

# Om finanspolitisk selvstændighed i en økonomisk og monetær union

Svend-Erik Hougaard Jensen

Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København

Christian Motzfeldt

Kommissionen for de Europæiske Fællesskaber

*Summary: This paper surveys some fiscal aspects of an economic and monetary union (EMU) in Europe. Four questions are addressed. First, based upon an evaluation of spillover effects of fiscal policy, does the transition from the European Monetary System (EMS) to an EMU increase the need for fiscal policy coordination? Second, what is the empirical significance of "seigniorage" as a source of finance of government expenditures and do European countries differ in that respect? Third, does the presence of relative (country-specific) shocks constitute a case for subsidiarity in fiscal policy-making? Fourth, are market forces strong enough to impose fiscal discipline on governments or are binding budgetary rules required?*

---

## 1. Introduktion

Bestræbelserne på at videreudvikle det økonomiske samarbejde i Europa til en økonomisk og monetær union (ØMU) har været et af de mest omdiskuterede emner i de senere år. Det skyldes ikke mindst, at beslutninger vedrørende penge- og finanspolitik i stigende grad forventes at blive centraliseret. Ved at etablere en monetær union med en fælles, uafhængig centralbank og senere en fælles mønt – som foreslået af Delorsudvalget (1989) – gives der i realiteten afkald på pengepolitik som instrument i den indenlandske stabiliseringspolitik. Derimod står det ikke helt klart, hvilket råderum der bliver for at føre selvstændig finanspolitik. Nok foreskriver Delors-rapporten bindende regler for budgetunderskuddets størrelse i det enkelte land, men samtidig nævnes, at "the centrally managed Community budget is likely to remain a very small part of total public sector spending" (p.30). Det er formålet med denne artikel at se nærmere på de finanspolitiske konsekvenser af en ØMU.<sup>1</sup>

Artiklen er opbygget på følgende måde. I sektion 2 ses på behovet for koordination af penge- og finanspolitik i en gensidig afhængig verden. Sektion 3 diskuterer Delors-

---

Artiklen er baseret på Jensen og Motzfeldt (1991). Vi er taknemmelige for værdifulde kommentarer fra Peter Birch Sørensen og Niels Thygesen. De fremførte vurderinger er ikke nødvendigvis sammenfaldende med Kommissionen for de Europæiske Fællesskabers synspunkter.

1. Forsøg på at vurdere fordele og ulemper ved den ambitiøse ØMU plan er talrige, se f.eks. Artis (1989), Alogoskoufis og Portes (1990), van der Ploeg (1990) og De Grauwe (1991). En dansksproget oversigt er Østrup (1990).

# Om finanspolitisk selvstændighed i en økonomisk og monetær union

Svend-Erik Hougaard Jensen

Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København

Christian Motzfeldt

Kommissionen for de Europæiske Fællesskaber

*Summary: This paper surveys some fiscal aspects of an economic and monetary union (EMU) in Europe. Four questions are addressed. First, based upon an evaluation of spillover effects of fiscal policy, does the transition from the European Monetary System (EMS) to an EMU increase the need for fiscal policy coordination? Second, what is the empirical significance of "seigniorage" as a source of finance of government expenditures and do European countries differ in that respect? Third, does the presence of relative (country-specific) shocks constitute a case for subsidiarity in fiscal policy-making? Fourth, are market forces strong enough to impose fiscal discipline on governments or are binding budgetary rules required?*

---

## 1. Introduktion

Bestræbelserne på at videreudvikle det økonomiske samarbejde i Europa til en økonomisk og monetær union (ØMU) har været et af de mest omdiskuterede emner i de senere år. Det skyldes ikke mindst, at beslutninger vedrørende penge- og finanspolitik i stigende grad forventes at blive centraliseret. Ved at etablere en monetær union med en fælles, uafhængig centralbank og senere en fælles mønt – som foreslået af Delorsudvalget (1989) – gives der i realiteten afkald på pengepolitik som instrument i den indenlandske stabiliseringspolitik. Derimod står det ikke helt klart, hvilket råderum der bliver for at føre selvstændig finanspolitik. Nok foreskriver Delors-rapporten bindende regler for budgetunderskuddets størrelse i det enkelte land, men samtidig nævnes, at "the centrally managed Community budget is likely to remain a very small part of total public sector spending" (p.30). Det er formålet med denne artikel at se nærmere på de finanspolitiske konsekvenser af en ØMU.<sup>1</sup>

Artiklen er opbygget på følgende måde. I sektion 2 ses på behovet for koordination af penge- og finanspolitik i en gensidig afhængig verden. Sektion 3 diskuterer Delors-

---

Artiklen er baseret på Jensen og Motzfeldt (1991). Vi er taknemmelige for værdifulde kommentarer fra Peter Birch Sørensen og Niels Thygesen. De fremførte vurderinger er ikke nødvendigvis sammenfaldende med Kommissionen for de Europæiske Fællesskabers synspunkter.

1. Forsøg på at vurdere fordele og ulemper ved den ambitiøse ØMU plan er talrige, se f.eks. Artis (1989), Alogoskoufis og Portes (1990), van der Ploeg (1990) og De Grauwe (1991). En dansksproget oversigt er Østrup (1990).

udvalgets forslag til koordinering af finanspolitikken. I sektion 4 vurderes betydningen af at give afkald på møntningsgevinsten ("seigniorage") som kilde til finansiering af offentlige udgifter. Betydningen af en vis finanspolitisk selvstændighed til imødegåelse af lokale (eller lande-specifikke) chok er emnet i sektion 5. Spørgsmålet om, hvorvidt en monetær union vil bidrage til finanspolitisk disciplin behandles i sektion 6, og endelig sammenfattes artiklens synspunkter i sektion 7.

## 2. Behovet for international samordning

En af grundpillerne i planerne om at udvikle EF til en økonomisk og monetær union er den stigende integration af de enkelte landes økonomier, tilvejebragt gennem mange års liberalisering af varehandel og kapitalbevægelser på tværs af landegrænser.<sup>2</sup> Programmet for Det indre Marked (IM) ligger i naturlig forlængelse af denne udvikling og vil indebære en endnu større mobilitet af varer, tjenester, arbejdskraft og ikke mindst kapital. Markedskræfterne vil medvirke til udligning af prisforskelle og derved bidrage til, at rente- og forbrugskøbekraftsparitet samt indsnævring af før-skat lønforskelle bliver realiteter snarere end blot teoretiske kurioser. Det forekommer umiddelbart indlysende, at en sådan udvikling stiller krav til en betydelig samordning af finanspolitikken: på det mikroøkonomiske plan ved (en vis) harmonisering af incitamentsmekanismene via skatte- og afgiftspolitikken<sup>3</sup> og på det makroøkonomiske plan ved at "internalisere" de eksternaliteter, der udgår fra politikændringer i tæt forbundne økonomier.

Den internationale dimension i det enkelte lands penge- og finanspolitik kan illustreres ved først at antage, at der ikke er nogen koordination med andre lande. Kun de færreste vil hævde, at ændringer i de finanspolitiske instrumenter kan foretages uden virkninger på den *indenlandske* produktion og beskæftigelse. Det er derimod mere tvivlsomt, om pengepolitik har realøkonomiske virkninger. Hvis det ikke er tilfældet, bliver pengepolitik alene et spørgsmål om at bestemme inflationens højde. Det er imidlertid ikke givet, at en centralbank på kort sigt kan realisere en målsætning om prisstabilitet uden tab af produktion og beskæftigelse. En afgørende betingelse herfor vil være, at de pengepolitiske myndigheder nyder troværdighed i forhold til den private sektor. I modsat fald vil det kunne betale sig at tilslutte sig et fastkurssystem, hvor prisstabilitet indgår som primær målsætning. At "købe" sig til prisstabilitet ved at give afkald på det pengepolitiske instrument til stabiliseringspolitiske formål forudsætter dog et asymmetrisk system, hvor den pengepolitiske norm bestemmes af det land, hvis troværdighed med hensyn til inflationsbekæmpelse allerede er etableret, se f.eks. Gia-

2. Pöhl (1990) nævner successen med det Europæiske Monetære Samarbejde (EMS) som en anden af ØMU'ens grundpiller.

3. Se Sørensen (1990) for en vurdering af den europæiske integrations betydning for dansk skattepolitik i 90'erne.

vazzi og Pagano (1988). Endvidere forudsætter dette argument, at bindingen til fastkurssystemet er troværdig, dvs. det må ikke være nemt at "stige af" igen, hvis man først er kommet med.

De *internationale* virkninger af penge- og finanspolitik vil tilsvarende typisk være forskellige. Litteraturen om international politikkoordination har hidtil mest interesseret sig for pengepolitik. Hvis man skal argumentere for behovet for international koordination på basis af "spillovers" på andre lande, så forekommer behovet for finanspolitisk koordination imidlertid betydeligt stærkere. I et system med flydende valutakurser (dvs. ukoordineret pengepolitik) vil en isoleret pengepolitisk ekspansion i et land give anledning til en større import gennem den marginale importtilbøjelighed og en stigende eksport, fordi konkurrenceevnen forbedres.<sup>4</sup> Det er naturligvis et empirisk spørgsmål, hvad nettoresultatet bliver, men kørsler på de fleste globale økonomiske modeller tyder på, at de oversøiske betalingsbalance-, produktions- og beskæftigelsesvirkninger er små, se f.eks. Bryant et al. (1989). Omvendt er der ikke megen tvivl om, at en tilsvarende finanspolitisk ekspansion har ekspansive virkninger på udlandets produktion. Såvel den stigende aktivitet i det ekspanderende land som dets tab af international konkurrenceevne peger entydigt i den retning.

Mens det således er klart, at der uden koordination vil udgå en betydelig international afsmitning fra finanspolitik, er det afgørende spørgsmål her naturligvis, hvorvidt overgangen til ØMU kræver intensiveret finanspolitisk koordinering. Det vil først og fremmest bero på en vurdering af styrken af spillover effekterne i en monetær union relativt til samme i det nuværende asymmetriske fastkurssamarbejde, EMS. Inden for rammerne af et sådant regime kan virkningen på andre lande af en finanspolitisk ekspansion i et enkelt land inddeles i to komponenter. For det første vil der på samme måde som under flydende kurser ske en stigning i det ekspanderende lands import fra andre lande via importtilbøjeligheden. Hvor stor denne effekt er, afspejler det ekspanderende lands *realøkonomiske* betydning for andre lande. For det andet vil der fra en finanspolitisk ekspansion udgå en påvirkning af det fælles renteniveau samt valutakursen over for tredjelande, hvilket også påvirker den udenlandske økonomiske aktivitet. Størrelsen af denne effekt afspejler det ekspanderende lands *monetære* betydning for fastkurssamarbejdet.

I EMS'en bestemmes renteniveauet og de fælles valutakursændringer over for tredjelande først og fremmest af ankerlandet Tyskland. En finanspolitisk ændring i Tyskland har derfor en betydelig afsmitning på de øvrige EMS-lande via rente- og valutakursændringer, der for en række lande overstiger den modsatrettede (real)økonomiske effekt

---

4. Det følger af den elementære åbne IS/LM model, at en pengepolitisk ekspansion under perfekt kapitalmobilitet fører til tendens til rentefald og dermed til kapitaludstrømning. Under fleksible kurser forhindres dette ved depreciering af valutakursen, hvilket under ufuldkommen integration af varemærkerne er ensbetydende med konkurrenceevneforbedring.

*Tabel 1. Virkning af en finanspolitisk ekspansion i Tyskland. 2% stigning i offentligt forbrug, Multimod simulation, 1. års virkninger, procentvis ændring i BNP.*

	Fleksible	EMS	ØMU
Tyskland	1.1	1.1	1.6
Frankrig	0.1	-0.2	0.0

Kilde: EF-Kommissionen (1990, kap. 5).

fra ændret eksport til Tyskland, dvs. at Tysklands monetære vægt overstiger dets økonomiske vægt, se EF-kommissionen (1990, kap. 5).<sup>5</sup>

I en monetær union må en fælles pengepolitik baseres på økonomiske indikatorer for hele unionen. Ved overgangen til en monetær union reduceres den monetære vægt af ankerlandet derfor i overensstemmelse med dets økonomiske vægt, og tilsvarende vil de øvrige EMS-lande få forøget deres monetære vægte, så de afspejler deres realøkonomiske betydning. Pointen er, at den pengepolitiske reaktionsfunktion i de øvrige lande er forskellig under et asymmetrisk fastkurssystem og i en monetær union. I det første tilfælde vil en finanspolitisk ekspansion i ankerlandet udløse en pengepolitisk kontraktion i de øvrige lande med henblik på at tilpasse renteniveauet til det (højere) tyske niveau. I det andet tilfælde vil et tilsvarende eksperiment give anledning til en mindre pengepolitisk reaktion i de øvrige lande, hvorfor de kontraktive virkninger bliver mindre. Man må således forvente, at med overgangen fra EMS'en til en symmetrisk opbygget monetær union, vil de internationale transmissionsvirkninger af finanspolitik aftage.

Denne pointe er illustreret ved hjælp af tabel 1, som viser virkningerne af en finanspolitisk ekspansion i Tyskland under alternative valutakursregimer. I alle tilfælde er den indenlandske virkning på produktionen ekspansiv. Derimod veksler virkningen på Frankrig fra at være "locomotive" under flydende kurser, "beggar-thy-neighbour" under EMS til at være neutral under ØMU. Bedømt på finanspolitikens afledede virkninger på andre lande synes dannelsen af en monetær union således ikke umiddelbart at forstærke behovet for finanspolitisk koordinat<sup>6</sup>.

5. Denne problemstilling er naturligvis ikke begrænset til finanspolitiske ændringer, men er central for en lang række udbuds- og efterspørgselschok, og er bl.a. aktualiseret af de realøkonomiske virkninger af de to Tysklands forening. For en række EMS-lande har øget eksport til Tyskland som følge heraf ikke kunnet opveje de kontraktive virkninger af de afledede rente- og valutakurstigninger. En undtagelse herfra er dog Danmark, se EF-kommissionen (1991).

6. Når dette behov alligevel kan blive større, skyldes det hensynet til den fælles valutakurs og betalingsbalancen over for tredjelande. Hvis unionens aggregerede betalingsbalance igennem længere tid udviser betydeligt underskud, kan en negativ markedsreaktion føre til en højere realrente for alle medlemslande af unionen. Eftersom pengepolitik har en usikker virkning på betalingsbalancen, kan det i en sådan situation være nødvendigt med en finanspolitisk opbremsning.

### 3. Delors-rapporten om finanspolitik

Som bekendt lægges der i Delors-rapporten en del vægt på "subsidiaritets-princippet", dvs. en høj grad af decentralisering. Det kunne fortolkes som om, at der skal være et betydeligt råderum for selvstændig finanspolitik. Alligevel foreslås en snævrere finanspolitisk koordinering samt en del bindende regler for finanspolitikken i hvert enkelt land. Den snævrere finanspolitiske koordinering foreslås af hensyn til den gensidige afhængighed mellem den samlede finanspolitiske strammingsgrad, den fælles pengepolitik og valutakursen over for tredjelande. De bindende regler for finanspolitikken foreslås af frygt for, at der uden sådanne regler kan blive ført en finanspolitik (forstået som budgetpolitik) i de enkelte medlemslande, som underminerer den fælles pengepolitik med prisstabilitet som primær målsætning.<sup>7</sup> Det betyder f.eks., at man skal undgå "unsustainable differences between individual member countries in public sector borrowing requirements and place binding constraints on the size and the financing of budget deficits" (Delors rapporten, 1989, p. 18). Mere konkret er dette udformet i et forslag om tre bindende regler for finanspolitikken:

(1) Fastlæggelse af effektive øvre grænser for de enkelte medlemsstaters budgetunderskud.

(2) Udelukkelse af muligheden for at foretage direkte træk på centralbanken og andre former for monetær finansiering. Dog skal der være mulighed for frit at købe og sælge statspapirer.

(3) Begrænsning i adgangen til udlandslåntagning i tredjelandes valuta.

Den første binding skal angiveligt sikre, at længerevarende budgetunderskud ikke fører til ustabile budgetpositioner og hermed til et valg mellem monetær finansiering eller statsbankerot, hvorved borgernes monetære krav på staten nedskrives. Monetær finansiering udelukkes ved den anden budgetbinding af frygt for, at en fælles europæisk centralbank tvinges til at finansiere et budgetunderskud i et enkelt medlemsland. Dette vil naturligvis kunne medføre inflation og dermed kolliderer med målsætningen om prisstabilitet. Den sidste binding knytter sig til den fælles valutakursudvikling over for tredjelande.

Imidlertid er et sådant regelsæt ikke uden væsentlige implikationer for andre dele af Delors-pakken, f.eks. centralbanksystemets *uafhængighed*. Denne pointe diskuteres indgående i f.eks. Buitter & Kletzer (1991). På det formelle plan må uafhængighed indebære fuld autonomi m.h.t. muligheden for at finansiere offentlige budgetunderskud, foretage markedsoperationer og intervenere på valutamarkedet. Man kan derfor hævde, at den ovennævnte anden regel må forudsætte enten, at centralbanken savner formel uafhængighed eller, at centralbanken selv i tilfælde af formel uafhængighed vil

7. I Vastrup (1990) argumenteres der for en fleksibel koordination, når der ved finanspolitik forstås stabiliseringspolitik, mens en strammere koordination er nødvendig, når det drejer sig om *budgetpolitik*.

vælge at "give op" over for de offentlige budgetmyndigheder for at undgå, at en finansiel krise ellers ville opstå. Hvis således centralbankens adfærd er bestemt af de budgetmæssige myndigheder, kan man imidlertid sige, at den formelle uafhængighed er uden reel mening. Spørgsmålet falder i sidste ende tilbage på centralbankens (u)vilje til at akkommodere en finanspolitik, som har været nødvendig af hensyn til beskæftigelsen, men som ud fra prisstabiliseringshensyn er uhensigtsmæssig. Dette "spil" mellem de monetære og budgetmæssige myndigheder synes at være af betydelig praktisk betydning for det reelle indhold i begrebet uafhængighed og behovet for finanspolitisk koordination.

Et yderligere aspekt omkring en nationalbanks selvstændighed vedrører bestemmelsen (og påvirkningen) af unionens valutakurser vis-à-vis tredjelande. Her har det været foreslået, at denne funktion skulle varetages af de finanspolitiske myndigheder (herunder måske en central, overnational budgetmyndighed). Dette kan imidlertid kun foregå på bekostning af centralbankens suverænitet, således at også denne funktion indebærer, at centralbankens uafhængighed bliver uden reelt indhold. Derfor harmonerer centralbankuafhængighed dårligt med, at de finanspolitiske myndigheder skal spille en rolle i valutakursbestemmelsen. Det indebærer naturligvis ikke nødvendigvis, at det er uhensigtsmæssigt at lade de finanspolitiske myndigheder få indflydelse på valutakursbestemmelsen. Tværtimod vil mange – givet den store rolle som valutakursen har for makroøkonomisk "performance" – hælde til det synspunkt, at det kan være urimeligt at overlade dens bestemmelse til de pengepolitiske myndigheder alene. Det hører med til historien, at selv om de pengepolitiske myndigheder udøver fuldstændig kontrol over pengeudbuddet og dermed også over valutakursens dannelse, kan de finanspolitiske myndigheder udmærket tænkes at udøve indflydelse på determinanterne for pengeefterspørgslen (f.eks. den nominelle rente) og dermed også på forhold af betydning for valutakursdannelsen. Eftersom denne indirekte indflydelse i mange tilfælde er tvivlsom og usikker, forekommer det ud fra et effektivitetshensyn mest hensigtsmæssigt at overlade den kortsigtede (dag-til-dag) styring til de pengepolitiske myndigheder.

#### 4. Tab af møntningsgevinsten og fiskal asymmetri

Det ligger i sagens natur, at med indførelsen af en fælles mønt forsvinder den *nationale* møntningsgevinst ("seigniorage") som potentiel kilde til finansiering af nationale offentlige udgifter. Alene af den grund har en monetær union finanspolitiske konsekvenser.<sup>8</sup>

---

8. Det udelukker naturligvis ikke, at det enkelte medlem kan få del i en møntningsgevinst opnået på fællesskabsplan. Som følge af, at den fælles mønt (ECU) må forventes at blive reservevaluta (på lige fod med dollar og yen), bliver der endvidere en mulighed for en *international* møntningsgevinst. For begge kategorier af møntningsgevinst gælder, at de kan give anledning til konflikt med hensyn til deres fordeling på de enkelte medlemslande.

Inflation som alternativ (implicit) finansieringskilde indgår i overvejelser om bestemmelse af den optimale pengepolitik, fordi skattebasen ved den type beskatning er den primære likviditet. Dette gælder ikke mindst, når der tages højde for, at konventionel (eksplicit) beskatning er forbundet med forvriddingsomkostninger.<sup>9</sup> Det kan vises, se f.eks. Giavazzi (1989), at den optimale finansiering af offentlige udgifter er en kombination af eksplicit beskatning (f.eks. beskatning af indkomst) og implicit beskatning (inflation til udhuling af pengebasens realværdi). Endvidere kan det vises, at hvis der sker en permanent stigning i de offentlige udgifter, består den optimale finansiering i at forøge provenuet fra begge kilder.

Spørgsmålet er, hvordan man i praksis beregner omfanget af møntningsgevinsten. I litteraturen, se f.eks. Gros (1989), nævnes to muligheder: enten beregnes møntningsgevinsten på grundlag af den årlige stigning i den primære likviditet eller som alternativomkostningerne, dvs. tabt renteindtægt, ved at holde penge.<sup>10</sup>

I tabel 2 over møntningsgevinstens betydning for finansiering af de offentlige udgifter er anvendt alternativomkostningsmetoden.

Møntningsgevinsten kan da beregnes efter følgende formel

$$S = iH + (i - i^a)A \quad (1)$$

hvor

$S$ : møntningsgevinst

$i$ : pengemarkedsrente

$H$ : borgernes beholdning af seddel og mønt

$i^a$ : administrativt fastsat rente på bankernes indestående i centralbanken

$A$ : bankernes indestående i centralbanken

Det ses, at for de fleste EF-lande udgør møntningsgevinsten mindre end 1% af BNP. For de sydeuropæiske medlemslande giver kombinationen af høj inflation og lav pengeomsætnings hastighed dog anledning til en ikke ubetydelig møntningsgevinst. Den lave pengeomsætnings hastighed skyldes dels store kasserereskrav og dels en stor efterspørgsel efter seddel og mønt. For navnlig Portugal og Grækenland kan overgangen til en lavinflationær monetær union derfor medføre en ganske stor stigning i de eksplicite skatter med heraf følgende negative allokeringsvirkninger, især på udbudssi-

9. Endvidere kan den ofte betydelige træghed i den finanspolitiske beslutningsproces begrunde, at der kan være store tab forbundet med at give afkald på den pengepolitiske autonomi.

10. Betragtes en tidsserie med årlige data, udviser førstnævnte noget kraftigere udsving, og kan endog være negativ. Det gør den mindre egnet til belysning af møntningsgevinsten over en kort tidshorisont. Herudover vil en stigning i realrenten kunne medføre en kraftigere vækst igennem en årrække i sidstnævnte, efter en stigning i realrenten betyder en højere nominel rente ved en given steady-state vækst i pengemængden.



Tabel 2. Møntningsgevinst og eksplicitte skatter (1987)

	(1) Møntnings- gevinst <sup>(a)</sup>	(2) Eksplicitte skatter <sup>(a)</sup> <sup>(b)</sup>	(3) (1) i % af (2)	(4) Sedler og mønt <sup>(a)</sup> <sup>(c)</sup>	(5) Bankreser- ver <sup>(a)</sup> <sup>(d)</sup>
Portugal	2.4	32.4	7.4	8.8	19.0
Grækenland	2.4	34.3	7.0	10.3	15.2
Spanien	1.4	33.8	4.1	7.7	15.1
Italien	0.9	36.7	2.5	5.4	9.9
Irland	0.8	38.1	2.1	5.5	4.8
Belgien	0.6	46.0	1.3	7.9	0.3
Frankrig	0.6	45.2	1.3	4.2	2.8
Tyskland	0.6	41.9	1.4	6.2	3.8
Holland	0.5	47.9	1.0	7.6	0.6
Danmark	0.4	52.8	0.8	4.5	0.7
England	0.3	36.9	0.8	3.4	1.0

Noter: <sup>(a)</sup> i % af BNP. <sup>(b)</sup> summen af direkte og indirekte skatter samt arbejdsmarkedsbidrag. <sup>(c)</sup> International Financial Statistics (IFS), linie 14 a. <sup>(d)</sup> IFS, linie 14-14a, for Portugal og Grækenland tillagt tvangsbeholdning af statspapirer.

Kilde: Gros (1989), EF-Kommissionen, IMF, Bank of Portugal Annual Review samt Bank of Greece Annual Review.

den. Problemet forstærkes af at disse lande, delvist som følge af en forholdsvis stor uformel økonomi, i forvejen har et relativt snævert skattegrundlag. I sammenhæng hermed er det fremført som en vigtig begrundelse for en betydelig inflationsskat, at denne inddrager den sorte økonomi i skattegrundlaget. En given stigning i skatteprovenuet kræver derfor en forholdsvis kraftig forøgelse i marginalsattesatserne. Alternativt må den offentlige sektors størrelse reduceres.<sup>11</sup>

Det centrale spørgsmål er naturligvis, om der er noget alternativ til højere eksplicit beskatning. En stigning i bankernes kasserereservebrøk er et af de midler, der tidligere har været nævnt som led i tilpasningen til en anden pengepolitisk norm. De pengepolitiske myndigheder vil de facto stå over for valget mellem at tvinge den eksplicitte beskatning op nu eller i fremtiden. Hvis problemet løses uden nogen længere overgangsperiode, og hvis der ikke findes gode muligheder for at forøge skattebasen, så vil marginalsatserne og dermed forvridningsomkostningerne stige.

Ved at hæve kasserereservekravet til pengeinstitutterne er der i princippet mulighed for at begrænse stigningen i (den sekundære) pengemængde i kølvandet på en monetær finansiering af et budgetunderskud. Således bliver manipulation med kasserereservekravet et potentielt ekstra instrument. Det er principielt muligt på samme tid at opfylde en

11. Bredenkamp og Deppler (1990) viser i en intertemporal model, at overgangen til en lav-inflationær monetær union vil reducere den optimale størrelse af det offentlige forbrug, eller rettere nutidsværdien heraf, for lande, der i betydelig grad finansierer dette forbrug ved møntningsgevinst.

forpligtelse til at holde faste kurser og finansiere regeringens budgetunderskud: ændringer i kasserereservekravet kan både påvirke kreditmultiplikatoren og kontrollere pengeudbuddet.<sup>12</sup>

Selv om det således i en periode er muligt at betragte obligationsfinansiering og pengefinansiering kombineret med større kasserereservekrav som substitutter, er det vigtigt at understrege, at en sådan politik kun kan have kortsigtskarakter. Endvidere er det et problem, at der næppe kan være særligt store forskelle i kasserereservekravene i Europa, hvor man tilstræber fuld liberalisering af kapitalmarkederne. (En betydelig del af møntningsgevinsten, navnlig i Grækenland og Portugal, beror på ekstraordinært store kasserereservekrav, som er forrentet under markedsrenten). Kasserereservekrav, der forrentes under markedsrente, kan opfattes som en indirekte beskatning af pengeinstitutter. I et indre marked med fri etableringsret for pengeinstitutter, jfr. Andet Bank Harmoniserings Direktiv, vil kasserereservekravene konvergere mod den laveste fællesnævner, idet pengeinstitutterne ellers vil stå overfor ulige konkurrencevilkår. Harmoniseres kasserereservekravene f.eks. til 2% (uforrentet) kan dette alene betyde en nedgang i Grækenlands møntningsgevinst på op mod 1% af BNP og for Portugals vedkommende på mere end 1/2% af BNP, se EF-kommissionen (1990, kap. 5). Selvom overgangen til monetær union således medfører et behov for højere eksplicitte skatter i de sydeuropæiske medlemslande, kan betydningen heraf dog nemt overdrives. Endelig skal det nævnes, at efter indførelsen af en fælles mønt vil møntningsgevinsten naturligvis tilfalde den fælles centralbank.

### 5. Behovet for finanspolitisk autonomi

Det er velkendt, at der knytter sig mange reservationer til anvendelsen af finanspolitik som stabiliseringspolitisk instrument. Hvis f.eks. finanspolitik gennemføres i form af variationer i beskatningen, kan der være en betydelig forsinkelse fra instrumentændringen, indtil virkningerne viser sig. Endvidere kan det være vanskeligt at forudsige størrelsen af finanseffekterne<sup>13</sup>, hvilket naturligvis har stor betydning for doseringen.

12. Dette kan nemt indses ved betragtning af kreditmultiplikatoren

$$M = \alpha H = \frac{1}{g} H$$

hvor  $\alpha$  er kreditmultiplikatoren,  $g = g(z) = h + z(1 - h)$  og  $h$  er seddelbrøken,  $z$  er kasserereservebrøken og  $M$ ,  $H$  er henholdsvis den sekundære og primære pengemængde. Efter differentiation fås

$$dM = -H \frac{g'}{g^2} dz + \frac{1}{g} dH$$

Det ses således, at det er muligt at redressere den monetære virkning af budgetunderskuddet (udtrykkets første led). Endvidere ses, at jo højere  $g$  er, jo mindre bliver virkningen på  $M$  af monetært finansierede budgetunderskud (udtrykkets andet led).

13. Til tider har endog fortegnet været vanskeligt at forudsige, jfr. at den betydelige finanspolitiske stramning i Danmark i årene 1983-1985 ikke medførte en afdæmpning af den økonomiske aktivitet.

Dertil kommer, at skattestigninger kan udløse lønkrav, som underminerer instrumentets realøkonomiske effekt. Det er også velkendt, at mange regeringer ønsker at forbeholde finanspolitik til allokering- og fordelingsmæssige snarere end til stabiliseringspolitiske formål. Endelig kan der være sådanne forhold omkring selve den økonomiske struktur og de forstyrrelser, der rammer den, at behovet for finanspolitisk autonomi er ganske lille. Af særlig stor betydning er arbejdsmarkedets funktionsmåde. Således udgør (en høj grad af) *reallønsfleksibilitet* en stærk selvstabiliserende kraft i økonomien, som mindsker behovet for økonomisk/politisk korrektion.<sup>14</sup> Et (asymmetrisk opbygget) fastkurssystem kunne formentlig skabe en sådan troværdighed omkring en pengepolitisk norm baseret på prisstabilitet, at betydningen af "cost-push" leddene i lønligningen ville blive reduceret. Derved vil det blive muligt at gøre løndannelsen til et "demand-pull" fænomen, dvs. mere følsom overfor udsving i beskæftigelsen. Det er endvidere velkendt fra litteraturen om optimale valutaområder, at høj *faktormobilitet* reducerer omkostningerne ved at give afkald på et stabiliseringspolitisk instrument. Hvis arbejdsløshed truer i nord, mens der er mangel på arbejdskraft i syd, vil høj faktormobilitet bidrage til at udligne dette problem. Et tredje strukturelt forhold, som kan mindske behovet for finanspolitisk manørefrihed, er en høj grad af *symmetri*: jo mere regionerne ligner hinanden i økonomisk struktur, i jo højere grad landene rammes af fælles chok<sup>15</sup>, og ikke mindst i jo højere grad landene har samme målsætning for den økonomiske politik, desto mindre betydning har det, om finanspolitikken er centraliseret eller decentraliseret. Måske kunne der tværtimod under sådanne omstændigheder være stordriftsfordele forbundet med at centralisere den økonomiske politik.

Det må imidlertid formodes, at der til trods for stigende økonomisk integration til stadighed vil forekomme chok, der rammer lokalt. I det følgende skal vi analysere finanspolitikens effektivitet som instrument til at håndtere sådanne (asymmetriske eller lande-specifikke) forstyrrelser.

Lad os først illustrere et tilfælde, hvor det på vejen frem mod en monetær union ville være ønskeligt med en finanspolitisk korrektion, når den pengepolitiske autonomi bortfalder. Når det (troværdigt) annonceres, at der vil ske en fuldstændig fastlåsning af valutakurserne, vil det for borgere i lande med inflation over gennemsnittet blive billigere at hjemtage lån i udlandet, fordi der ikke længere skal regnes med en præmie for devalueringsrisiko. Denne billigsgørelse vil, ceteris paribus, føre til større låntagning i udlandet. Tendensen til appreciering af valutaen kan forhindres ved at sænke den indenlandske rente, dvs. ved en ekspansiv pengepolitik. Hvis der ikke er mulighed for at

14. I Alogoskoufis og Manning (1988) fremføres der empirisk belæg for, at der i Europa er en betydelig reallønsstivhed. Dog forekommer de skandinaviske lande at være mere fleksible end de øvrige europæiske lande.

15. I Cohen og Wyplosz (1989) er forsøgt en vurdering af graden af symmetri i de chok, der rammer de europæiske lande.

afbalancere dette med en finanspolitisk kontraktion, vil der ske en opgang i aktiviteten; med inflation, yderligere faldende realrente, tab af international konkurrenceevne og formentlig yderligere gældsætning til følge. Hvis det beskrevne scenarie er realistisk, har det således påpeget et behov for en vis finanspolitisk fleksibilitet, ikke mindst i de første faser i overgangen til monetær union.

En ekstrem udlægning af finanspolitisk centralisering indebærer også, at det ikke vil være muligt at knytte finanspolitikken til den eksterne balance. Dette vil ellers være en hensigtsmæssig "assignment", hvis det som antydtes tidligere i denne artikel forholder sig sådan, at finanspolitik har stor betydning for betalingsbalancen, mens pengepolitik er langt mindre effektiv. En alternativ udlægning heraf er at betragte et betalingsbalanceunderskud som et spejlbillede af en ubalance i den indenlandske opsparings/investeringsadfærd. En helt centraliseret finanspolitik giver således ikke mulighed for at stabilisere forholdet mellem investering og opsparing omkring et ønsket niveau. Det kan imidlertid diskuteres, hvorvidt der overhovedet findes et sådan ønsket niveau for betalingsbalancen. I den udstrækning intertemporale forbrugs- og investeringsbeslutninger ikke forvrides nævneværdigt af skatte- og udgiftspolitikken, og i den udstrækning de offentlige finanser er forenelige med ikke-accelererende gæld på et acceptabelt niveau, bør et investeringsopsving næppe udløse en tilsvarende finanspolitisk stramning.<sup>16</sup> Dog, hvis kapitalmarkederne anser en given betalingsbalanceuligevægt for problematisk med heraf følgende rentestigning, udgør det naturligvis en begrundelse for finanspolitisk stramning. Kapitalmarkedets potentielle nervøsitet over for betalingsbalanceuligevægte hænger imidlertid snævert sammen med risikoen for valutakursændringer, hvorfor dette problem formindskes i en monetær union med uigenkaldeligt fastlåste kurser. Hermed mindskes også behovet for finanspolitisk råderum i relation til betalingsbalancen.

Mens Delors-rapporten således kan udlægges som støtte til en centraliseret finanspolitik, har nyere bidrag i højere grad givet støtte til, at subsidiaritetsprincippet også kan finde anvendelse på det finanspolitiske område, se f.eks. Alogoskoufis (1990) og van der Ploeg (1990). Pointen er, at et land-specifikt chok på varemarkedet kan redresseres af det land, hvor chokket forekommer. Det skyldes, at et sådant chok vil forplante sig videre igennem systemet via samme transmissionsmekanisme som finanspolitik, og det kan derfor redresseres ved et modsatrettet indgreb.<sup>17</sup>

Udover ikke at give svar på hvordan man skal forholde sig til chok af anden type, f.eks. udbudschok, er der et andet stort problem med ovenstående argumentation. Problemet er, at der ikke tages hensyn til intertemporale virkninger af obligationsfinansie-

16. Se EF-kommissionen (1991, Country Study Denmark), som indeholder en analyse af sammenhængen mellem betalingsbalancen og den offentlige sektors adfærd.

17. Argumentet er helt analogt til Poole's (1970) autoritative argument for rentestyring, når chok optræder på pengemarkedet.

rede budgetændringer, se Goodhart (1990). Den fundamentale betragtning er, at den forventede fremtidige beskatning er en (positiv) funktion af budgetunderskuddets størrelse, og at ligevægtsindkomsten på grund af forhold på udbudssiden er en (negativ) funktion af den forventede fremtidige beskatning. Dette sidste synspunkt kan begrundes med de forvriddingsomkostninger, som højere marginalbeskatning indebærer, men også den såkaldte "nøglearbejdskrafts" tilbøjelighed til udvandring, når skatetrykket stiger, kan være eksempel på sådanne allokativ virkninger.

Spørgsmålet er dernæst, hvilken forskel det gør, om der i denne forbindelse er centraliseret eller decentraliseret finanspolitik. Antag som illustration, at der optræder et negativt efterspørgselschok i et delområde af den monetære union. I et system med decentraliseret finanspolitik kan det pågældende område redressere chokket ved at ekspandere finanspolitikken, hvorved der opstår et budgetunderskud, som finansieres ved obligationsudstedelse. Det vil efterfølgende få de ovennævnte konsekvenser i form af skattestigning og aktivitetsnedgang. I et decentraliseret system vil der således være en iboende konflikt: valget mellem højere skatter og effektiv stabilisering. Hvis derimod finanspolitikken er centraliseret vil der være et kollektivt ansvar (forsikringsordning) for at modvirke efterspørgselstabet, og finansieringen vil ramme hele unionen, med mulighed for at placere de største byrder på de bredeste skuldre. Det bør endelig nævnes, at hvis niveauet for den "naturlige" arbejdsløshed afhænger af niveauet for den aktuelle arbejdsløshed – hysteresis – er der et ekstra argument for finanspolitisk selvstændighed. Dette påpeger således en positiv udbudseffekt af en finanspolitisk ekspansion, hvilket naturligvis modificerer ovennævnte konflikt. Det synes således svært at drage håndfaste konklusioner om behovet for finanspolitisk autonomi.

### **6. Behovet for finanspolitisk disciplin**

Emnet finanspolitisk disciplin er blevet intenst debatteret siden Delors-rapporten slog til lyd for, at skabelsen af en monetær union ville gøre det til en fællesskabssag nøje at følge udviklingen i hvert enkelt medlemslands budgetsituation, med henblik på at forhindre en evt. ustabil udvikling.

De centrale spørgsmål har været, hvorvidt dannelsen af en monetær union vil forstærke eller formindske incitamenterne til finanspolitisk disciplin, og – nært forbundet hermed – hvorvidt de finansielle markeders reaktion på ustabile udviklinger vil virke tilstrækkeligt disciplinerende.

Til støtte for, at markedskræfterne udgør en væsentlig disciplineringsfaktor, finder Eichengreen (1990) på baggrund af amerikanske data, at staternes låneomkostninger er stigende med statsgældens størrelse, omend svagt. Desuden fremføres, at man næppe helt kan overse risikoen for, at et enkelt land trækker sig ud af en nyetableret europæisk monetær union for at lade inflationen løse en tilsyneladende uoverskuelig gældssituation. Dette forhold vil formentlig betyde, at markedsreaktionen på stigende statsgæld vil

blive kraftigere i den europæiske ØMU end i USA.<sup>18</sup> Imod eksplicite krav til budgetpolitikken er endvidere fremført, at statsbankerot i et enkelt medlemsland ikke direkte påvirker fællesskabet, hvorfor der må gælde subsidiaritet.

Imidlertid kan det næppe undgås, at den finansielle krise, som en statsbankerot indebærer, får virkninger på andre finansielle markeder end markederne for det pågældende lands statspapirer. Desuden kan en sådan ekstrem begivenhed bringe uafhængigheden af den fælles centralbank i tvivl. Der kan således opstå et pres mod centralbanken for at lempe pengepolitikken, og dermed midlertidigt formindske rentebyrden på den offentlige gæld, samt forøge de nominelle indkomster og dermed skatteindtægterne. Derudover kan budgetvanskeligheder i et enkelt land medføre et pres for (større) overførsler fra fællesskabets budget. Finansiell solidaritet kendes allerede fra fællesskabets regionalpolitik. For at fjerne de finansielle markeders forventninger om solidaritetsydelse i tilfælde af budgetvanskeligheder i et enkelt land kræves derfor en "no bail-out" klausul for både den europæiske centralbank og for det økonomiske fællesskab. Til støtte for eksplicite budgetbindinger er desuden fremført, at selvom de finansielle markeder måtte knytte en vis risikopræmie til gældstyngede lande, er der rigeligt med eksempler på, at markederne ikke formår at vurdere den sande risiko, jvf. den latinamerikanske gældskrise. Endvidere er det ikke givet, at budgetmyndighederne vil reagere effektivt på en forværret kreditvurdering, idet der ofte forfølges andre mål end intertemporal optimering. Budgetproblemer har således ofte rod i polarisering og fordelingsmæssige konflikter. Endelig er det blevet nævnt, at der for lande med store offentlige udgifter vil være en tendens til stigende budgetunderskud. Markedskræfterne vil nødvendiggøre et lavere skatteniveau, mens størrelsen af de offentlige udgifter mere er et politisk anliggende, hvor beslutningsprocessen kan være mere træg.

Sådanne forhold taler for nødvendigheden af at forstærke den finanspolitiske disciplin ved eksplicit at stille krav til budgetunderskuddenes størrelse. Spørgsmålet om, hvor store begrænsninger disse formelle budgetbindinger vil lægge på finanspolitikken i hvert enkelt medlemsland, afhænger naturligvis af den aktuelle budgetsituation samt af den endelige udformning af indikatorer for en ustabil budgetsituation. I tabel 3 vises en række aktuelle indikatorer for budgetsituationen i EF-landene.

Specielt er kolonne fire og fem interessante. Kolonne fire viser, hvilken vækstrate der kræves for at stabilisere den offentlige gæld på det eksisterende niveau, beregnet efter følgende formel:<sup>19</sup>

---

18. På baggrund af europæiske data finder *the Economist* (15. dec. 1990) ligeledes, at markedskræfterne udgør en væsentlig disciplineringsfaktor. I samme valuta, dollar, skal den græske stat, der for tiden har en kritisabel budgetsituation (se nedenfor), således betale over 80 basispoint mere i rente end den danske og over 100 basispoint mere end den engelske, der har en af de bedste budgetsituationer i fællesskabet.

19. Udledt af standardudtrykket for den offentlige sektors budgetbegrænsning  $db/dt = -s + (r - g)b$ , se f.eks. Blanchard (1990).

Tabel 3. Krav til stabilisering af offentlig gæld (1990)

	(1) Bruttogæld (ultimo)	(2) Løbende overskud	(3) Primær overskud <sup>(a)</sup>	(4) Vækstkrav	(5) Stabilitets- gab
Belgien	129.4	-5,8	3.2	2.0	0.6
Danmark	62.8	-1.4	5.7	-4.6	4.4
Tyskland	43.7	-3.2	-0.7	6.1	-1.6
Grækenland	89.5	-18.4	-8.8	14.3	-10.1
Spanien	44.7	-3.1	-0.5	5.6	-1.2
Frankrig	36.1	-1.2	0.8	2.3	0.1
Irland	101.4	-3.4	5.1	-0.5	3.6
Italien	100.9	-10.1	-1.2	5.7	-3.2
Luxembourg	7.8	3.3	1.2	-10.9	1.0
Holland	77.8	-5.4	0.9	3.3	-0.7
Portugal	67.8	-6.0	1.0	3.0	-0.0
England	43.0	-0.3	2.1	-0.4	-1.2
EF12	59.6	-4.0	0.4	3.8	-0.7

Noter: <sup>(a)</sup> Efter stock-flow korrektion for at skabe overensstemmelse mellem løbende overskud og bruttogældsudvikling.

Kilde: EF-Kommissionen.

$$g = (rb - s)/b \quad (2)$$

hvor

$g$  : kravet til økonomiens vækstrate

$b$  : den offentlige sektors bruttogæld i procent af BNP

$r$  : realrente (ved beregningen sat til 4.5%)

$s$  : primær budgetbalance (løbende balance minus renteudgifter og stock-flow korrektion) i procent af BNP

Ofte udtrykkes stabiliseringskravet også i forskellen mellem den aktuelle primære balance og den, som algebraisk er forenelig med en konstant bruttogæld i forhold til BNP, kaldet stabilitetsgab. En sådan beregning kræver imidlertid en forudsætning om såvel vækstraten som realrenten:

$$s^* - s = (r - g^*)b - s \quad (3)$$

hvor  $s^*$  er den primære balance, som er forenelig med stabilitet, og  $g^*$  er en forudsat vækstrate (de øvrige symboler er de samme som ovenfor). Ved beregningen af stabilitetsgab i kolonne fem er antaget en vækstrate på 2 1/2% for alle medlemslande und-

tagen Grækenland, Spanien, Irland og Portugal, hvor en vækstrate på 3% er forudsat. Denne forudsætning indebærer således real konvergens.

Et væsentligt problem ved de anvendte beregninger er, at vækstkravet og stabilitetsgabets fremadrettede, mens den primære balance er historisk og dermed afhængig af tidligere vækstrater. Tabellen viser, at en række medlemslande – især Belgien, Irland og Italien – har en særdeles stor offentlig gæld.<sup>20</sup> Italiens ugunstige situation er illustreret ved, at der for at stabilisere dets meget høje gæld kræves en forbedring af den primære balance på omkring 3% af BNP (ved en vækstrate på 2 1/2%) eller en vækstrate på knap 6% ved den eksisterende primære balance. Kun Irland har overbevisende formået at stabilisere gælden. Derudover ses det, at navnlig Grækenlands budgetsituation indebærer en hastig forværring. Det hører endvidere med til billedet, at budgetunderskudene i 1990 generelt var påvirkede af særligt gunstige konjunkturer, der har medvirket til at forbedre de primære balancer. Betragtningerne over behovet for (øget) finanspolitisk disciplin i en monetær union har således mere end akademisk interesse.

## 7. Sammenfatning

(1) Finanspolitikens afsmittende virkninger på andre lande afhænger generelt af det monetære regime, handelsmønstret og landenes relative størrelse. Overgangen fra et asymmetrisk opbygget fastkurssystem (EMS) til en symmetrisk opbygget monetær union (ØMU) vil svække ankerlandets og styrke de øvrige landes monetære betydning. F.eks. vil de internationale transmissionsvirkninger af finanspolitik i Tyskland blive mindre. Vurderet på dette grundlag synes der således ikke at være et forstærket behov for finanspolitisk koordination i en ØMU.

(2) Hensynet til den fælles valutakurs og betalingsbalancen over for tredjelande kan imidlertid medføre et behov for yderligere finanspolitisk koordination. En negativ markedsreaktion (f.eks. som følge af længerevarende samlet betalingsbalanceunderskud) kan føre til en højere realrente for samtlige lande. En koordineret finanspolitisk opbremsning kan være det rette instrument til at korrigere dette.

(3) Derudover kan det af hensyn til målsætningen om prisstabilitet være nødvendigt at koordinere de enkelte landes budgetpolitik. Det indebærer, at det ikke længere bliver muligt at foretage direkte træk på centralbanken og andre former for monetær finansiering. Sådanne regler kan imidlertid svække (den fælles) centralbanks tilsigtede status som uafhængig.

(4) Tabet af møntningsgevinsten til finansiering af offentlige udgifter er for de fleste lande mindre end 1% af BNP. Denne indtægtskilde har dog ganske stor betydning for en række sydeuropæiske lande. I en tilpasningsperiode med større vægt på eksplicite

---

20. Kommissionen (1990) nævner en gældsprocent på 100 som kritisk, hvorimod Wyplosz (1990) anser det kritiske niveau for højere (mellem 150 og 250).



skatter kan der således blive tale om betydelige forvriddingsomkostninger for disse lande.

(5) Behovet for finanspolitisk autonomi aftager, desto mere selvstabiliserende de europæiske arbejdsmarkeder bliver. Endvidere bliver omkostningerne ved centraliseret finanspolitik mindre, desto mere symmetriske de enkelte landes økonomiske strukturer er, og desto mere symmetriske de økonomiske forstyrrelser er. Uagtet at der er en udbredt skepsis m.h.t. anvendelse af finanspolitik til stabiliseringspolitiske formål, kan der dog være behov for finanspolitisk råderum til redressering af asymmetriske (lokale) chok. Virkningen af sådanne indgreb må naturligvis tage højde for mulige negative tilbudsreaktioner som følge af forventede ændringer i det fremtidige skattetryk.

(6) Selv om markeds kræfterne må forventes at udgøre en stærk disciplineringsfaktor, kan store budgetvanskeligheder i et enkelt medlemsland føre til pres for overførsler fra fællesskabets budget. For at fjerne de finansielle markeders forventninger om solidaritetsydelse i tilfælde af budgetvanskeligheder i et enkelt land kræves en "no bailout" klausul for både den europæiske centralbank og det økonomiske fællesskab. Samtidig argumenteres der for, at statsgældsproblemer i et enkelt land kan have betydelige konsekvenser for de økonomisk-politiske vilkår i andre lande, f.eks. rejse tvivl om unionens prisstabilitetsmålsætning. Fastsættelse af bindende budgetregler er derfor en naturlig fællesskabssag. Den aktuelle budgetsituation i enkelte medlemslande synes på den baggrund at stille krav til en betydelig finanspolitisk tilpasning.

#### Litteratur:

- Alogoskoufis, G. 1990. On Relative Shocks and Fiscal Policies in a Monetary Union, CEPR Discussion Paper No. 423.
- Alogoskoufis, G. og R. Portes. 1990. International Costs and Benefits from EMU, CEPR Discussion Paper No. 424.
- Alogoskoufis, G. og A. Manning. 1988. Persistence of Unemployment. *Economic Policy* 7:425-469.
- Artis, M. 1989. *The Call of a Common Currency*. The Social Market Foundation. London.
- Blanchard, O. 1991. Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. Working Paper No. 79. OECD.
- Bredenkamp, H. og M. Deppler. 1990. *Fiscal Constraints of a Hard Currency Regime*. I Argy, V. og P. De Grauwe (red.), *Choosing an Exchange Rate Regime*. International Monetary Fund, Washington D.C.
- Bryant, R., J. Helliwell og P. Hooper. 1989. *Domestic and Cross-Border Consequences of U.S. Macroeconomic Policies*. I Bryant, R. et al. (red.), *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*. The Brookings Institution.
- Buiter, W.H. og K.M. Kletzer. 1991. *Reflections on the Fiscal Implications of a Common Currency*. I A. Giovannini og C. Mayer (red.), *European Financial Integration*. Cambridge University Press.
- Cohen, D. og C. Wyplosz, 1989. *The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation*. I Bryant, R. et al. (red.), *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*. The Brookings Institution.
- De Grauwe, P. 1991. *The Economics of Monetary Integration*. Oxford University Press.
- Delors-komiteen. 1989. *Report on Economic*

skatter kan der således blive tale om betydelige forvriddingsomkostninger for disse lande.

(5) Behovet for finanspolitisk autonomi aftager, desto mere selvstabiliserende de europæiske arbejdsmarkeder bliver. Endvidere bliver omkostningerne ved centraliseret finanspolitik mindre, desto mere symmetriske de enkelte landes økonomiske strukturer er, og desto mere symmetriske de økonomiske forstyrrelser er. Uagtet at der er en udbredt skepsis m.h.t. anvendelse af finanspolitik til stabiliseringspolitiske formål, kan der dog være behov for finanspolitisk råderum til redressering af asymmetriske (lokale) chok. Virkningen af sådanne indgreb må naturligvis tage højde for mulige negative tilbudsreaktioner som følge af forventede ændringer i det fremtidige skattetryk.

(6) Selv om markeds kræfterne må forventes at udgøre en stærk disciplineringsfaktor, kan store budgetvanskeligheder i et enkelt medlemsland føre til pres for overførsler fra fællesskabets budget. For at fjerne de finansielle markeders forventninger om solidaritetsydelse i tilfælde af budgetvanskeligheder i et enkelt land kræves en "no bailout" klausul for både den europæiske centralbank og det økonomiske fællesskab. Samtidig argumenteres der for, at statsgældsproblemer i et enkelt land kan have betydelige konsekvenser for de økonomisk-politiske vilkår i andre lande, f.eks. rejse tvivl om unionens prisstabilitetsmålsætning. Fastsættelse af bindende budgetregler er derfor en naturlig fællesskabssag. Den aktuelle budgetsituation i enkelte medlemslande synes på den baggrund at stille krav til en betydelig finanspolitisk tilpasning.

#### Litteratur:

- Alogoskoufis, G. 1990. On Relative Shocks and Fiscal Policies in a Monetary Union, CEPR Discussion Paper No. 423.
- Alogoskoufis, G. og R. Portes. 1990. International Costs and Benefits from EMU, CEPR Discussion Paper No. 424.
- Alogoskoufis, G. og A. Manning. 1988. Persistence of Unemployment. *Economic Policy* 7:425-469.
- Artis, M. 1989. *The Call of a Common Currency*. The Social Market Foundation. London.
- Blanchard, O. 1991. Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. Working Paper No. 79. OECD.
- Bredenkamp, H. og M. Deppler. 1990. *Fiscal Constraints of a Hard Currency Regime*. I Argy, V. og P. De Grauwe (red.), *Choosing an Exchange Rate Regime*. International Monetary Fund, Washington D.C.
- Bryant, R., J. Helliwell og P. Hooper. 1989. *Domestic and Cross-Border Consequences of U.S. Macroeconomic Policies*. I Bryant, R. et al. (red.), *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*. The Brookings Institution.
- Buiter, W.H. og K.M. Kletzer. 1991. *Reflections on the Fiscal Implications of a Common Currency*. I A. Giovannini og C. Mayer (red.), *European Financial Integration*. Cambridge University Press.
- Cohen, D. og C. Wyplosz, 1989. *The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation*. I Bryant, R. et al. (red.), *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*. The Brookings Institution.
- De Grauwe, P. 1991. *The Economics of Monetary Integration*. Oxford University Press.
- Delors-komiteen. 1989. *Report on Economic*

- and Monetary Union in the European Community*. Bruxelles.
- Dornbusch, R. 1988. *The EMS, the Dollar and the Yen*. I Giavazzi, G., S. Micossi og M. Miller (red.). *The European Monetary System*. Cambridge University Press.
- EF-kommissionen. 1990. One Market One Money. *European Economy*, No. 44.
- EF-kommissionen. 1991. Country Study Denmark. Country Study Series No. 4. *Economic Papers*.
- Eichengreen, B. 1990. One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union. *Economic Policy* 8: 118-187.
- Giavazzi, F. 1989. *The Exchange Rate Question in Europe*. I Bryant, R. et al. (red.). *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*. The Brookings Institution.
- Giavazzi, F. og M. Pagano. 1988. The Advantage of Tying One's hands. EMS Discipline and Central Bank Credibility. *European Economic Review* 32: 1055-1082.
- Giavazzi, F. og L. Spaventa. 1990. The "New" EMS. I De Grauwe, P. og L. Papademos (red.), *The European Monetary System in the 1990 s*. Longman.
- Glick, R. og M. Hutchison. 1990. Fiscal Constraints and Incentives with Monetary Coordination: Implications for Europe 1992. Federal Reserve Bank, San Francisco.
- Goodhart, C. 1990. *Fiscal Policy and EMU*. I Dornbusch R., C. Goodhart og R. Layard (red.), *Britain and EMU*. Centre for Economic Performance, LSE.
- Gros, D. 1989. Seigniorage in the EC: The Implications of the EMS and Financial Market Integration. IMF Working Paper No. 89/7.
- Gros, D. 1990. *Seigniorage and EMS Discipline*. I De Grauwe, P. og L. Papademos (red.), *The European Monetary System in the 1990' s*. Longman.
- Jensen, S.H. og C. Motzfeldt. 1991. Fiscal Policy and Monetary Union. Working Paper 6-91, Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København.
- Pöhl, K.O. 1990. *Prospects of the European Monetary Union*. I Dornbusch, R., C. Goodhart og R. Layard (red.), *Britain and EMU*. Centre for Economic Performance, LSE.
- van der Ploeg, F. 1989. Fiscal Aspects of Monetary Integration in Europe. CEPR Discussion Paper No. 340.
- Portes, R. 1989. Macroeconomic Policy Coordination and the European Monetary System. CEPR Discussion Paper No. 342.
- Sørensen, P.B. 1990. *Dansk Skattepolitik i 1990'erne*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Vastrup, C. 1990. ØMU og Behovet for Finanspolitisk Koordination. I *Økonomisk og Monetær Union*, Økonomiministeriet.
- Wyplosz, C. 1991. Monetary Union and Fiscal Policy Discipline. Fremkommer i *European Economy*.
- Østrup, F. 1990. Konsekvenserne af en Monetær Union. *Økonomi og Politik*, nr. 4: 3-24.