af 1982 søgte om tilladelse til en ny devaluering på 7 pct., men kun fik tilladelse fra EMS-partnerne til en devaluering på 3 pct., jf. Hansen (1983).

Meget store forskelle i det danske og tyske renteniveau

Når investorer forventer, at en valuta gradvist devalueres, vil de kræve at blive kompenseret herfor for at undgå, at realværdien af deres investering udhules. Denne kompensation finder sted via renten. I starten af 1980'erne var den korte rente næsten 8 pct.point højere i Danmark end i Tyskland, og rentespændet på 10-årige statsobligationer var helt oppe i godt 10-12 pct., jf. figur II.14a og II.14b. Når rentespændet var så meget større i den lange ende af rentekurven,

25) Efter sammenbruddet af Bretton Woods-samarbejdet i 1971, etablerede EF-landene i 1972 det såkaldte "slange-i-tunnelen"-samarbejde, ofte blot kaldet "slangen". Ifølge dette måtte delta-gerlandenes valutaer indbyrdes ikke svinge med mere end $\pm 1,25$ pct. (slangen) og $\pm 2,25$ pct. ift. dollaren (tunnelen). I 1979 blev slangen erstattet af EMS-samarbejdet. I den anledning indførte man den hypotetiske valutaenhed ECU. Under EMS-samarbejdet måtte de deltagende landes valutaer som udgangspunkt svinge med $\pm 2,25$ pct. over for ECU'en.

hænger det sandsynligvis sammen med, at investorerne tog højde for, at kronkursen kunne blive devalueret i et endnu højere tempo over de kommende år. Følgelig krævede de en yderligere valutakursusikkerhedspræmie for at yde den danske stat lån med så lang en løbetid.

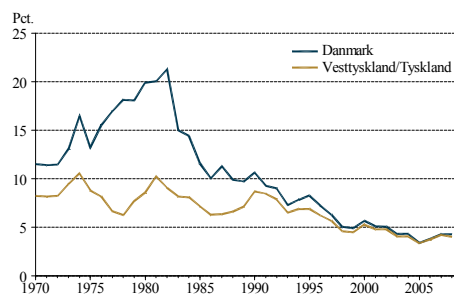
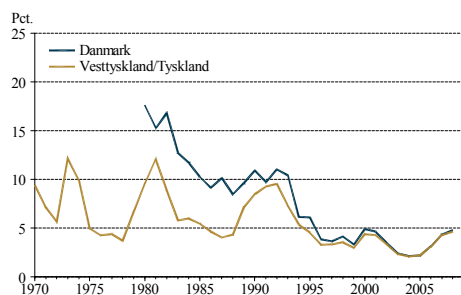
Tabel II.3 Valutakursjusteringer af kronen

	Tidspunkt	I forhold til central- pariteten	I forhold til D-mark
		----- Pct. -----	-----
Inden for "Slangen"	Mar. 1973	0	-3
	Jun. 1973	0	-5,5
	Okt. 1976	-6	-6
	Apr. 1977	-3	-3
	Aug. 1977	-5	-5
Under EMS'en	Sep. 1979	-2,9	-4,9
	Nov. 1979	-4,76	-4,76
	Okt. 1981	0	-5,5
	Feb. 1982	-3	-3
	Jun. 1982	0	-4,25
	Mar. 1983	+2,5	-3
	Jul. 1985	+2	0
	Apr. 1986	+1	-2
	Jan. 1987	0	-3
	Sep. 1992	+3,5	0

Anm.: En positiv værdi angiver en revaluering, en negativ værdi angiver en devaluering.

Kilde: Pilbeam (2006), tabel 16.1 og 16.3.

Figur II.14a 3-måneders interbank- renter Figur II.14b Renten på 10-årige statsobligationer



Anm.: Seneste observation er 2008.

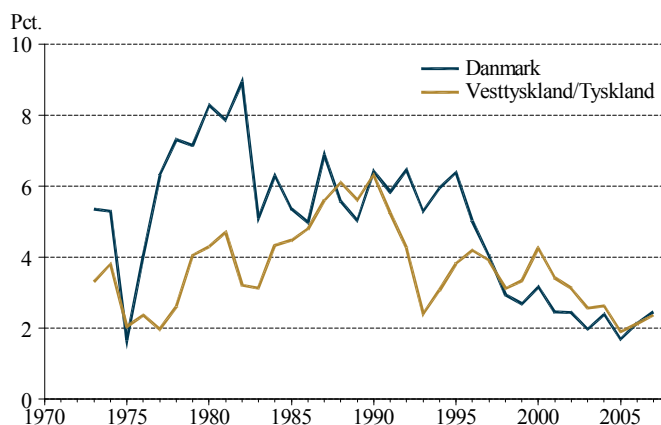
Kilde: OECD, *Economic Outlook*, og egne beregninger.

Meget store rentespænd i starten af 1980'erne

Såfremt renteniveauet skal tages som udtryk for virksomheders og husholdningers finansieringsomkostninger, må det imidlertid renses for prisudviklingen. I det omfang lønninger og priser stiger, vil en nominelt fastsat rentebyrde eroderes heraf. Tages der højde for dette, fås billedet i figur II.15. Det reducerer forskellen mellem danske og tyske renter noget, men det ændrer ikke konklusionen om, at de danske renter var høje i tiden forud for fastkurspolitikken.²⁶ Med undtagelse af den finansielt turbulente periode i forbindelse med EMS-krisen i første halvdel af 1990'erne har de danske realrenter siden 1985 stort set befundet sig på tysk niveau.

26) En omkostning ved at have et højt nominelt renteniveau er de forøgede omkostninger i forbindelse med likviditetsstyring, jf. diskussionen i afsnit II.2. Disse afbødes ikke af, at den reale rente er markant lavere.

Figur II.15 Realrenten på 10-årige statsobligationer



Anm.: Realrenten er her opgjort som den nominelle rente korrigeret for den gennemsnitlige inflation over de forudgående tre år. Seneste observation er 2008.

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

Fastkurspolitikken

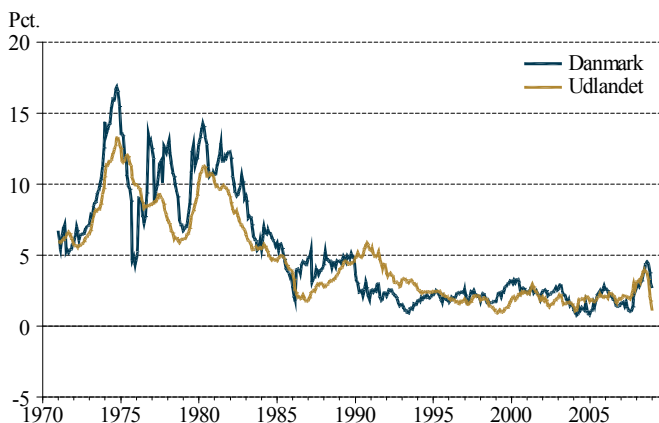
Inflation på næsten 15 pct. i 1982

I efteråret 1982 blev fastkurspolitikken indført. På daværende tidspunkt lå inflationstakten i Danmark en smule under 15 pct. årligt, hvilket var en del over niveauet blandt vores samhandelspartnere, jf. figur II.16.

Danske lange renter reelt på tysk niveau i dag

Fastkurspolitikken, afskaffelsen af dyrtidsreguleringen og en generel sanering af de offentlige finanser førte til en øget tro på dansk økonomi og stabilitet i den dansk/tyske valutakurs. Som konsekvens faldt det danske rentespænd i forhold til Tyskland markant over de kommende år, og gennem de seneste 10 år har renten på danske statsobligationer kun ligget en anelse over den tyske rente, jf. figur II.17.

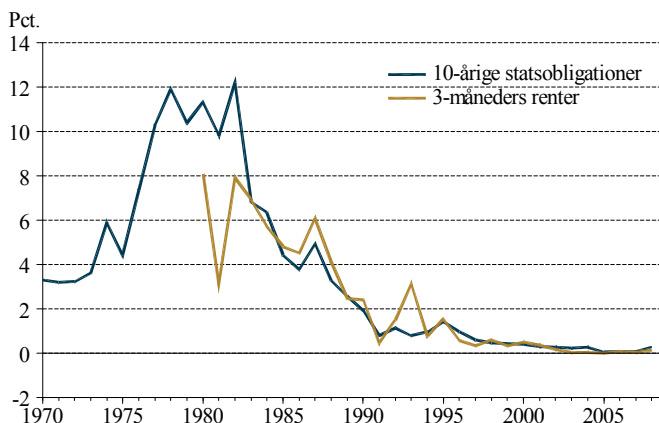
Figur II.16 Inflation udvikling i Danmark og i udlandet



Anm.: Seneste observation er januar 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Figur II.17 Rentespænd, dansk-tyske renter



Anm.: Seneste observation er 2008.

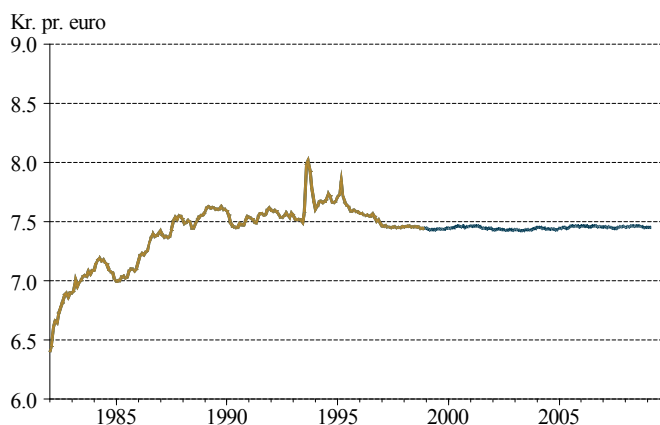
Kilde: OECD, *Economic Outlook*, og egne beregninger.

Kronen har været meget stabil, særligt siden 1987

Ser man på selve kronekursen i forhold til D-mark/euro, der er målsætningen for pengepolitikken, fås billedet i figur II.18. Det ses, at kronen gradvist blev svækket fra 1982, hvor man indførte fastkurspolitikken, og frem til 1987, hvor den sidste justering af krone/D-mark-pariteten fandt sted.

Siden da har kronen holdt værdien over for D-mark/euro i meget høj grad, når der bortses fra perioden 1992-95, hvor der var finansiell uro i forbindelse med EMS-krisen. Konvergensen i de lange renter og den stabile udvikling i kronekursen illustrerer den troværdighed, der er opstået om den danske økonomiske politik, ligesom den illustrerer en tro på, at Nationalbanken er i stand til – og villig til – at forsvare kronen i krisetider, selvom det måtte kræve en markant forøgelse af de korte renter. Den generelt stabile udvikling i valutakursen er imidlertid ikke ensbetydende med, at der kun var pres på kronen i den finansielt turbulente periode 1992-95. Der har været flere andre episoder, hvor Nationalbanken har måttet skride til støtteopkøb og selvstændige renteforhøjelser for at støtte kronen. Disse aktioner har imidlertid været succesfulde, og derfor har kronen fastholdt sin værdi. I afsnit II.7 ses der nærmere på Nationalbankens indgreb i situationer, hvor der har været pres på kronen.

Figur II.18 Krone/euro-kursen



Anm.: Før 1999 er anvendt en syntetisk krone/euro-kurs baseret på krone/D-mark-kursen og den pr. 1. januar 1999 fastlåste omregningskurs mellem euro og D-mark. Seneste observation er marts 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Fastkurspolitikken var et klogt valg ...

Der er i dag generel enighed om, at beslutningen om at forlade de mere eller mindre systematiske devalueringer i

slutningen af 1970'erne og starten af 1980'erne var den rigtige, jf. også Callesen mfl. (2008). Devalueringer kan muligvis holde hånden under beskæftigelsen på kort sigt, men på længere sigt vender den reale valutakurs tilbage til sit langsigtsniveau som følge af øget inflation. Omkostningerne ved en sådan politik er derfor betragtelige, og tiden før 1982 bød på en høj og variabel dansk inflation samt et renteniveau, der var højt betragtet nominelt såvel som realt. Samspejlet mellem finans- og pengepolitikken har i dag sikret, at Danmark i dag oplever en stabil inflation på niveau med vores samhandelspartnere og en rente, der stort set kun er lavere i Tyskland, hvis man kigger ud over det europæiske landskab.

... men regimet er sårbart over for spekulation

Dette til trods vil ethvert land, der fører fastkurspolitik, være udsat for risikoen for, at investorer iværksætter et spekulativt angreb på landets valuta – også selvom den økonomiske politik grundlæggende er sund. Hvis Danmark helt skal afskære sig fra sådanne angreb, er et muligt alternativ at gå med i ØMU'ens tredje fase og lade kronen blive erstattet med euroen. Potentielt vil dette tillige være forbundet med andre gevinster i form af øget samhandel, skærpet konkurrence og færre transaktionsomkostninger, men også visse ulemper. Det næste afsnit diskuterer disse emner.

II.5 Forskelle mellem fortsat fastkurspolitik og fuldt ØMU-medlemskab

Fortsat fastkurspolitik over for ØMU-medlemskab

Dette afsnit ser på, hvilken forskel det vil gøre for Danmarks økonomiske situation, om vi fortsætter den nuværende fastkurspolitik eller overgår til fuldt medlemskab af ØMU'en. Der er en række områder, hvor der potentielt vil være en økonomisk forskel mellem de to situationer. I kapitlet behandles de følgende punkter:

Elleve forskelle

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

Forskellige typer af forskelle

De ovennævnte områder, hvor der er forskelle, deler sig naturligt i flere forskellige grupper. De første fire punkter drejer sig om forskellige mere mekaniske forskelle i omkostninger og potentiel omfordeling i tilfælde af dansk euroovergang. Punkt 5 til 7 drejer sig om de afledte effekter af forskellige former for handel over landegrænser og tid som følge af, at dels valutakursusikkerheden og dels de i punkt 1 nævnte transaktionsomkostninger mellem Danmark og eurolandene bliver afskaffet. Punkt 8 og 9 handler om konsekvenserne for den økonomiske politik. Punkt 10 og 11 indtager endelig en særstilling, idet man her vurderer den selvstændige – negative eller positive – værdi af at bevare en egen valuta, der kan hidrøre fra, at Danmark på et fremtidigt tidspunkt måtte komme i en situation, hvor vi enten bliver tvunget væk fra eller selv ønsker at gå bort fra det faste kursforhold over for euroen.

En præcisering af fordele og ulemper ved euroen

En præcisering af de forskellige elementer, der kan tale for og imod fuldt dansk medlemskab af ØMU'en, fremgår af boks II.4. Her vises det, hvordan den forventede værdi ved at overgå fra vores nuværende fastkursregime til fuldt ØMU-medlemskab kan opdeles i tre forskellige elementer: De såkaldt mikroøkonomiske effektivitetsgevinster mv. ved overgang til fuldt ØMU-medlemskab, der samlet udgøres af de første ni punkter, dernæst sikringsværdien (punkt 10) og sidst optionsværdien (punkt 11). De mikroøkonomiske effektivitetsgevinster vurderes i det følgende samlet at medføre en nettogevinst i tilfælde af ØMU-medlemskab. Sikringsværdien angiver værdien af, at et fuldt ØMU-medlemskab kan sikre fastholdelsen af de gevinster, som

det i det følgende vurderes, at den nuværende fastkurspolitik har medført. Sikringsværdien trækker således også i retning af, at det vil være en fordel for Danmark at tilslutte sig ØMU'en. Kun hvis det er utænkeligt, at den danske krone vil blive udsat for et spekulativt angreb, som Nationalbanken og ECB ikke kan modstå, vil sikringsværdien være lig 0. Derimod trækker optionsværdien i retning af, at det vil være en fordel for Danmark at bevare kronen. Kun hvis det er utænkeligt, at der kan opstå en fremtidig situation, hvor Danmark vil være bedre tjent med at føre en selvstændig pengepolitik uden for euroområdet end at være fuldt ØMU-medlem, vil optionsværdien være lig 0. Der vil være en positiv økonomisk gevinst ved fuldt ØMU-medlemskab, hvis summen af de mikroøkonomiske effektivitetsgevinster og sikringsværdien overstiger optionsværdien. Vil man have et fuldt indtryk af den forventede værdi ved at indføre euroen i Danmark, skal man derfor i princippet vurdere størrelsesordenen for hver af de forskellige elementer, som indgår i ligning 4 i boks II.4.

Indhold i de følgende afsnit

De første ni punkter behandles nærmere i nærværende afsnit. I afsnit II.6 uddybes desuden punkt 5 om ændret udenrigshandel, og der præsenteres resultater fra en ny empirisk analyse af udviklingen i handelsmønstrene efter ØMU'ens oprettelse. I afsnit II.7 behandles de særlige konsekvenser af mulige valutakriser i det nuværende fastkursregime. De udgør en del af problemstillingen mht. rentespændet i punkt 6, men er især afgørende for diskussionen i punkt 10 om situationer, hvor Danmark ufrivilligt kan blive nødsaget til at opgive sit fastkursforhold. Afsnit II.8 vies til en nærmere diskussion af optionsværdien ved at bevare kronen, fordi der kan opstå situationer, hvor vi frivilligt finder det fordelagtigt at opgive det faste kursforhold, altså problemstillingen i punkt 11.

Den forventede værdi af at overgå fra fastkurspolitik til fuldt ØMU-medlemskab kan opdeles i en bruttoværdi af ØMU-medlemskabet og en optionsværdi ved at fastholde egen valuta. Bruttoværdien af ØMU-medlemskab kan igen opdeles i to dele: De mikroøkonomiske fordele ved at gå fra fastkurspolitik til fuldt medlemskab, jf. punkterne 1-9, samt sikringsværdien, jf. punkt 10:

$$\begin{aligned} \text{Gevinst ved ØMU} &= \text{Bruttofordel} - \text{Optionsværdi} \\ &= \text{Mikroøkonomiske fordele} + \text{Sikringsværdi} - \text{Optionsværdi} \end{aligned}$$

- *Mikroøkonomiske fordele* består af de effektivitetsgevinster, der netto er ved at gå fra fastkurspolitik til fuldt ØMU-medlemskab, jf. punkterne 1-9, når der bortses fra fremtidige hændelser, der kan tvinge til eller fremtvinge ønske om, at det faste kursforhold til euro opgives
- *Sikringsværdien* er den værdi, der er i, at fuldt medlemskab i tilfælde af uimodståelig valutakursuro sikrer mod tab af de mikroøkonomiske gevinster, som den nuværende fastkurspolitik har givet, jf. punkt 10
- *Optionsværdien* udtrykker værdien af at have muligheden for på et tidspunkt at vælge et andet pengepolitisk regime, hvis dette af den ene eller anden grund vurderes fordelagtigt, alt taget i betragtning, jf. punkt 11

Gevinsten ved fuldt ØMU-medlemskab, G , udgøres af den forventede nationalindkomst i ØMU'en, \bar{y}_e , minus den forventede værdi af nationalindkomsten under den nuværende fastkurspolitik, \bar{y}_f . Den relevante indkomst er den såkaldt "risikojusterede indkomst", dvs. indkomstniveauet korrigeret for volatiliteten i indkomsten:

$$G = \bar{y}_e - \bar{y}_f \quad (1)$$

Den forventede indkomst under fuldt ØMU-medlemskab kan – under forudsætning af, at medlemskabet er irreversibelt – skrives som:

$$\bar{y}_e = (1 - p_i) y_e^g + p_i y_e^d \quad (2)$$

hvor y_e^g er nationalindkomsten ved fuldt medlemskab i den situation, hvor ØMU'en er "god", mens y_e^d er nationalindkomsten i den situation, hvor ØMU'en viser sig at blive "dårlig". Med en "dårlig ØMU" forstås en situation, hvor Danmark måtte ønske at overgå til en selvstændig pengepolitik med inflationsmålsætning, hvis vi havde muligheden - f.eks. fordi ØMU'en giver anledning til høj og ustabil inflation. p_i er sandsynligheden for, at ØMU'en bliver "dårlig".

Den forventede værdi af nationalindkomsten under fastkurspolitik, hvor Danmark opretholder muligheden for at skifte til inflationsmålsætning, hvis dette på et tidspunkt alt i alt viser sig at være fordelagtigt, kan skrives:

$$\bar{y}_f = (1 - p_i) \left[\underbrace{(1 - p_f) y_f^g + p_f y_i}_{\text{Forventet indkomst i den situation hvor man ønsker at forblive i fastkursregimet}} \right] + p_i y_i \quad (3)$$

Udtrykket for \bar{y}_f er en sammenvejning af den forventede indkomst i den situation, hvor Danmark ønsker at forblive i fastkursregiment (vægtet med sandsynligheden for at ØMU'en bliver god, $(1 - p_i)$) og den forventede indkomst under inflationsmålsætning, y_i (vægtet med sandsynligheden for, at ØMU'en bliver "dårlig"). Den forventede værdi af indkomsten under fastkurspolitik, givet at Danmark ønsker at forblive i dette regime, er givet ved udtrykket i den firkantede parentes i (3). Dette udtryk sammenvejer nationalindkomsten i tilfældet, hvor Danmark er i stand til at fastholde fastkurspolitikken, y_f^g (vægtet med den relevante sandsynlighed), med nationalindkomsten i den situation, hvor Danmark (mod vores vilje, som følge af uimodståelig spekulation imod kronen) bliver tvunget til at opgive fastkurspolitikken og overgå til inflationsmålsætning, hvorved vi opnår nationalindkomsten y_i .

Indsættes (2) og (3) i (1), fås følgende udtryk for gevinsten ved fuldt ØMU-medlemskab:

$$G = \bar{y}_e - \bar{y}_f = (1 - p_i) \left[\underbrace{y_e^g - y_f^g + p_f (y_f^g - y_i)}_{\text{Sikringsværdi af fastkursgevinster}} \right] - \underbrace{p_i (y_i - y_e^d)}_{\text{Optionsværdi af egen valuta}} \quad (4)$$

Bruttogevinst ved fælles valuta i forhold til fastkurspolitik

Forhold, der trækker i retning af en relativt stor værdi af ØMU-medlemskab, er foruden størrelsen af de mikroøkonomiske fordele en lille sandsynlighed for, at ØMU'en bliver ustabil, en stor sandsynlighed for, at Danmark mod vores vilje bliver tvunget væk fra fastkurspolitikken og et relativt lavt indkomstniveau under inflationsmålsætning. Hvis det forudsættes, at der er mikroøkonomiske nettofordele ved indtræden i ØMU'en, kan den samlede økonomiske gevinst ved fuldt ØMU-medlemskab kun blive negativ, hvis optionsværdien er positiv og tilstrækkelig stor til at opveje de positive mikroøkonomiske gevinster og sikringsværdien.

Sparede transaktionsomkostninger

Et groft overslag over sparede transaktionsomkostninger

Hvis Danmark udskifter kronen med euroen, vil såvel virksomheder som husholdninger kunne spare forskellige transaktionsomkostninger, da vi ikke længere skal veksle valutaer i forbindelse med handel og kapitalbevægelser mellem Danmark og eurolandene. Det er usikkert, hvor store de danske besparelser som følge af mindre transaktionsomkostninger vil være. Det Økonomiske Råd har tidligere beregnet et groft skøn over besparelserne til at udgøre omkring 0,13 pct. af BNP, jf. Det Økonomiske Råd (2000). Dette skøn må betragtes som temmelig usikkert. Danmark har i alle tilfælde sparet transaktionsomkostninger på grund af ØMU'ens dannelse, også uden selv at blive medlem, fordi de nuværende eurolandes tidligere valutaer er erstattet af en fælles mønt. Dette tager skønnet ikke højde for. Endvidere formodes den teknologiske udvikling i betalingsformidlingen, der har fundet sted siden 1990, at have mindsket omkostningerne ved valutaveksling.²⁷ Omvendt kan det anføres, at en overgang fra kroner til euro også vil kunne mindske danskernes omkostninger ved handel med tredjelandes valutaer, fordi euroen er mere likvid end kronen. Dette tages der heller ikke højde for i overslaget. Ligeledes er omfanget af handel og internationale kapitalbevægelser steget relativt til BNP i løbet af det seneste årti, hvilket alt andet lige gør transaktionsomkostningerne – og dermed besparelsen ved at afskaffe dem – større.²⁸

Engangsomkostninger ved euro-omstilling

Engangsudgifter ved at erstatte kronen med euroen

Over for den permanente besparelse 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,

27) Det omtalte skøn bygger på oplysninger fra EU-Kommissionen fra 1990 om vekselomkostninger i de daværende EU-lande.

28) Den estiske centralbank anslår, at de sparede transaktionsomkostninger for Estland i givet fald kan udgøre op mod 0,2 pct. af BNP, jf. Eesti Pank (2009). Et slovakisk bud på gevinsten for Slovakiet lyder på 0,36 pct. af BNP, jf. Suster (2006).

information til virksomheder og forbrugere om overgangen og optræning af personale i brugen af euro. Før de oprindelige ØMU-lande indførte euroen, blev der udarbejdet forskellige skøn for disse engangsomkostninger. Finlands finansministerium anslog således udgiften til at udgøre omkring 0,3 pct. af BNP. Overslag fra de hollandske myndigheder nævnte udgifter på op til 1 pct. af BNP, jf. Det Økonomiske Råd (2000). Baseret på spørgeskemaundersøgelser anslog en slovakisk undersøgelse i 2006, at de på forhånd forventede overgangsomkostninger for det slovakiske erhvervsliv beløb sig til ca. 0,26 pct. af BNP, jf. Árendás (2006).²⁹

Danmark kan trække på de nuværende eurolandes erfaringer

Ved en eventuel dansk overgang til euroen må engangsomkostningerne forventes at blive mindre, end de var for de nuværende medlemslande. Det skyldes, at vi i et vist omfang vil kunne trække på disse landes erfaringer, og at euroen i dag er en eksisterende valuta, som danske virksomheder og husholdninger allerede har erfaringer med. Selvom det præcise omkostningsniveau for Danmark ikke kendes med sikkerhed, vurderes det under alle omstændigheder, at de samlede engangsudgifter vil være mindre end nutidsværdien af de sparede transaktionsomkostninger. Hvis eksempelvis engangsomkostningerne anslås til 1 pct. af BNP, svarer det ved en realrente på 3 pct. til en årlig omkostning på 0,03 pct. af BNP.

Engangsprisstigning ved euro-overgang

Beskeden prisstigning ved euro-overgang

I den danske offentlige debat høres somme tider bekymring for, at en eventuel overgang til euroen ville udløse en række ekstraordinære prisstigninger til skade for forbrugerne i forbindelse med, at de handlende under alle omstændigheder skal ændre deres priser fra kroner til euro. Det er således en udbredt folkelig opfattelse i de nuværende eurolande, at overgangen til euro netop skabte et sådant engangs-prishop,

29) Ifølge Suster (2006) har engangsomkostningerne i de fleste nuværende eurolande udgjort mellem 0,3 og 0,8 pct. af BNP. For Storbritannien findes noget højere estimater; en britisk underhuskomité for handel og industri har skønnet omkostninger på op til 3 pct. af BNP, jf. House of Commons Select Committee of Trade and Industry (2000).

jf. Sørensen (2002) og EU-kommissionen (2008a). Det harmoniserede forbrugerprisindeks for hele området steg med 0,5 pct. mellem december 2001 og januar 2002. Ifølge EU's statistiske kontor Eurostat skyldtes dette først og fremmest en kombination af stigende tobaksskatter og stigende priser på frugt og grønt på grund af en ringe høst, jf. Sørensen (2002). Eurostat anslår, at selve valuta-udskiftningen maksimalt har kunnet forklare en stigning i forbrugerpriserne på 0,2 pct. i hele første halvår af 2002. Den store forskel på de faktiske og de oplevede prisstigninger forklares bl.a. med, at der især fandt prisstigninger sted i udvalgte brancher – eksempelvis cafeer og restauranter – på varer, som forbrugerne anskaffer ofte og derfor har særligt fokus på, selvom de fylder relativt lidt i de samlede forbrugsudgifter.

Tegn på lidt større prisstigninger i Holland

Den hollandske centralbank gennemførte i 2002 interviewundersøgelser med forretningsdrivende for nærmere at undersøge kontantombytningens påvirkning af prisforholdet. Konklusionen var, at ombytningen har medført en stigning i det samlede prisindeks på mellem 0,2 og 0,6 pct., jf. Sørensen (2002). Det hører her med, at Holland ved udgangen af 2001 i det hele taget havde en inflation, der var over dobbelt så høj som for euroområdet som helhed.

Uklart, om prisstigningerne udgør et konkurrence-mæssigt problem

Overgangen lader altså til at have medført en ret beskeden generel prisstigning. Dette behøver imidlertid ikke at betyde, at prisniveauet på længere sigt er blevet højere. På grund af omkostningerne ved at lave nye prislister og kataloger mv. foretages sådanne ønskede og for så vidt naturlige prisstigninger ofte kun med længere mellemrum. Det kan derfor tænkes, at en række detailhandlere mv. har benyttet lejligheden, hvor de alligevel skulle ændre prisskiltene, til at foretage en justering, som under alle omstændigheder ville have fundet sted før eller senere. Der vil altså i dette tilfælde være tale om en naturlig tilpasning af de relative priser til ændringerne i omkostningsniveauet, som for så vidt er ønskelig på et velfungerende marked. Det kan dog heller ikke udelukkes, at der har været tilfælde, hvor virksomhederne har udnyttet en mulighed for at indtjene en ekstraordinær engangsprofit, fordi den samtidige prissætning har givet dem mulighed for at optræde som et kartel, jf. de

Grauwe (2007). Opfattelsen af ret betydelige og uønskede prisstigninger har medført, at der for de senere indtrædere i euroområdet som Cypern og Malta har været en skærpet indsats for at undgå ekstraordinære prisstigninger, jf. Bartholdy mfl. (2008). Det kan derfor også være en mulighed herhjemme, at konkurrencemyndighederne i tilfælde af en evt. overgang til euro pålægges at være særligt opmærksomme på at tage passende forholdsregler for at sikre konkurrencen i en eventuel overgangssituation.

Større møntningsgevinst

Valutaudstedelse giver en møntningsgevinst

En anden konsekvens af indtræden i ØMU'en er en ændret møntningsgevinst for Danmark. Møntningsgevinst (også kaldet seignorage) er den indtægt, som staterne via deres centralbanker tjener ved at udstede sedler (og mønter). Man kan tænke på den som forrentningen af den udestående seddelmængde, idet befolkningen ikke får nogen renteindtægt af den del af deres formue, de har liggende i kontanter. Såvel Danmark som euroområdet får årligt en indtægt herfra. Møntningsgevinsten er en størrelse, der ikke altid opgøres præcist for sig selv, men udgør en vigtig andel af den indtægt, centralbankerne tjener. For Danmarks vedkommende er det blevet anslået, at den udgjorde godt 0,2 pct. af BNP i gennemsnit i løbet af 1990'erne, jf. Pedersen og Wagener (2000). For 2008 opgjordes indkomsten til 2,7 mia. kr. eller 0,16 pct. af BNP, jf. Danmarks Nationalbank (2009).

Euroen som international reservevaluta

Indtræder Danmark i euroområdet, vil staten fremover miste den møntningsgevinst, den har fået fra Nationalbankens udstedelse af kroner. Til gengæld vil den danske stat modtage en andel af de samlede indtægter ved ECB's udstedelse af euro. I modsætning til den danske krone er euroen en international reservevaluta, hvilket betyder, at der også cirkulerer væsentlige mængder af eurokontanter blandt personer uden for euroområdet. Den ekstra møntningsgevinst, der følger af denne særlige rolle som reservevaluta, betales af personer, der ikke bor i euroområdet, og er derfor en ren nettogevinst for valutaområdets befolkninger. Derudover vil det gøre en forskel for den danske møntningsgevinst fra henholdsvis kroner og euro, om seddelomløbet i

selve euroområdet afviger fra det danske, f.eks. målt i forhold til BNP. For det tredje spiller fordelingsnøglen for møntningsgevinsten i eurozonen en rolle. Den fordeles på linje med anden monetær indkomst i forhold til dels euro-landenes befolkningstal og dels deres bruttonationalprodukt. Fattige lande får dermed en relativt høj andel i forhold til deres økonomiske styrke.

Ekstra møntningsgevinst på godt 1 mia. kr. ved ØMU-medlemskab

Ud fra ECB's regnskab fra 2008 og den gældende fordelingsnøgle kan den samlede møntningsgevinst for euroen opgøres til godt 25 mia. euro og Danmarks andel heraf som ca. 2 pct. eller 3,9 mia. kr., hvis vi tilsluttede os euroen med de nuværende medlemslande. Det svarer til en årlig gevinst på 1,2 mia. kr. eller 0,07 pct. af BNP ved ØMU-tilslutning.

Møntningsgevinsten kan ændre sig fremover

Denne møntningsgevinst kan vokse i de kommende årtier, hvis euroens rolle som international reservevaluta vokser, som en række økonomer forventer, jf. Chinn og Frankel (2008). På meget lang sigt må denne gevinst dog forventes at blive reduceret igen. Det skyldes, at det er sandsynligt, at lande som Kina og Indien på meget lang sigt bliver dominerende i verdensøkonomien på grund af deres meget store befolkninger og kraftige BNP-vækstrater. Dermed kan deres valutaer også forventes efterhånden at overtage rollen som internationalt toneangivende valutaer på bekostning af både dollar og euro. I de mellemliggende årtier kan rollen som reservevaluta imidlertid give euroområdet en mærkbar møntningsgevinst, som også Danmark altså vil kunne få del i ved at tilslutte sig ØMU'en fuldt ud. Omvendt kan den danske andel af den samlede møntningsgevinst falde relativt til vores BNP, i det omfang nye og relativt fattige medlemslande tilslutter sig euroen. Ligeledes kan ændringer i betalingsmønstret, f.eks. øget brug af elektroniske betalingsmidler og dermed mindre brug af kontante betalinger, mindske både møntningsgevinsten i de to valutaområder i det hele taget og forskellen på den danske møntningsgevinst i de to regimer.

Større udenrigshandel

Større samhandel kan forventes i ØMU'en

Deltagelse i ØMU'en må forventes at give en større samhandel med de nuværende eurolande. Der er flere grunde hertil. 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. Dog må denne usikkerhed i forvejen vurderes at være ret lille for Danmarks vedkommende på grund af vores langvarige fastkurstradition.

Efter ØMU'ens dannelse har deltagerlandene fået større handel

Afsnit II.6 uddyber nærmere disse forhold og bringer resultater fra en ny analyse i udviklingen i samhandlen. Analysen viser, at der siden ØMU'ens dannelse generelt har været en betydelig ekstraordinær stigning af eurolandenes eksport. Den indbyrdes samhandel mellem eurolandene er således alt andet lige steget med 20 pct. mere end samhandlen inden for en kontrolgruppe af OECD-lande, der ikke har indført euroen. Også eurolandenes eksport til og import fra lande uden for ØMU'en er steget ekstraordinært meget i samme periode.

Det gælder især de lande, der gennem 1990'erne havde indbyrdes fastkurspolitik

Stigningen i samhandlen har imidlertid været meget forskelligt fordelt mellem eurolandene. Man kan således opdele landene i euroområdet i henholdsvis den gruppe, der gennem 1990'erne havde et konsekvent fastkurssamarbejde centreret omkring D-marken (Tyskland, Belgien, Frankrig, Holland og Østrig), og den øvrige gruppe af eurolande, som havde skiftende valutakurser. Så fås, at de nævnte fastkurslande har opnået en mervækst i deres eksport til euroområdet på godt 30 pct. i forhold til væksten i den indbyrdes samhandel i kontrolgruppen af ikke-eurolande. For gruppen af eurolande, der gennem 1990'erne havde en skiftende valutakurs, har stigningen i eksporten til euroområdet kun været på omkring det halve. Samtidig har de nævnte gamle fastkurslande fået en stigning i deres eksport til lande uden for euroområdet på 37 pct., mens de øvrige eurolande ikke har fået nogen mereksport på disse markeder. En mulig fortolkning heraf er, at effekter af ændrede valutakursregi-

mer 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.

Danmark har også oplevet en ekstraordinært stor stigning 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 samhandlen, hvis fulde betydning først kan vise sig efter nogen tid.

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 merstigninger i eksporten i forhold til den indbyrdes samhandel i kontrolgruppen af OECD-lande uden for euroen. Forskellen mellem Danmark på den ene side og Sverige og Storbritannien på den anden side peger på, at Danmark kunne risikere at miste den handelsgevinst, vi har opnået ved fastkurspolitikken, hvis vi blev tvunget til at opgive det faste kursforhold over for euroen. Et fuldt ØMU-medlemskab, der endegyldigt fastlåste valutakursen, ville for Danmarks vedkommende kunne sikre fastholdelsen af de handelsgevinster, som skyldes faste kursrelationer til eurolandene. Denne problemstilling er indeholdt i punkt 10, som diskuteres nærmere sidst i afsnittet.

BNP-effekt meget mindre end handelseffekt

En ekstraordinær stigning i samhandelen på op til 30 pct. er anseelig. Velfærdsgevinsten herved er dog beskeden og kan opfattes som den produktivtetsgevinst, et land kan opnå ved at lade noget af sin produktion eksportere og dermed bytte for forbrugsvarer 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 i afsnit II.6 får som resultat, at en stigning i samhandlen på 25 pct. svarer til en BNP-gevinst på godt ½ pct.

Ændret rentespænd, opsparings- og investeringsadfærd

Kapitalbevægelser påvirkes på samme måde som varehandel

Helt parallelt til ovenstående diskussion af virkningen på Danmarks udenrigshandel af en evt. overgang til euroen må der formodes at være virkninger på omfanget af kapitalbevægelser (såvel finansielle som reale investeringer) ind og ud af Danmark, og dermed på dels det samlede investeringsomfang i Danmark, dels størrelsen og sammensætningen af danskernes samlede opsparing og dermed på længere sigt vores nationalformue. Man kan anskue disse problemstillinger som en form for handel over tid. Finansiell opsparing drejer sig således om at bytte købekraft på et tidspunkt til købekraft på et andet tidspunkt. Det er derfor også de samme mekanismer, der skaber det større internationale transaktionsomfang i tilfælde af dansk ØMU-medlemskab: Lavere transaktionsomkostninger og mindre usikkerhed om valutakursen.

Velfærdsgevinst fra mere effektiv kapitaludnyttelse og mindre usikkerhed

Mens velfærdsgevinsterne ved handelen med varer og tjenesteydelser kommer fra den større udnyttelse af forskellene i landenes produktivitetsfordele på forskellige områder, kommer de potentielle velfærdsgevinster ved større internationale kapitalbevægelser fra mulighederne for at udnytte forskelle i landenes interne opsparings- og investeringsforhold og dermed sikre en mere effektiv international kapitalallokering. Derudover vil der for en given dansk investering i et euroaktiv være en selvstændig fordel i helt at eliminere valutakursusikkerheden på værdien af dette aktiv. Man kan derimod ikke på forhånd sige noget sikkert om, hvorvidt et dansk ØMU-medlemskab vil medføre et højere eller lavere investeringsniveau i Danmark eller en højere eller lavere nationalformue på længere sigt – ligesom man ikke kan sige noget sikkert om, hvorvidt den formodede større udenrigshandel i sig selv vil føre til en højere eller lavere nettoeksport. Det er heller ikke givet, om det danske renteniveau på længere sigt vil stige, falde eller forblive nogenlunde uændret som følge af en ØMU-tilslutning. Dette er parallelt til evt. ændringer i bytteforholdet mellem danske og uden-

landske varer, der også generelt kan formodes at ændre sig, når samhandelen gør det, uden at man på forhånd kan sige noget entydigt om fortegnet på ændringen. Disse forhold uddybes nærmere i det følgende.

Om renter og realøkonomi

En indikation af, hvor stor betydning valutakursusikkerheden har for kapitalanbringelser, vil være forskellene i forrentningen af aktiver, der i øvrigt er fuldt sammenlignelige, i Danmark og euroområdet. Det er spørgsmålet om de rentespænd, der kan være mellem Danmark og euroområdet. Det drejer sig både om de kortere renter, der normalt følger centralbankernes pengepolitiske renter ret tæt, og forrentningen af mere langvarige lån, hvor afsmitningen fra pengepolitikken er mindre klar. Realøkonomien påvirkes både af udsving i kortere og længere renter. Traditionelt har man anset de lange renter for at være meget dominerende mht. gennemslaget på befolkningens adfærd. I de senere år, hvor rentetilpasningslån mv. har vundet indpas, har de korte renter dog fået relativt større betydning. Som udtryk for renteniveauet i henholdsvis den lange og korte ende af markedet anvendes ofte 10-årige statsobligationsrenter og 3-måneders pengemarkedsrenter, idet de formodes at være relativt sammenlignelige internationalt.

Eurolandene har ikke samme renteniveau

Som omtalt i afsnit II.3 kan forskelle i markedsfastsatte renter mellem to lande, f.eks. Danmark og hvert af de forskellige eurolande, opdeles i henholdsvis en valutakursrisikopræmie, en likviditetspræmie og en kreditrisikopræmie. I tilfælde af dansk ØMU-medlemskab vil den første præmie i forhold til eurolandene, men ikke de to øvrige, i princippet blive elimineret. Ser man således på statsobligationer, har de nuværende eurolande da også fortsat i dag forskellige renteniveauer, som altså skyldes forskelle mht. likviditets- og kreditrisikohensyn, jf. tabel II.4. Skal man vurdere betydningen af ØMU-medlemskabet for det danske renteniveau, kræver det derfor en vurdering af, hvilken andel af de nuværende rentespænd der specifikt skyldes valutakursrisikoen.

Tabel II.4 10-årigt statsobligationsrentespænd og 3-måneders pengemarkedsrentespænd

	1999-09	1999-04	2005-09	2005	2006	2007	2008	2009
	----- Pct.point -----							
10-årigt spænd								
Danmark	0,22	0,30	0,12	0,02	0,03	0,06	0,28	0,36
Frankrig	0,10	0,09	0,12	0,02	0,02	0,07	0,23	0,50
Holland	0,09	0,10	0,07	-0,05	-0,03	0,03	0,20	0,49
Finland	0,14	0,15	0,12	-0,03	0,00	0,06	0,24	0,72
Belgien	0,21	0,21	0,21	0,05	0,04	0,11	0,42	0,96
Østrig	0,17	0,17	0,16	0,00	-0,01	0,05	0,34	1,00
Spanien	0,18	0,17	0,19	0,00	0,01	0,09	0,38	1,01
Portugal	0,23	0,24	0,22	0,02	0,09	0,09	0,37	1,10
Italien	0,32	0,26	0,42	0,17	0,27	0,26	0,65	1,35
Irland	0,23	0,17	0,31	0,03	0,00	0,07	0,50	2,21
Grækenland	0,60	0,64	0,55	0,29	0,29	0,27	0,79	2,51
3-måneders spænd								
Danmark	0,27	0,31	0,21	0,07	0,10	0,09	0,33	1,09

Anm.: Rentespændet for statsobligationer er målt i forhold til Tyskland. Rentespændet for pengemarkedsrenten er målt i forhold til den tilsvarende gennemsnitlige rente i euroområdet. Sidste observation i tabellen er april 2009.

Kilde: Nationalbanken (for Grækenlands vedkommende EcoWin) og egne beregninger.

Danmark har haft både højere og lavere rente end de ikke-tyske eurolande

De tyske statsobligationer giver normalt den laveste forrentning af alle i eurozonen og bruges ofte som reference for renteniveauet, sådan at de øvrige landes statsobligationsrenter måles på deres rentespænd over for Tyskland. I tabel II.4 ses det, at de fleste eurolande i gennemsnit siden 1999 har haft et rentespænd på 10-30 basispoint over for Tyskland.³⁰ Det dækker over en udvikling, hvor rentespændene generelt stadigvæk var relativt høje ved ØMU'ens start i 1999 og de nærmest følgende år. Derefter indsnævredes de og var i 2005-06 mindre end 5 basispoint for de fleste lande. Fra 2007 er rentespændene over for Tyskland igen begyndt

30) Et basispoint er lig med 0,01 pct.point.

at stige for næsten alle landene, og i 2008 og begyndelsen af 2009 har forskellen været betydeligt mere markant i takt med den internationale finansielle krise. Det dansk-tyske rentespænd har fulgt denne generelle tendens med først en indsnævring siden 1999 og derefter igen en udvidelse fra 2007. Indsnævringen har imidlertid været noget kraftigere end for eurolandene og den senere udvidelse omvendt mindre markant. Mens Danmark i 1999 havde et højere rentespænd over for Tyskland end alle de oprindelige eurolande, har vi i de første fire måneder af 2009 omvendt haft et lavere rentespænd end alle de ikke-tyske euromedlemmer.

Rentspænd på pengemarkedet generelt lidt højere

For 3-måneders pengemarkedsrentens vedkommende er billedet et lidt andet. Denne rente offentliggøres af Nationalbanken kun for det samlede euroområde. I forhold til denne eurorente har Danmark i gennemsnit haft et rentespænd på $\frac{1}{4}$ pct.point. Igen var det relativt højt i den første del af perioden, hvorefter det formindskedes til ca. 10 basispoint i den rolige periode 2005-07. I forbindelse med kredittkrisen i efteråret steg dette rentespænd imidlertid kraftigt, så det ved nytårstid var på omkring $1\frac{1}{2}$ pct.point. I gennemsnit i de første fire måneder af 2009 har det været på 109 basispoint – ultimo april var det 55 basispoint.

Likviditetsrisiko især vigtig i urolige tider

Skal man nærmere fortolke renteforskellene i Euroland, kan man forsøge at dekomponere dem i en likviditets- og risiko-præmie. Forskellige empiriske studier har forsøgt at gøre dette for eurolandenes og også for Danmarks vedkommende. Beber mfl. (2009) undersøger data fra 10 eurolande i perioden april 2003-december 2004. Deres konklusion er, at de største forskelle i rentespændene under normale forhold skyldes kreditrisikoen, selvom likviditetsforskelle også spiller en ikke-trivial rolle. I turbulente perioder, hvor der sker ekstraordinært store kapitalbevægelser ind og ud af euro-obligationsmarkedet i det hele taget, spiller likviditeten imidlertid en større rolle. En forklaring er, at når investorer omlægger deres portefølje over mod mindre risikable aktiver som svar på en formodet midlertidig større usikkerhed, bliver kortsigtede likviditets- og transaktionsomkostninger vigtigere i forhold til mere langsigtede betragtninger om kreditrisiko. I en gennemgang af årsagerne til den generelle

udvidelse af rentespændene over for Tyskland i løbet af 2008 formodes såvel udvidede kreditrisikospænd som større likviditetspræmier at spille en rolle, jf. ECB (2008b). Mht. likviditeten spiller det især en rolle, at det meget anvendte futuremarked for tyske statsobligationer har givet tysk statsgæld en rentefordel i forhold til de øvrige eurolande, især når usikkerheden har været særlig stor.

Især sydeuropæiske lande betalte en kreditrisikopræmie i 2006

I en undersøgelse fra Nationalbanken har man beregnet den isolerede kreditrisikopræmie ud fra priser på credit default swaps og dermed bestemt likviditetspræmien residualt, jf. Danmarks Nationalbank (2007).³¹ I tabel II.5 ses det, at af de undersøgte lande var det kun Grækenland, Italien og Portugal, der betalte en nævneværdig kreditrisikopræmie i forhold til Tyskland på det pågældende tidspunkt, hvor rentespændene i det hele taget var ret små. Likviditet havde hovedsagelig betydning for rentespændene blandt de mindre udstedere. For Danmarks vedkommende omfatter likviditetspræmien i denne tabel også den forskel, som selve valutakursusikkerheden måtte give, da metoden ikke skelner mellem valutakurs- og likviditetspræmier.

31) Credit default swaps (CDS'er) er et finansielt instrument, som forsikrer ejeren af en obligation mod kreditrisikoen. CDS-prisen kan derfor i princippet udnyttes til at måle den isolerede forventede kreditrisiko på en statsobligation. Sådanne beregninger skal dog tages med et væsentligt forbehold, bl.a. fordi der også på CDS-markedet kan optræde likviditetspræmier, jf. Danmarks Nationalbank (2007).

Tabel II.5 Opdeling af 10-årigt statsobligationsrentespænd over for Tyskland efteråret 2006

	Kreditrisiko	Likviditetspræmie
	----- Basispoint -----	
Danmark	-0,2	5,5
Belgien	1,1	1,8
Frankrig	0,0	1,7
Grækenland	16,8	12,1
Holland	-0,2	2,6
Italien	17,6	6,2
Portugal	9,1	7,8
Spanien	3,1	0,1
Østrig	0,1	3,0

Anm.: Tallene er basispoint. Beregninger bygger på renter og CDS-priser i perioden september-december 2006.

Kilde: Danmarks Nationalbank (2007).

Danmarks rentespænd ville formodentlig være nogenlunde uændret i ØMU'en

Ud fra disse betragtninger er det svært at sige med sikkerhed, hvordan den danske statsobligationsrente ville ændre sig, hvis Danmark indførte euroen. Den danske rente ville formodentlig fortsat være højere end den tyske, ligesom de øvrige eurolande har haft et positivt rentespænd over for Tyskland stort set hele tiden. Et naturligt bud kunne være, at den danske rente kommer til at ligge nogenlunde på niveau med renten for lande som Holland, Finland og Frankrig. Det er lande, hvis statsobligationer har en høj kreditværdighed på linje med Danmarks,³² men som stadig betaler en likviditetspræmie i forhold til Tyskland, der dog under normale forhold er ret lav. Ser man på hele perioden siden 1999, har det danske rentespænd i gennemsnit været godt 10 basispoint højere end spændene for disse tre lande. Stort set hele denne forskel skyldes imidlertid det højere danske renteniveau indtil 2004, mens der i gennemsnit i perioden fra og med 2005 ikke har været nogen forskel på statsobligationsrenterne i Danmark, Frankrig og Finland. De hollandske

32) Ligesom Danmark og Tyskland har de en AAA-rating hos vurderingsvirksomheden Standard & Poor's.

statsobligationsrenter har i snit været 5 basispoint lavere end de andre tre landes i denne periode. Baseret på disse landes niveauer er en naturlig konklusion derfor, at det danske rentespænd for statsobligationer må formodes at forblive på et næsten uændret niveau ved ØMU-tilslutning. Den allerseneste udvikling viser, at det danske rentespænd over for disse lande også kan blive negativt. Dette kan dog skyldes ekstraordinære omstændigheder under den nuværende kreditkrise eller andre midlertidige forhold.

Det danske valutabetingede rentespænd kan være både positivt og negativt

Selvom det ofte i den danske debat antages, at rentespændet og dermed renten vil falde i forbindelse med dansk ØMU-medlemskab, er det således vanskeligt at finde nogen mærkbar systematisk forskel i de 10-årige statsobligationsrenter, der skyldes den danske valutakursusikkerhed. Rent principielt må denne del af rentespændet også formodes at kunne være såvel positiv som negativ. Man kan opdele den samlede valutakursrisikopræmie i to dele. Den ene del modsvarer, at markedet har systematiske forventninger til, at kronen vil depreciere (eller eventuelt appreciere) over for euroen, sådan at kronekursen forventes at ændre sig i en bestemt retning. Så skal den nominelle rente modsvare den forventede valutakursændring. Den forventede realrente, som må formodes at være afgørende for aktørernes adfærd, påvirkes imidlertid ikke i sig selv af en sådan nominal forskel. Den forventede inflation vil nemlig følge forventningerne om valutakursændringen, jf. Sørensen (1997). Hvis man opfatter den danske fastkurspolitik som fuldt ud troværdig i dag, vil der ikke længere være sådanne systematiske depreciationsforventninger på valutamarkedet.

Blandt andet udlandsgælden kan påvirke rentespændet

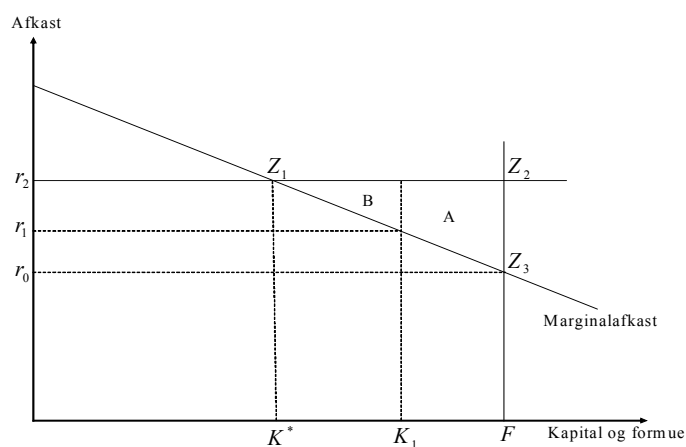
Den anden del af den samlede valutakurspræmie er en ren præmie for generel usikkerhed om, hvorvidt en ukendt fremtidig udvikling kan medføre en ændring af krone-eurokursen, uden at der er systematiske forventninger til fortegnet på denne ændring. Også denne del af præmien kan gøre det danske rentespænd såvel positivt som negativt. I figur A i boks II.5 er nærmere illustreret det tilfælde, hvor rentespændet for et lille land er negativt. I denne figur vil rentespændets fortegn afhænge af, om landet netto har udlandsgæld eller udlandsformue.

Selvom der ikke er forventninger om en systematisk op- eller nedskrivning af valutaen, kan usikkerhed om den fremtidige valutakurs medføre et spænd mellem den indenlandske og den udenlandske rente, som kan være enten positivt eller negativt. Dette er illustreret i nedenstående figur, der beskriver en lille åben økonomi, som tager verdensmarkedsrenten r_2 for givet. Langs den vandrette akse måles størrelsen af landets nationalformue samt den i indlandet investerede kapitalbeholdning, mens den lodrette akse måler kapitalens og formuens afkast. Den faldende kurve angiver det marginale afkast af indenlandsk placeret realkapital. Marginalafkastet er aftagende, idet et stigende kapitalapparat efterhånden udtømmer de mest profitable investeringsmuligheder. Når der forenkles ses bort fra usikkerhed (bortset fra usikkerhed om valutakursen, jf. nedenfor), må den indenlandske rente i ligevægt svare til marginalafkastet af indenlandske realinvesteringer.

Den konkrete figur illustrerer en situation for et land, der har positive nettofordringer over for udlandet, sådan at indlandets formue F overstiger den indenlandske investerede kapitalbeholdning. I fravær af valutakursusikkerhed vil det indenlandsk placerede kapitalapparat kun blive drevet op til punktet K^* , idet den resterende del af nationalformuen $F-K^*$ kan placeres til et højere afkast i udlandet. Ved at investere kapitalmængden $F-K^*$ i udlandet frem for indlandet går indlandet glip af en produktion og indkomst svarende til arealet $Z_1Z_3FK^*$, men opnår til gengæld en formueindtægt fra udlandet svarende til rektanglet $Z_1Z_2FK^*$. Kapitaleksporten øger dermed indlandets nationalindkomst med trekantarealet $Z_1Z_2Z_3$ i en situation uden usikkerhed om valutakursen.

Når valutakursusikkerhed skaber usikkerhed om afkastet af udlandsinvesteringer, vil risikoaverse indenlandske investorer derimod alt andet lige finde det mindre attraktivt at placere kapital i udlandet. Derfor vil de kræve en risikopræmie for sådan en placering. Dermed vil de f.eks. være villige til at investere i indlandet op til punktet K_1 , hvor der etableres et negativt rentespænd over for udlandet, således at der opnås en risikopræmie af størrelsen r_2-r_1 ved investering i udlandet frem for i indlandet. Valutakursusikkerheden medfører dermed, at indlandet går glip af en nationalindkomst svarende til trekantarealet B . Dette areal angiver således den gevinst, indlandet alt andet lige kan opnå ved at fjerne enhver valutakursusikkerhed over for udlandet.

Figur A Rentespænd for en økonomi med udlandsformue



I figuren måles gevinsten ved fjernelse af valutakursusikkerhed som effekten på den forventede nationalindkomst. I en økonomi med risikoaverse investorer afhænger velfærd dog ikke kun af den forventede gennemsnitlige indkomst, men også af variansen på indkomsten. I Sørensen (2009b) vises, at mindsket valutakursusikkerhed også vil forøge velfærd ved at mindske usikkerheden om indkomstens størrelse.

Disse resultater forudsætter dog, at fjernelsen af valutakursusikkerheden rent faktisk reducerer den samlede usikkerhed i økonomien. Hvis valutakurssvingninger blot afspejler mere fundamentale underliggende stød til udbud og efterspørgsel, vil disse stød fortsat give sig udslag i uforudsigelige udsving i de relative priser, selvom valutakurserne låses fast, og dermed vil den ovennævnte gevinst ikke opstå. Der er imidlertid et vist empirisk belæg for at hævde, at valutakursfluktuationer kan være en selvstændig kilde til stød, således at elimination af sådanne udsving rent faktisk kan mindske den samlede usikkerhed i økonomien, jf. f.eks. Artis og Ehrmann (2006) og diskussionen i afsnit II.8.

Et fald i usikkerheden giver mere effektiv fordeling af investeringerne

Figur A i boks II.5 illustrerer altså en situation, hvor fjernelse af enhver kursusikkerhed for et land med positive nettofordringer på udlandet vil medføre et højere renteniveau og et lavere kapitalapparat i det lille land, men ikke desto mindre en stigning i nationalindkomsten. Havde man alter-

nativt tegnet figuren for et land med udlandsgæld, ville fjernelse af kursusikkerheden give et lavere renteniveau og højere indenlandsk kapitalapparat, men stadig en højere nationalindkomst. Pointen er, at indkomsten ikke afhænger af, at det indenlandske kapitalapparat er så stort som muligt, men derimod af, at den indenlandske formue er fordelt så hensigtsmæssigt som muligt internationalt, så den giver det højest mulige afkast.

Renteændringer virker modsat på investeringer og opsparing

Situationen i boks II.5 fortæller dog ikke hele historien om, hvordan fjernelsen af valutakursusikkerhed påvirker nationalindkomsten på længere sigt, idet den ikke medtager virkningen på den indenlandske opsparing. Ændringer i usikkerhed og dermed den indenlandske rente må imidlertid også forventes at påvirke opsparingen.³³ Simulationer i bl.a. de makroøkonomiske modeller DREAM og SMEC peger på, at en ændring i det generelle renteniveau har modsatrettede virkninger på investeringer og opsparing, men at effekten på nationalindkomsten i det lange løb domineres af opsparingsvirkningen. En stigning i det internationale renteniveau vil således medføre højere nationalindkomst og forbrug på lang sigt på bekostning af et lavere forbrug i starten. Det samme resultat fremkommer i det empirisk baserede regneeksempel i Sørensen (1997).

De internationale kapitalmarkeder bør udnyttes fuldt ud

Disse modelberegninger, der gengiver resultaterne af ændringer i det generelle inden- og udenlandske renteniveau, fanger dog ikke nødvendigvis konsekvenserne af en ændring i *forholdet* mellem danske og udenlandske renter. Imidlertid kan man vise parallelt med fremgangsmåden i boks II.5, at hvis en stigning i den rente, der er relevant for de indenlandske opsparere, får dem til at spare mere op, vil en fjernelse af valutarisikoen, som medfører en stigning i den indenlandske rente, også medføre en stigning i den samlede nationalformue. Helt tilsvarende vil et rentefald medføre en tilsvarende lavere indenlandsk opsparing og på lang sigt en lavere nationalformue. Det vil i sig selv medføre henholdsvis højere eller lavere nationalindkomst og

33) Der kan også argumenteres for, at valutakursrisiko for en mindre virksomhedsejer kan forøge den krævede risikopræmie for reale investeringer i forhold til finansielle investeringer, jf. Sørensen (1997).

forbrug på lang sigt, men i begge tilfælde vil det give en velfærdsforbedring. Pointen er her, at det ikke gælder om at få så stor en formue som muligt på længere sigt, men blot at afvejningen mellem forbrug og opsparing bør være så fordelagtig som mulig. Der kan man netop udnytte de udenlandske kapitalmarkeder til at finansiere enten et midlertidigt opsparingsunderskud eller -overskud hensigtsmæssigt, og jo mindre valutarisikoen er, jo mere effektiv bliver denne placeringsmulighed.

I krisetider kan det korte rentespænd blive stort

Danmark er i øjeblikket tæt på en situation, hvor vi hverken er nettokreditor eller -debitor over for udlandet, hvilket i sig selv passer fint sammen med iagttagelsen af, at det valuta-betingede rentespænd over for eurolandene normalt er ret tæt på 0. Under valutakriser som eksempelvis i efteråret, hvor den nuværende kreditkrise formodentlig kulminerede, kan det korte rentespænd imidlertid stige betydeligt. Hvis sådanne situationer indfinder sig samtidig med, at der er en efterspørgselsbaseret lavkonjunktur herhjemme, vil det forøgede rentespænd i sig selv virke ugunstigt på konjunktursituationen. Der er omvendt også eksempler på, at sådanne stigninger i det korte rentespænd er kommet på mere gunstige tidspunkter, hvor der var behov for at afdæmpe en overophedning, således under valutakrisen i 1998. Man kan dog forestille sig, at der vil være en tendens til, at valutakriserne hyppigst optræder i efterspørgselsbaserede lavkonjunkturer. Dette giver i så fald et selvstændigt argument for, at et dansk ØMU-medlemskab kan være konjunkturstabiliserende.

Andre årsager til ændringer i investeringsmønstret

Der kan også være mere indirekte virkninger af ØMU-medlemskab på investeringsniveauet herhjemme. Direkte investeringer kan klassificeres som horisontale, hvor produktion startes på et marked i stedet for at eksportere til det samme marked, eller som vertikale, hvor produktion startes på et nyt marked på grund af f.eks. lavere omkostninger. Derudover kan direkte investeringer også foretages af rent strategiske årsager, eksempelvis for at fjerne en konkurrent. I dette tilfælde indebærer investeringen ikke nødvendigvis nogen fysisk kapitalflytning over landegrænserne, men blot

en overtagelse af en eksisterende virksomhed.³⁴ De foregående betragtninger drejer sig primært om vertikale investeringer. Flam mfl. (2009) anfører imidlertid, at de fleste direkte investeringer mellem de oprindelige EU-lande menes at være horisontale og altså erstatte eksport, mens vertikale direkte investeringer er mere almindelige mellem de gamle og nye EU-medlemmer.

Empirisk og teoretisk tvetydige konsekvenser

Investeringer og samhandel kan derfor i et vist omfang erstatte hinanden: Et vigtigt motiv til at investere i et land er at beskytte sig mod valutakursusikkerhed, idet omkostninger og indtægter i højere grad bliver i samme valuta, hvis man starter produktion på et eksportmarked. Dette motiv til investeringer vil falde væk, hvis de to områder får samme valuta. En forventet stigning i samhandelen mellem to lande kan derfor isoleret set medføre færre investeringer på tværs af de samme to lande. Omvendt kan det tænkes, at flere tredjelande vil foretage investeringer i Danmark, hvis Danmark indfører euroen, fordi en virksomhed i Danmark så alt andet lige lettere vil få adgang til det europæiske marked. I Flam mfl. (2009) er refereret en række empiriske undersøgelser af konsekvenserne af ØMU'ens dannelse for udenlandske direkte investeringer, dels inden for euroområdet og dels mellem eurolandene og alle andre lande. De fleste af disse studier peger på, at euroen har haft en positiv og betydelig påvirkning af investeringerne, mens et mindretal finder en negativ eller ingen påvirkning. Der argumenteres dog for, at de positive undersøgelser ikke skelner tilstrækkelig omhyggeligt mellem, hvilke resultater der skyldes dannelsen af det indre marked, og hvilke der skyldes selve euroområdet oprettelse.

Opsamling på velfærdseffekter af kapitalbevægelser

Det er ikke muligt at sige noget entydigt om effekten på størrelsen af det indenlandske kapitalapparat, den samlede opsparing eller rentespændet på længere sigt af, at Danmark indfører euroen. Uanset dette må den mindre valutakursusikkerhed formodes at give en entydig velfærdsgevinst, idet den forbedrer mulighederne for at udnytte de fordele, placeringsmulighederne på det internationale kapitalmarked

34) Dette kan forbedre indtjeningen gennem en mere effektiv styring af den pågældende virksomhed.

giver. Dette må formodes at medføre en mere hensigtsmæssig resursefordeling såvel mellem Danmark og de nuværende eurolande som over tid mellem forbrug og opsparing i Danmark. Samtidig vil fjernelsen af enhver kursrisiko i sig selv være til gavn for en given dansk investering i euroaktiver. Baseret på størrelsen af den nuværende strukturelle valutakursrisikopræmie for de danske renteniveauer, som jf. tabel II.4 formodes at være tæt på 0, formodes velfærdsgevinsterne i en normalsituation dog at være af en mindre størrelsesorden. I valutakriser som den nuværende kreditkrise bliver de korte rentespænd typisk noget højere. I det omfang, disse forhøjelser af det korte rentespænd falder sammen med en efterspørgselsdrevet lavkonjunktur herhjemme, vil de trække i retning af, at lavkonjunktoren forværres. I en ekstrem valutakrise kan det tænkes, at vi ligefrem tvinges bort fra fastkursforholdet, jf. punkt 10.

Større indenlandsk konkurrence

Også større konkurrence for hjemlige virksomheder

Ud over de direkte konsekvenser af en større samhandel med udlandet og større kapitalbevægelser til og fra udlandet vil også det danske erhvervslivs produktion til hjemmemarkedet blive påvirket af denne samhandel – eller blot udsigten til større konkurrence fra udlandet. Det kan bl.a. forudses at gælde for den finansielle sektor, hvor indførelsen af en fælles valuta naturligt også vil medføre større integration af de finansielle virksomheder i hele euroområdet. Denne større konkurrence i det danske erhvervsliv kan medføre lavere priser. Det vil i sig selv umiddelbart være en gevinst for forbrugerne, men samtidig et tilsvarende indtægtsfald for de pågældende virksomheder. Prisfaldet som følge af større konkurrence kan imidlertid forventes i sidste ende at føre til en lavere strukturledighed herhjemme og dermed større dansk produktion og velfærd, jf. Det Økonomiske Råd (2005). Da effekten givetvis er stærkere i nogle brancher end i andre, må den desuden formodes at medføre en mere hensigtsmæssig fordeling af produktionen på forskellige sektorer. Igen gælder det, at Danmark må formodes at have fået andel i disse gevinster allerede gennem den nuværende samhandel med euroområdet. Konkurrencen og den tilhørende velfærdsgevinst kan dog forventes at blive større

i tilfælde af et egentligt ØMU-medlemskab, selvom effekterne vurderes at være forholdsvis beskedne.

Ændret disciplinerende effekt i den økonomiske politik

Vil Danmark ændre finanspolitik i ØMU'en?

En forskel af en anden karakter end de ovennævnte er konsekvenserne for den danske økonomiske politik, ikke mindst finanspolitikken, af at indføre euroen i Danmark. Som udgangspunkt vil en given finanspolitik virke på samme måde i et land, hvis valutakurs er låst fast i forhold til en udenlandsk valuta, og i et delområde i en møntunion. Man kan imidlertid forestille sig, at der vil være forskel på den faktisk førte finanspolitik i de to tilfælde. Sådanne overvejelser bygger på en tankegang om, at ufuldkommenheder i det politiske system medfører, at regeringer ikke altid automatisk fører den politik, der er bedst for den pågældende befolkning i det lange løb. Der kan være forskellige institutionelle årsager, der eksempelvis 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 tidshorisont 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. Sådanne overvejelser er givetvis en del af baggrunden for de finanspolitiske krav, der ligger dels i EU-traktaten og dels i stabilitets- og vækstpagten, jf. afsnit II.2.

Mulige bødebetalinger eller kollegialt pres for ØMU-Danmark

Selvom Danmark ikke er fuldgyldigt ØMU-medlem, er vi som medlem af EU forpligtet til at overholde såvel EU-traktatens som stabilitets- og vækstpagtens finanspolitiske bestemmelser. Vi kan imidlertid ikke blive pålagt at betale bøder i tilfælde af, at vi alligevel skulle overtræde traktatens bestemmelser om for store budgetunderskud. Man kan dog sætte spørgsmålstegn ved, hvor troværdig selve bødetruslen er, eftersom endnu ingen eurolande, der har overskredet 3 pct.-kravet, er blevet pålagt at betale en bøde. Til gengæld kan det forventes, at der vil være et kollegialt pres blandt eurolandene over for medlemslande med finanspolitiske

problemer i retning af at få løst problemerne. Denne “disciplinerende effekt” vurderes at være en fordel, da det som nævnt kan være med til at forhindre en kommende uholdbar finanspolitisk udvikling herhjemme. En yderligere ændring for Danmark ved at deltage i ØMU’en er, at landet så vil kunne deltage i den konsultation, der foregår mellem euro-landenes finansministre forud for møderne mellem EU-landenes finans- og økonomiministre.

**Hensyn til
valutamarkedene
for fastkurs-
Danmark**

I situationen uden fuldt medlemskab er finanspolitikken ikke underlagt noget bødehensyn og formodentlig ikke det samme eurokollegiale pres. Til gengæld fungerer hensynet til at kunne sikre en troværdig fastkurspolitik i praksis også som et disciplinerende instrument. Der er normalt enighed om, at en fastkurspolitik kun er mulig at opretholde på længere sigt, hvis valutamarkedene opfatter den økonomiske politik i landet som fundamentalt sund. En regering, der ønsker at føre fastkurspolitik, er dermed også tvunget til at indrette sin politik under hensyn til valutamarkedernes forventede reaktioner. Flere økonomer har argumenteret for, at denne disciplinerende effekt i praksis kan være en stærkere begrænsning end de finanspolitiske regler i ØMU-konstruktionen, jf. EU-kommissionen (2008a). Fatas og Mihov (2009) finder dog ikke tegn på, at de nuværende ØMU-lande generelt har ændret finanspolitisk adfærd, efter at de er trådt ind i ØMU’en, jf. også afsnit II.3.

**Hvor er presset
stærkest?**

Det er således ikke helt oplagt, om presset i retning af en disciplinet dansk finanspolitik er stærkest uden for eller inden for ØMU’en. Formandskabet vurderer imidlertid, at de finanspolitiske restriktioner inden for ØMU’en grundlæggende tjener et fornuftigt formål. Som udgangspunkt er det disciplinerende pres fra de finansielle markeder også positivt, men det kan dog ikke udelukkes, at der også er irrationelle elementer i finansmarkedernes adfærd, der tvinger politikerne til at tage hensyn hertil og dermed forhindrer dem i at føre en finanspolitik, der i højere grad i øvrigt gavner befolkningens velfærd.

Danmark vil indgå i ECB's beslutningsgrundlag

Danmark vil indgå i ECB's beslutningsgrundlag ved ØMU-medlemskab

Hvad tilrettelæggelsen af pengepolitikken angår, vil det ikke gøre nogen stor forskel for Danmarks vedkommende, om landet indgår fuldt ud i euroen eller fører en ufravigelig fastkurspolitik. I begge tilfælde vil landet skulle følge den pengepolitiske kurs, som udstikkes af ECB, da et land, der fører fastkurspolitik i forhold til et andet valutaområde og samtidig har fri kapitalbevægelser ind og ud af landet, ikke også kan føre selvstændig pengepolitik.³⁵ I tilfældet med fuldt ØMU-medlemskab vil Danmark imidlertid indgå i beslutningsgrundlaget for ECB. Den danske nationalbankdirektør vil kunne deltage i møderne i ECB's styrelsesråd, der tilrettelægger pengepolitikken. Dette 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 medlemmer af Styrelsesrådet i tilfælde af dansk ØMU-medlemskab fremover også skal tage hensyn til den økonomiske situation i Danmark. Da Danmarks BNP udgør omkring 2½ pct. af det nuværende euroområdes, vil et evt. medlemskab have begrænset indflydelse på kommende rentebeslutninger, men forskellen tæller under alle omstændigheder med på plussiden, når ændringerne i tilfælde af fuldt ØMU-medlemskab gøres op.

Sikring af fastkursgevinster

Sikringsværdien behandles i afsnit II.7

De foregående ni punkter har alle sammenlignet fuldt ØMU-medlemskab med en fortsættelse af den nuværende fastkurspolitik uden for ØMU'en. Det sidste dækker altså over en situation, hvor det er forudsat, at Danmark fremtidigt under alle omstændigheder både er i stand til og ønsker at bevare det faste krone-euro-forhold. De to næste punkter adskiller sig grundlæggende herfra. Punkt 10 omhandler den situation, hvor Danmark mod vores ønske kan blive tvunget

35) Jf. dog diskussionen ovenfor og i afsnit II.7 om forskelle i det pengepolitiske renteniveau mellem de to situationer.

bort fra fastkurspolitikken på grund af et spekulativt angreb, som bliver så stort, at Nationalbanken og ECB enten ikke er i stand til eller finder omkostningerne for store til, at man er villig til at opretholde fastkursforholdet. Det mest nærliggende alternativ vil i sådan en situation være at gå over til en inflationsmålsætning på linje med Norge, Sverige og Storbritannien. Dermed risikerer Danmark at miste de gevinster, som vi har høstet i kraft af fastkurspolitikken mht. valutakurssikkerhed for varehandel og kapitalbevægelser mellem Danmark og Euroland, jf. punkt 5 og 6. Det formodede fald i samhandlen i sådan en situation kan desuden risikere at medføre en forværret indenlandsk konkurrencesituation med større monopolprofitter, højere strukturledighed og formindsket forbrugervelfærd herhjemme, jf. punkt 7. Disse potentielle problemer kan man sikre sig imod ved at cementere fastkurspolitikken i form af et fuldt dansk ØMU-medlemskab. Spørgsmålet om denne sikringsværdi viderebehandles i afsnit II.7.

Optionsværdien ved en selvstændig valuta

Optionsværdien behandles i afsnit II.8

Det ellefte punkt beskæftiger sig modsat sikringsværdien i punkt 10 med den situation, hvor Danmark i fremtiden kan ønske frivilligt at slippe tilknytningen til euroen og overgå til en inflationsmålsætning i situationer, hvor dette regime alt iberegnet må formodes at være mere fordelagtigt for Danmark end fastkurspolitik/ØMU-medlemskab. Dette punkt tages under grundigere behandling i afsnit II.8.

Delkonklusion uden sikrings- og optionsværdi

Opgørelse af nettoresultat for de ni første forskelle

Eftersom punkt 10 og 11 har en grundlæggende anden karakter, kan det være relevant i første omgang at se bort fra diskussionen om sikrings- og optionsværdien for at afklare spørgsmålet: Er der økonomisk set nettogevinster for Danmark ved at melde sig fuldt ind i ØMU'en, forudsat at vi alligevel under alle omstændigheder er i stand til og ønsker at opretholde det faste kursforhold over for euroen i al fremtid? Det svarer til at forsøge at gøre regnestykket op for de første ni af de ovenstående forskelle.

**De fleste forskelle
tæller til fordel for
fuldt ØMU-
medlemskab**

Hvis Danmark indfører euroen, vil vi spare nogle fremtidige transaktionsomkostninger i form af vekselgebyrer mv. Vi har også udsigt til at få en større møntningsgevinst på grund af den relativt større mængde eurosedler i omløb. Ligeledes må det forventes, at Danmarks udenrigshandel vil stige i tilfælde af ØMU-medlemskab, selvom den empiriske analyse i kapitlet umiddelbart peger på, at Danmark allerede kan have høstet denne gevinst. Også omfanget af kapitalbevægelser mellem Danmark og Euroland må formodes at stige. Det kan ikke siges med sikkerhed, hvad nettoeffekten af dette vil være for investeringer, opsparing og det generelle renteniveau herhjemme på længere sigt, men der vil under alle omstændigheder være en velfærdsgevinst forbundet med en mindre usikkerhed og bedre udnyttelse af kapitalmarkederne i euroområdet. Ligesom for udenrigshandlen kan det ikke udelukkes, at store dele af den potentielle gevinst allerede er opnået via fastkurspolitikken. Den større integration vil også fremme konkurrencen herhjemme. Pengepolitikken og dermed renteniveauet i euroområdet vil samtidig i lidt større grad tage hensyn til udviklingen i Danmark. Alle disse forhold er utvetydige gevinster for Danmark, selvom vi allerede gennem vores nuværende fastkursforhold har høstet en stor del af disse gevinster. Omvendt vil der være nogle engangsomkostninger ved overgangen til euro, men disse må formodes at være langt mindre end nutidsværdien af de sparede transaktionsomkostninger. Ved en eventuel euroovergang kan der komme en beskeden engangsstigning i prisniveauet herhjemme. Det er uklart, om dette i givet fald bør forhindres, men under alle omstændigheder vil den samfundsøkonomiske betydning heraf ikke være mærkbar i det lange løb. Endelig kan der være forskel på rammebetingelserne for finanspolitikken i og uden for euroen, men det kan ikke afgøres endegyldigt, om dette taler til fordel for ØMU-medlemskab eller det modsatte.

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

Sammenfattende vurderer formandskabet, at det vil give Danmark en økonomisk nettofordel at træde ind i ØMU's tredje fase, hvis præmissen er, at man ellers fremover oprettholder den faste kronkurs over for euroen uanset omstændighederne. Her tæller det især, at valutakursusikkerheden over for euroen vil blive fjernet helt i forbindelse med kronens afskaffelse. Nettofordelen forventes dog at være ret beskeden, primært fordi Danmark allerede har høstet de fleste af de potentielle fordele ved møntunionen via fastkurspolitikken. Skal man opgøre det fulde regnestykke, skal man opveje denne nettofordel i forhold til punkt 10, den mulige sikringsværdi af fastkursgevinsterne ved at opgive kronen til fordel for euroen, og punkt 11, optionsværdien ved at bevare kronen som selvstændig valuta. Disse spørgsmål vendes der tilbage til i afsnit II.7, II.8 og II.9.

II.6 Handelseffekter af euroen

**Har euroen givet
ekstra handel?**

Indførelsen af euroen er blandt de økonomiske ændringer, som har haft den største direkte effekt på borgerne i Europa. 290 millioner personer anvender euroen som lokalt betalingsmiddel, mens andre 200 millioner personer i de øvrige EU-lande i høj grad også berøres af euroens indførelse. Der er derfor allerede på nuværende, forholdsvis tidlige tidspunkt i euroens historie fremkommet en del analyser, der søger at vurdere handelseffekterne af euroen. Dette afsnit tager udgangspunkt i denne litteratur og fokuserer på størrelsen af de handelsgevinster, som indførelsen af euroen kan have medført for såvel de lande, der har indført euroen, som for andre lande.

**Forventet større
handel mellem
eurolande**

Som gennemgået i afsnit II.5 er der potentielt tre hovedårsager til, at der kan opstå øget handel mellem eurolandene som følge af euroen. For det første betyder bortfaldet af forskellige valutaer, at der ikke er vekselomkostninger ved handel mellem eurolandene. For det andet fjernes den valutakursrisiko, der følger af den tidsmæssige adskillelse mellem den eksporterende virksomheds afholdelse af omkostninger i indenlandsk valuta og modtagelsen af betalingen for ydelsen i udenlandsk valuta. For det tredje øges

prisgennemsigtigheden på tværs af landegrænser, hvilket kan medføre øget eksport fra det land, hvor prisen er lavest.

Forventet stigning i eksport til lande uden for euroområdet

Også eurolandenes eksport til lande uden for euroområdet kan forventes at stige. Det skyldes primært, at landene i euroområdet som følge af den fælles valuta opnår en omkostningsbesparelse via de sparede vekselomkostninger og den forøgede prisgennemsigtighed ved køb af materialer i de øvrige eurolande.

Handelseffekt for lande med fleksibel valutakurs er ukendt

For lande, der ikke har indført euro, og som har en fleksibel valutakurs i forhold til denne, kan der også opstå et ændret handelsmønster som følge af indførelsen af euroen. For det første kan der opnås en stordriftsfordel med hensyn til vekselomkostningerne, idet antallet af valutaer, som en eksportør til euroområdet står over for, reduceres til én. Dette trækker i retning af en forøget eksport til eurolandene. Imidlertid kan de reducerede omkostninger ved handel mellem eurolandene føre til, at handel med lande uden for euroområdet fortrænges af handel mellem eurolande. Som udgangspunkt kan der derfor ikke sættes fortegn på den forventede nettoeffekt på eksporten fra disse lande til euroområdet.

Forventet positiv, men lille handelseffekt for Danmark

For Danmark, der har valgt en fast valutakurs med et snævert udsvingsbånd i forhold til euroen, opnås en betydelig del af gevinsten i form af reduktion af valutakursusikkerheden over for landene i valutaområdet. Ligeledes opnås en øget prisgennemsigtighed i forhold til euroområdet. Der er fortsat vekselomkostninger til euro, men eksportvirksomhederne opnår en stordriftsfordel svarende til eksportører i lande med fleksibel valutakurs. En stor del af de handelsfordele, som eurolandene opnår ved indførelse af den fælles mønt, gælder derfor også for Danmark. Det må derfor forventes, at Danmark allerede har opnået en del af de handelsgevinster, som et medlemskab af eurosamarbejdet kan medføre. Et centralt spørgsmål i dette afsnit er således, hvor stor Danmarks handelsgevinst allerede har været som følge af euroens indførelse, og om yderligere handelsgevinster kan forventes ved indførelse af euro i Danmark.

Udviklingen i handelsmønstret omkring euroens indførelse

Vækst og globalisering medfører mere handel

Handlen mellem lande har tendens til at vokse over tid. Det skyldes dels den generelle vækst i økonomien, som for givne import- og eksportandele giver anledning til en voksende handel. Herudover betyder den forøgede tendens til globalisering bl.a. som følge af faldende reale transportomkostninger, at landene i stigende omfang udnytter deres relative fordele og handler med både råvarer, halvfabrikata og færdigvarer. Derfor er der en tendens til, at eksporten og importen vokser hurtigere end den generelle vækst i økonomien. For at vurdere handelseffekten af indførelsen af euroen er det således ikke tilstrækkeligt at betragte stigningen i den samlede eksport. Det er nødvendigt at betragte udviklingen i det globale handelsmønster og således måle udviklingen i handlen i euroområdet relativt til handlen mellem tilsvarende lande uden for euroområdet.

Mervækst i handlen i euroområdet

For at få et umiddelbart indtryk af, om euroen har påvirket euroområdets handel, betragtes 10 eurolandes handel i forhold til handlen mellem en gruppe af 10 sammenlignelige OECD-lande, der ikke er eurolande. Euroområdets eksport til lande uden for euroområdet er i perioden 1998-2001 steget med omkring 25 pct. mere end handlen mellem de udvalgte OECD-lande uden for euroen, jf. figur II.19a. Efter 2002 er mervæksten ophørt, således at det relative handelsomfang er stabiliseret på det nye højere niveau. Handlen mellem eurolandene indbyrdes er ligeledes vokset hurtigere end handlen mellem de udvalgte OECD-lande uden for euroen. Mervæksten i handlen inden for euroområdet voksede frem til dataperiodens udløb i 2006. Også denne handel er fra 1998 vokset omkring 25 pct. mere end handlen mellem gruppen af OECD-lande uden for euroområdet. Lavest mervækst i handelsomfanget findes i eksporten til eurolandene fra den udvalgte gruppe af lande uden for euroområdet. Der synes således at være en generel tendens til, at handlen i euroområdet voksede hurtigere end den generelle handel i OECD-området i den periode, hvor euroen indførtes.

Handelsintensiteten i euroområdet vokser markant fra 1998 til 1999

Et mere markant billede af euroens potentielle betydning for udviklingen i handelsmønstret fås ved at betragte udviklingen i de enkelte bilaterale handelsstrømme. Ved at vægte alle handelsstrømme ens uanset størrelse fås et udtryk for handelsomfanget korrigeret for landenes størrelse. I det følgende kaldes dette for handelsintensiteten. Udviklingen i handelsintensiteten er et alternativt mål for, hvordan handelsmønstret har udviklet sig. Intensiteten steg markant på tidspunktet for euroens indførelse, dvs. fra 1998 til 1999 for såvel euroområdet indbyrdes handel som euroområdets eksport til lande uden for euroområdet, jf. figur II.19b. Der er således en indikation af et ændret handelsmønster omkring tidspunktet for euroens indførelse.

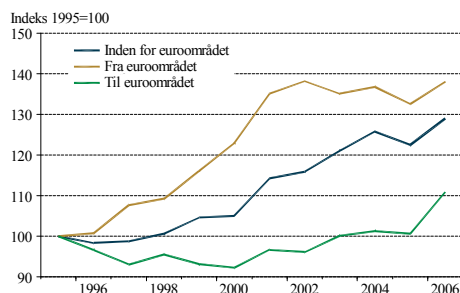
Udviklingen i sammensætningen af et lands eksport er et samspil af mange faktorer

Udviklingen i et lands eksport og dennes sammensætning over tid afhænger naturligvis af en lang række forhold ud over den generelle vækst i økonomierne og tendensen til øget globalisering. Derfor er den gennemgående udvikling i de enkelte landes relative eksport langt fra alene en konsekvens af gennemførelsen af ØMU's tredje fase. Andre faktorer, som også har betydning for udviklingen i handelsmønstret, er den reale valutakurs mellem det eksportende og det importerende land, udviklingen i konkurrentlandes reale valutakurs og graden af kapacitetsudnyttelse i såvel det eksporterende som det importerende land. Disse faktorer inddrages i den efterfølgende analyse af eksportudviklingen.

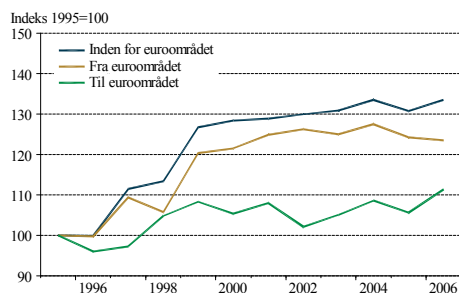
Euroeffekten på Danmarks eksport søges isoleret

På basis af den eksisterende litteratur udføres en særskilt analyse af euroens effekt på eksporten, hvor der tages hensyn til udviklingen i de øvrige betydende faktorer. I forhold til den hidtidige litteratur på området lægges der særligt vægt på euroens betydning for Danmarks handel og spørgsmålet om yderligere potentielle handelsgevinster ved dansk indførelse af euroen.

Figur II.19a Relativ udvikling i euro-områdets eksportomfang



Figur II.19b Relativ udvikling i euro-områdets eksportintensitet



Anm: *Euroområdet*: Belgien (inkl. Luxembourg), Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Portugal, Spanien, Tyskland, Østrig.

Ikke-euroområdet: Australien, Canada, Danmark, Japan, New Zealand, Norge, Schweiz, Storbritannien, Sverige, USA.

Eksportomfanget inden for euroområdet findes som summen af bilaterale eksportstrømme mellem lande inden for euroområdet målt i faste priser. Dette handelsomfang måles relativt til summen af bilaterale eksportstrømme inden for gruppen af lande uden for euroområdet. Tilsvarende for bilaterale eksportstrømme fra lande i euroområdet til lande uden for euroområdet, og for bilaterale eksportstrømme fra lande uden for euroområdet til lande inden for euroområdet.

Eksportintensiteten inden for euroområdet findes ved at indeksere hver bilateral eksportstrøm mellem eurolande, hvorefter disse indeks summeres og deles med antallet af bilaterale handelsstrømme mellem disse lande. Dette nye indeks for udviklingen i handlen mellem eurolandene måles relativt til et tilsvarende indeks for udviklingen i handlen mellem lande uden for euroområdet. På tilsvarende vis dannes indeks for eksportintensiteten fra lande i euroområdet til lande uden for euroområdet og omvendt. Også disse indeks måles relativt til indekset for handlen mellem lande uden for euroområdet.

Kilde: Data fra Flam og Nordström.

Analyse af euroens handelseffekter

Større handel mellem lande i valutaunioner ...

Nyere analyser af handelseffekter af valutaunioner tager alle udgangspunkt i en analyse af Rose (2000). Heri isoleres effekten af dannelsen af valutaunioner på handelsomfanget både mellem de deltagende lande og mellem lande i unionen og lande uden for. Analysen i Rose (2000) omhandler andre valutaunioner end den europæiske. Han finder endog særdeles store positive effekter på handlen som følge af en valutaunion både for de deltagende lande og for lande, der står uden for unionen. For de deltagende lande findes en effekt på handlen på mere end 200 pct.

... skyldes ikke kun bortfald af kortsigtet valutakursusikkerhed

Resultatet står umiddelbart i kontrast til den tidligere litteratur om effekterne af valutakursusikkerhed på handelsomfanget, jf. IMF (2004) og Baldwin mfl. (2005). I denne litteratur tilføjes mål for valutakursusikkerheden til relationer, som beskriver handelsomfanget. Hovedresultatet er, at disse mål for valutakursusikkerheden kun giver anledning til begrænsede negative effekter på handlen. En forklaring på de små handelseffekter er, at det er muligt at indgå forwardhandler på valutamarkederne, som for en lille ekstra omkostning gør det muligt at forsikre sig mod den type kortsigtede valutakursudsving, der inkluderes i analyserne. Mere langvarige udsving i valutakursen medtages typisk ikke i disse analyser, og samtidig er det ikke muligt at forsikre sig imod disse på valutamarkederne. Disse valutakursændringer giver derfor en kilde til usikkerhed, som reducerer handlen. Klein og Shambough (2006) finder således en betydelig effekt på den bilaterale handel mellem lande, hvor det ene binder sin valutakurs til det andet. Dette resultat kan ses som et bindeled mellem de meget små effekter på handlen af kortsigtede valutakursudsving og de betydelige effekter på handel, som typisk findes ved analyser af valutaunioner. Litteraturen peger på i hvert fald to typer af forklaringer på, at disse effekter kan være forholdsvis store.

Valutaunioner fører til øget handel med nye typer af varer ...

Den første forklaring på valutaunioners store effekt på handlen vedrører handel på den såkaldte ekstensive margin, dvs. handel med varer, som ikke tidligere blev handlet mellem landene. I dette tilfælde begrundes fraværet af handlen før valutaunionens dannelse med, at der er faste omkostninger ved at starte eksport af en given vare, men at stigende skalaafkast kan gøre eksporten rentabel, hvis den opnår en vis volumen. I den oprindelige ligevægt er den forventede eksport ikke tilstrækkelig til at opveje de faste omkostninger. Dannelsen af valutaunionen reducerer de faste omkostninger ved at eksportere fra et land til et andet i unionen, og det kan derved blive rentabelt for flere virksomheder at starte eksport. Argumentet kan udvides til eksport fra et land uden for unionen til et land i unionen, fordi omkostningerne reduceres som følge af stordriftsfordele, ved at alle lande i unionen har samme valuta. Baldwin

og Di Nino (2006) samt Flam og Nordström (2007) finder en vis empirisk støtte til denne forklaring.

... og øget vertikal handel

En anden forklaring på valutaunionens handelseffekt er, at valutaunionerne fører til øget vertikal handel. Komplekse varer med mange forskellige komponenter kan passere landegrænser flere gange. Sammenlagt er der derfor forholdsvis store reduktioner i handelsomkostningerne som følge af valutaunionen, selvom den enkelte reduktion i handelsomkostningerne er begrænset. Flam og Nordström (2007) undersøger dette og finder, at effekten af euroen på handlen især er betydende på varegrupper med en kompleks produktionsproces, der netop udgør en stor andel af udenrigshandlen.

Mange analyser af euroen

Rose (2000) fremkom stort set samtidig med indførelse af euroen, som uden sammenligning er den største valutaunion, der er dannet mellem lande, som i forvejen er tæt integreret i verdenshandlen, og har en veludviklet intern handel ved unionens oprettelse. Det er derfor ikke overraskende, at der efterfølgende er fremkommet en lang række analyser af euroens betydning for handlen.

Forholdsvis store effekter på handel mellem eurolande

Resultaterne af disse analyser peger generelt på, at der er betydelige positive effekter på handlen af indførelsen af euroen. Handelseffekterne er dog markant lavere end dem, som Rose oprindeligt fandt i sin analyse. En hovedforklaring er, at Rose (2000) inkluderer unioner mellem mindre udviklede lande, som før indførelsen af valutaunionen ikke var integreret i verdenshandlen. Resultaterne af euroens betydning for handelsomfanget mellem eurolandene varierer fra nogle få procents ekstra handel til stigninger på over 30 pct.³⁶ Også for handlen mellem deltager- og ikke-deltagerlande findes generelt en stigning i handlen, men i overensstemmelse med Rose (2000) findes typisk, at denne effekt er væsentligt mindre end mellem de deltagende lande.

36) Der er også studier, som finder endnu større effekter. Gil-Pareja mfl. (2008) finder stigninger i handlen som følge af euroen på over 50 pct.

Analyse søger at isolere effekten af euro – også på Danmarks handel

I det følgende gennemføres en analyse af handelseffekterne af euroen med udgangspunkt i metoden fra Rose (2000). Analysen kan ses som en opdatering af Flam og Nordström (2006) og Flam og Nordström (2007), og den har betydelige lighedspunkter med Flam mfl. (2009)³⁷. I nærværende analyse inkluderes de 10 lande, som oprindeligt fastlåste valutakurserne i 1999³⁸, og 10 OECD-lande, som ikke er med i eurozonen³⁹. Analysen har til formål at vurdere effekten af euroens indførelse på a) eksporten fra eurolande til andre eurolande, b) eksporten fra eurolande til ikke-eurolande og c) eksporten fra ikke-eurolande til eurolande. Alle tre effekter måles i forhold til udviklingen i eksporten fra ikke-eurolande til andre ikke-eurolande. Analysen har særligt fokus på, hvordan Danmarks handel påvirkes af etableringen af euroen, og på, om der er forskel på handels-effekten for Danmark og effekten for Sverige og Storbritannien, som er de to øvrige EU15-lande, der ikke er en del af euroområdet, men som i modsætning til Danmark har valgt at have fleksibel valutakurs i forhold til euroen.

Analysen opdeler lande i to grupper

Princippet i den gennemførte analyse er at betragte udviklingen i handlen mellem de 20 lande både før og efter tidspunktet for euroens indførelse. Handlen opdeles i henholdsvis handelsstrømme, hvor mindst ét af landene er et euroland, og handelsstrømme mellem lande, der ikke er eurolande. Hvis der på tidspunktet for euroens indførelse sker en ændring i handlen, som involverer mindst et euroland, og som ikke sker for handlen mellem de lande, der ikke er eurolande, tilskrives denne ændring euroens indførelse. Effekten af euroen måles således som forskellen mellem ændringen i handlen, som involverer mindst ét euroland, og ændringen i handlen mellem to ikke-eurolande.

- 37) Flam og Nordström takkes for venligst at have stillet deres omfattende datasæt til rådighed for analysen.
- 38) Der var 11 lande, som fastlåste valutakurserne i 1999: Belgien, Finland, Frankrig, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig. I handelsdata behandles Belgien og Luxembourg imidlertid som ét land, hvorfor der kun er 10 lande i datasættet. Grækenland, som tiltrådte i 2001, er ikke inkluderet i datasættet.
- 39) Disse lande er Danmark, Storbritannien, Sverige, Norge, Schweiz, Australien, New Zealand, Japan, USA og Canada.

I faglitteraturen kaldes metoden derfor “difference in difference”.

**Isolering af
handelseffekter af
euro**

Der er tre elementer, som er centrale i metoden, og som derfor også diskuteres i den litteratur, der søger at fastlægge størrelsen af handelseffekterne af euroen. For det første skal det vurderes, om der er andre forhold end euroen, som på samme tidspunkt påvirker handlen mellem gruppen af eurolande uden at påvirke handlen mellem gruppen af ikke-eurolande i samme omfang. For det andet skal det vurderes, om der er forhold, som ændrer samhandlen mellem ikke-eurolandene, og som ikke i samme omfang påvirker eurolandene. Endelig skal det vurderes, hvor lang en periode før og efter euroens indførelse, der lægges til grund for analysen.

**Særligt det indre
marked og stigende
integration i EU
kan påvirke
resultatet**

Risikoen for at inkludere andre samtidige ændringer, der påvirker eurolandene, vedrører især spørgsmålet om andre dele af den europæiske integration såvel inden for EU som i EØS-samarbejdet. En måde at kontrollere for dette er at indskrænke kontrolgruppen til at bestå af lande, der er EU-medlemmer (eller alternativt er med i EØS-samarbejdet) fra midten af 1990'erne, men som ikke er en del af Euroland. Baldwin mfl. (2008) indskrænker eksempelvis kontrolgruppen til Danmark, Storbritannien og Sverige. Blandt andet som følge af denne ændring opnås relativt lave handelsgevinster mellem eurolande som følge af euroen på kun et par pct.⁴⁰ Denne kontrolgruppe betyder, at alle landene i analysen er en del af det indre marked, som må forventes også at påvirke handelsmønstret. Imod reduktionen i kontrolgruppen taler, at den derved bliver meget lille og derfor vil have en tendens til at være domineret af landespecifikke forhold.

**Lille kontrolgruppe
giver også problem**

Flam og Nordström (2007) rapporterer resultater for såvel en stor kontrolgruppe med 10 OECD-lande som for en lille kontrolgruppe bestående alene af Danmark, Storbritannien og Sverige. Euroens effekt på handlen mellem eurolande estimeres til 26 pct. med den store kontrolgruppe og 21 pct.

40) Analysen inkluderer endvidere indeks for udviklingen i det indre marked og for udviklingen i den finansielle integration i EU. Dette er med til at reducere den estimerede handelseffekt af euroen.

med den lille kontrolgruppe. Forskellen mellem de to estimater skyldes ikke mindst Danmarks relativt større vægt i den lille kontrolgruppe, jf. diskussionen nedenfor.

Behov for forsigtighed i fortolkning af resultaterne

Nærværende analyse anvender som nævnt en kontrolgruppe på 10 lande. Det indebærer, at der er en risiko for, at effekter, som hidrører fra det indre marked, kan blive inkluderet som en euroeffekt. Der er også en risiko for, at analysen fanger effekter af ændrede handelsaftaler mellem Australien og New Zealand samt mellem USA og Mexico i samme periode, hvilket kan have haft negativ virkning for USA's handel med f.eks. Canada. Der er derfor grund til at være forsigtig med vurderingen af størrelsen af den estimerede effekt af euroen på eksporten.

Der kontrolleres for effekt af det indre marked

For at reducere risikoen for fejlagtigt at opfange effekterne af den europæiske integration opdeles landene i tre grupper: eurolande, EU15-lande, som er ikke-eurolande, og en kontrolgruppe bestående af OECD-lande uden for EU. Der kan således laves parvise sammenligninger mellem grupperne, som tager højde for en eventuel effekt af det indre marked. Herudover viser det sig relevant at opdele eurolandene i en gruppe, der førte fastkurspolitik over for D-marken igennem 1990'erne og de resterende eurolande.

Data for den bilaterale handel i faste priser

Analysen tager udgangspunkt i data for den bilaterale eksport i faste priser fra et land til et andet. I data er handel med energiprodukter og energi-råvarer udeladt, fordi der er problemer med omregning til faste priser.⁴¹ Data dækker perioden fra 1995-2006.⁴²

Dataseriens længde kan påvirke resultaterne

Længden af dataserien kan have betydning for resultaterne af flere grunde. For det første er der en tendens til, at effekten af euroen vokser, når flere år efter indførelsen inklude-

41) Ekskluderede varer er ISIC (rev. 3) gruppe 10-12 plus 23. Prisen på disse er meget mere påvirket af ændringer i olieprisen end øvrige varer. Ved at måle værdierne af disse varer i forhold til et generelt prisindeks (således som det gøres ved dannelse af eksport i faste priser) opnås, at ændringer i den relative pris på olie delvist vurderes som ændringer den omsatte mængde af varerne.

42) Ved at starte analysen i 1995 undgås problemer med ændret statistik for handelsstrømme for transithandel, som skete i 1993.

res i analysen. For at inddrage dette aspekt opdeles den betragtede periode efter ØMU's dannelselse i to: En overgangsperiode 1999-2001 med uigenkaldeligt fastlåste kurser og en egentlig europeriode 2002-06. For det andet er der også en tendens til, at euroeffekterne bliver større, hvis analysen baseres på en længere periode før euroens indførelse. Berger og Nitsch (2005) argumenterer for, at den handelsmæssige integration mellem eurolandene er en gradvis udvikling gennem efterkrigstiden. De argumenterer derfor for, at analyser af euroens indførelse, som viser en positiv effekt på handlen, delvis afspejler dette forhold. De analyserer handelsdata fra 1948 og introducerer en tidstrend for handel mellem de 11 eurolande samtidig med den sædvanlige metodes indikator for handlen mellem eurolandene efter indførelsen af euroen. Analysen indebærer, at handelsudviklingen forklares af tidstrenden, men denne fjerner forklaringsværdien af euroens effekt på handlen mellem eurolandene. I nærværende analyse testes for en tendens til tidsafhængighed i handlen mellem EU-lande efter 1995 ved at introducere et ekstra sæt tids-indikatorer, jf. den efterfølgende diskussion.

Analysen tager udgangspunkt i gravitationsmodellen

Den anvendte forklaringsmodel for eksporten fra et land til et andet tager udgangspunkt i den såkaldte gravitationsmodel, der er den hyppigst anvendte modelramme i handelsteorien.⁴³ Udgangspunktet er, at eksporten fra et land til et andet på et givet tidspunkt afhænger af niveauet for de to landes BNP, konjunktursituationen i de to lande samt den reale valutakurs (som udtryk for konkurrencesituationen). Effekten af disse forklarende variable antages at være uafhængig af det betragtede landepar. Herudover inkluderes en indikator for hvert enkelt år, som fanger den generelle udvikling i verdenshandlen. For hvert enkelt landepar inkluderes en indikator, som kontrollerer for de tidsafhængige forhold, der normalt antages at have betydning for handlen mellem to lande, såsom geografisk nærhed, fælles kultur osv. Det antages, at denne tidsafhængige indikator også fanger effekten af handelsomkostninger, som derfor

43) Navnet angiver en analogi til den klassiske fysik. Newtons gravitationslov indebærer, at tiltrækningskraften mellem to partikler kan skrives som en konstant gange produktet af de to partiklers masse delt med den kvadrerede afstand.

ikke inkluderes eksplicit i forklaringen. Analysen er nærmere beskrevet i boks II.6.

Små handelsstrømme vejer lige så tungt i analysen som store

Modellen estimeres som et panel, der dækker data for bilaterale eksportstrømme for de 20 betragtede lande i perioden 1995-2006. Estimationsmetoden indebærer, at alle eksportstrømme får samme vægt ved fastlæggelsen af parametrene størrelse. Dette betyder eksempelvis, at Danmarks (relativt lille) eksport til Belgien har samme vægt som f.eks. Tysklands (relativt store) eksport til Frankrig.

Effekten af euroen måles ved at sammenligne med ikke-eurolande

Effekten på eksportstrømmene af euroens indførelse antages at kunne måles ved at indføre to sæt af indikatorer. Det første sæt indikatorer antager værdien 0 før euroens indførelse og 1 i perioden 1999-2001 (og derefter 0 igen), mens det andet sæt antager værdien 0 før euroens indførelse og 1 i perioden 2002-06 (og 0 i perioden 1999-2001). Hvert af disse to sæt består af tre indikatorer: Den første euro-indikator tilknyttes handelsstrømme, der går fra et euroland til et andet, den anden euro-indikator knyttes til eksport fra et euroland til et ikke-euroland, mens den tredje og sidste indikator tilknyttes eksport fra et ikke-euroland til et euroland. Brugen af indikatorer indebærer, at handelseffekterne af ØMU'en måles relativt til de eksportstrømme, der ikke har tilknyttet en indikator – hvilket vil sige eksport fra et ikke-euroland til et andet ikke-euroland.

Koefficient til euro-indikator måler merstigning i eksport

Der koncentrerer i det følgende om resultaterne vedrørende det sæt af euro-indikatorer, der vedrører perioden 2002-06. Hvis eksporten fra lande, der er med i euroen, til andre eurolande i den betragtede periode stiger mere end handlen mellem ikke-eurolande, vil det give anledning til, at der estimeres en positiv parameter til indikatoren. Parameteren til indikatoren vedrørende eksport inden for Euroland kan dermed tolkes som den typiske merstigning i eksport mellem eurolandene, der er sket fra 1995-98 til 2002-06, i forhold til væksten i eksport mellem ikke-eurolande, når der er korrigeret for bl.a. udviklingen i konjunktursituationen og konkurrenceevnen som udtrykt ved den reale valutakurs.

Den i analysen anvendte ligning til estimation af ØMU'ens effekt på handlen ser således ud

$$\ln X_t^{ij} = \beta_1 \ln Y_t^i + \beta_2 \ln Y_t^j + \beta_3 \ln E_t^{ij} + \beta_4 \ln E_{t-1}^{ij} + \beta_5 \ln E_{handel}^j + \beta_6 \ln E_{handel,t-1}^j + \beta_7 \text{Gap}_t^i + \beta_8 \text{Gap}_t^j + \beta_9 D_t^{ij} + \beta_{10} D_{tid,t} + \beta_{11} \text{Demup}1_t^{11} + \beta_{12} \text{Demup}1_t^{10} + \beta_{13} \text{Demup}1_t^{01} + \beta_{14} \text{Demup}2_t^{11} + \beta_{15} \text{Demup}2_t^{10} + \beta_{16} \text{Demup}2_t^{01}$$

Toptegn i angiver varens oprindelsesland, mens toptegn j indikerer varens destinationsland, fodtegn t indikerer tidspunkt, mens X er den reale vareeksport og Y er realt BNP. E^{ij} er eksportlandets bilaterale reale valutakurs i forhold til importlandets, der beregnes som forholdet mellem prisniveauet i land i og j omregnet til samme valuta. E_{handel}^j er importlandets handelsvægtede reale effektive valutakurs, der beregnes som forholdet mellem prisniveauet i importlandet og de lande, det handler med. Det anvendte prisniveau i de reale valutakurser er producentprisindekset. Gap er output gap og dermed et mål for kapacitetspresset, mens D^{ij} er en bilateral indikator, der tager højde for de forhold, der har særlig betydning for handlen mellem et bestemt par af lande, og som er konstant over tid så som afstand, sprogforskelle, fælles grænse samt kystadgang. $D_{tid,t}$ tager højde for forhold, der et givet år påvirker alle landenes udenrigshandel på samme måde såsom konjunktursituationen i verdensøkonomien. Den estimerede koefficient til henholdsvis $\text{Demup}2^{11}$, $\text{Demup}2^{10}$ og $\text{Demup}2^{01}$ måler effekten af euroen på eksporten mellem eurolandene, eksporten fra eurolande til ikke-eurolande, samt eksporten fra ikke-eurolande til eurolande. Den relevante indikator i en given bilateral eksport antager værdien 1 i perioden 2002-06, mens de øvrige er 0. Koefficienterne til variablene $\text{Demup}1^{11}$, $\text{Demup}1^{10}$ og $\text{Demup}1^{01}$ har en tilsvarende fortolkning, idet den relevante indikator i en given bilateral eksport dog antager værdien 1 i perioden 1999-2001. Denne ligning svarer til estimation I, jf. tabel II.6.

Specifikationen af euro-indikatorerne indebærer, at udviklingen i eksport, som involverer mindst et euroland, sammenlignes med eksport mellem lande, der ikke er med i euroen. Effekten af euroen antages at blive opfanget som koefficienten til den relevante indikator. Konstruktionen med to sæt af indikatorer betyder, at det er muligt at sammenligne niveauet for eksporten i perioden 1995-1998 med niveauet i f.eks. perioden 2002-06. Der er gennemført en række estimationer, hvor den viste specifikation er varieret på forskellig vis. Formålet med disse supplerende estimationer er dels at vurdere følsomheden i resultaterne over for mindre ændringer i specifikationen, dels at forbedre grundlaget for at vurdere de mulige handelseffekter for Danmark (og Sverige og Storbritannien). Disse alternative specifikationer fremgår også af tabel II.6:

Fortsættes

I estimation II søges effekten af euroen isoleret fra effekten af det indre marked. Dette sker ved at opdele estimationens tidsindikator, således at alle europæiske lande tildeles én fælles tidsindikator, mens alle øvrige lande tildeles en anden. Da de i estimationen medtagne europæiske lande alle er en del af det indre marked, er det hensigten, at den fortsatte udvikling i det indre marked bliver isoleret i denne tidsindikator, og dermed ikke bliver tillagt euroen.

I estimation III undersøges, om de målte euroeffekter afhænger af den førte pengepolitik i 1990'erne. Eurolandene grupperes i tidligere fastkurslande og øvrige lande. Førstnævnte gruppe er karakteriseret ved i 1990'erne at have ført konsekvent fastkurspolitik overfor D-marken. Hver gruppe af eurolande tildeles 4 euro-indikatorer, der måler henholdsvis effekten på eksporten mellem f.eks. tidligere fastkurslande, eksporten fra tidligere fastkurs- til øvrige eurolande, eksporten fra tidligere fastkurslande til ikke-eurolande samt eksporten fra ikke-eurolande til fastkurslande og tilsvarende for gruppen af øvrige eurolande.

I estimation IV søges effekten for hvert af landene Danmark, Sverige og Storbritannien sammenlignet med henholdsvis gruppen af fastkurslande og gruppen af øvrige eurolande, således at de fire principielt forskellige kombinationer af valutakursregimer, som landene har haft, kan sammenlignes over for samme kontrolgruppe. Det gøres ved, at hvert af de tre lande placeres i en gruppe for sig og bliver tildelt 4 euro-indikatorer for henholdsvis eksport til eurolande, eksport til ikke-eurolande, eksport fra eurolande til landet og eksport fra ikke-eurolande til landet. Samtidig opdeles eurolandene i fastkurslande og øvrige lande som i estimation III.

Herudover undersøges de landespecifikke forskelle for eurolandene. Dette gøres ved at tildele særskilte euro-indikatorer for hvert euroland. Resultatet er præsenteret i figur II.20.

Datasættet dækker perioden 1995-2006 og indeholder bilaterale vareeksporttal for følgende 20 lande: Østrig, Belgien (inkl. Luxembourg), Tyskland, Spanien, Finland, Frankrig, Italien, Irland, Holland, Portugal, Danmark, Storbritannien, Sverige, Norge, Schweiz, Australien, Canada, Japan, New Zealand og USA.

Store stigninger i eksporten som følge af euroen

Den første analyse, der gennemføres, svarer til typen af analyser i Flam og Nordström (2006) og Flam og Nordström (2007), blot med et ekstra års observation inkluderet. Analysen bekræfter umiddelbart de hidtil fundne effekter af indførelsen af euroen. Hvis effekten på eurolandenes eksport måles i forhold til en kontrolgruppe bestående af alle 10 ikke-eurolande i datamaterialet, kan den isolerede effekt af euroens permanente forøgelse af handelsomfanget opgøres til:

- En forøgelse af eksporten mellem deltagerlandene med omkring 20 pct.
- En forøgelse af eksporten fra deltagerlande til ikke-deltagerlande med omkring 15 pct.
- En forøgelse af eksporten fra ikke-deltagerlande til deltagerlande med omkring 10 pct.

Ikke-eurolande kan øge eksporten med 10 pct.

Disse resultater indikerer, at et gennemsnitligt nuværende ikke-euroland kunne have haft en eksport til eurolandene, der var omkring 10 pct. højere, hvis det havde indført euroen og opnået en eksporteffekt svarende til et gennemsnitligt euroland. Resultaterne er opsummeret i søjle I i tabel II.6.

Handelseffekterne kan være under- vurderet

Flere artikler peger på, at den fulde effekt på eksporten af valutaunioner først opnås med flere års forsinkelse på grund af træghed i handelsmønstrene. Frankel (2008) skønner på baggrund af resultaterne i Glinck og Rose (2002), at 2/3 af effekten indtræder i løbet af de første tre årtier efter ændringen i valutakursregimet. Data til nærværende analyse dækker kun 8 år efter overgangen til ØMU'ens tredje fase. Effekten af euroen på eksporten i analyseperioden kan dermed være et underkantsskøn for effekten på lang sigt.

Tabel II.6 Effekt på vareeksport af euroen, pct.

	I	II	III	IV
Eksport fra euroland til euroland	22 *	24 *	-	
- Eksport fra kerne til kerne	-	-	25 *	27 *
- Eksport fra kerne til periferi	-	-	34 *	35 *
- Eksport fra periferi til kerne	-	-	8	10
- Eksport fra periferi til periferi	-	-	15 *	16 *
Eksport fra euroland til ikke-euroland	15 *	16 *	-	
- Eksport fra kerne til ikke-euroland	-	-	31 *	37 *
- Eksport fra periferi til ikke-euroland	-	-	0	4
Eksport fra ikke-euroland til euroland	9 *	10 *	-	
- Eksport fra ikke-euroland til kerne	-	-	10 *	12 *
- Eksport fra ikke-euroland til periferi	-	-	7	4
Eksport fra DNK til euroland	-	-	-	32 *
Eksport fra DNK til ikke-euroland	-	-	-	27 *
Eksport til DNK fra euroland	-	-	-	3
Eksport til DNK fra ikke-euroland	-	-	-	16
Eksport fra SWE til euroland	-	-	-	9
Eksport fra SWE til ikke-euroland	-	-	-	-3
Eksport til SWE fra euroland	-	-	-	10
Eksport til SWE fra ikke-euroland	-	-	-	-13 *
Eksport fra GBR til euroland	-	-	-	-3
Eksport fra GBR til ikke-euroland	-	-	-	-9
Eksport til GBR fra euroland	-	-	-	6
Eksport til GBR fra ikke-euroland	-	-	-	-9

Anm.: I: Basisestimation.

II: Basisestimation inkl. tidsindikator for Europa (korrektion for effekt af indre marked).

III: Eurolande opdelt i "kerne"- og "ikke-kerne"-lande afhængigt af om de i 1990'erne førte konsekvent fastkurspolitik. "Kerne"-lande er: Belgien, Frankrig, Holland, Tyskland og Østrig, mens Finland, Italien, Irland, Portugal og Spanien er "periferi"-lande.

IV: Eurolande opdelt i "kerne"- og "ikke-kerne"-lande afhængigt af om de i 1990'erne førte konsekvent fastkurspolitik. "Kerne"-lande er: Belgien, Frankrig, Holland, Tyskland og Østrig, mens Finland, Italien, Irland, Portugal og Spanien er "periferi"-lande.

Særskilte effekter for Danmark, Sverige og Storbritannien. Effekterne for "ikke-eurolande" vedrører kun Norge, Schweiz, Australien, Canada, Japan, New Zealand og USA.

* angiver, at effekten, der vedrører perioden 2002-2006 i forhold til perioden 1995-1998, er statistisk signifikant på et 5 pct.-niveau.

Kilde: Egne beregninger, jf. boks II.6.

**Handelseffekt
skyldes ikke det
indre marked**

De betydelige effekter på eksporten af introduktionen af euroen giver anledning til at overveje, om en del af effekten kan skyldes andre forhold. Som nævnt kan EU's indre marked – primært som følge af introduktionen af fælles standarder mv. – forventes også at påvirke handlen inden for EU- og EØS-landene. For at kontrollere for, om den gradvise gennemførelse af det indre marked gav anledning til en gradvis forøget handel mellem EU-landene, udskiftes den fælles tidsindikator for udviklingen i verdenshandlen med to separate sæt tidsindikatorer for henholdsvis europæiske lande og øvrige lande. Dette påvirker ikke resultaterne af indførelsen af euroen i nærværende analyse. Resultatet står i kontrast til f.eks. Berger og Nitsch (2005), men årsagen skal formentlig søges i den forholdsvis korte tidsserie, der anvendes i nærværende analyse. Resultaterne af denne analyse er gengivet som søjle II i tabel II.6.

Store landespecifikke forskelle i handelseffekterne

**Stor forskel i euro-
effekten på eksport**

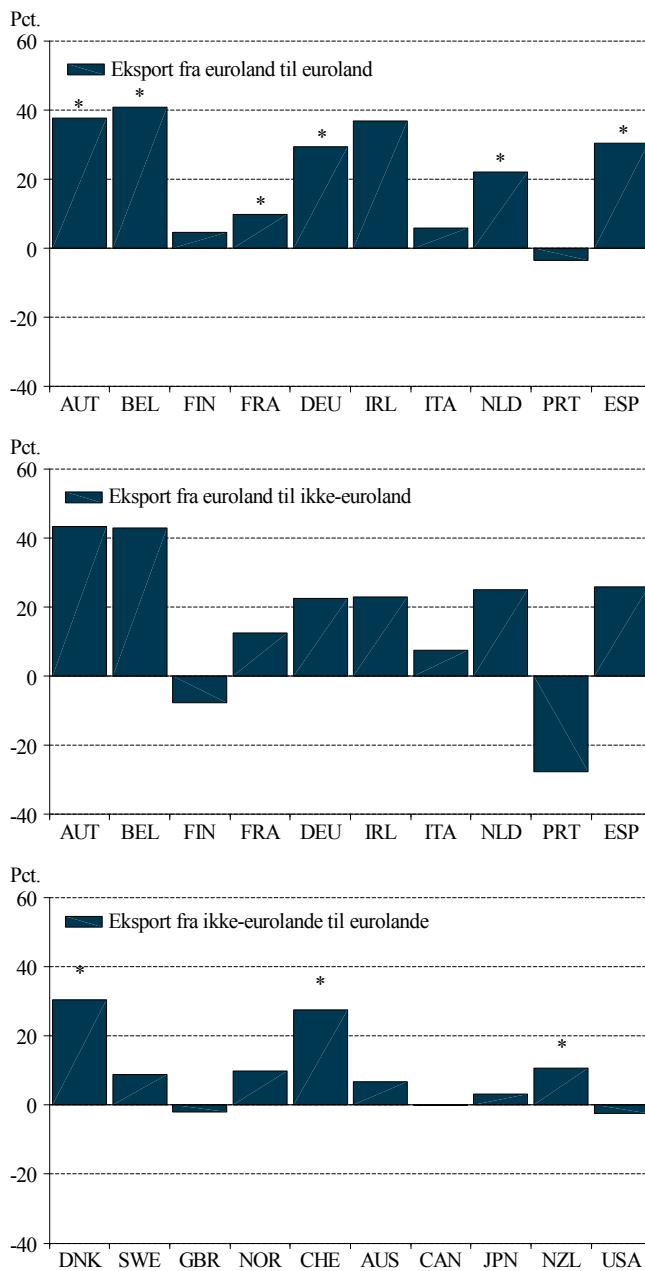
De hidtil gennemgåede analyser følger traditionen i litteraturen og tildeler en gennemsnitlig eksporteffekt til alle eurolande og alle ikke-eurolande. I det følgende undersøges, om der er markante forskelle på eksporteffekten for de forskellige deltagerlande. Kontrolgruppen bestående af de 10 ikke-eurolande fastholdes i denne analyse. Resultatet er, at der er endog betydelig forskel på, hvor stor effekt euroen har haft på de forskellige eurolandes eksport, jf. figur II.20.

**Belgien, Spanien,
Tyskland og Østrig
har de største
isolerede effekter af
euroen**

For Belgien, Spanien, Tyskland og Østrig estimeres euroen at have haft en isoleret positiv betydning for udviklingen i eksporten til andre eurolande på mindst 30 pct.⁴⁴ For Holland og Frankrig estimeres også statistisk sikre positive effekter på eksport til andre eurolande af euroens indførelse, om end i mindre omfang end for førstnævnte lande. For Finland, Italien, Portugal og Irland har indførelsen af euroen

44) Irland har også haft en stor effekt, men denne effekt er på trods af størrelsen ikke statistisk sikker.

Figur II.20 Landespecifikke eksporteffekter af ØMU'en



Anm.: En * angiver, at estimatet er statistisk signifikant på 5 pct.-niveau.

Kilde: Egne beregninger på Flam og Nordströms datasæt.

ikke haft nogen statistisk sikker effekt på eksport til andre eurolande. Fordelingen af euroens effekter på de enkelte eurolandes eksport til ikke-deltagerlande svarer stort set til ovennævnte. Det bemærkes, at effekten på eksport til ikke-deltagerlande for de fleste eurolande har næsten samme numeriske størrelse som effekten på eksport til eurolande.

Største euroeffekt for tidligere fastkurslande

Der er et betydeligt sammenfald mellem de eurolande, som har fået de største eksportgevinster ved euroens indførelse, og lande som i 1990'erne førte konsekvent fastkurspolitik over for D-marken, dvs. Belgien, Frankrig, Holland og Østrig.⁴⁵ Derfor opdeles eurolandene i henholdsvis de tidligere fastkurslande og øvrige lande, og det vurderes, om der er en forskellig eksporteffekt af euroen for de to grupper af lande. Analysen indebærer fortsat, at resultaterne måles i forhold til en kontrolgruppe bestående af alle 10 ikke-eurolande i datasættet, jf. søjle III i tabel II.6.

Væsentligt større euroeffekt for tidligere fastkurslande end for gennemsnittet af eurolande

Estimationen, hvor eurolandene opdeles i to grupper, viser, at de tidligere fastkurslande har opnået markant større eksporteffekter end det gennemsnitlige euroland. Analysen giver som resultat, at den isolerede effekt af euroens indførelse er en stigning på 25 pct. i eksporten mellem kernelandene og en stigning på 34 pct. i disse landes eksport til periferilandene samt en stigning på 31 pct. i eksporten til ikke-eurolande. Det er i alle tilfælde en væsentligt større effekt end for eurolandene i gennemsnit, hvilket fremgår ved at sammenligne med standardestimationen, som er præsenteret som søjle I i tabel II.6.

Meget begrænset effekt for øvrige eurolande ...

For de øvrige lande i euroen – dvs. for de eurolande, der ikke førte en konsekvent fastkurspolitik i 1990'erne – findes i denne estimation stort set ingen effekt af indførelsen af euroen: Kun eksporten til andre periferilande, der vokser med 15 pct., er statistisk signifikant.

45) Spanien falder uden for den generelle karakteristik ved at have betydelige positive effekter af euroen uden at tilhøre gruppen af fastkurslande.

... en mulig forklaring er fortsat usikkerhed om den reale valutakurs

Umiddelbart kan det overraske, at effekten er størst for lande, som hidtil har ført fastkurspolitik overfor hinanden. Det kunne på forhånd forventes, at elimineringen af valutakursrisikoen ville give større reduktion i den samlede usikkerhed ved overgang fra et system med flydende kurs til indførelsen af euroen. Imidlertid er det sandsynligt, at en del af den hidtidige valutakursrisiko for periferilandene kan have sat sig i form af forøget usikkerhed med hensyn til inflationsforskelle til kernelandene, således at der fortsat er usikkerhed med hensyn til den reale valutakurs. Den manglende effekt kan ses som udtryk for, at der endnu ikke er opnået fuld troværdighed af skiftet i den økonomiske politik fra en politik, hvor indenlandsk inflation korrigeredes ved reduktioner i værdien af den nationale valuta, til en politik, hvor høj indenlandsk inflation skal reduceres gennem en strammere finanspolitik. Dette peger sammen med de tidligere refererede trægheder i handelsmønstret på, at effekterne af euroens indførelse kan være undervurderet i analysen, fordi den fulde gevinst ved euroen ikke er slået fuldt ud i den forholdsvis korte årrække efter euroens indførelse.

Danmark ligner formentlig tidligere fastkurslande

Med hensyn til de handelseffekter, som Danmark kan forventes at opnå ved tilslutning til euroen, peger analysen af kerne- og periferilande på, at det er mest relevant at sammenligne med de effekter, som tidligere fastkurslande har opnået. Det skyldes, at Danmark gennem 1990'erne tilhørte gruppen af lande, der førte fastkurs over for D-marken.

Handelseffekter for Danmark af euroen

Handelseffekter for Danmark, Sverige og Storbritannien vurderes særskilt

I det følgende fokuseres på effekterne for Danmarks eksport som følge af de øvrige landes indførelse af euroen. Det gøres ved at tage såvel Danmark som Sverige og Storbritannien ud af kontrolgruppen af ikke-eurolande og i stedet fastlægge landespecifikke handelseffekter for de tre lande. Ændringen påvirker potentielt de målte effekter af euroen for eurolandene, fordi kontrolgruppen ændres, men i praksis er der dog ikke nævneværdig forskel på disse effekter.

Betydelige eksportstigninger for Danmark som følge af euro

Resultaterne for Danmark er imidlertid bemærkelsesværdige. Analysen peger på, at Danmarks eksport til eurolandene er steget med 32 pct. efter euroens indførelse, mens eksporten til ikke-eurolande er steget med 27 pct., når Danmarks eksport måles i forhold til udviklingen i eksporten mellem de 7 OECD-lande i kontrolgruppen. Den yderligere stigning i den danske eksport til eurolandene er af samme omfang, som de tidligere fastkurslande i euroområdet har opnået. Derimod er stigningen i Danmarks eksport til ikke-eurolande mindre end den tilsvarende stigning for de tidligere fastkurslande i euroområdet, jf. søjle IV i tabel II.6. Forskellen er dog ikke statistisk signifikant, sådan at en mulig tolkning af analysen er, at Danmark, hvad de hidtidige handelsgevinster angår, de facto ligger i samme gruppe som euroens kernelande.

Danmark har opnået større handelseffekter end de tidligere ikke-fastkurslande

Analysens resultat er således, at Danmarks eksport er steget markant efter de andre landes indførelse af euroen. Den estimerede effekt på Danmarks eksport er væsentligt større end for den gruppe eurolande, som i 1990'erne ikke førte en konsekvent fastkurspolitik over for D-marken. Denne gruppe estimeres til at have opnået en stigning i eksporten til eurolandene på omkring 13 pct., mens der ikke findes nogen statistisk sikker effekt på eksporten inden for gruppen af lande uden for euroområdet.⁴⁶

Dansk fastkurspolitik har givet store eksportgevinster

Analyserne peger sammenlagt på, at Danmark har opnået betydelige eksportgevinster efter de øvrige landes indførelse af euroen. Danmarks fastkurspolitik ser således ud til at have givet betydelige handelsgevinster på linje med resultaterne for gruppen af tidligere fastkurslande i euroen.

Effekterne kan blive større med tiden

Som påpeget i litteraturen synes der at være en betydelig træghed i handelseffekterne. De fundne effekter på Danmarks eksport kan således ses som en konsekvens ikke alene af den førte fastkurspolitik over for euroen, men også

46) Effekten er beregnet som et simpelt gennemsnit af effekt på eksporten til de tidligere fastkurs-eurolande og effekten på eksporten til de øvrige eurolande.

af de foregående års fastkurspolitik over for D-marken.⁴⁷ Tilsvarende peger de forholdsvis begrænsede effekter, der findes af euroen, på eksport fra de eurolande, som ikke førte konsekvent fastkurspolitik over for D-marken i 1990'erne, i retning af at euroeffekten kan vokse over tid.

**Ikke nogen
euroeffekt på
Sveriges og
Storbritanniens
eksport ...**

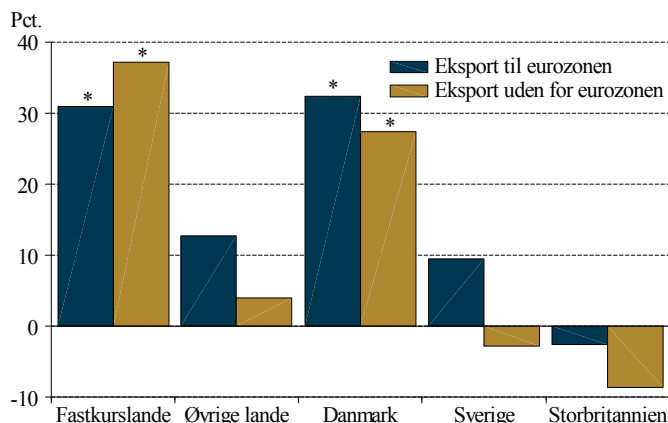
Det kan diskuteres, om de målte effekter kan identificeres som en effekt af euroen, eller om en del af effekten er udtryk for en gradvist forøget integration mellem EU-landene. For at vurdere dette er det oplagt at se på, om der er en tilsvarende euroeffekt på Sveriges og Storbritanniens eksportudvikling. Resultatet af analysen viser, at hverken Sverige eller Storbritannien ved euroens indførelse har opnået en ændring i deres eksport, som er statistisk forskellig fra 0, jf. søjle IV i tabel II.6 og figur II.21.

**... derfor er det en
effekt af euroen og
ikke af EU
integration**

Resultatet er en forholdsvis stærk indikation af, at de målte effekter for såvel eurolandenes som Danmarks eksport ikke kan tilskrives gradvist forøget integration i EU og derfor må vurderes som en kombineret fastkurseffekt og euroeffekt. Sammenfattende peger analysen således på, at der er endog betydelige positive handelseffekter af en varig og troværdig fastkurspolitik og introduktion af en valutaunion.

47) Resultatet er i overensstemmelse med, at Klein og Shambaugh (2006) finder, at der generelt er store og signifikante effekter på den bilaterale handel mellem to lande, hvor det ene binder sin valutakurs til det andet lands valuta.

Figur II.21 Eksporteffekter



Anm.: Fastkurslande: Tyskland, Holland, Belgien, Frankrig og Østrig
Øvrige lande: Finland, Irland, Italien, Portugal og Spanien.

Kilde: Egne analyser på data fra Flam og Nordström.

Handel, produktion og velfærd

Effekten fra øget handel til øget velstand er central for vurdering af handelseffekterne

Analysen ovenfor peger på, at indførelsen af euroen har givet anledning til en betydelig ekstra eksport både fra medlemslandene og de lande, som handler med eurolandene. For Danmark vurderes det på baggrund af analysen, at eksporten er steget med 20 til 30 pct. som følge af indførelsen af euroen. Det er naturligvis godt for eksportvirksomhederne, men spørgsmålet er, i hvilket omfang det giver et generelt løft i velstanden i økonomien.

Handelsteori peger på, at handel fører til øget produktivitet for ressourcerne

Traditionel handelsteori peger på, at handel med færdigvarer fører til en mere effektiv udnyttelse af landets ressourcer gennem opnåelse af komparative fordele. Det betyder, at landets ressourcer opnår en højere effektiv produktivitet end i situationen med et lavere handelsomfang, og dermed stiger den reale værditilvækst ved produktionen, således at handel fører til en højere realindkomst. Tilsvarende peger nyere handelsteori på, at øget handel vil indebære forøget udnyttelse af stordriftsfordele og øget velstand gennem øget konkurrence. Der er således en betydelig teoretisk litteratur, der har som resultat, at øget handel giver anledning til øget velstand.

Størrelsesorden af effekten på velstanden belyses ved et regneeksempel

I Flam mfl. (2009) illustreres ved hjælp af et simpelt regneeksempel, hvordan BNP-ækvivalenten af en handelsgevinst opstår. Effekten på eksporten (samt importen) for ikke-eurolande af at indføre euroen er estimeret til omkring 10 pct. både på handlen med eurolande og ikke-eurolande. Hvis det hypotetisk antages, at det i gennemsnit koster 10 pct. mere at producere de ekstra importerede varer indenlands, opnås en resursebesparelse ved øget udenrigshandel. Flyttes resurserne således, at de i stedet anvendes til at producere de 10 pct. ekstra eksport, der skal anvendes til at købe 10 pct. mere import, har de nu 10 pct. højere produktivitet end tidligere. Hvis eksportens andel af BNP er 50 pct. inden indførelsen af euroen, og 50 pct. af den ekstra eksport er værditilvækst (importindholdet ved produktion af eksportvarer er 50 pct. af salgsprisen), giver handelsgevinsten på 10 pct. sig udslag i en BNP-gevinst på $(0,1 \times 0,1 \times 0,5 \times 0,5 =) 0,25$ pct. BNP-gevinsten viser sig altså med disse antagelser at være betydeligt lavere end handelsgevinsten.

Fald i omkostningerne på 8 pct. som følge af fastkurspolitikken

I regneeksemplet i Flam mfl. (2009) er den valgte produktivitetstigning tydeligt arbitrært valgt. Man kan imidlertid ad anden vej forsøge at få et indtryk af dens formodede størrelsesorden. Den ovenstående analyse af handelsstrømmene peger på, at Danmark har fået en ekstraordinær eksportstigning på omkring 30 pct. til både euro- og ikke-eurolande efter euroens indførelse som følge af vores fastkurspolitik. Samtidig er eksporten fra de øvrige ikke-eurolande til euroens kernelande steget ekstraordinært med 12 pct., mens der ikke har været nogen statistisk signifikant eksportstigning fra ikke-eurolandene til periferilandene i euroen. Antages det, at Danmark i tilfældet, hvor vi ikke havde ført fastkurspolitik, også havde fået en ekstraordinær eksportstigning på 12 pct. til eurokernelandene, og at eksporten til disse lande udgør omkring halvdelen af vores samlede eksport, svarer det til, at gevinsten ved vores fastkurspolitik kan udtrykkes som en ekstraordinær stigning i vores samlede eksport på $(30-12/2 =) 24$ pct. I den makroøkonometriske model SMEC er den langsigtede elasticitet for industrieksporten estimeret til omkring 3 pct. Det indebærer, at der skal et fald i de samlede omkostninger ved industrieksport på 8 pct. til at skabe en stigning på 24 pct. Tager man dette tal som dækkende for hele samhandlen, indebærer den ovenfor

nævnte stigning på 24 pct. altså et gennemsnitligt fald i omkostningerne ved Danmarks samlede udenrigshandel med varer på 8 pct. i forhold til en situation, hvor Danmark ikke havde ført fastkurspolitik over for Euroland. Dette fald i omkostningerne svarer til den produktivitetsforskel, som Flam mfl. omtaler, da produktivitetsforskelle er en hovedårsag til, at nogle varer kan fremstilles billigere i udlandet end herhjemme.

Handelsgevinsten ved fastkurspolitik kan omregnes til en BNP-effekt på godt ½ pct.

For Danmarks vedkommende udgør vareeksporten ca. 33 pct. af BNP. Danmark har imidlertid også en betydelig eksport af tjenesteydelser, sådan at den samlede eksport udgør 55 pct. af BNP. Selvom den økonometriske analyse ovenfor kun dækker varehandel, antages det her, at virkningerne for udenrigshandel med tjenesteydelser er af samme størrelsesorden. Ligeledes antages det, at prislelsomheden i hele udenrigshandlen er den samme som for industrieksporten. Samtidig er importindholdet i den danske eksport omkring 40 pct., sådan at værditilvæksten udgør de resterende 60 pct. Med alle disse forudsætninger er det muligt at oversætte en stigning i den samlede udenrigshandel for Danmark på 24 pct. til en stigning i BNP på ca. 0,6 pct. ($\approx 0,24 \times 0,08 \times 0,55 \times 0,6$). Det er klart, at dette regnestykke hviler på en lang række antagelser, som hver for sig er usikre. Det gælder ikke mindst antagelsen om udenrigshandlens følsomhed over for prisændringer og dermed, hvor stort et fald i det gennemsnitlige omkostningsniveau for udenrigshandlen fastkurspolitikken kan formodes at have medført. Antages alternativt en lavere elasticitet på 2, indebærer det en omkostningsbesparelse på 12 pct. og en BNP-gevinst på knap 1 pct. Antages en elasticitet i udenrigshandlen på 5, vil det samlede fald i prisniveauet være på omkring 5 pct. og BNP-gevinsten på knap 0,4 pct.

II.7 Finansielle kriser og valutakriser

Mange finansielle kriser gennem de seneste 20 år

De forudgående afsnit har taget udgangspunkt i situationer, hvor der hersker normale forhold på de finansielle markeder. Over de seneste 20 år er den globale økonomi imidlertid blevet ramt af flere finansielle kriser, hvor tilliden til den finansielle sektor er brudt sammen og har hæmmet kapita-

lens bevægelighed. Sådanne kriser vil på nogle områder ramme et land, der som Danmark fører en selvstændig fastkurspolitik, anderledes end et land, som har indført euroen. Specifikt risikerer Danmark at blive ramt af valutakriser, hvilket f.eks. Sverige, Storbritannien eller eurolandene ikke risikerer, idet de tillader deres valutaer at flyde. Det betyder ikke, at de er immune over for finansielle kriser, men at de rammes via andre kanaler.

Afsnittets indhold

Afsnittet her viser, med udgangspunkt i den aktuelle krise, hvordan et fastkursland som Danmark rammes af finansielle kriser, og der drages nogle sammenligninger med, hvorledes landene i euroområdet rammes. Inden da ses der nærmere på valutakriser. Først fremføres nogle forklaringer på deres opståen, og dernæst gennemgås empirisk nogle aspekter ved de danske erfaringer på området siden starten af 1990'erne. Afslutningsvist diskuteres situationer, hvor spekulative angreb tager et så stort omfang, at det ikke er muligt at fastholde fastkursregimet.

Forklaringer på valutakriser

Hvad er en valutakrise?

Ifølge Krugman (2000) eksisterer der ikke en egentlig accepteret definition af en valutakrise. Han anfører, at et hovedtræk ved en valutakrise er "en form for cirkulær logik, hvor investorer forlader en valuta af frygt for en devaluering, og hvor en stor del af krisen, men ikke nødvendigvis hele krisen, netop skyldes den kapitaludstrømning, som frygten forårsager". Burnside mfl. (2008) angiver, at en valutakrise er en episode, hvor en valutakurs deprecierer kraftigt over en kort tidsperiode.⁴⁸

48) Med en sådan afgrænsning vil det ikke være korrekt at omtale situationen i løbet af efteråret 2008, hvor Danmarks Nationalbank flere gange selvstændigt måtte hæve renten for – med succes – at holde kronens værdi over for euro, som en valutakrise. I det følgende vil sådanne situationer imidlertid også falde inden for rammerne af en valutakrise.

Danmark kan opleve en valutakrise, Sverige kan ikke

Sidstnævnte kilde afgrænser endvidere eksplicit emnet valutakriser til lande, der fører fastkurspolitik eller på anden vis søger at styre deres valutakurs. Flood og Marion (1999) benytter også denne afgrænsning, som ligeledes fremgår af Krugman (2000). Herved udelukkes lande, der styrer pengepolitikken ud fra en inflationsmålsætning, som f.eks. Sverige. Som nævnt indledningsvist drages denne sondring også her. I nærværende sammenhæng vil der ved valutakrise forstås situationer, hvor centralbanken i et land med egen valuta og fast kurs må foretage store støtteopkøb (og dermed nedbringe valutareserven kraftigt) og/eller hæve den pengepolitiske rente kraftigt for at forsvare valutapariteten og eventuelt i sidste instans opgive dette forsvar og lade valutaen depreciere eller flyde.

Det traditionelle syn på valutakriser

Traditionelt er valutakriser blevet opfattet som resultatet af en uholdbar finanspolitik. Krugman (1979) samt Flood og Garber (1984) beskriver økonomier, hvor et fastkursregime må opgives, fordi et vedvarende offentligt budgetunderskud finansieres via reduktioner af valutareserven. Når denne er tom, sker finansieringen ved seddeludstedelse, hvilket er uforeneligt med at føre fastkurspolitik. Inden da vil investorerne imidlertid have gennemskuet dette, og for at undgå at lide et kurstab sælger de ud af landets valuta. Dette dræner øjeblikkeligt valutareserven og eliminerer muligheden for at videreføre fastkursregimet. Denne forklaring blev udviklet for at forstå kriserne, der opstod i Latinamerika i slutningen af 1960'erne og i starten af 1970'erne, jf. Kaminsky (2006).

Også holdbare regimer risikerer spekulative angreb

Forklaringen stemmer imidlertid dårligt overens med andre valutakriser. På det teoretiske plan er det tillige ikke oplagt, hvorfor centralbanken udelukkende forsvarer valutakursen ved at sælge ud af valutareserven. Ved at hæve renten bliver det mere attraktivt at placere midler i indlandets valuta, ligesom centralbanken kan påføre et tab til investorer, der spekulerer mod den indenlandske valuta via gældsoptagelse og efterfølgende salg på valutamarkederne. På det empiriske plan er problemet bl.a., at forklaringen stemmer dårligt overens med erfaringerne fra EMS-krisen i 1992-93. Her blev også lande med orden i økonomien udsat for spekulative angreb, jf. bl.a. Obstfeld (1996) og Jeanne (2000). Sidstnævnte konkluderer, at finans- og pengepolitikken muligvis

var for ekspansiv i Italien og Spanien, men at det ikke var tilfældet i Frankrig og Storbritannien. Disse lande led i stedet under en stigende arbejdsløshed og det høje renteniveau, som fulgte med den tyske genforening. Det høje renteniveau svækkede markedets tro på, at landene ville være villige til at øge renten yderligere for at forsvare deres valutakurs.

Omkostningen ved et valutaforsvar kan blive for høj

EMS-krisen førte derfor til udviklingen af en anden type forklaring, der grundlæggende går på, at centralbanken afvejer fordele og ulemper ved at hæve renten. Fordelen er, at fastkursregimet forsvares ved en renteforhøjelse, mens ulempen er, at den kontraktive pengepolitik reducerer beskæftigelsen. Selvom investorerne ved, at centralbankerne i princippet kan forsvare valutaen ved at hæve renten tilstrækkeligt højt, kan de vælge at sætte et spekulativt angreb ind i en tro på, at centralbanken vil finde omkostningen ved forsvaret større end omkostningen ved at opgive fastkursregimet.⁴⁹ Jo flere investorer, der tvivler på centralbankens vilje til at videreføre fastkurspolitikken, jo større bliver presset mod valutaen. Dette kræver yderligere renteforhøjelser, som i sig selv øger omkostningen ved valutaforsvaret, der igen øger sandsynligheden for, at fastkursregimet opgives.

Et valutakollaps kan være resultatet af en selvopfyldende forventning

Dette udelukker ikke, at den økonomiske politik i udgangspunktet fundamentalt set var sund. Forklaringen er forenelig med, at et spekulativt angreb kan sætte ind, selv hvis investorer fejlagtigt vurderer, at den økonomiske politik ikke er forenelig med at føre en fastkurspolitik, og forventer, at valutaen vil kollapse før eller siden. Et spekulativt angreb fremkaldt på denne baggrund kan føre til et øjeblikkeligt

49) Der er omkostninger forbundet med en valutakrise, hvad enten centralbanken forsvarede valutaen eller ej. Hvis centralbanken hæver renten og forsvarede valutaen, vil den strammere pengepolitik tendere mod at reducere beskæftigelsen og investeringsomfanget. Ved at lade valutaen depreciere vil man opnå en konkurrence-mæssig fordel på kort sigt. Til gengæld vil prisen på importerede varer stige, og troværdigheden omkring pengepolitikken blive svækket, ligesom der kan være et politisk tab af prestige forbundet hermed.

pres på valutaen, der ultimativt får centralbanken til at opgive forsvaret, jf. bl.a. Obstfeld (1996).

Incitamentsstrukturen og den asiatiske krise

Den asiatiske valutakrise, der fandt sted i 1997-98, viste sig at være af en helt tredje type. Der eksisterer mange konkurrerende forklaringer herpå, men ifølge Pilbeam (2006) er et generelt fællestegn ved disse, at investorer havde en opfattelse af, at regeringerne i de pågældende lande de facto havde stillet en statsgaranti på bankernes vegne. Dette gav bankerne adgang til billige lån, der blev kanaliseret videre til højrisikable projekter, der ikke var blevet gennemført i fravær af statsgarantierne. I takt med, at antallet af misligholdte lån steg, blev investorerne nervøse for statsgarantiernes påvirkning af den økonomiske holdbarhed og solgte stort ud af de pågældende valutaer.

Danske valutakriser

Kronens udsvingsbånd

Selvom den danske fastkurspolitik må siges at have været succesfuld, jf. afsnit II.4, vil det være forkert at sige, at Danmark er gået uberørt gennem de finansielle kriser. Siden januar 1987 har kronens centalkurs over for euro været fastsat til 7,46.⁵⁰ Som udgangspunkt tillader ERM II-aftalen, der trådte i kraft 1. januar 1999, udsvingsbånd i forhold til denne kurs på +/- 15 pct., men Danmark har indgået aftale om et snævrere bånd på +/- 2,25 pct. Det betyder i praksis, at kronen tillades at svinge mellem en kurs på 7,29 kr. og 7,62 kr. pr. euro.

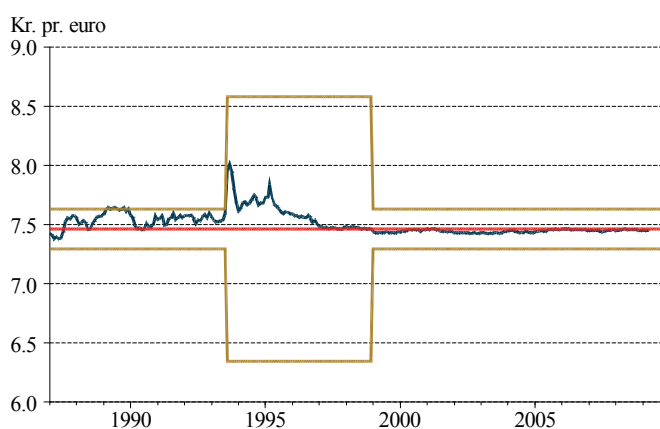
Kronen var under stort pres under EMS-krisen

Kronen samt flere andre valutaer kom under massivt pres under EMS-krisen i 1992-93. Krisen førte til, at Storbritannien og Italien udtrådte af EMS-samarbejdet i september 1992, og de oprindelige udsvingsbånd i ERM'en blev udvidet i august 1993. Kronens værdi faldt, således at der på et tidspunkt i september 1993 skulle bruges omtrent 8 kr. på at købe, hvad der svarede til 1 euro, jf. figur II.22. Herefter blev kronen styrket, men det var først i sommeren 1995, at kursen var tilbage inden for det oprindelige snævre bånd.

50) Centalkursen blev i 1987 oprindeligt fastsat i forhold til D-mark, jf. Abildgren mfl. (2003).

Siden da har kronen ligget stabilt omkring centralpariteten.⁵¹

Figur II.22 Krone/euro-kursen



Anm.: Den midterste røde, vandrette linje angiver kronens centralparitet over for euro. De yderste brune, vandrette linjer angiver kronens tilladte udsvingsbånd ifølge ERM-aftalerne. Figuren er oprindeligt fremstillet i Abildgren mfl. (2003). Seneste observation er april 2009.

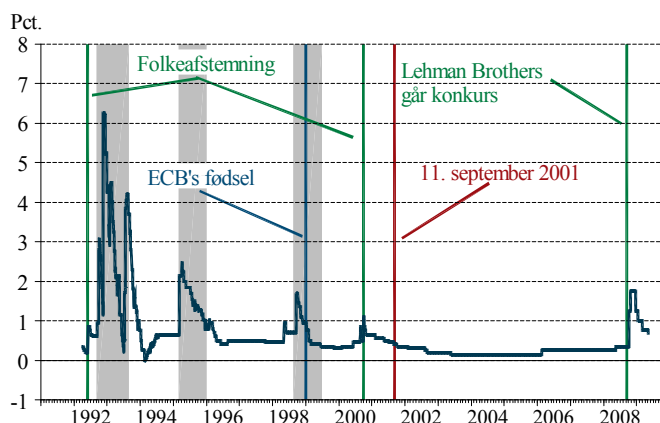
Kilde: EcoWin.

Renteforhøjelser som valutaværn

En bagvedliggende årsag til, at kronen har ligget så stabilt, er, at Nationalbanken løbende har støttet den i perioder, hvor den har været presset. Dette er sket via interventioner i valutamarkedet – altså opkøb af danske kroner og dermed nedbringelse af valutareserven – hvis kronen kortvarigt og i begrænset omfang har været svækket. Mere vedvarende pres er blevet imødegået ved at udvide det pengepolitiske rentespænd i forhold til ECB (og i perioden før 1999 i forhold til Bundesbank). Figur II.23 giver en oversigt over rentespændet siden EMS-krisen og frem til i dag.

51) Flere andre lande ændrede deres centralpariteter over for D-mark i forlængelse af EMS-krisen. For en oversigt henvises til tabel 16.3 i Pilbeam (2006).

Figur II.23 Pengepolitisk rentespænd



Anm.: Det første skraverede område i 1992-93 angiver EMS-krisen. Det næste område i 1995 er uroen, der fulgte med den mexicanske valutakrise. Det tredje og sidste område i 1998-99 dækker perioden, hvor Rusland annoncerede, at landet ikke ville vedligeholde sine gældsforpligtigelser, samt det efterfølgende kollaps af hedgefonden Long-Term Capital Management. I samme periode var markederne stressede af de sydøstasiatiske valutakriser. Seneste observation er april 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Mange kriser siden starten af 1990'erne

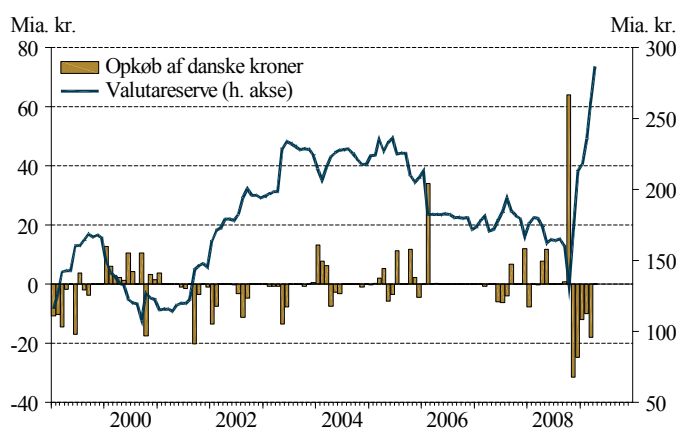
Rentespændet blev udvidet i to omgange i 1992. Første gang, da den danske folkeafstemning om Maastricht-traktaten endte med et nej, og i den forbindelse kun i et mindre omfang. Anden gang skyldtes det EMS-krisen, og her blev renteforøgelsen ganske markant. I den anledning nåede rentespændet et niveau på mere end 6 pct.point i forhold til Tyskland. I 1995 skyldtes udvidelsen af rentespændet følgerne af den mexicanske valutakrise, der startede i december 1994, jf. Pilbeam (2006) og Abildgren mfl. (2003). Stigningen i 1998 fulgte af den uro, der opstod, da Rusland i august annoncerede, at man ikke ville vedligeholde sine gældsforpligtigelser. Dette var en medvirkende faktor til kollapset af den amerikanske hedgefond Long-Term Capital Management måneden efter, jf. Abildgren mfl. (2003). I 2000 stemte danskerne nej til et dansk ØMU-medlemskab. Det forårsagede en vis uro og fik Nationalbanken til at hæve renten en smule for at dæmme op mod en valutaudstrømning. I forbindelse med krisen, der fulgte med

terrorangrebene den 11. september 2001, lempede de store centralbanker i en koordineret aktion pengepolitikken, og i den anledning kunne Nationalbanken indsnævre rentespændet marginalt med 0,05 pct.point.

Den seneste krise

Den seneste nævneværdige rentespændsudvidelse fandt sted i midten af oktober 2008, da den aktuelle finanskrise for alvor accelererede. Som det kan ses af figur II.22 ovenfor, betød det ikke ret meget for kursen på danske kroner, men det dækkede over, at der strømmede ganske store mængder kapital ud af landet, jf. figur II.24. Nationalbanken benyttede knap 64 mia. kr. fra valutareserven til at støtteopkøbe danske kroner, og samlet faldt valutareserven knap 28 mia. kr. i oktober. Denne væsentlige nedgang i valutareserven førte til selvstændige danske renteforhøjelser, der havde til formål at vende den negative kapitaludstrømning og styrke kronen. Særligt den aktuelle kronekrise samt kronekrisen i 1998 forekommer at være gode eksempler på, at et land, der grundlæggende har en sund økonomi, risikerer at blive udsat for spekulative angreb.

Figur II.24 Interventionskøb af kroner og valutareserve



Anm.: En positiv værdi for opkøb af danske kroner angiver, at Nationalbanken netto har købt danske kroner i markedet. Isoleret set forøger dette valutareserven. Seneste observation er april 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

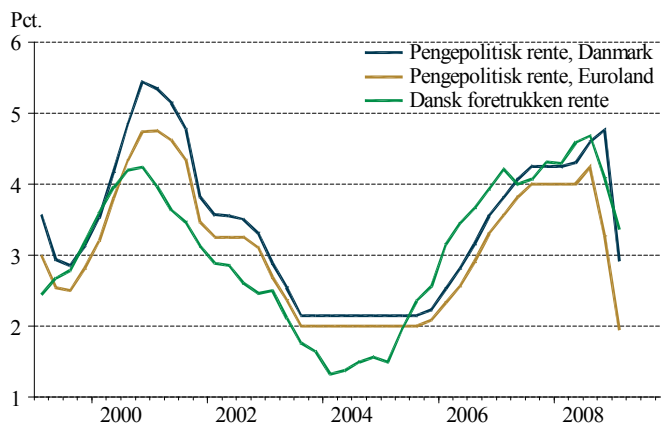
**Rentespænds-
forøgelser på
ubelejlige
tidspunkter?**

Det er blevet fremført, at sådanne forøgede rentespænd kan komme på ubelejlige tidspunkter, idet de kan falde sammen med andre negative faktorer, der rammer realøkonomien, jf. bl.a. Bernstein (2009). Det er vanskeligt at vurdere dette udsagn formelt. For en forsigtig tilgang kan man benytte den pengepolitiske reaktion, der blev fundet i afsnit II.3 og sammenligne den foretrukne pengepolitiske rente med den rente, som Nationalbanken hhv. ECB rent faktisk har fastsat.

**... et meget
vanskeligt
spørgsmål at
besvare**

Vurderet således er der ikke tvivl om, at prisen ved at forsvare valutaen i kølvandet på EMS-krisen var høj. I første halvdel af 1990'erne lå den foretrukne rente langt lavere end den faktiske. Siden euroens indførelse har den foretrukne rente imidlertid ligget forholdsvist tæt på Nationalbankens faktiske pengepolitiske rente og – som konsekvens af det lave rentespænd – også i forhold til ECB's rente, jf. figur II.25. I perioden 1999 til 2005 har den foretrukne rente ligget tættere på ECB's niveau end på Nationalbankens, mens det i store træk har forholdt sig omvendt siden da. Med usikkerheden om den her benyttede metode og de små spænd mellem Nationalbankens og ECB's pengepolitiske renter in mente er det i praksis umuligt at afgøre, hvilken rente der har passet dansk økonomi bedst.

Figur II.25 Pengepolitisk rente



Anm.: Den foretrukne pengepolitiske rente er beregnet som i figur II.6 og figur II.7 i afsnit II.3. I modsætning til disse figurer er denne beregnet på baggrund af kvartalsdata i stedet for årsdata. Tillige er det anvendte output gap ikke OECD's, men identisk med det i kapitel I anvendte. Der er anvendt fire kvartalers glidende gennemsnit til den foretrukne rente for at udglatte serien. Seneste observation er 1. kvartal 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, EcoWin og egne beregninger.

Den aktuelle krise

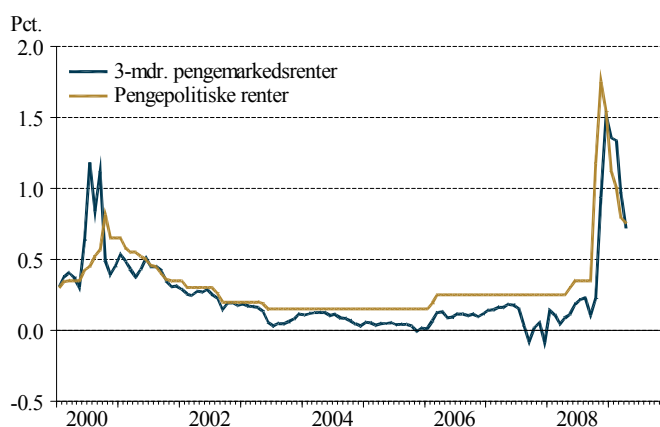
Den seneste rentespænds-udvidelse passede dårligt til konjunkturerne

I forbindelse med den aktuelle krise har situationen imidlertid været noget anderledes. Som nævnt ovenfor strømmede der i efteråret en større mængde valuta ud fra Danmark, og mens ECB sænkede renterne, var Nationalbanken, for at forsvare fastkurspolitikken, nødt til at hæve renten på et tidspunkt, hvor det modsatte, ud fra et konjunkturmæssigt hensyn, ville have været hensigtsmæssigt. Det ses af figur II.25 ovenfor ved, at den foretrukne rente faldt gennem den sidste del af 2008, mens den faktiske rente i en periode herefter fortsat steg. Episoden understøtter dermed synspunktet om, at forøgede rentespænd kan komme på ubelejlige tidspunkter, men set over en længere tidshorizont synes det ikke at være et typisk forløb. Der synes endvidere at være belæg for, at sådanne rentespændsudvidelser kan reduceres igen efter forholdsvist kort tid. Dette kan ses af figur II.23.

Andre problemstillinger for ØMU-landene

Det korte rentespænd bliver i sagens natur helt elimineret, hvis Danmark overgår til medlemskab af ØMU'en. Dette er allerede situationen for ØMU'ens 16 medlemslande. Herved forsvinder risikoen for, at renten hæves til et meget højt niveau for at forsvare valutakursen. Dette er nemlig ikke en selvstændig problemstilling for ECB, der tillader euroen at flyde. Da de kortere pengemarkedsrenter er tæt på de pengepolitiske renter, betyder det pengepolitiske rentespænd, at de danske interbank-renter typisk også er højere end de europæiske, og i krisetider kan de være en del højere, jf. figur II.26. En vis del af disse højere renter bliver sandsynligvis sendt videre til forbrugere og virksomheder. Renten, som forbrugere og husholdninger betaler, afhænger imidlertid af mange andre faktorer end blot interbank-renten, herunder konkurrencesituationen. Det er dog vanskeligt at vurdere, hvor meget det koster husholdninger og virksomheder med kortfristede lån i danske banker, at Danmark står uden for euroområdet.

Figur II.26 Rentespænd, korte renter, Danmark ift. Euro-land



Anm.: Seneste observation er april 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank og EcoWin.

**Jo længere
tidshorisont, jo
mere usikkerhed**

Selvom de korte renter er praktisk talt identiske på tværs af eurolandene, kan der godt være væsentlige forskelle i de lange renter. Jo længere tidshorisonten er, jo mere usikkerhed vil der blive indregnet i renteniveauet. En investor, der yder en stat et 10-årigt lån ved at købe en statsobligation med en tilsvarende løbetid, vil således kræve at blive kompenseret for de risici, der er forbundet med denne långivning i den pågældende periode, jf. sondringen mellem likviditets-, kredit- og valutakursusikkerhed i afsnit II.3 og II.5. Da eurolandene deler valuta, kan valutakursusikkerhed ikke umiddelbart bidrage til at forklare, hvorfor der er forskellige renteniveauer blandt disse lande.⁵²

**Aktuelt betydelige
rentespænd i
Euroland**

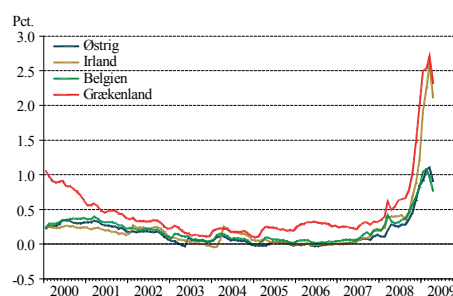
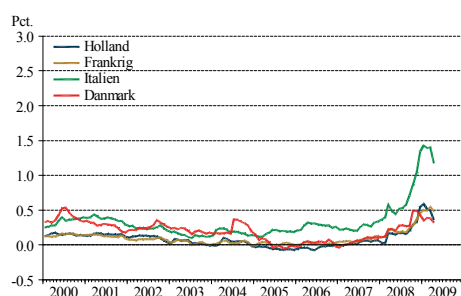
De væsentlige forskelle i de lange renter blandt ØMU-landene må derfor afspejle forskelle i kreditvurderingen og likviditetssituationen. Således ligger renten på italienske statsobligationer aktuelt næsten 1½ pct.point over det tyske niveau, jf. figur II.27a, mens den 10-årige rente i Østrig og Belgien ligger 1 pct.point over, jf. figur II.27b. Det tilsvarende hollandske rentespænd ligger på omtrent ½ pct.point, mens Danmark ligger lidt under dette niveau. For Irlands og Grækenlands vedkommende er rentespændet aktuelt på mere end 2½ pct.point.

**En likviditets-
risikoforklaring**

En sandsynlig forklaring på, hvorfor tyske renter er faldet relativt til de øvrige eurolandes, er den store likviditet, der qua det tyske futuremarked ligger bag tyske statsobligationer, jf. diskussionen herom i afsnit II.5. Det sikrer alt andet lige investorerne de mest stabile priser på deres investering, hvilket er en fordel, hvis de pludselig er nødt til eller ønsker at foretage et salg.

52) Såfremt en investor indkalkulerer, at et land genindfører sin egen valuta inden for investeringens løbetid, vil valutakursusikkerhedspræmien naturligvis også være en relevant forklaring.

Figur II.27a Rentespænd til Tyskland, 10-årige statsobligationer, Figur II.27b Rentespænd til Tyskland, 10-årige statsobligationer



Anm.: Seneste observation er april 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

En kreditrisiko-forklaring

En supplerende mulig fortolkning er, at investorerne vurderer, at der er større sandsynlighed for, at Tyskland tilbagebetaler sin gæld, end at de øvrige lande gør. På det seneste har en lang række lande måttet garantere for indskud i de nationale banker, og frygten er, at en stats omkostninger ved at hjælpe sit lands banker gennem krisen kan blive meget store. Ifølge Hansen (2009) er dette sandsynligvis forklaringen på, at specielt det østrigske og belgiske rentespænd er steget særlig markant på det seneste. Forklaringen udfordres dog lidt, da Frankrig reelt er i samme position som Tyskland, hvad angår udlånseksponeringen, og alligevel er de franske renter steget efter stort set samme mønster som de øvrige landes, om end i lidt mindre omfang.

Udlåns-eksponeringen mod Øst- og Centraleuropa

Bankerne i Østrig, Belgien og Holland har udlånt ganske store beløb til lande i Central- og Østeuropa. Ifølge Hansen (2009) er mange af lånene ydet i vesteuropæisk valuta, og med kraftige valutadeprecieringer i flere af låntagernes lande er den reale gældsbyrde steget betragteligt. Det har sået tvivl om, hvorvidt bankerne, der har udlånt pengene, kan forvente at få disse tilbagebetalt. Særlig Østrig er stærkt eksponeret i Central- og Østeuropa. De østrigske banker har udlånt beløb svarende til omtrent 55 pct. af det østrigske BNP til regionen, mens belgiske bankers udlån beløber sig til ca. 21 pct. af Belgiens BNP. Ligeledes er Holland eksponeret med et udlån på lidt mere end 10 pct. Frankrig og

Tyskland er eksponeret med i underkanten af 5 pct. af deres BNP, mens Italien ligger på godt 7 pct. af det italienske BNP.

Paralleller med de asiatiske valutakriser

Såfremt denne forklaring er relevant, er der tale om en situation, der forekommer beslægtet med den forklaring på valutakriserne i Sydøstasien, som fremføres af bl.a. Burnside mfl. (2001). Ifølge det studie udsprang investorernes mistillid af, at de pågældende lande kunne blive bebyrdet med så store omkostninger ved redningen af insolvente banker, at de ville klare finansieringen ved at lade seddelpressen køre. En sådan forøgelse af pengemængden ville føre til et fald i valutakursen og dermed udhule investorernes reale formue i landet. En sådan mulighed har de enkelte eurolande ikke, da ECB forestår pengepolitikken. Alternativt kunne disse lande undlade at servicere deres gældsforpligtigelser.

Misligholdelse af gæld inden for og uden for euroområdet

Argumentet trækker i retning af, at nogle af forskellene mellem at føre fastkurspolitik og være medlem af ØMU'en måske er mindre, end de på overfladen ser ud til at være. Danmark har teknisk set muligheden for at afdrage på sin gæld ved at trykke penge. Dette vil imidlertid være et brud med fastkurspolitikken, og det vil udhule udenlandske investorers reale investering, så disse vil kompenseres for risikoen. Ligeledes vil de kompenseres for risikoen for, at Danmark ikke foretager de lovede betalinger til långiverne. For eurolandene er trykningen af penge ikke en mulighed, så hvis en gældsforpligtigelse ikke vedligeholdes, vil det under alle omstændigheder ske ved, at disse landes stater ikke foretager de lovede betalinger til långiverne. For såvel eurolandene som Danmark er slutresultatet, at investorer ønsker en risikopræmie til at kompensere for den risiko, der ligger i, at det reale lån ikke tilbagebetales fuldt ud.

Hvis fastkurspolitikken alligevel må opgives

Fastkurspolitikken har overlevet den aktuelle krise

Som nævnt ovenfor har den danske krone været udsat for et vist pres under den nuværende finansielle krise. Nationalbanken udvidede i oktober rentespændet til 1,75 pct.point – et niveau der ikke er set siden 1998. På det seneste har det dog været muligt at indsnævre spændet til moderate 0,65

pct.point. En forsigtig vurdering af situationen er derfor, at det er lykkedes for Nationalbanken at forsvare kronen i en af de finansielt set mest stormfyldte perioder siden EMS-krisen. Men selvom det har været muligt at ride stormen af i denne endog meget pressede situation, er det ikke givet, at dette altid ville kunne lade sig gøre. Det tiende punkt i oversigten over forskelle mellem den nuværende fastkurspolitik og et fuldgyldigt medlemskab, der blev præsenteret i afsnit II.5, vedrører sikringen af de fastkursgevinster, Danmark måtte have oparbejdet. Analysen i afsnit II.6 tydede på, at Danmark ved den konsekvente fastkurspolitik har opnået betydelige handelsgevinster. Eksportfremgangen har været af samme størrelsesorden som for de euro-lande, der synes at have opnået størst fremgang som konsekvens af ØMU'en, og som lande med flydende valutakurs ikke har oplevet. Ved at overgå til fuldt medlemskab kan Danmark eliminere risikoen for at måtte opgive fastkurspolitikken over for Euroland og herved sikre sig, at de opnåede gevinster ikke mistes igen. De følgende sider diskuterer risikoen for, at et spekulativt angreb har et omfang, der reelt tvinger Danmark til at opgive fastkurspolitikken.

Flere lande måtte opgive den faste kurs under EMS-krisen ...

Erfaringerne med EMS-krisen viste, at også sunde økonomier risikerer at blive udsat for spekulative angreb. Under visse omstændigheder kan presset på en valuta blive så stort, at det kræver ekstremt høje renteniveauer at forsvare en fastkurspolitik. Dette var tilfældet for en række lande under EMS-krisen. Eksempelvis forhøjede Sverige kortvarigt den korte rente til 500 pct. i september 1992. I første omgang formåede svenskerne at stabilisere valutakursen og sænkede efter et par dage renten til 50 pct., men et par måneder senere, hvor renten var blevet sænket til 12,5 pct., opgav man forsvaret af fastkurspolitikken. Inden da var det samme sket for finske mark, britiske pund, italienske lire og spanske pesetas. Efter kollapset af det svenske fastkursregime fulgte kollapset af det portugisiske og sidenhen det irske, om end Irland holdt stand til januar 1993. Der er således en række eksempler på, at europæiske lande mod deres vilje har måttet opgive at føre fastkurspolitik og overgå til flydende valutakurser, jf. figur II.28a.

**... mens andre
forsvarede
fastkurspolitikken**

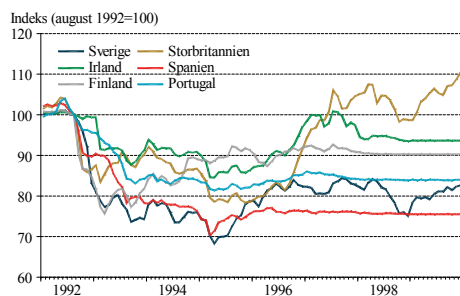
Danmark var også dengang blandt de lande, der var under pres, men som med succes forsvarede fastkurspolitikken. Det indebar dog, jf. diskussionen tidligere i dette afsnit, en markant udvidelse af rentespændet, der nåede op i mere end 6 pct.point i november 1992. Blandt de øvrige lande, der med held forsvarede fastkurspolitikken var – udover Tyskland – Frankrig og Belgien samt i særdeleshed Holland og Østrig, jf. figur II.28b.

**Sandsynligvis lav
risiko for at
fastkurspolitikken
ikke holder ...**

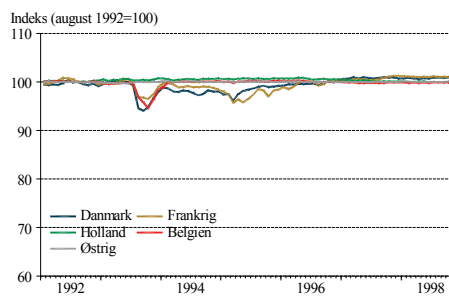
Det er vanskeligt at vurdere, hvor stor sandsynligheden er for, at et spekulativt angreb kan tvinge Danmark til at opgive fastkurspolitikken. Givet Danmark har klaret sig gennem flere valutakriser siden 1992, hvoraf særligt EMS-krisen og den nuværende finanskriser har været meget alvorlige, må man antage, at sandsynligheden er lille. Grundlæggende er Danmark tillige et foregangsland, hvad angår det at sikre langsigtet holdbarhed af finanspolitikken, hvis man sammenligner med en lang række øvrige europæiske lande. Selvom også sunde økonomier undertiden udsættes for spekulative angreb, må man imidlertid antage, at sandsynligheden for at blive ramt af et spekulativt angreb er større for et land, der fører en usund økonomisk politik, end for et land, der fører en sund økonomisk politik. Endvidere har Danmark i forbindelse med ERM II-aftalen indgået en aftale, der forpligter såvel ECB som Danmarks Nationalbank til at intervenere, hvis kronen nærmer sig grænserne i de aftalte udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct.⁵³ Dette trækker ligeledes i retning af, at investorer afstår fra at spekulere imod kronen, da ECB med sin betydelige volumen kan støtte Nationalbanken.

53) Ifølge Hougaard Jensen (2009) er det imidlertid grundlæggende vanskeligt at se, hvilke incitament ECB har til at sikre Danmark et symmetrisk fastkurssystem, ligesom ECB's forpligtigelse ikke gælder, såfremt en støtte til den danske fastkurspolitik er i konflikt med bankens målsætning om prisstabilitet i euroområdet.

Figur II.28a Nominelle valutakurser



Figur II.28b Nominelle valutakurser



Anm.: Valutakurserne er angivet som prisen på den nationale valuta i D-mark. En faldende værdi svarer til en depreciering. Kurserne er indekseret til 100 i august 1992.

Kilde: EcoWin.

... men det er en risiko

Men muligheden for, at Danmark rammes af et virkelig stort spekulativt angreb, som det ikke er muligt at modstå, kan omvendt heller ikke afvises. Det lader som nævnt til, at Danmark har redet stormen af i forbindelse med den aktuelle finanskrisen. På tidspunktet, hvor finanskrisen satte ind, var ledigheden i Danmark meget lav og lavere end det strukturelle ledighedsniveau. Set fra et stabiliseringssynspunkt var rentestigninger med heraf følgende ledighedsstigninger næppe så politisk omkostningsfulde, som hvis ledigheden havde været høj og ligget væsentligt over sit strukturelle niveau. Udenlandske investorer kunne således forvente, at der ville være opbakning til selv et omkostningsfuldt forsvar af kronen. I situationer hvor ledighedsniveauet er højt, vil Danmark af stabiliseringsmæssige årsager fortrække en lav rente, og det kan opfattes som politisk mere omkostningsfuldt at have et stort rentespænd i en længere periode.⁵⁴ Hvis udenlandske investorer af den årsag bringes i tvivl omkring Nationalbankens – og specielt politikernes – vilje til at betale denne pris, kan dette i sig selv afstedkomme spekulative angreb, jf. Obstfeld (1996).

54) Som det blev vist i afsnit II.3 og tidligere i nærværende afsnit er der dog umiddelbart en pæn samvariation mellem foretrukken dansk og faktisk rente i Euroland. I en situation hvor Danmark må udvide rentespændet, vil renteniveauet således typisk holdes nede af, at ECB samtidig fører en lempelig pengepolitik.

**Omkostninger
forbundet med at
måtte bryde med
fastkurspolitikken**

Hvis det sker, at Danmark rammes af et stort spekulativt angreb, der reelt tvinger os til at opgive fastkurspolitikken, vil konsekvensen være, at Danmark må give afkald på de fordele, der er høstet qua den konsekvente fastkurspolitik. Dette drejer sig i givet fald om de fordele, der relaterer sig til punkterne 5-7 i afsnit II.5, altså fordele opnået via udenrigshandel, investerings- og opsparingsadfærd samt større indenlandsk konkurrence.

Sikringsværdien

Det er derfor relevant at inddrage denne vinkel ved vurderingen af, hvorvidt Danmark bør udskifte den nuværende fastkurspolitik med et fuldgyldigt ØMU-medlemskab. Ved at overgå til fuldgyldigt medlemskab kan Danmark forsikre eller "hjemtage" de fordele, som fastkurspolitikken har givet. I relation til de opnåede gevinster ved den danske fastkurspolitik virker ØMU-medlemskab derfor som en forsikring mod spekulative angreb på kronen, der kan tvinge Nationalbanken til at opgive den faste kurs.

Opsummering

**Finansielle kriser
rammer alle**

Intet pengepolitisk regime kan afskærme Danmark fuldstændigt fra finansielle kriser. Såvel eurolande som Danmark berøres således aktuelt af den finansielle krise.

**Danmark er
generelt sluppet
nådigt**

Den omkostning, det har påført Danmark at skulle forsvare valutakursen, må vurderes at være af begrænset omfang, da Danmark er sluppet relativt skånsomt fra perioder med turbulens på de finansielle markeder, særligt gennem de seneste 10 år. De renteforhøjelser, som undertiden har været nødvendige for at forsvare kronen, har været af begrænset omfang og varighed. I løbet af 1990'erne har der dog været situationer, hvor Nationalbanken har måttet udvide det pengepolitiske rentespænd over for Euroland/Tyskland til niveauer omkring 2 pct.point, og i forbindelse med EMS-krisen i 1992/93 var rentespændet helt oppe på over 6 pct.point. De seneste år har rentespændet generelt ligget på meget lave niveauer, hvilket afspejler en høj tillid til Nationalbankens evne og vilje til at forsvare den danske fastkurspolitik.

Altid en risikofaktor ved fastkurspolitik

En risikofaktor ved at føre fastkurspolitik vil imidlertid altid være, at man udsættes for spekulative angreb fra investorer. Det kan endda forekomme på tidspunkter, hvor den økonomiske politik og situation fundamentalt set er sund. Det skete for flere lande under EMS-krisen. Tillige kan sådanne situationer, hvor Nationalbanken må udvide det pengepolitiske rentespænd, opstå på tidspunkter, hvor det er ubelejligt ud fra et konjunkturmæssigt hensyn. Ligeledes kan det ikke udelukkes, at der i fremtiden vil komme stød til økonomien, der tvinger Nationalbanken til længerevarende at fastholde rentespændet på et højt niveau, såfremt fastkurspolitikken skal videreføres.

Danmark kan gå med i ØMU'ens tredje fase ...

... eller følge Sveriges eksempel

Ønsker Danmark helt at afskære sig fra risikoen for at skulle hæve den pengepolitiske rente til ekstraordinært høje niveauer som følge af uro omkring valutakursen, må der overvejes en alternativ pengepolitisk strategi, hvor man er villig til at lade valutakursen flyde. Det vil være tilfældet, hvis Danmark vælger at gå med i ØMU'ens tredje fase, idet euroen, der jo flyder, da vil blive Danmarks valuta. Et andet muligt alternativ til den nuværende fastkurspolitik er at gøre som Sverige gjorde i 1993, nemlig at indføre pengepolitik baseret på en flydende egen valuta og en selvstændig inflationsmålsætning. Sidstnævnte mulighed behandles i det følgende afsnit som en option, der vil være til stede og have en værdi, så længe der føres fastkurspolitik med egen valuta. Dette vil fungere som en sikring af de gevinster, der er opnået gennem den danske fastkurspolitik, mod risikoen for at spekulative angreb på kronen kan nødvendiggøre, at Nationalbanken opgiver den faste kronekurs og overgår til en flydende valutakurs med inflationsmål, således som Sverige gjorde det i 1993.

Næste afsnit

En overgang til selvstændig pengepolitik med flydende valutakurs og inflationsmålsætning vil ikke nødvendigvis være påtvunget. Principielt kan man forestille sig, at fremtidige begivenheder skabte ønske om en sådan overgang. Sidstnævnte mulighed behandles i det følgende afsnit som en option, der vil være til stede og have en værdi, så længe der føres fastkurspolitik med egen valuta.

II.8 Optionsværdien af en selvstændig valuta

ØMU-medlemskab fordelagtigt i forhold til fastkurspolitik

Diskussionen i de tre foregående afsnit peger på, at der vil være en økonomisk nettofordel ved at udskifte kronen med euroen, hvis Danmark under alle tænkelige fremtidige omstændigheder ønsker at holde en fast kurs over for euroområdet. Der vil være en række forskelle på fortsat fastkurspolitik med bevarelse af kronen og ØMU-medlemskab, som overvejende tæller til fordel for ØMU'en (jf. punkt 1-9 i afsnit II.5). Derudover vil et fuldt ØMU-medlemskab udløse sikringsværdien (jf. punkt 10 i afsnit II.5 og diskussionen i afsnit II.7) og dermed cementere de fordele, Danmark har opnået ved den hidtidige fastkurspolitik, ikke mindst gevinsterne ved en større handel.

Optionsværdi ved at bevare egen valuta

Selvom det ikke forekommer sandsynligt i dag, kan det imidlertid ikke helt udelukkes, at der i fremtiden kan opstå en situation, hvor det vil være en økonomisk fordel for Danmark at opgive det faste kursforhold over for euroområdet. Derfor kan der være en såkaldt optionsværdi ved at bevare en selvstændig valuta.

Omkostninger ved at forlade ØMU'en, hvis Danmark først er blevet medlem

Denne optionsværdi opstår især, hvis en beslutning om overgang til euroen er helt uigenkaldelig, således som ØMU'ens traktatgrundlag lægger op til. Men selv hvis det i praksis måtte være muligt at udtræde af euroområdet under særlige omstændigheder, vil det være mindre omkostningsfuldt for Danmark at opgive det faste kursforhold over for eurozonen, hvis vi har bevaret kronen, end hvis vi i udgangspunktet har overtaget euroen og derfor skal genetablere vor egen valuta. Genindførelsen af en selvstændig valuta, der tidligere er blevet afskaffet, vil kræve en længere forberedelsesperiode, og der vil være en lang række økonomiske omkostninger og problemstillinger af teknisk og juridisk art, der vil skulle løses. Man kan også forestille sig, at der i visse tilfælde vil være forskellige politiske omkostninger ved et selvstændigt dansk ønske om at udtræde af ØMU'en, jf. Eichengreen (2008).

Hvad afhænger optionsværdien af?

I en samlet økonomisk analyse må man således afveje de nettogevinster ved en overgang til euroen, som blev beskrevet i afsnit II.5 til II.7, mod optionsværdien ved at bevare en

selvstændig valuta. Optionsværdien afhænger dels af sandsynligheden for, at der vil indtræde en hændelse, der måtte gøre det ønskeligt for Danmark at opgive det faste kursforhold til euroen, og dels af hvor stor gevinsten i givet fald er ved at overgå til andet valutakursregime, jf. boks II.4 i afsnit II.5. Ved opgørelsen af sidstnævnte gevinst skal der modregnes for alle de effektivitetstab, som fravigelsen fra den faste valutakurs måtte indebære. Dette betyder, at den antagne hændelse skal være af en så dramatisk karakter, at en overgang til f.eks. en selvstændig pengepolitik baseret på en inflationsmålsætning under de givne omstændigheder indebærer tilstrækkelig store fordele til, at det kan kompensere for tabet af fastkursgevinster. Endelig afhænger optionsværdien af muligheden af og i givet fald ekstraomkostningerne ved at skulle retablere en selvstændig valuta. Jo lavere disse ekstraomkostninger er, jo mindre er optionsværdien af egen valuta.

Inflationsmål mest nærliggende alternativ

En type af hændelse, der kunne berettige en overvejelse om at opgive den faste kurs over for euroen kunne være, at den økonomiske udvikling i euroområdet på et tidspunkt skulle vise sig at blive meget ustabil og føre til en situation med høj og ustabil inflation. En anden mulighed kunne være, at Danmarks handelsmønster udviklede sig i en dramatisk ny retning, så vi ikke længere overvejende handlede med EU-lande, men f.eks. overvejende med amerikanske og asiatiske lande. En sidste mulighed, som vurderes i dette afsnit er, at Danmark kunne blive ramt af et meget stort såkaldt asymmetrisk stød, der gør vores økonomiske situation afgørende anderledes end euroområdets og det derfor overvejes at forlade fastkurspolitikken. Alle disse typer af fremtidige udviklinger vurderes som lidet sandsynlige, men de kan ikke helt udelukkes. I en situation, hvor en af de skitserede hændelser måtte være indtruffet, ville det mest nærliggende alternativ til fastkurspolitikken være overgang til en selvstændig dansk pengepolitik baseret på en inflationsmålsætning og flydende valutakurs på linie med pengepolitikken i eksempelvis Norge, Sverige og Storbritannien. I dette afsnit diskuteres først en række principielle aspekter og praktiske erfaringer vedrørende pengepolitik baseret på en inflationsmålsætning. Dernæst diskuteres nærmere, i hvilke situatio-

ner et dansk skifte over til en inflationsmålsætning kunne tænkes at indebære en positiv optionsværdi.

Inflationsmålsætning

Stabil prisudvikling kan nås ved forskellige strategier

I de fleste vestlige lande er det overordnede mål for pengepolitikken i sidste ende at sikre en stabil prisudvikling, dvs. i praksis at opretholde en positiv, men lav og stabil inflation. Dette kan imidlertid udmøntes på forskellig vis i form af de mere operative mellemål, som centralbankerne styrer ud fra. Når Danmark fører fastkurspolitik i forhold til euroområdet, skyldes det således – ud over fordelene for samhandelen med Euroland – at inflationen i det valutaområde, vi fører fastkurspolitik i forhold til, forventes at være lav fremadrettet. På lang sigt må et lille åbent land nemlig forventes at have samme inflationsniveau som det store valutaområde, det fører fastkurspolitik i forhold til, jf. afsnit II.4. En forudsætning for, at fastkurspolitikken opfylder sit formål for Danmark, er altså, at inflationen i euroområdet fremover vil forblive lav og stabil. Danmark er p.t. det eneste OECD-land, der har valgt en fastkurspolitik. De øvrige OECD-lande har enten valgt at danne en egentlig møntunion i form af ØMU'en eller forfølger målet om en stabil prisudvikling på andre måder. I løbet af 1990'erne har der været en global tendens til polarisering af valutakursregimer, sådan at flere lande enten har valgt et system med en helt flydende valutakurs eller et system med en uigenkaldeligt fastlåst kurs i form af deltagelse i eurozonen eller et såkaldt currency board.⁵⁵ Blandt de EU-medlemmer, der ikke er medlem af OECD, fører Estland, Litauen og Bulgarien i dag fastkurspolitik over for euroen i form af et currency board. Letland har en mere ordinær fastkurspolitik.

55) Et currency board er en meget striks form for fastkurspolitik, hvor det faste kursforhold er fastsat ved lov, og hvor pengebasen skal være fuldt dækket af udenlandsk valuta (eller guld). Centralbanken kan så garantere, at den altid vil omveksle den nationale valuta med forankringsvalutaen i det fastsatte kursforhold. Currency boards har deres oprindelse i de britiske kolonier, hvor de primært blev etableret for at skabe ordnede monetære forhold og samtidig beholde møntningsgevinsten i lokalområdet, jf. Bie og Hahnemann (2000).

**Inflationsmål
udbredt i OECD**

Det mest oplagte alternativ for lande og valutaområder, der ikke ønsker at føre fastkurspolitik, er at styre pengepolitikken efter en egentlig inflationsmålsætning. Dette indebærer, at centralbanken gennem pengepolitikken direkte styrer efter at holde den indenlandske inflationstakt tæt på et bestemt niveau (eller inden for et bånd). Det er det pengepolitiske regime, som bl.a. Sverige, Norge og Storbritannien på linje med en række andre OECD-lande følger, jf. tabel II.7. Også eurolandene klassificeres af IMF kollektivt som de facto inflationsmålslande, selvom området ikke officielt omtaler sin pengepolitiske strategi som et egentligt inflationsmål. Danmark, Schweiz, Japan og USA er dermed ifølge denne opgørelse de eneste OECD-lande, der ikke direkte følger et inflationsmål.

**Under et
inflationsmål skal
pengepolitikken
styre
prisudviklingen
direkte**

En inflationsmålsætning indebærer, at pengepolitikken tilrettelægges efter at påvirke prisudviklingen, ikke mindst ved at forankre de fremadrettede forventninger til den indenlandske inflationsudvikling, idet forventningerne i høj grad vil påvirke den faktisk realiserede udvikling i prisniveauet. New Zealand var det første land i verden, der indførte et egentligt inflationsmål som ankeret for sin pengepolitik. Som det fremgår af tabellen, skete det i 1990. Den konkrete målsætning kan enten være udtrykt i form af en bestemt værdi, som den årlige inflationstakt skal holde sig i nærheden af, eller som et interval for udviklingen i forbrugerpriserne, evt. begge dele. Sveriges Riksbank styrer eksempelvis efter at holde inflationen inden for et bånd på 1-3 pct. om året. Den faktiske inflation i perioden 2003-07 har i de fleste lande ligget inden for landets målsætning. I Island, Mexico og Ungarn er målsætningen dog blevet overskredet. I Tyrkiet ligger den øjeblikkelige inflation et godt stykke fra målet. Til sammenligning har euroområdet gennemsnitlige årlige inflation i samme tidsrum været på 2,1 pct.

Tabel II.7 OECD-lande med inflationsmålsætning

Land	År for indførelse	Inflationsmål	Faktisk inflation 2003-07	BNP, mia. USD, 2007
Australien	1993	2-3	2,7	911
Canada	1991	2±1	2,2	1.436
Euroland	1999	<2	2,1	12.312
Island	2001	2,5±1,5	4,2	20
Mexico	1995	3±1	4,2	1.023
New Zealand	1990	1-3	2,6	129
Norge	2001	2,5	1,5	390
Polen	1998	2,5±1	2,0	427
Storbritannien	1992	2	2,0	2.804
Sydkorea	1998	3±1	2,9	970
Sverige	1993	2±1	1,3	455
Tjekkiet	1997	2-4	2,1	176
Tyrkiet	2006	7,5±2 ^{a)}	11,3	659
Ungarn	2001	4±1	5,4	139

a) Tyrkiets inflationsmål indebærer p.t. en faldende inflation over tid. Siden juni 2008 har man styret efter et centralt inflationsmål, der er på 7,5 pct. i 2009, 6,5 pct. i 2010 og 5,5 pct. i 2011.

Anm.: IMF klassificerer også euroområdet medlemmer kollektivt som de facto inflationsmålslande. Den faktiske inflation er væksten i CPI (for Eurolands vedkommende HICP). Danmarks BNP beløb sig i 2007 til USD 312 mia. BNP-tallene er ikke købekraftskorrigerede.

Kilde: EcoWin, Economic Outlook, IMF (2008), www.imf.org, www.tcmb.gov.tr, Berg (2005) og egne beregninger.

Andre muligheder for centralbanker

En tredje mulig centralbankstrategi ud over fastkurspolitik og inflationsmål ville være at holde en stabil vækst i pengemængden, hvilket alt andet lige også vil føre til en stabil inflation på lang sigt. Lande som Tyskland og Schweiz har tidligere officielt haft et pengemængdemål. I praksis har det dog vist sig svært at styre tilfredsstillende efter udviklingen i pengemængden, sådan at denne strategi i vidt omfang er blevet forladt, jf. Abildgren mfl. (2003). Schweiz' nuværende pengepolitiske strategi kan beskrives som en modificeret udgave af en inflationsmålsætning, jf. Baltensperger mfl. (2007). Et land som USA har ikke noget egentligt mellem mål for sin pengepolitik. Den amerikanske central-

bank Federal Reserve's langsigtede mål er høj beskæftigelse, stabile priser og moderate lange renter, og centralbankens ledelse kan altså bruge sit skøn for at nå disse mål uden at være underlagt nogle ydre regler om strategien. Amerikanernes pengepolitiske strategi bliver derfor somme tider karakteriseret som en "just do it"-strategi.

Inflationsmål giver ikke mulighed for re- eller devalueringer

Under en inflationsmålsætning er valutakursen flydende og ikke direkte genstand for intervention fra myndighedernes side. Den vil derfor ofte svinge i forhold til andre valutaområder, der er udsat for andre forhold på kort sigt. Der vil imidlertid ikke ske nogen systematisk, langsigtet appreciering eller depreciering i forhold til andre lande, medmindre pengepolitikken er lagt an på at skabe en anderledes inflationstakt end i udlandet. En inflationsmålsætning giver således ikke mulighed for at anvende re- eller devalueringer som et strategisk instrument i den økonomiske politik. Selvom valutakursen ikke direkte indgår i et inflationsmålslands målsætning, spiller den dog indirekte en vis rolle i pengepolitikken, især i meget åbne økonomier. Det gælder både, fordi udefra kommende ændringer i den effektive valutakurs normalt påvirker den hjemlige inflationstakt, og fordi den hjemlige centralbanks renteændringer i sig selv normalt vil påvirke valutakursen.

Fordele ved inflationsmålsætning

En inflationsmålsætning har den fordel, at pengepolitikken kan tilrettelægges efter de behov, den indenlandske økonomiske udvikling skaber. Dermed behøver pengepolitikken ikke at følge renteændringer i udlandet, hvis de ikke er passende i den pågældende konjunktursituation. Sveriges Riksbank og Bank of England har således jævnligt fulgt et andet rentemønster end ECB. Samtidig betyder den flydende valutakurs, at centralbanken per konstruktion ikke har eksplicitte grænser, som man behøver at forsvare mod valutaspekulanter.

Ulemper ved inflationsmålsætning

Udsvingene i valutakursen kan imidlertid have negative konsekvenser for udenrigshandel, formuedannelse og kapitalallokering, især for små åbne økonomier. Desuden kan større pludselige ændringer i den effektive valutakurs medføre en uønsket omfordeling mellem personer, der er tilknyttet hhv. eksport-, import- eller hjemmemarkedsorienterte

rede erhverv. Gæld og tilgodehavender, der er fastsat i udenlandsk valuta, kan også pludselig få forandret deres reale værdi betydeligt ved sådanne valutakursskift, hvilket giver en ekstra usikkerhed ved finansiell handel med udlandet. En inflationsmålsætning er samtidig mindre gennemsigtig end fastkurspolitik. Det tager tid, før ændringer i den økonomiske politik slår igennem i prisudviklingen, og såvel længden som størrelsen af gennemslaget er usikkert. For et land, der historisk ikke har haft stor troværdighed om sin pengepolitik, kan denne manglende gennemsigthed være et problem.

**Vilkårene for
konjunkturpolitik
er anderledes**

I forhold til en fastkurspolitik (enten som den nuværende danske eller i den ultimative form som medlem af en møntunion) skaber en inflationsmålsætning ændrede vilkår for den konjunkturstabiliserende økonomiske politik. For det første fører et land selvstændig pengepolitik under en inflationsmålsætning i modsætning til situationen under fastkurspolitik. For det andet vil det forhold, at landets valutakurs nu ændrer sig selvstændigt, i sig selv påvirke konjunkturforholdene og betingelserne for den økonomiske politik. Også i et fastkursregime vil der løbende være en pengepolitisk påvirkning af økonomien, hvis det valutaområde, man har fast kurs over for, fører en aktiv pengepolitik. Ligeledes vil denne pengepolitik selv i fastkurstillfældet medføre en vis påvirkning af fastkurslandets effektive valutakurs, nemlig i forhold til de samhandelspartnere, som man ikke fører fastkurspolitik over for. Men i tilfældet med selvstændigt inflationsmål vil renteændringer fra centralbanken nu i højere grad påvirke efterspørgslen, fordi deres påvirkning af den effektive valutakurs og dermed konkurrenceevnen og nettoeksporten vil være kraftigere. En given pengepolitisk ændring kan altså forventes at få større virkning for økonomien under et inflationsmål, og den vil i højere grad være tilpasset den indenlandske økonomis behov.

**Selvstændig
pengepolitik kan
formindske
virkningen af
efterspørgselsstød**

Hvis centralbanken lever op til sin inflationsmålsætning, vil den formindske de udsving i inflation og produktion, der kommer som følge af forskellige stød til efterspørgslen i det pågældende land, jf. den detaljerede gennemgang i Sørensen og Whitta-Jacobsen (2005). Hvad udbudsstød angår, vil en aktiv centralbank formindske udsvingene i

inflation, men til gengæld alt andet lige forøge variationen i output gap.

**Ændret
arbejdsdeling
mellem penge- og
finanspolitik**

Et givet finanspolitisk tiltag vil til gengæld have mindre virkning på den indenlandske efterspørgsel i en situation med inflationsmål. Et sådant tiltag giver i sig selv et stød til efterspørgslen, og alt andet lige vil det derfor medføre en reaktion fra centralbanken, som via en renteændring vil påvirke såvel valutakurs som indenlandsk efterspørgsel i modsat retning af det finanspolitiske tiltag. Til gengæld vil en aktiv finanspolitik også være mindre vigtig, når centralbanken fører pengepolitik efter indenlandske forhold. Arbejdsdelingen mellem finans- og pengepolitik vil altså være anderledes under et inflationsmål end under fastkurspolitik (eller medlemskab af en møntunion).

**Dæmpes eller
forstærkes stød af
valutakursen?**

Ovenstående principielle forskelle er på forskellig vis blevet modificeret i den løbende fagøkonomiske diskussion. En særlig diskussion drejer sig således om, hvorvidt ændringer i valutakursen i praksis normalt dæmper konjunkturudsving, eller de tværtimod kan risikere i sig selv at forstyrre økonomien. I nogen grad vil de økonomiske markedsmekanismer i sig selv medføre, at udsving i valutakurserne virker stabiliserende. En fornuftigt ført pengepolitik vil ligeledes blandt andet virke gennem ændringer i valutakurserne. I praksis bliver valutakurserne imidlertid ikke udelukkende bestemt af sådanne forhold. På kortere sigt kan de også blive præget af mere tilfældige eller spekulative udsving, blandt andet på grund af den nuværende høje internationale finansielle integration, jf. Buiters (2000). I det omfang disse mere tilfældige udsving slår igennem på den indenlandske produktion og prisudvikling, vil de virke som en selvstændig kilde til forstyrrelser i økonomien. Hvis et land med inflationsmålsætning i højere grad bliver ramt af sådanne mere tilfældige udsving i den effektive valutakurs, end hvis landet førte fastkurspolitik, vil dette fænomen således være en selvstændig ulempe ved inflationsmålsætningen.

Praktiske erfaringer med inflationsmålsætninger

**Forskelligartet
empiri**

En række undersøgelser har på forskellig vis forsøgt at vurdere, om valutakurser historisk set først og fremmest har

virket stabiliserende eller destabiliserende. Artis og Ehrmann (2006) finder lidt forskellige resultater for fire forskellige lande. Ifølge deres beregninger har Danmark og Sverige hovedsagelig været præget af de samme stød som euroområdet, hvorfor der ikke har været behov for en selvstændig valutakurs i den periode, de betragter (1980-1998). For Canadas vedkommende peger deres analyse i højere grad på en selvstændig stabiliserende rolle for pengepolitik og for valutakursen, mens der er blandede resultater for Storbritannien: Landet har været præget af asymmetriske stød i forhold til euroområdet, men samtidig har valutakursudsvingene kun i ringe grad afspejlet de forskellige udbuds- og efterspørgselsstød, som landet har haft. Generelt præges valutakurserne i betydeligt omfang af bevægelser, som ikke skyldes hverken pengepolitik eller realøkonomiske ændringer i landene ("støj").

Hvor meget påvirker midlertidige kursudsving den indenlandske økonomi?

Alexius og Post (2008) argumenterer for, at Artis og Ehrmanns analyse er misvisende ved at inkludere perioder med fastkurspolitik. I stedet kigger de på fem lande i hele den periode, hvor disse lande har haft et inflationsmål. Deres resultat er, at for Sverige og Canada ændrer valutakurserne sig i den ønskede retning i tilfælde af asymmetriske efterspørgsels- og udbudsstød, mens det for Australien, New Zealand og Storbritannien gælder, at deres valutakurser enten ikke reagerer signifikant, eller de bevæger sig i modsat retning. For alle landene bortset fra Canada gælder det, at størstedelen af udsvingene i valutakurserne skyldes støj snarere end fundamentale stød til økonomien. Imidlertid gælder det samtidig, at disse egentlige valutakursstød kun påvirker den indenlandske produktion og inflation i ringe grad. Der er altså i deres undersøgelse en ret høj afkobling mellem sådanne valutakursfluktuationer og den indenlandske økonomi i øvrigt.

En del støj i valutakurser, men måske begrænset betydning

Sammenfattende giver disse og en række andre undersøgelser et blandet billede. Valutakurser påvirkes på kort sigt af en del støj, som hverken kan forklares med pengepolitiske årsager eller realøkonomiske ændringer. Omvendt tyder de nævnte undersøgelser på, at sådanne tilfældige udsving ikke har særlig stor betydning for produktion og inflation i de pågældende lande; deres konsekvenser for konjunkturstabi-

lisering virker derfor ret begrænsede. Samtidig bør man tage empiriske undersøgelser af denne type (strukturelle VAR-modeller) med det væsentlige forbehold, at det kan være meget vanskeligt at identificere årsager til ændringer i valutakurser.

Justeringer af valutakurser kan skyde over målet

Ud over de kortvarige tilfældige udsving, som ovenfor er blevet betegnet som støj, kan valutakurser mellem to valutaområder også på mellemlang sigt gennemgå større svingninger. Der kan være grunde til, at ændringer i de realøkonomiske forhold på kort sigt fører til en valutakursændring, som skyder over målet, jf. Dornbusch (1976). En sådan systematisk skyden over målet kan være en uundgåelig følge af at føre selvstændig pengepolitik og kan medføre u hensigtsmæssige omstillingsomkostninger og fordelingsvirkninger mellem de erhvervssektorer, der bliver påvirket forskelligt af valutakursændringerne.

Praktiske erfaringer med inflationsmål

Der er foretaget en række undersøgelser af erfaringerne fra lande, der har indført inflationsmålsætninger. Ball og Sheridan (2003) undersøger syv af de OECD-lande, der indførte inflationsmål i de tidlige 1990'ere, i forhold til en kontrolgruppe på 13 lande, der ikke gjorde det. De finder, at der er tegn på, at de syv lande har formindsket såvel deres niveau for som udsvingene i inflationen i højere grad end kontrolgruppen, men at dette skyldes, at inflationsmålslandene generelt har startet ud fra et højere inflationsniveau. Når de kontrollerer for forskellene i udgangspunktet for inflationen, konkluderer forfatterne, at inflationsmålslandene overordnet hverken har klaret sig bedre eller dårligere end landene i kontrolgruppen.

Udviklingen i de nordiske lande

Ser man på udviklingen i Danmark, Norge, Sverige og Finland i løbet af det seneste årti, jf. tabel II.8, er der ikke systematiske tegn på, at de forskellige pengepolitiske regimer, som landene har valgt, har haft stor betydning for konjunkturudviklingen. Inflationsmålslandet Sverige og ØMU-medlemmet Finland har haft en lidt lavere inflation end inflationsmålslandet Norge og fastkurslandet Danmark, men alle landene har i gennemsnit haft en inflation tæt på 2 pct. Udsvingene i den månedlige inflationstakt og i det årlige output gap har været lidt lavere i Danmark og Sverige

end i Finland og Norge. Der kan være mange grunde til de forskelle, der ifølge tabellen har været mellem landene, afhængigt af produktions- og handelsmønstre mv. For Danmarks vedkommende er der således en tendens til, at den danske eksport alt andet lige er mindre afhængig af den internationale konjunktursituation end de andre nordiske landes, jf. Christensen og Hansen (2003). Det hænger sammen med, at Danmark har en relativt stor eksport af varer som landbrugsprodukter, medicinalvarer og vindmøller, der ikke er særlig konjunkturfølsomme.

Tabel II.8 Nordiske nøgletal siden 1997

	Danmark	Finland	Norge^a	Sverige
Årlig inflations-takt, gnst. niveau	2,03	1,73	2,00	1,68
Årlig inflations-takt, standardafvigelse	0,79	1,05	1,13	0,92
Output gap, standardafvigelse	1,17	1,35	1,54	1,23
Effektive valutakurser, standardafvigelse	3,20	3,79	4,42	4,45

a) Norge indførte sit inflationsmål i 2001. Inden da havde landet i et tidsrum forsøgt at stabilisere valutakursen i forhold til en kurv af valutaer.

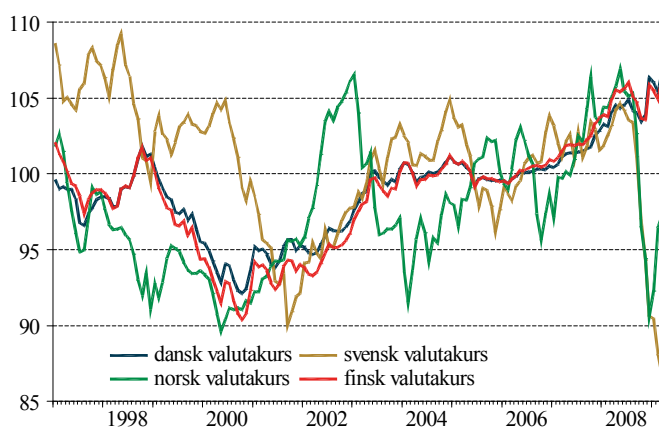
Anm.: Det anvendte inflationsmål er stigningen i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP). Output gap er defineret som den faktiske minus den potentielle produktion i procent af den potentielle produktion. Tal for output gap er årlige observationer, og sidste observation er OECD's skøn for 2008. Tal for inflation og effektive valutakurser er månedlige observationer, og sidste observation er hhv. marts 2009 (for HICP) og april 2009 (for valutakurser).

Kilde: Eurostat, Economic Outlook og egne beregninger.

Svenske og norske effektive valutakurser svinger mest

Mens der i tabel II.8 altså ikke har været systematiske forskelle i konjunkturstabiliseringen mellem de fire lande, viser tabellen samtidig, at Sverige og Norge har haft noget større udsving i de effektive valutakurser end Danmark og Finland. Det samme bekræftes umiddelbart af figur II.29. Figuren illustrerer nærmere, hvordan udviklingen i den effektive valutakurs i de nordiske lande har udviklet sig ganske forskelligartet siden 1997. Som konsekvens af Finlands medlemskab af euroområdet og Danmarks fastkurspolitik samt den kendsgerning, at de to landes samhandelspartnere i vidt omfang er de samme, har den danske og finske effektive valutakursudvikling i praksis været sammenfaldende siden 1999. Derimod har svenske og norske kroner udviklet sig på selvstændig vis og generelt været præget af betydeligt større svingninger, hvilket alt andet lige besværliggør landenes samhandel med udlandet.

Figur II.29 Udviklingen i effektive valutakurser



Anm.: Sidste observation er april 2009.

Kilde: EcoWin.

Modsattrettet kursudvikling under finanskrisen

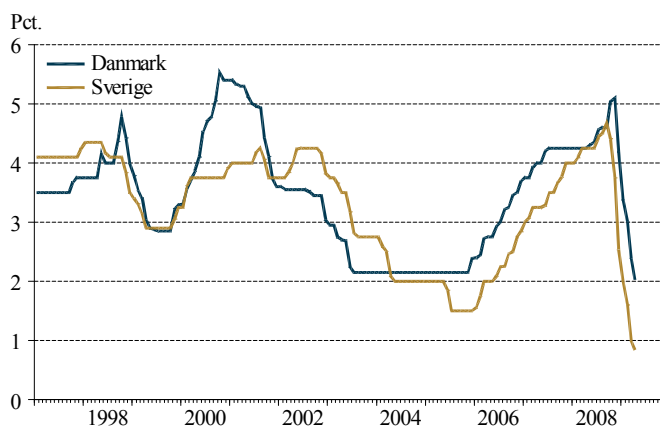
Særlig bemærkelsesværdig er den seneste udvikling siden efteråret 2008, hvor svenske og norske kroner i forbindelse med finanskrisen er faldet betragteligt i forhold til Danmarks og Finlands valutaer. Mens danske kroner som følge af en generel styrkelse af euroen er apprecieret over for en

række andre valutaer, er svenske og norske kroner deprecieret i forhold til euro og dermed også i forhold til danske kroner.

Danmark følger ECB, Sverige gør ikke

Divergensen mellem den effektive danske og svenske valutakursudvikling kan benyttes til at illustrere nogle væsentlige forskelle mellem situationen, hvor man baserer sin pengepolitik på en inflationsmålsætning og situationen, hvor man fører fastkurspolitik. Danmark har således grundlæggende haft det samme pengepolitiske renteniveau som Euroland, jf. beskrivelsen i afsnit II.7. I slutningen af 2008 kom den danske krone imidlertid under pres, og Danmarks Nationalbank måtte hæve den pengepolitiske rente i forhold til euroområdet af hensyn til fastkurspolitikken. Svenskerne havde ikke samme bekymring og kunne i denne periode sænke deres pengepolitiske rente uden at komme i konflikt med hensynet til at opfylde deres selvstændige inflationsmålsætning. Det førte til en stor udvidelse af det dansk-svenske rentespænd, jf. figur II.30.

Figur II.30 Pengepolitiske renter i Danmark og Sverige



Anm.: Seneste observation er april 2009.

Kilde: EcoWin.

Sverige i den nuværende krise

Sverige er blevet ganske hårdt ramt af den internationale økonomiske krise med et BNP-fald på 4,9 pct. fra fjerde

kvartal 2007 til fjerde kvartal 2008, jf. også kapitel I. I denne situation har såvel det store svenske rentefald som den kraftige svenske kronedepreciering virket konjunktur-stabiliserende ved at stimulere såvel den hjemlige efterspørgsel som den svenske konkurrenceevne og dermed nettoeksporten. Samtidig har udviklingen i kronekursen forringet Sveriges bytteforhold. Især i det omfang den lavere svenske effektive kronkurs forventes at være et vedvarende fænomen, vil det også give sig udslag i højere inflation. For 2009 forventer Sveriges Riksbank et fald i forbrugerprisindekset på 0,3 pct. og vil dermed ikke kunne holde sig inden for båndet i den svenske inflationsmålsætning, jf. Sveriges Riksbank (2009).

Vil selvstændige centralbanker blive fristet til at snyde på vægten?

Man kan diskutere, hvornår store selvstændige rentenedsættelser i et land er rimelige i en international sammenhæng. Den svenske rentenedsættelse har haft den omvendte virkning på samhandelspartnerne, at deres bytteforhold over for Sverige umiddelbart er forbedret, deres konkurrenceevne forværret og deres importerede inflation formindsket. Alt efter de pågældende landes egen konjunktursituation vil dette påvirke dem på forskellig vis. Hvis de omgivende valutaområder samtidig selv fører pengepolitik efter et inflationsmål (direkte eller indirekte), vil den svenske handling også påvirke disse landes pengepolitik. Så længe alle de pågældende valutaområder følger deres egen officielle inflationsmålsætning og i øvrigt bruger deres pengepolitiske instrumenter kompetent, må dette formodes ikke at give anledning til problemer. Hvis man derimod frygter, at eksempelvis den svenske centralbank er fristet til i virkeligheden at skabe en større inflation end officielt ønsket i hjemlandet for til gengæld at få en ekstra kortsigtet konkurrencefordel, kan den nuværende situation sidestilles med tidligere tiders konkurrerende devalueringer. En sådan uhensigtsmæssig adfærd kan undgås i en valutaunion.

Hvordan ville Sverige have klaret sig i ØMU'en?

Söderström (2008) har – uafhængigt af krisen – undersøgt nogle formodede konsekvenser for Sverige af at opgive sin selvstændige inflationsmålsætning og tilslutte sig ØMU'en i stedet. Han foretager en række simulationer på Sveriges Riksbanks model RAMSES, der er en såkaldt dynamisk stokastisk generel ligevægtsmodel (DSGE-model). Simula-

tionerne giver ikke noget klart svar på, hvorvidt det – ud fra modellens forudsætninger – stabiliseringsmæssigt ville have været en fordel eller en ulempe for Sverige at have været ØMU-medlem siden starten i 1999. I de kontrafaktiske simulationer, hvor Sverige antages at deltage i ØMU'en fra 1999, ville såvel inflation som BNP-vækst have været lidt højere, men BNP-væksten samtidig lidt mere volatil, hvis Sverige havde været medlem i den pågældende periode. Beregningerne peger på, at landespecifikke stød har været vigtige for fluktuationerne i den svenske økonomi siden 1993, hvilket alt andet lige gør en selvstændig pengepolitik mere relevant. Samtidig viser modelberegningerne imidlertid også, at de svenske valutakursudsving i perioden i sig selv har givet en tendens til destabilisering snarere end stabilisering. Söderström opsummerer derfor til sidst, at man ikke kan konkludere noget definitivt om, hvorvidt ØMU-deltagelse ville have været gavnlige eller skadelige for Sverige, men at konsekvenserne næppe ville have været dramatiske.

Giver inflationsmål mindre konjunkturudsving?

En række oversigter anfører, at indførelsen af inflationsmål generelt har mindsket såvel niveauet for som udsvingene i inflationen i en række lande, jf. bl.a. Pétursson (2005), Vega og Winkelried (2005) og Berg (2005). Med hensyn til udsving i output gap er resultaterne i de nævnte publikationer lidt mindre entydige. Christensen og Hansen (2007) undersøger imidlertid i et økonometrisk studie resultaterne for en gruppe på syv lande, der har indført inflationsmål i løbet af perioden 1970-2005, i forhold til en anden gruppe på ni lande, der har indført en konsekvent fastkurspolitik i samme periode, og en kontrolgruppe på seks lande, der ikke har skiftet regime i perioden. De finder, at overgangen til såvel inflationsmål som konsekvent fastkurspolitik har medført et fald i inflationen ud over den globale trend i de efterfølgende år. Derudover synes overgang til fastkurspolitik også at have medført en reduktion i volatiliteten i såvel inflation som output gap i forhold til kontrolgruppen, mens forfatterne ikke kan konstatere det samme generelt for lande, der er overgået til inflationsmål – disse lande har blot oplevet en begrænsning i disse volatiliteter på linje med kontrolgruppen. De to forfattere konkluderer derfor, at

fastkurspolitik i praksis ser ud til at virke som et bedre stabiliseringspolitisk redskab end inflationsmål.

Man er tilfreds med, hvad man har – og det er fint nok

Overordnet er der – måske ikke så overraskende – en klar tendens til, at beslutningstagere (f.eks. blandt ansatte i centralbankerne) synes godt tilfredse med den pengepolitiske strategi, deres land hver især har valgt, uanset om det medfører et system med faste eller flydende kurser, jf. Christensen og Hansen (2007). I Skandinavien er der således i Danmark stor tilslutning til fastkurspolitikken, mens repræsentanter fra Norges Bank og Sveriges Riksbank udtrykker samme tilfredshed med deres landes inflationsmålsætning, jf. eksempelvis Gjedrem (2005) og Apel mfl. (2007). En mulig tolkning heraf er, at begge systemer hver for sig synes at kunne fungere rimeligt i forhold til deres hovedfunktion: At skabe og fastholde en stabil inflation og give et vist spillerum for en stabiliserende økonomisk politik.

Optionsværdien af en selvstændig dansk valuta

Selvstændig dansk inflationsmålsætning frarådes med de nuværende udsigter

Som udgangspunkt vil et land som Danmark – givet, at vores beslutningstagere fremadrettet fører en fornuftig økonomisk politik – sandsynligvis kunne klare sig udmærket i såvel et fastkursregime over for euroen (inklusive den variant, der består i et fuldt ØMU-medlemskab) som under en selvstændig inflationsmålsætning. Så længe den nuværende fastkurspolitik løser sin opgave med at tilvejebringe lav og stabil inflation i Danmark og oven i købet synes at præstere godt også med hensyn til outputstabilisering, ville det imidlertid være et uheldigt signal at sende til omverdenen at gå bort fra fastkurspolitikken. Hvis Danmark forlod fastkurspolitikken uden nogen oplagt grund, kunne det nemt blive opfattet som et udtryk for, at man reelt ønskede en depreciering af den danske krone, hvilket i sig selv kunne skabe tendens til valutaflugt og større inflationsforventninger. Det må derfor klart frarådes at indføre en selvstændig dansk inflationsmålsætning, så længe der ikke er indtruffet et skift i de økonomiske omstændigheder, der gør, at det håndfast kan vises, at Danmark faktisk ville stå sig bedre ved at gøre det.

Forskellige tænkelige scenarier kan udløse optionen

Frem til den nuværende finanskriser har ØMU'en været præget af en høj grad af makroøkonomisk stabilitet. Det kan imidlertid ikke fuldstændig afvises, at der i fremtiden kan opstå situationer, hvor det ville være en fordel for Danmark at føre en anden pengepolitik end euroområdet. Man kan forestille sig, at denne situation opstår, enten fordi der sker noget særligt for Danmark, eller fordi der sker ændringer i Euroland. Derfor ses der i det følgende på en række muligheder, der kan opstå. For det første betragtes den situation, hvor euroområdet udvikler sig til et ustabil eller ineffektivt område, som på grund af nogle uhensigtsmæssige strukturelle forhold havner i en situation med høj og ustabil inflation. En anden mulighed, der kort diskuteres, er en situation, hvor Danmark udsættes for et historisk stort asymmetrisk stød. En tredje mulighed er, at Danmarks handelsmønster ændres, således at samhandel med ØMU-landene reduceres relativt til samhandlen med andre lande. En fjerde og sidste mulighed, der kort diskuteres, er situationen, der kan opstå, hvis et eller flere andre eurolande på et fremtidigt tidspunkt ønsker at forlade ØMU'en.

Forskel på hvordan de forskellige scenarier påvirker optionsværdien

Selvom det er vanskeligt at kvantificere betydningen af de forskellige mulige fremtidige situationer, hvor det kunne være en fordel for Danmark at opgive sin tilknytning til euroen, er der nogle kvalitative forskelle på de nævnte eksempler på mulige situationer. Der er derfor foretaget en analyse af, hvad der karakteriserer de situationer, hvor der kan være en positiv optionsværdi ved at bevare en selvstændig valuta, jf. Sørensen (2009a). Hovedelementer af analysen er gengivet i boks II.7.

Optionsværdien afhænger af forskelle i indkomstudvikling

Optionsværdien afhænger af forskellen mellem indkomstudviklingen i en situation, hvor der føres en pengepolitik baseret på en inflationsmålsætning, og en situation med euro, hvor ØMU-medlemskabet fungerer uhensigtsmæssigt. Denne forskel i indkomstudviklingen skal naturligvis være positiv for, at der kan være en positiv optionsværdi. En høj sandsynlighed for at havne i en situation, hvor ØMU'en fungerer uhensigtsmæssigt, bidrager alt andet lige til en større værdi af optionsværdien af en selvstændig valuta.

Optionsværdien udtrykker værdien af, at Danmark fastholder sin egen valuta og dermed på et eller andet tidspunkt har muligheden for at overgå til en inflationsmålsætning. Da udmeldelse af ØMU'en som udgangspunkt ikke er en mulighed, er dette antagelsen i det følgende. Optionsværdien kan måles som forskellen mellem nationalindkomsten i en tilstand med inflationsmålsætning, y_i , og en tilstand, hvor ØMU'en har udviklet sig i "dårlig" retning for Danmark, y_e^d , vægtet med sandsynligheden for, at den "dårlige" ØMU-tilstand indtræffer, p , (jf. boks II.4):

$$\text{Optionsværdi} = \max \{ p(y_i - y_e^d), 0 \} \quad (1)$$

Indkomstforskellen, $y_i - y_e^d$, er negativ, hvis den "dårlige" tilstand i ØMU'en indebærer en højere nationalindkomst end under inflationsmålsætningen. Det kunne være tilfældet, hvis ØMU'en medfører en høj inflation, som giver forvriddningstab i økonomien, men hvor forvriddningstabsene er mindre end effektivitetsgevinsterne, som euroen indebærer i forhold til inflationsmålsætning. I så fald vil det ikke være en økonomisk fordel at overgå til inflationsmålsætningen, og optionsværdien er derfor nul. Indkomsten i (1) skal opfattes som den "risikojusterede indkomst", jf. Sørensen (2009a). Denne kan omskrives til et udtryk, der inkluderer den faktiske nationalindkomst, Y , variansen på denne, s^2 , samt parameteren ρ , der repræsenterer omkostningerne ved konjunkturudsving:

$$y = Y \left(1 - \frac{\rho s^2}{2} \right), \quad \rho \geq 0, \quad (2)$$

Udtrykket i (2) viser, at en høj varians i indkomsten trækker ned i den risikojusterede indkomst, og at denne "straf" øges med parameteren ρ . Udtrykket, hvor ρ indgår, dækker dels over, at det antages, at forbrugerne som følge af risikoaversi- on foretrækker en stabil indkomst frem for en svingende, dels at der er en række makroøkonomiske omkostninger forbundet med konjunkturudsving. Anvendes udtrykket i (2), fås følgende udtryk for optionsværdien, jf. også Sørensen (2009a):

$$\text{Optionsværdi} = p \cdot \left[\frac{\rho(s_d^2 - s_i^2)}{2} Y_e^d - \left(1 - \frac{\rho s_i^2}{2} \right) (Y_e^d - Y_i) \right] \quad (3)$$

hvor s_d^2 er variansen for Danmarks indkomst i den dårlige ØMU, og s_i^2 er variansen under en inflationsmålsætning.

Fortsættes

Udtrykket i (3) viser, at optionsværdien kan deles op i et led, der beskriver forskellen mellem indkomstudsvingene i en "dårlig" ØMU og under inflationsmålsætning, og et led, der vedrører niveauforskellen i indkomsten mellem de to situationer.

Indkomstudsvingene i en "dårlig" ØMU antages at være højere end under inflationsmålsætningen. Isoleret set trækker denne forskel i retning af en positiv optionsværdi. Forskellen mellem indkomstniveauet i den "dårlige" tilstand i ØMU'en og i tilfældet med inflationsmålsætning kan være afhængigt af, hvad der gør ØMU'en "dårlig":

Høj og ustabil inflation: En høj ustabil inflation medfører et produktivitetsmæssigt tab i forhold til en situation med lav, stabil inflation, som kan opnås ved en inflationsmålsætning. I dette tilfælde kan sidste parentes i (3) blive negativ, og derfor give en positiv optionsværdi.

Asymmetrisk stød til Danmark: Her sikrer en positiv effektivitetsgevinst ved møntunionen et positivt fortegn på sidste led i (3). Derfor kræves en meget stor forskel i indkomstvariationen for at give en positiv optionsværdi.

Ændret handelsmønster: Danmark handler mindre med valutaunionen, og effektivitetsgevinsten mindskes. Derved reduceres sidste led i (3), – og bliver evt. negativt – hvilket trækker i retning af en positiv og større optionsværdi.

Det kan illustreres, hvor stort forholdet mellem indkomstudsvingene, s_d/s_i , skal være, for at optionsværdien bliver positiv under forskellige antagelser om indkomstforskellene mellem den "dårlige" ØMU og inflationsmålsætningspolitikken. Tabellen viser, at hvis $Y_e^d > Y_i$, så skal den relative ustabilitet i den dårlige ØMU være betydelig for at give en positiv optionsværdi.

Tabel A. Mindste relative spredning (s_d/s_i), som udløser en positiv optionsværdi

$100 \times (Y_e^d - Y_i) / Y_e^d$	$\rho = 1$	$\rho = 5$	$\rho = 10$	$\rho = 50$	$\rho = 100$
0,0	1	1	1	1	1
0,5	5,10	2,45	1,87	1,22	1,12
1,0	7,14	3,32	2,45	1,41	1,22
2,0	10,05	4,58	3,31	1,73	1,41

Anm.: Beregninger er baseret på en værdi af s_i på 0,02, hvilket svarer nogenlunde til den typiske standardafvigelse på BNP i vesteuropæiske lande.

Der kan være forskel i både indkomstniveau og indkomstudsving

Forskellen i indkomstudviklingen med henholdsvis en inflationsmålsætning og et ØMU-medlemskab, som ikke fungerer hensigtsmæssigt, afhænger dels af udviklingen i niveauet for indkomsten og dels af udsvingene i indkomsten i de to politikregimer.

Indkomstudsving antages lavere ved inflationsmålsætning

Med hensyn til variansen i indkomsten antages ofte, at et system med faste kurser fører til større variation i indkomsten end et system med flydende kurser, fordi en del af tilpasningen i sidstnævnte tilfælde kan ske ved tilpasning i valutakursen. Hvis dette er tilfældet, trækker forskellen isoleret set i retning af en positiv optionsværdi. Som nævnt tidligere i afsnittet vinder denne antagelse ikke entydigt teoretisk støtte, ligesom den ikke entydigt bekræftes empirisk.

Effektivitetsgevinst ved valutaunion reducerer optionsværdi

Gennemgangen i afsnit II.5-II.7 har peget på, at der er effektivitetsgevinster ved valutaunioner i forhold til inflationsmålsætning og flydende valutakurs (jf. punkterne 1-10 i afsnit II.5). I en situation med en velfungerende ØMU kan det derfor forventes, at indkomstniveauet er højere, end det, der kan opnås ved flydende valutakurs og inflationsmålsætning. Hvis det også er tilfældet i en situation med en ØMU, som ikke fungerer hensigtsmæssigt, trækker det isoleret i retning af, at der ikke er en positiv optionsværdi.

Positiv optionsværdi kræver betydeligt tab af effektivitetsgevinst

Optionsværdien afhænger således på den ene side af, i hvilket omfang en uhensigtsmæssig ØMU leder til en lavere effektivitetsgevinst end en velfungerende, og på den anden side af, hvor stor en forøgelse af indkomstudsvingene en uhensigtsmæssigt fungerende ØMU leder til i forhold til en pengepolitik baseret på inflationsmålsætning. For at give en fornemmelse af forholdet kan der tages udgangspunkt i en situation, hvor effektivitetsgevinsten ved ØMU'en antages at være 1 pct. af BNP, og hvor de samlede omkostninger forbundet med makroøkonomisk ustabilitet antages omkring 1 pct. af BNP.⁵⁶ Men disse antagelser viser tabel A i boks

56) Det er vanskeligt at komme med et relevant bud på omkostningerne ved makroøkonomisk ustabilitet, men Gadi (2005) diskuterer forskellige bud herpå. Med en spredning i BNP-væksten på 0,02 indebærer antagelsen om samlede omkostninger på 1 pct. af BNP, at parameteren ρ i boks II.7 antager værdien 50.

II.7, at spredningen i indkomsten i en ustabil ØMU skal være mindst 40 pct. større, end under inflationsmålsætning, for, at optionsværdien skal være positiv. Hvis effektivitetsfordelene ved ØMU'en er større, eller hvis de samfundsøkonomiske omkostninger ved konjunkturudsving er mindre, vil optionsværdien alt andet lige blive mindre – svarende til, at den relative makroøkonomiske ustabilitet i en ikke velfungerende ØMU skal være høj for at der opnås en positiv optionsværdi. Det kan i denne sammenhæng nævnes, at empiriske undersøgelser af indkomstspredningen ved de to valutaregimer ikke leder til noget klart billede af, hvilket af de to regimer der har den laveste spredning. Konklusionen er derfor, at der kun opnås en positiv optionsværdi, hvis ØMU'en i det uhensigtsmæssige scenario leder til, at effektivitetsgevinsterne tabes eller reduceres i betydeligt omfang.

Et meget stort dansk asymmetrisk stød giver næppe positiv optionsværdi

Med dette udgangspunkt ses på de forskellige scenarier, hvor der evt. kunne være en positiv optionsværdi ved en selvstændig valuta. Første mulighed kunne som nævnt være, at Danmark bliver ramt af et meget stort asymmetrisk stød – på linje med udenlandske eksempler som den tyske genforening eller de store norske oliefund i Nordsøen. Sådanne store asymmetriske stød til et enkelt land er ikke særlig sandsynlige, men er altså forekommet fra tid til anden og kan heller ikke udelukkes fremover. I en sådan situation er det næppe sandsynligt, at effektivitetsfordelene ved fastkurspolitikken reduceres væsentligt, og derfor vil der være et højere indkomstniveau ved fastkurspolitikken. Det betyder, at det næppe er sandsynligt, at en overgang til inflationsmålsætning og flydende valutakurs kan give tilstrækkeligt store engangsgevinster i form af hurtigere tilpasning i priser og lønninger til, at dette kan opveje tabet af de mere permanente effektivitetsgevinster. En anden måde at se dette på er, at et stort asymmetrisk stød betyder, at der er behov for en tilpasning i den reale valutakurs, som skal opnås både i fastkursregimet og med inflationsmålsætning. I inflationsmålsætningsregimet kan en ændring i den nominelle valutakurs bidrage til at gøre den nødvendige tilpasning hurtigere, men ikke ændre behovet for tilpasning.

Optionsværdien kan blive positiv, hvis handelsmønstret ændrer sig markant

Et andet muligt scenarie, der også har en lille sandsynlighed, men som heller ikke helt kan udelukkes, er, at handelsmønstret ændrer sig. Danmark har tidligere været stærkt afhængig af handel med England og har således også valutamæssigt været stærkere knyttet til pundet end f.eks. D-marken, men i takt med, at andre varer end landbrugsvarer fik større betydning for den samlede eksport, skiftede handelsmønstret, og det er i dag naturligt for Danmark at føre fastkurspolitik over for Tyskland, mens kursen på det engelske pund har mindre betydning for Danmarks effektive valutakurs. Det kan således ikke afvises, at globaliseringen eller andre forhold drejer handelsmønstret endnu en gang, således at der bliver større vægt på mere fjerne markeder som f.eks. de asiatiske. Denne situation vil tendere mod at reducere effektivitetsgevinsterne ved ØMU'en, fordi en mindre del af den samlede handel foregår med disse lande. Samtidig vil en pengepolitisk binding til ØMU'en kunne føre til en u hensigtsmæssig pengepolitik, hvis ØMU'en ikke længere er et optimalt valutaområde for Danmark, og vores konjunkturbevægelser derfor afviger fra de øvrige eurolandes. Hvis omlægningen i handelsmønstret er tilstrækkelig stor, kan dette føre til, at optionsværdien bliver positiv.

Asymmetriske stød til nogle eurolande

Det er også muligt at forestille sig, at et eller flere lande vil ønske at udtræde af ØMU'en, hvis de bliver ramt af et stort asymmetrisk stød. Finanskrisen har f.eks. ramt Irland særlig hårdt og kan også risikere at ramme Østrig hårdt som følge af de østrigske bankers eksponering over for Østeuropa. Selv hvis et eller flere lande på et tidspunkt vælger at træde ud af ØMU'en, vil Danmark dog sandsynligvis fortsat ønske at bevare en fast kurs over for de tilbageværende eurolande, så længe disse udgør en rimeligt stabil kerne. Fordelen ved at indføre euroen vil da blive mindre, men vil formodentlig stadig være positiv. Asymmetriske stød til eurolandene vil altså sandsynligvis kun gøre det fordelagtigt for Danmark at overgå til en inflationsmålsætning, hvis stødene skaber ustabilitet i et stort antal ØMU-lande samtidigt.

Scenariet med en ustabil ØMU

Den fjerde mulighed er scenariet med en ustabil ØMU, som leder til høj og ustabil inflation. Dette kan eksempelvis indtræffe, hvis finanspolitikken i området samlet set vedva-

rende er for ekspansiv, og hvis ECB i det lange løb ikke formår at opfylde sin målsætning. Dermed kan inflationen i området blive for høj og antagelig samtidig ustabil. Et andet tænkeligt scenarie kunne være en situation, hvor samspillet mellem penge- og finanspolitikken fører til stadigt svingende inflationsrater, der giver en rimelig gennemsnitlig inflation, men som følge af svingningerne giver anledning til effektivitetstab. I begge tilfælde vil Danmark blive ramt, selv hvis vi holder en fornuftig finanspolitisk kurs herhjemme.

**Nuværende
finansielle krise
giver spændinger
både i og uden for
ØMU'en**

Som nævnt i afsnit II.2 har nogle af de nuværende eurolande i tidligere år haft problemer med at overholde stabilitets- og vækstpagtens finanspolitiske retningslinjer. Den nuværende finansielle krise har ramt såvel en række eurolande som de fleste europæiske lande uden for euroen hårdt. For nogle eurolandes vedkommende har det ført til, at spekulationer om fremtidig statsbankerot har fået et lidt mindre hypotetisk skær, hvilket blandt andet har afspejlet sig i de stærkt stigende rentespænd for lande som Italien og Grækenland, jf. afsnit II.7. Selvom problemerne ikke nødvendigvis er større end for nogle af landene uden for ØMU'en, giver den nuværende situation anledning til flere spekulationer, om der kan være særlig afsmitning inden for valutaunionen, jf. diskussionen i afsnit II.2.

**Store
finanspolitiske
udfordringer på
længere sigt**

På længere sigt påvirkes de offentlige finanser i alle landene af den forventede demografiske udvikling. Aldringen af befolkningen vil i alle lande føre til et pres på de offentlige finanser i de kommende årtier.

**Den finanspolitiske
holdbarhed**

Den finanspolitiske holdbarhed opgøres ofte i form af en holdbarhedsindikator, der angiver den permanente stramning af de offentlige finanser, der skal til for at kunne opretholde en i øvrigt uændret skattestruktur og offentligt serviceniveau fremover. EU-Kommissionen offentliggør med mellemrum sådanne beregninger. Det seneste bud herpå fremgår af tabel II.9. For euroområdet under ét ses der at være behov for en opstramning af finanspolitikken (i form af reducerede udgifter og/eller højere skatter og afgifter) svarende til en permanent budgetforbedring på 2,3 pct. af BNP. Dette dækker over store forskelle i de europæiske

lande. For Danmarks vedkommende vurderes finanspolitikken af EU-Kommissionen således – som et af kun tre lande i tabellen – at være holdbar. De fleste eurolande ser altså i dag ud til at have et reformefterslæb i forhold til Danmark.⁵⁷

Tabel II.9 Holdbarhedsindikatorer

Land	Pct. af BNP	Land	Pct. af BNP
Euroland	2,3	Irland	4,9
Tyskland	1,8	Finland	-0,5
Frankrig	3,0	Luxembourg	8,1
Italien	1,1	Grækenland	-
Spanien	2,7	Slovenien	7,0
Holland	3,9	Malta	-0,6
Belgien	3,0	Cypern	4,1
Østrig	0,3	Slovakiet	4,4
Portugal	3,6	Danmark	-2,6

Anm.: Holdbarhedsindikatoren angiver den permanente budgetforbedring (som andel af BNP), der kræves for at opfylde landenes intertemporale budgetrestriktion. En negativ værdi angiver, at budgetrestriktionen vurderes opfyldt.

Kilde: EU-kommissionen (2008b), tabel 1.4.2.

Reformer påkrævet

At finanspolitikken i de fleste ØMU-lande p.t. ikke er holdbar, afspejler, at det bliver nødvendigt at stramme finanspolitikken i fremtiden i de pågældende lande, hvis de fortsat skal kunne overholde deres gældsforpligtelser. Der er således et ganske stort behov for finanspolitiske reformer, som næppe er blevet mindre i løbet af den nuværende finansielle krise. Hvis et antal eurolande ikke får løst deres

57) Sådanne beregninger afhænger stærkt af en lang række yderst usikre faktorer såsom antagelser om befolknings- og renteutviklingen mv. og skal derfor tages med store forbehold, jf. De Økonomiske Råd (2007). Som det ses af tabellen, vurderer EU-Kommissionen f.eks., at Danmarks finanspolitik er meget holdbar. For de centrale beregningsforudsætninger i De Økonomiske Råd (2007) fås den modsatte konklusion.

langsigtede holdbarhedsproblemer, kan det have en række tænkelige konsekvenser, lige fra en højere inflation i euroområdet til gnidninger mellem landene, som kan bidrage til at gøre ØMU'en ustabil.

Optionsværdien kan være positiv, hvis ØMU'en leder til høj og ustabil inflation

I en situation, hvor euroen skaber en høj og eller ustabil inflation på lang sigt, eksempelvis på grund af finanspolitiske problemer, kan der være en positiv værdi af optionen ved egen valuta, fordi overgang til inflationsmål i givet fald vil kunne reducere inflationen i Danmark og dermed reducere de forvridnings- og produktivitetstab, som en høj og eller ustabil inflation fører med sig. I tilfælde af, at inflationen i euroområdet er tilstrækkeligt høj og ustabil, kan gevinsten ved inflationsreduktionen overstige den effektivitetsgevinst, som følger af det fulde medlemskab af ØMU'en. I denne situation er der således ikke nødvendigvis et lavere indkomstniveau med en inflationsmålsætning end i den uhensigtsmæssigt fungerende ØMU. Der vil derfor være mulighed for en positiv optionsværdi.

Inflationsmålsætning kan afbøde uhensigtsmæssigheder ved ustabil ØMU

Det bør understreges, at et pengepolitisk skifte ikke vil kunne afskærme dansk økonomi fra alle de problemer, der vil følge af, at ØMU'en udvikler sig uhensigtsmæssigt. Det vil altid påvirke os negativt, hvis der er en uheldig udvikling i vores nabolande og største samhandelspartnere. Men et skifte vil i en sådan situation kunne afbøde nogle af uhensigtsmæssighederne. Ved opgørelse af optionsværdien skal denne fordel, hvor det eventuelle tab af fastkursgevinsterne er fuldt indregnet, ganges med sandsynligheden for, at der overhovedet indtræffer en hændelse, der gør det pengepolitiske skifte fordelagtigt.

Opsummering vedrørende optionsværdi

Bevarelse af kronen kan opfattes som en forsikring mod uønsket udvikling i ØMU'en ...

Bevarelse af kronen og fastholdelse af fastkurspolitikken kan opfattes som en forsikring mod den hændelse, at udviklingen i ØMU'en skulle blive uhensigtsmæssigt set med danske øjne – og at vi derfor ville ønske at forlade fastkurspolitikken til fordel for en inflationsmålsætning. Risikoen for, at ØMU'en udvikler sig i ustabil retning og giver anledning til høj og ustabil inflation – i modstrid med statutterne for ECB – kan give anledning til, at det kunne være en

fordel at have mulighed for at overgå til fleksibel valutakurs med inflationsmålsætning. En anden tænkelig situation, hvor dette er tilfældet, er, hvis Danmarks handelsmønster ændres markant, og vi ikke længere har euroområdet som den mest centrale handelspartner.

... men optionsværdien skal overstige bruttogevinsten ved ØMU

Ligesom man i mange tilfælde anvender en forsikring mod forhold, som er sjældne men ubehagelige, hvis de forekommer, kan det være fornuftigt at betale en præmie hvert år for at forny forsikringen. Det kræver dog, at udbetalingen, når forsikringshændelsen optræder, står i rimeligt forhold til den præmie, der skal betales for forsikringen, når der er taget højde for, hvor sandsynlig hændelsen er. I tilfældet med egen valuta udgøres præmien af den bruttoge-vinst, der kunne være opnået ved at indføre euroen, jf. punkt 1-10 i afsnit II.5. Det vil således kun være fordelagtigt at fastholde den nuværende fastkurspolitik frem for fuld deltagelse i ØMU'en, hvis optionsværdien eksisterer og er tilstrækkelig stor til at modsvare bruttogevinsten ved ØMU. I modsat fald vil fuldt medlemskab af ØMU'en være økonomisk fordelagtig.

Optionsværdien vurderes at være lille

Deltagelse i ØMU'en indebærer årlige effektivitetsgevinster i forhold til en situation med inflationsmålsætning. Det betyder, at det årlige tab ved, at ØMU'en udvikler sig i uhensigtsmæssig retning, skal overstige denne gevinst, eller, hvis det ikke er tilfældet, skal den flydende valutakurs med inflationsmålsætning indebære en markant reduktion i indkomstudsvingene, for at der kan være en positiv optionsværdi. Hvis dette er tilfældet, skal man i opgørelsen af optionsværdien indregne (gange med) sandsynligheden for, at de hændelser, der kan gøre ØMU'en uhensigtsmæssig, kommer til at optræde, for at finde optionsværdien. Da nettogevinsten under alle omstændigheder må vurderes at være beskedene, og den samtidig optræder med lille sandsynlighed, er konsekvensen, at optionsværdien vurderes at være lille.

II.9 Euro eller krone?

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 effektivitets-gevinster, 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

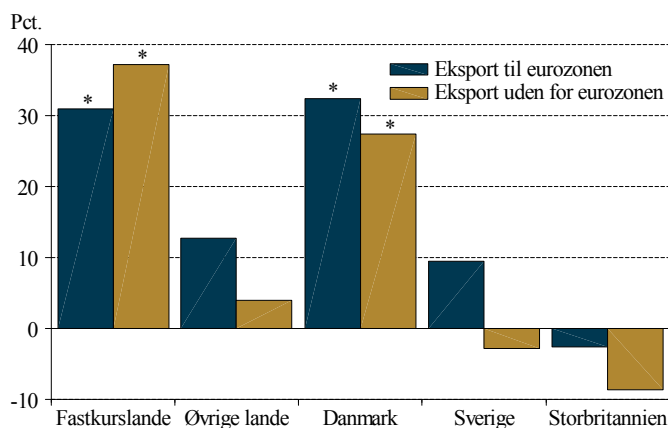
Umiddelbart må man forvente, at handelen med de nuværende eurolande vil stige, hvis Danmark indfører euroen. Dels vil bortfaldet af vekselomkostninger gøre samhandelen billigere. Dels kan den fælles møntfod gøre priserne mere gennemskuelige på tværs af lande, selvom denne effekt næppe spiller nogen særlig 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 fastkurssamarbejde 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 II.31.

Figur II.31 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 produktivitetsgævinst, 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 beskeden – 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 beskeden 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 sølvmøntfoden 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 er
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 beskedent 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 snævert økonomiske overvejelser.

Litteratur

Abildgren, K., P.K. Jensen og P.E. Storgaard (2003): *Pengepolitik i Danmark*. Danmarks Nationalbank.

Alesina, A. og R.J. Barro (2002): Currency Unions. *The Quarterly Journal Of Economics*, 117 (2), s. 409-436.

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

Alexius, A. og E. Post (2008): Exchange rates and asymmetric shocks in small open economies. *Empirical Economics*, 35 , s. 527-541.

Apel, M., L. Heikensten og P. Jansson (2007): Penningpolitiken och akademikerna: en studie av svensk penningpolitik med inflationsmål. *Penning- och valutapolitik*, 2007 (1).

Árendás, M. (2006): An Assessment of the Potential Effects of the Euro Changeover on Slovakia's Business Sector. *BIATEC*, 14 (9), s. 2-6.

Artis, M.J. og M. Ehrmann (2006): The Exchange Rate - A Shock-Absorber or Source of Shocks? A Study of Four Open Economies. *Journal of International Money and Finance*, 25 (6), s. 874-893.

Artis, M.J. og W. Zhang (1997): International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle? *International Journal of Finance and Economics*, 2 (1), s. 1-16.

Artis, M.J. og W. Zhang (1999): Further evidence on the international business cycle and the ERM: is there a European business cycle? *Oxford Economic Papers*, 51 (1), s. 120-132.

Baldwin, R. og V. Di Nino (2006): Euros and Zeros: The common currency effect on trade in new goods. Working

paper series No. 12673. National Bureau of Economic Research.

Baldwin, R., V. DiNino, L. Fontagné, R.A. De Santis og D. Taglioni (2008): Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment. Economic Papers No. 321 . EU-Kommissionen.

Baldwin, R., F. Skudelny og D. Taglioni (2005): Trade effects of the Euro - Evidence from sectoral data. Working paper series No. 446. ECB.

Ball, L. og N. Sheridan (2003): Does Inflation Targeting Matter? Working Paper no. 9577. National Bureau of Economic Research.

Baltensperger, E., P.M. Hildebrand og J.J. Thomas (2007): The Swiss National Bank's monetary policy concept - an example of a 'principles-based' policy framework. Economic Studies No 3. Swiss National Bank.

Bartholdy, N., N.A. Dam og S.H. Thamsborg (2008): Erfaringer med eurosamarbejdet i de første 10 år. *Nationalbankens Kvartalsoversigt*, 2008 (3), s. 55-70.

Beber, A., M.W. Brandt og K. Kavajecz (2009): Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market. *Review of Financial Studies (forthcoming)*.

Berg, C. (2005): Penningpolitik med inflationsmål - erfaringer från 20 länder. *Penning- och valutapolitik*, 2005 (1).

Berger, H. og V. Nitsch (2005): Zooming out: The trade effect of the euro in historical perspective. CESifo working paper No. 1435. CESifo.

Bergman, U.M. (2006): Are European business Cycles Converging? Notat.

Bernanke, B.S. (2004): *Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004.*

Bernanke, B.S. og I. Mihov (1997): What does the Bundesbank target? *European Economic Review*, 41 (6), s. 1025-1053.

Bernstein, N. (2009): *Nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale ved Folketingets Europaudvalgs eurohøring, 22. januar 2009.*

Bie, U. og N.P. Hahnemann (2000): Currency boards. *Nationalbankens Kvartalsoversigt*, 2000 (2), s. 85-102.

Buiter, W.H. (2000): Optimal Currency Areas. *Scottish Journal of Political Economy*, 47 (3), s. 213-250.

Burnside, C., M. Eichenbaum og S. Rebelo (2001): Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis. *The Journal of Political Economy*, 109 (6), s. 1155-1197.

Burnside, C., M. Eichenbaum og S. Rebelo (2008): Currency Crisis Models. I: Blume, L.E. og S.N. Durlauf (red.): *New Palgrave Dictionary of Economics, Revised Edition.* Macmillan Publishers Limited.

Cabanillas, L.G. og E. Ruscher (2008): The Great Moderation in the euro area: What role have macroeconomic policies played? Economic Papers No. 331. EU-Kommissionen.

Callesen, P., Rasmus Degn og Steen Lohmann Poulsen (2008): Har fastkurspolitikken option en positiv eller negativ værdi? Finansministeriets arbejdsrapport serie - udkast. Finansministeriet.

Chinn, M. og J.A. Frankel (2008): Why the Euro Will Rival the Dollar. *International Finance*, 11 (1), s. 49-73.

Christensen, A.M. og N.L. Hansen (2003): Volatilitet i inflation og økonomisk aktivitet i Norden. *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 2003 (4).

Christensen, A.M. og N.L. Hansen (2007): The Monetary-Policy Regime and the Development in Central Macroeconomic Variables in the OECD Countries 1970-2005. Danmarks Nationalbank Working Papers nr. 31. Danmarks Nationalbank.

Clarida, R. og M. Gertler (1996): How the Bundesbank Conducts Monetary Policy. Working Paper Series No. 5581. National Bureau of Economic Research.

Codogno, L., C. Favero og A. Missale (2003): Yield Spreads on EMU Government Bonds. *Economic Policy*, 18 (37), s. 505-532.

Dam, N.A. (2008): Konjunkturcykler i Danmark og Europa. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 146 (2), s. 135-155.

Danmarks Nationalbank (2007): *Statens låntagning og gæld 2006*. Danmarks Nationalbank.

Danmarks Nationalbank (2009): *Beretning og regnskab 2008*. Danmarks Nationalbank.

de Grauwe, P. (2007): *Economics of Monetary Union*, Seventh Edition. Oxford University Press.

de Haan, J., R. Inklaar og R. Jong-A-Pin (2008): Will business cycles in the Euro Area converge? A critical survey of empirical research. *Journal of Economic Surveys*, 22 (2), s. 234-272.

De Økonomiske Råd (2007): *Dansk Økonomi, efterår 2007*.

Det Økonomiske Råd (2000): *Dansk Økonomi, forår 2000*.

Det Økonomiske Råd (2004): *Dansk Økonomi, efterår 2004*.

Det Økonomiske Råd (2005): *Dansk Økonomi, efterår 2005*.

Det Økonomiske Råd (2006): *Dansk Økonomi, forår 2006*.

Dijohn, S. (2009): Euroland: Financial downgrading and monetary policy asymmetries. Danske Bank Research Series. Danske Bank.

Dornbusch, R. (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 84 , s. 1161-1176.

ECB (2005): Monetary Policy and Inflation Differentials In a Heterogenous Currency Area. I: *ECB - Quarterly Bulletin (May 2005)*. ECB.

ECB (2008a): *Det Europæiske System af Centralbanker*. ECB.

ECB (2008b): *Monthly Bulletin - November 2008*.

Eesti Pank (2009): *Estonia will change over to the euro - why and how?* Webside.

Eichengreen, B. (2008): *The Breakup of the Euro Area*.

EU-kommissionen (2008a): EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union. *European Economy* No. 2.

EU-kommissionen (2008b): *Public Finances in EMU - 2008*. EU-Kommissionen.

Fatas, A. og I. Mihov (2009): The Euro and Fiscal Policy. Working Paper Series No. 14722. National Bureau of Economic Research.

Favero, C.A., F. Giavazzi og L. Spaventa (1997): High Yields: The Spread on German Interest Rates. *Economic Journal*, 107 (443), s. 956-985.

Flam, H., A. Fatás, S. Holden, T. Jappelli, I. Mihov, M. Pagano og C. Wyplosz (2009): *EMU efter tio år. Skal Danmark, Sverige och Storbritannien ansluta sig?* SNS Förlag.

Flam, H. og H. Nordström (2006): Euro effects on the intensive and extensive margins of trade No. 750. Institute for International Economics Studies, Stockholm University.

Flam, H. og H. Nordström (2007): Explaining large euro effects on trade: the extensive margin and vertical specialization. Notat.

Flood, R. og N. Marion (1999): Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. *International Journal of Finance & Economics*, 4 (1), s. 1-26.

Flood, R.P. og P.M. Garber (1984): Gold Monetization and Gold Discipline. *The Journal of Political Economy*, 92 (1), s. 90-107.

Frankel, J.A. (2008): The estimated effects of the euro on trade: Why are they below historical effects on monetary unions among smaller countries? Working paper series. NBER.

Gadi, B. (2005): The cost of business cycles and the benefits of stabilization. *Economic Perspectives* (Q I), s. 32-49.

Gayer, C. (2007): A fresh look at business cycle synchronisation in the euro area. European Economy - Economic Papers No. 287. EU-Kommissionen.

Gil-Pareja, S., R. Llorca-Vivero og J.A. Martínez-Serrano (2008): Trade effects of monetary agreements: Evidence for OECD countries. *European Economic Review*, 52 (4), s. 733-755.

Gjedrem, S. (2005): Erfaringer med inflasjonsstyring i Norge og andre land. *Penger og Kreditt* (2).

Glinck, R. og A.w. Rose (2002): Does a currency union affect trade? The time-series evidence. *European Economic Review*, 46 (June), s. 1125-1151.

Gros, D. (2004): The Fiscal Framework Under Stress. I: Sørensen, P.B. (red.): *Monetary Union in Europe*. DJØF Publishing.

- Groth, C. (2008): Debatten om stabilitets- og vækstpagten. *Samfundsøkonomen*, 2008 (1), s. 42-48.
- Hansen, F.Ø. (2009): Euroland: Eksponering mod krisen i CEE. Danske Bank Research Series. Danske Bank.
- Hansen, S.A. (1983): *Økonomisk Vækst i Danmark 1914-1983*, 3. udgave. Universitetsforlaget i København, Akademisk Forlag.
- Hougaard Jensen, S.E. (2009): Om dansk pengepolitik uden for euroen og europæisk finanspolitik inden for euroen. I: Hougaard Jensen, S.E. og P. Møllgaard (red.): *Design og styring af institutioner*. Handelshøjskolen Forlag.
- House of Commons Select Committee of Trade and Industry (2000): What would the Euro cost UK Business?
- IMF (2004): *Exchange Rate Volatility and Trade Flows - Some New Evidence*.
- IMF (2008): Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. International Monetary Fund.
- Inklaar, R. og J. de Haan (2001): Is there really a European business cycle? A comment. *Oxford Economic Papers*, 53 (2), s. 215-220.
- Jeanne, O. (2000): Currency Crises: A Perspective On Recent Theoretical Developments. Special Papers in International Economics no. 20. Department of Economics, Princeton University.
- Kaminsky, G.L. (2006): Currency crises: Are they all the same? *Journal of International Money and Finance*, 25 (3), s. 503-527.
- Kenen, P.B. (1969): The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic view. I: Mundell, R.A. og A.K. Swoboda (red.): *Monetary Problems of the International Economy*. The University of Chicago Press.

Klein, M.W. og J.C. Shambough (2006): Fixed exchange rates and trade. *Journal of International Economics*, 70 , s. 259-383.

Krugman, P. (1993): Lessons from Massachusetts for EMU. I: Torres, F. og F. Giavazzi (red.): *Adjustment and growth in the European monetary union*. Cambridge University Press.

Krugman, P. (1979): A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11 (3), s. 311-325.

Krugman, P. (2000): Introduction. I: Krugman, P. (red.): *Currency Crises*. University of Chicago Press.

McKinnon, R.I. (1963): Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53 (4), s. 717-725.

Mundell, R.A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51 (4), s. 657-665.

Obstfeld, M. (1996): Models of currency crises with self-fulfilling features. *European Economic Review*, 40 (3-5), s. 1037-1047.

Pedersen, E.H. og T. Wagener (2000): Opgørelse af møntningsgevinst. *Nationalbankens Kvartalsoversigt*, 2000 (4), s. 19-27.

Pétursson, T. (2005): The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance. Central Bank of Iceland Working Paper No. 23. Central Bank of Iceland.

Pilbeam, K. (2006): *Currency Crises and the East Asian Financial Crisis*, 3rd Edition. Palgrave Macmillan.

Rose, A.K. (2000): One Money, One Market? The Effect of Common Currencies on International Trade. *Economic Policy*, 15 (30), s. 7-46.

Rose, A.K. (2008): EMU, Trade and Business Cycle Synchronization. Notat.

Scheller, H.K. (2006): *Den Europæiske Centralbank - Historie, rolle og opgaver*, 2. udgave. ECB.

Söderström, U. (2008): Re-Evaluating Swedish Membership in EMU: Evidence from an Estimated Model. Working Paper Series No. 14519. National Bureau of Economic Research.

Sørensen, M.R. (2002): Status for overgangen til eurosedler og -mønter. *Nationalbankens Kvartalsoversigt*, 2002 (4), s. 51-59.

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

Sørensen, P.B. (2009a): Gevinsten ved ØMU-medlemskab og optionsværdien af en selvstændig valuta. Arbejdsnotat. Det Økonomiske Råd.

Sørensen, P.B. (2009b): Valutakursrisiko, rentespænd og velfærd. Arbejdsnotat. Det Økonomiske Råd.

Sørensen, P.B. og H.J. Whitta-Jacobsen (2005): *Introducing Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill.

Stock, J.H. og M.W. Watson (2002): Has the Business Cycle Changed and Why? I: Gertler, M. og K. Rogoff (red.): *NBER Macroeconomics Annual 2002, Volume 17*. MIT Press.

Suster, M. (2006): The Effects of Euro Adoption on the Slovak Economy. *BIATEC*, XIV (6), s. 2-6.

Sveriges Riksbank (2009): Penningpolitisk opfølgning, april 2009.

Taylor, J.B. (1993): Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39 (1), s. 195-214.

Vega, M. og D. Winkelried (2005): Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story? *International Journal of Central Banking*, 1 (3), s. 153-175.

