

ØMU'en efter næsten 8 år: En evaluering

Af Claus Vastrup, Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

1. Indledning

Det er snart 8 år siden, at den europæiske ØMU og dermed den fælles europæiske centralbank, ECB, blev etableret. Perioden siden den 1. januar 1999 er derfor så tilpas lang, at der er grundlag for en foreløbig vurdering af erfaringerne med et af efterkrigstidens største valutariske og monetære eksperimenter. Verden har tidligere set andre møntunioner, men i nyere tid ikke blandt højt udviklede og selvstændige lande. Historiske eksempler på møntunioner med nogenlunde de samme karakteristika er Den latinske møntunion 1865-1914 og Den skandinaviske møntunion 1873-1914, men de virkede under andre økonomiske og politiske vilkår. En tilsvarende henvisning til nye forhold kan fremføres om den fælles pengepolitik og ECB, der uden at være tyngt af historisk arvegods og traditioner, har haft mulighed for at formulere sin politik med udgangspunkt i de nyeste erfaringer og viden på det pengepolitiske område. ECB og Euro'ens rolle i det internationale monetære system er et særskilt emne, som dog ikke omtales.

Da ØMU'ens medlemskreds til dato kun er blevet forøget med et medlem (Grækenland i 2001), har den geografiske dækning og i hvert fald tyngden af de deltagende økonomier været næsten uændret siden ØMU'ens start. I en økonomisk vurdering er det også

uden større betydning, at den fælles mønt, euroen, først blev introduceret fysisk den 1. januar 2002. Det væsentlige er de fastlåste valutakurser, den fælles pengepolitik, samordningen af deltagelandenes formelt selvstændige finanspolitik, den gennemførte harmonisering og liberalisering af lovgivningen om finansielle forhold og endelig introduktionen af den fælles regneenhed.

Valutakurser, penge- og finanspolitik vedrører især udviklingen med hensyn til inflation og andre konjunkturrelle forhold, mens lovgivning og fælles regneenhed især har betydning for den strukturelle og dermed langsigtede udvikling. ØMU'ens betydning for det sidste forhold blev almindeligvis under vurderet i diskussioner omkring ØMU'ens etablering (se f.eks. Rådet for Europæisk Politik (2000)). De strukturelle ændringer vil i det følgende blive behandlet først. Dernæst omtales først pengepolitikken og siden den tilknyttede regulering af medlemslandenes finanspolitik.

2. Strukturelle virkninger

ØMU'ens betydning for de strukturelle forhold har især vist sig ved forøget økonomisk integration. Denne integration har været mest udtalt på de finansielle markeder, hvor der har været tale om en hurtigere og kraftigere integration, end mange havde ventet. Den har

især vist sig ved grænseoverskridende indsnævring af forskelle og forøget samvariation mellem rentesatser, kurser og andre finansielle vilkår. Den forøgede samvariation for rentebærende fordringer gælder både for store og små lande i Eurozonen og er mere udtalt end for den samvariation, som også findes mellem medlems- og ikke-medlemslande som følge af globaliseringen. Dertil kommer, at stabiliteten i både de korte og de lange renter er blevet forøget (Goldberg og Klein (2005)). Både den forøgede samvariation og den større stabilitet kan formentlig i stor udstrækning tilskrives, at valutakurserne mellem medlemslandene er blevet låst fast. Der er ikke længere usikkerhed om valutakurserne og mulighed for valutakriser, hvilke var almindelige især fra begyndelsen af 1970'erne til begyndelsen af 1990'erne.

Niveauet og ændringen i samvariationen er mindre for aktier end for rentebærende fordringer, hvortil kommer, at denne samvariation er mere udtalt for store end for små medlemslande. Modsat integrationen på penge- og obligationsmarkederne er der ikke blevet etableret grænseoverskridende finansielle institutioner i større omfang. Dog er der i tilknytning til ECB gradvist blevet opbygget en fælles finansiell infrastruktur i form af grænseoverskridende betalingssystemer mv. Den forøgede finansielle integration for især rentebærende fordringer har betydning både for de makroøkonomiske variables indflydelse på rentestrukturen og for risikopræmierne i denne rentestruktur, se Cappiello m.fl. (2006).

Forøget varehandel som følge af en monetær union blev fremhævet af Kommissionen allerede i forbindelse med fremlæggelsen af forslaget om oprettelse af ØMU'en, men ikke taget særlig alvorligt af den akademiske verden, før Rose (2000) påviste en meget betydelig positiv handelseffekt ved dannelsen af monetære unioner. Størrelsesordenen af den effekt, som Rose fandt, er siden blevet revurderet og væsentlig reduceret. Endvidere var

resultaterne i stor udstrækning båret af møntunioner mellem meget små, meget fattige og meget åbne økonomier og derfor ikke direkte anvendelige på Eurozonen. Der er imidlertid en betydelig grad af enighed om, at handels-effekten af møntunioner er signifikant positiv. Selvom det er vanskeligt at udsondre forskellige forholds betydning for samhandelen, tyder nyere beregninger på, at dannelsen af Eurozonen har betydet en forøgelse af samhandelen mellem de deltagende lande i størrelsesordenen 5 til 10 pct. (se Baldwin (2006) for en oversigt og diskussion). Effekten er derfor ikke uvæsentlig sammenlignet med f.eks. de anslåede handelsvirkninger af dannelsen af EU's indre marked.

Andre markeder kan også tænkes påvirket af ØMU'ens etablering, men her vil virkningerne ofte være indirekte i form af politiske beslutninger om økonomiske reformer. Samtidig vil selv de direkte virkninger ikke nødvendigvis være entydige. Således forøger ØMU'en som følge af handelseffekten konkurrencen på varemarkederne, hvilket reducerer mulighederne for, at nogle grupper på arbejdsmarkedet skaffer sig en overnormal aflønning, mens andre grupper uden en tidligere monopolagtig stilling får en fordel af den forøgede konkurrence gennem en højere realløn. Den første virkning vil svare til og formentlig også føre til yderligere strukturreformer.

Man ikke udelukke, at sådanne strukturreformer, inden ØMU'en blev dannet, især i de store lande har været fulgt op af en akkommoderende finans-, penge- eller måske endog valutakurspolitik. Formålet skulle i givet fald have været gennem forøget efterspørgsel at opsume den ekstra kapacitet, som reformerne som oftest har til formål at skabe, men som det tager tid at få udnyttet gennem en tilpasning via de selvregulerende kræfter. Da ØMU'en reducerer henholdsvis forhindrer en sådan akkommoderende politik, kan man ikke udelukke, at ØMU'en har nedsat reformtempoet især i de store lande.

Duval og Elmeskov (2006) har da også fundet antydning af, at reformtempoet i OECD-området har været lavere i store lande, der pengepolitisk er bundet f.eks. i et valutasamarbejde, end i andre OECD-lande. Det harmonerer med, at reformtempoet i ØMU-landene var lavere i 1999-2004 end i 1994-1998. Den samme reduktion er ikke observeret i andre OECD-lande, herunder EU-lande, som ikke deltager i ØMU'en. Danmark og Sverige (men ikke UK) er i den forbindelse både ikke-ØMU og mindre lande, hvor man skal forvente, at den strukturkonserverede effekt har mindre betydning. Små lande får en større direkte efterspørgselseffekt end store lande af en forbedring af deres konkurrenceevne og har derfor ved strukturreformer mindre behov for akkommoderende politik.

Som venteligt har de strukturelle virkninger af ØMU'en været størst på de markeder, der er direkte berørt af den fælles mønt. Det gælder de finansielle markeder, hvis stabilitet og dybde er blevet forøget. En sådan dybde er i anden sammenhæng påvist at have en positiv betydning for den økonomiske vækst ved f.eks. at sikre en bedre fordeling af ressourcerne mellem mulige investorer med forskelligt afkast. ØMU'en har også forøget varehandelen mellem landene i Eurozonen og dermed konkurrencen på varemarkederne. Indirekte har det også betydning for arbejdsmarkederne, men det er endnu usikkert, hvor stor denne effekt har været, og om nogle af virkningerne stadig mangler at vise sig. Men det forekommer tvivlsomt, om der har været en virksom effekt af ØMU'ens etablering på de politiske reformprocesser på arbejdsmarkederne. Datagrundlaget er meget spinkelt og de politisk-økonomiske processer mangfoldige og ikke entydige i deres formål og virkning.

For alle analyser gælder, at antallet af observationer siden ØMU'ens etablering i 1999 er begrænsede, hvortil kommer, at integrationsprocesserne ikke nødvendigvis er ført til ende. Forklaringen på den integration og de

strukturelle ændringer, som har fundet sted, skal generelt søges i reducerede transaktions- og vekselomkostninger, valutakursstabilitet samt større prisgennemsigtighed som følge af fælles regneenhed. Dertil kommer virkningerne af liberaliseringer og harmoniseringer af love og regler. Som følge af et naturligt ønske om at skabe ensartede virkninger af den fælles pengepolitik har dette især haft betydning på de finansielle markeder.

3. ECB og den fælles pengepolitik

Maastricht-traktaten fastlagde de overordnede målsætninger for pengepolitikken i Eurozonen. Samtidig bestemte politikerne i traktaten, at den fælles centralbank, ECB, skulle være uafhængig af politiske organer vedfølgelsen af de fastlagte mål for pengepolitikken. ECB er således uafhængig med hensyn til anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter, men ikke med hensyn til de pengepolitiske målsætninger. De sidstnævnte er i Maastricht-traktaten ordnet hierarkisk, således at prisstabilitet har første prioritet, og først når det hensyn er tilgodeset, skal ECB tage hensyn til EU-målsætninger om høj beskæftigelse og økonomisk vækst. Det er også bestemt, at ECB ikke er uafhængig med hensyn til og i nogle tilfælde ikke har formel indflydelse på beslutninger om overordnede valutariske forhold.

ECB har selv formuleret sin pengepolitiske strategi som bestående af 2 såkaldte søjler, hvor den ene er en bredt baseret vurdering af prisudvikling og inflation og den anden en vurdering af den finansielle udvikling og især udviklingen i en bredt afgrænset opgørelse af pengemængden. Den sidste søjle, der oprindeligt kom med for at videreføre en tradition fra den tyske forbundsbank, er, for så vidt angår pengemængden, gradvis blevet nedtonet fra at være et muligt pengepolitisk mål eller mellem mål og synes ikke længere at spille den rolle end at være en blandt flere informationskanaler til vurdering af den

økonomiske udvikling. Om den første søjle præciserede ECB i oktober 1998, at målsætningen om prisstabilitet ville blive defineret som en årlig stigning på mindre end 2 pct. i et forbrugerprisindeks for Euro-zonen (HICP). Den formulering blev i maj 2003 ændret til at være en prisstigning under (men tæt på) 2 pct. Ændringen har formentlig især haft betydning ved at gøre det lettere for ECB at kommunikere, hvilket kan påvirke troværdigheden af dens adfærd og tilkendegivelser.

På trods af den hierarkiske opdeling af de to hovedmålsætninger for ECB's pengepolitik, inflation og fuld beskæftigelse, opfattes de to målsætninger ofte som sideordnet, men således at hensynet til inflationen er et mellem- eller langfristet mål og hensynet til beskæftigelsen kun et kortsigtet mål. Denne opdeling er i overensstemmelse med den almindelige opfattelse, at penge på lang sigt er neutrale dvs. uden betydning for produktion og beskæftigelse og derfor alene har betydning for prisudviklingen. På kort sigt vil træghed i pris- og løndannelsen derimod medføre, at pengemængden, den nominelle rente og dermed pengepolitikken også har realøkonomiske konsekvenser. Det er baggrunden for, at den akademiske verden almindeligvis rubricerer ECB's pengepolitiske strategi som »flexible inflation targeting«. »Inflation targeting«, fordi en stabil, lav inflation er en eksplicit målsætning, og »flexible«, fordi pengepolitikken foruden en inflationsmålsætning på samme måde skal forfølge en målsætning om at udjævne konjunktursvingninger omkring fuld udnyttelse af produktionskapaciteten dvs. fuld beskæftigelse bortset fra den strukturelle arbejdsløshed.

Selvom ECB ikke har gjort noget for at tilbagevise en sådan rubricering, har den vist heller ikke offentlig anvendt eller medgivet, at dens strategi kan beskrives på denne måde. Den manglende tilkendegivelse skyldes formentlig et ønske om ikke at blive krævet til regnskab for sine handlinger og synspunkter

målt i forhold til den nye teori om optimal pengepolitik. Andre lande, hvor pengepolitikken kan rubriceres som »flexible inflation targeting«, er UK, Sverige, Norge, New Zealand, Australien m.fl. Derimod diskuteres det stadig i USA, om Federal Reserve Systemet skal udmelde en eksplicit målsætning for inflationen, hvilket som nævnt kræves, for at pengepolitikken kan betegnes som »inflation targeting«. Alle de nævnte lande har fleksible valutakurser.

Den pengepolitiske transmissionsmekanisme, der forbinder centralbankens anvendelse af sine pengepolitiske instrumenter med de endelige mål, har forskellige karakteristika, hvoraf nogle er generelle og andre mere specifikke for Euro-zonen. Generelt har de pengepolitiske instrumenter, dvs. især den korte rente, som fastsættes af centralbanken, kun med forsinkelse virkninger på de endelige mål. Centralbanker er derfor nødt til løbende at udarbejde prognoser for den økonomiske udvikling, herunder for inflationen. Det gør ECB selvfølgelig også, og efter et par års tøven offentliggør den også halvårligt sådanne makroøkonomiske prognoser, der har en tidshorisont på 2 år. Denne horisont svarer stort set til den forsinkelse, hvormed pengepolitiske ændringer slår igennem på inflation, produktion og beskæftigelse.

Prognoserne kan tillige med centralbankens handlinger, tilkendegivelser mv. have betydning for markedets forventninger og dermed for renterne på andet end det helt korte pengemarked. Det er disse lange renter, som især har betydning for pengepolitikens virkninger, hvorfor graden af troværdighed af centralbankens adfærd og forskellige signaler til markedet har pengepolitisk betydning. Troværdighed anses normalt for at være afhængig af graden af politisk afhængighed, åbenhed om procedurer, prognoser, modeller samt efterkritik mv. Ifølge Eijffinger og Geraats (2006) har ECB forøget sin troværdighed siden sin oprettelse, men mangler f.eks. på pro-

cedure-området at offentliggøre fyldestgørende referater fra besluttende møder, diskussion af beslutningerne på disse og efterkritik af prognoser mv.

Virkningerne af den fælles pengepolitik er ikke identiske i alle medlemslande, således at en given ændring i den pengepolitiske fastsatte rente har en forskellig virkning i forskellige geografiske områder. Det er et af de største specifikke problemer for ECB's pengepolitik. Denne asymmetri skyldes, at medlemslandenes økonomiske strukturer ikke er identiske på grund af f.eks. investeringernes forskellige rentefølsomhed, forskellig størrelse af den offentlige og/eller udenlandske gæld og forskellige finansielle strukturer i øvrigt. Asymmetri kan også gøre sig gældende for så vidt angår de isolerede forstyrrelser eller stød, som rammer et stort område som Euro-zonen. I alle tilfælde af asymmetri kan medlemslandenes individuelle finanspolitik spille en vis rolle som instrumenter til at rette op på og dermed udjævne disse virkninger (se herom nedenfor).

Oplysninger i form af et enkelt tal eller gennemsnit for udviklingen i Eurozonen kan derfor være mere eller mindre dækkende for udviklingen i delområder. Med det mindre forbehold kan det konstateres, at inflationen var betydelig højere i 1970'erne og 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne end efter etableringen af ØMU'en, hvor den som et gennemsnit for 1999-2005 har været 2,01 pct. Hermed være ikke sagt, at faldet i inflationen (alene) skyldes den fælleseuropæiske pengepolitik, idet den også er faldet i andre lande. Den gennemsnitlige inflation for de 7 år dækker også over en stigning fra godt 1 pct. i 1999 til eller lidt over 2 pct. i alle årene siden 2001. I et historisk perspektiv er der dog tale om et lavt og stabilt niveau, men samtidig kan det konstateres, at ECB i hvert fald på årsbasis ikke har formået helt at ramme sin erklærede målsætning.

Undersøgelser af forventningerne til inflationen tyder imidlertid på, at det i større udstrækning er lykkedes at fastholde disse forventninger i underkanten af 2 pct., men forskellen mellem den forventede og den realiserede inflation afhænger selvfølgelig af tidshorisonten og er begrænset for de kortere horisonter. Faldet i variabiliteten for den lange rente er imidlertid et indicium for, at det også er lykkedes ECB at etablere stabile forventninger om lav inflation på lang sigt. Det er tilfældet, selvom bankens kommunikation er blevet kritiseret for til tider at have været uklar (se f.eks. Canova og Favero (2005)).

Et lavt og stabilt niveau er også en rimelig beskrivelse af den årlige vækst i det reale BNP, som i gennemsnit for 1999-2005 har været lige i underkanten af ½ pct., hvilket svarer til væksten i perioden 1990-1998. Den årlige variabilitet i det reale BNP har været lidt mindre efter ØMU'ens etablering end i 1990'erne. Euro-zonen har haft et moderat konjunkturtilbageslag fra 2001 til 2004, hvorfor arbejdsløsheden også har været forholdsvis høj. Tilbageslaget har dog været mindre end i både begyndelsen af 1990'erne og begyndelsen af 1980'erne, ligesom det seneste tilbageslag modsat de to foregående ikke udløst valutakursspekulationer og -kriser. Det er nærliggende at antage, at årsagen til den seneste valutakursstabilitet er den fælles mønt.

4. Taylor-regler

Centralbanker er som regel meget tilbageholdende med at omtale, at pengepolitikken foruden for inflationen også spiller en rolle for stabiliteten i produktion og beskæftigelse. Det gælder også ECB og kan være et forsøg på at opnå større troværdighed i inflationsbekæmpelsen og dermed en bedre sammenhæng mellem inflation og produktion/beskæftigelse (i den forventningsforhøjede Phillips-kurve).

Imidlertid afslører mange økonometriske undersøgelser af forbindelsen mellem på den ene side centralbankers fastsættelse af den pengepolitiske korte rente og på den anden side både inflation og kapacitetsudnyttelse/produktion, at der som oftest er en sådan sammenhæng også med de realøkonomiske forhold. Sammenhængen går under betegnelsen en »Taylor-regel« og beskriver centralbankers nominelle rentefastsættelse som en funktion af – foruden inflationen og den lange realrente – inflationens afvigelse fra inflationsmålsætningen og af kapacitetsudnyttelsen/output-gabets størrelse. Samtidig kan en Taylor-regel vises at være udledt af og dermed et resultat af den tidligere optimale pengepolitik i en model med forholdsvis få begrænsende forudsætninger.

Som en første approksimation kan Taylor-reglen således udledes fra en model for »flexible inflation targeting« og kan derfor vises at være en optimal pengepolitisk reaktion, hvor både inflation og kapacitetsudnyttelse/produktion indgår som signifikante variable i forklaringen af centralbankers rentefastsættelse. Væsentligt for et optimalt resultat er, at stabilisering af inflationen kræver, at centralbanken reagerer tilstrækkelig kraftig på ændringer i inflationen, idet en sådan situation kræver, at realrenten ændres. Samtidig er det værd at bemærke, at Taylor-regler kun er beskrivelser af centralbankers adfærd. En normativ analyse af penge- og rentepolitik kræver, at hele modelapparatet fra »inflation targeting« tages i anvendelse.

Selvom det umiddelbart er fristende, skal man derfor være forsigtig med ud fra inflationsdata alene at konkludere, at ECB's rentefastsættelse har været for kontraktiv i 1999 og for ekspansiv i alle årene efter f.eks. 2001. Output-gab, data- og prognoseproblemer samt timelag og dermed rentefastsættelsens (senere) virkninger på inflation og produktion skal også tages i betragtning. Med et sådant udgangspunkt konkluderer bl.a. Sauer

og Sturm (2004) ved estimation af diverse Taylor-regler, at ECB's pengepolitik forudsat et fremadrettet sigte har forsøgt at stabilisere inflationen tilstrækkeligt aggressivt, men også på signifikant vis har taget hensyn til produktion/outputgab. Denne konklusion understøttes af den simple observation, at inflationen i de sidste 5 år ikke er steget, men har holdt sig på et stabilt og forholdsvis lavt niveau. Dertil kan føjes, at recessionen 2001-2004 var forholdsvis mild.

5. Finanspolitik

Hidtil har det været inflation, produktion mv. for hele Euro-zonen, som har været i fokus. Det skyldes, at pengepolitikken er fælles for alle medlemslandene. Det samme gælder ikke for finanspolitikken, der formelt er medlemslandenes ansvar, selvom deres beslutninger overvåges og er underlagt Stabilitets- og Vækstpagtens (SVP) bestemmelser. Samtidig er den økonomiske udvikling i medlemslandene ikke identisk på grund af de tidligere omtalte asymmetrier, og der kan derfor være behov for, at medlemslandene individuelt træffer beslutninger om finanspolitikken med henblik på en stabilisering af inflation og konjunkturer. Dette behov for individuel konjunkturregulering bliver ikke mindre af, at medlemslandene ved overgangen til den fælles mønt i hvert fald i princippet opgav at føre en selvstændig både penge- og valutakurspolitik.

Over for dette behov for en selvstændig finanspolitik står behovet for en samordning, som følge af at det ene medlemslands finanspolitik har betydning for den økonomiske udvikling i andre medlemslande. Det er selvfølgelig især de store medlemslande, som har betydning for de andre, men af forståelige grunde er der fastsat identiske regler for både store og små medlemslande til håndtering af den samordning, som følger af den gensidige økonomiske afhængighed. Disse regler er samlet i den nævnte SVP og bør i princippet være resultatet af en afvejning af hensynet til

medlemslandenes ønsker om en individuel konjunkturregulering og hensynet til undgåelse af negative virkninger (og helst skabe positive virkninger) for andre af de enkelte medlemslandes beslutninger om egne forhold. Samtidig skal regler for at være troværdige og kunne ændre adfærd være veldefinerede, gennemsikkelige og derfor simple, hvorfor de vanskeligt samtidig kan være fleksible og tilpasset komplekse situationer.

For at kunne vurdere behovet for regulerende bestemmelser i SVP er det nødvendigt at se både på medlemslandenes målsætninger for den økonomiske udvikling, her især konjunkturudviklingen, og på de årsager eller kanaler, igennem hvilke afhængigheden mellem landene gør sig gældende. Om målsætninger gælder, at hvis medlemslandene alle er enige om de konjunkturpolitiske målsætninger (for alle lande), er der ikke behov for en overordnet samordning af den økonomiske politik, som derfor kan overlades til de enkelte landes individuelle beslutninger (Dixit og Lambertini (2003)). Selvom der er gensidig afhængighed, vil ingen skade andre, men individuelt tage de beslutninger, som er bedst for alle. Det er således væsentligt, at medlemslandene indbyrdes diskuterer og tilpasser målsætningerne for deres økonomiske politik, hvilket da også er en opgave, som er taget op af ECOFIN (og Rådet af Økonomi- og Finansministre i Euro-zonen).

Når der ikke er enighed om alle målsætninger, er der behov for en samordning af den økonomiske politik. Dette behov afhænger foruden af forskellene i målsætninger af karakteren af den gensidige afhængighed, der som oftest antages – men bestemt ikke behøver alene – at have sit udspring i underskuddene på de offentlige finanser. Som årsag til den gensidige afhængighed nævnes ofte, at medlemslande i en monetær union ikke selv bærer de fulde rentemæssige (og valutariske) konsekvenser af en ekspansiv finanspolitik, som i den forbindelse som regel

betrages som identisk med et underskud på de offentlige finanser. Det er en væsentlig årsag til, at ECB's rentefastsættelse – som tilfældet er – skal være uafhængig og underlagt et væsentligt hensyn til prisstabilitet.

Hvis et land ikke er medlem af en monetær union, vil en (for) ekspansiv finanspolitik føre til en stigning i renten og et underskud på betalingsbalancen med mulige konsekvenser for værdien af dens valuta på de internationale markeder. Disse disciplinerende effekter ophæves i hvert fald delvis ved et medlemskab af en monetær union. Faini (2006) har for Euro-zonen vist, at et medlemslands ekspansive finanspolitik påvirker både det fælles renteniveau (dvs. andre medlemslandes renter) og landets eget renteniveau og således, at effekten er mere signifikant for det fælles end for landets renteniveau.

Årsagerne til en tendens i retning af store offentlige underskud kan være mange, herunder at politikere udnytter vælgerens manglende forståelse for den intertemporale budgetrestriktion og derfor forøger de offentlige udgifter og sænker skatterne f.eks. i forsøg på at blive genvalgt. Det kan være ved politisk at fremkalde en højkonjunktur eller ved at foretage indkomstfordelinger mellem generationer el.lign. Dornbusch (1997) har illustreret betydningen af offentlige underskud i en model, hvor politikerne har præferencer med hensyn til både beskæftigelse, inflation og offentlige underskud. I den diskretionære løsning vil større underskud føre til højere inflation, idet en sådan reducerer den reale byrde af underskuddene. Derfor kan begrænsninger på offentlige underskud reducere inflationen. Det er umiddelbart rimeligt at antage, at det, som gælder for inflationen, også gælder for den fælles rente. Samlet bekræfter det behovet for en eller anden form for restriktioner på medlemslandenes individuelle finanspolitiske beslutninger.

Når man i forhold til SVP skal afveje behovet for medlemslandenes individuelle konjunktur- og dermed finanspolitik over for behovet for at begrænse tendensen til politisk fremkaldte, offentlige budgetunderskud, skal man kende – som belyst af Faini (2006) m.fl. – størrelsesordenen af de enkelte effekter og deres virkninger, men også behovet for den individuelle frihed i finanspolitikken. Det sidste kan man få et indtryk af ved at se på, i hvilket omfang medlemslandenes konjunkturudvikling er fælles, og i hvilket omfang de afviger fra hinanden. Da man i en sådan analyse ofte anvender tal fra en historisk periode, kan resultaterne afhænge af de regler, herunder SVP, og den konjunkturpolitik, der har været ført i den betragtede periode.

Med det forbehold har mange forsøgt at vurdere, hvor meget der er fælles og hvor meget der er afvigende konjunkturudvikling i ØMU'ens medlemslande. Michael Artis har således lavet flere analyser af spørgsmålet, om der findes en særlig europæisk konjunktur. Til det formål beregnes korrelationen af de cykliske afvigelser i konjunkturdata mellem på den ene side Tyskland og på den anden side de øvrige medlemslande. Herefter sammenlignes med tilsvarende tal beregnet i forhold til USA. Atris (2006) viser, at tidligere perioders (1979:4-1993:12 i forhold til 1961:1- 1979:3) bevægelse mod relativ højere korrelation med Tyskland på det senere (1994:1 -2000:12) er blevet afløst af en stor set identisk korrelation for (de andre) medlemslandenes konjunkturer i forhold til USA henholdsvis Tyskland. Måske som følge af en høj korrelation mellem den tyske og amerikanske konjunktur kan der således ikke identificeres en særlig europæisk konjunktur fremkaldt af den monetære integration i ØMU'en. Camacho m.fl. (2006) finder ligesom andre heller ikke, at samvariationen mellem medlemslandenes økonomier er blevet signifikant forøget efter ØMU'ens etablering.

Giannone og Reichlin (2006) finder (med en undtagelse for Irland's »catching up«) hverken konvergens eller divergens for produktionsniveauerne i de europæiske lande. Samtidig er samvariationen indenfor Euro-zonen dog større end mellem Euro-zonen og den øvrige verden. De finder også, at de cykliske asymmetrier mellem medlemslandene er forholdsvis små og uden strukturelle ændringer. Asymmetrierne er af samme størrelsesorden som i USA. Samtidig viser de, at fælles stød med ensartede spredningsmekanismer er hovedårsagen til, at medlemslandenes økonomier har svingninger. Lande-specifikke stød har kun små, men dog forholdsvis langvarige virkninger.

Lane (2006) finder, at forskellene i medlemslandenes inflationsrater er af samme størrelsesorden som mellem regionerne i USA. Dog er inflationsforskellene i Euro-zonen mere vedvarende, således at de kumulative virkninger har været forholdsvis væsentlige. Med ØMU'ens faste valutakurser er det ensbetydende med tilsvarende ændringer i de reale valutakurser mellem medlemslandene. Honohan og Lane (2003, 2004) har dog tidligere fundet, at valutakurskanalen, herunder især kursen for US-dollar, har en væsentlig indflydelse på inflationsforskellene mellem medlemslandene i Euro-zonen. Lane (2006) finder tillige, at ØMU'en har bidraget til større handel mellem medlemslandene, men da samhandlen med omverdenen også er steget, har dette ikke dramatisk forøget den relative betydning af den interne handel i Euro-zonen.

Hovedindtrykket af de empiriske undersøgelser er således, at ØMU'en ikke har ført til forøget samvariation mellem konjunkturerne i Euro-zonens medlemslande. Det kan skyldes den korte observationsperiode, men da nogle mønstre genfindes i tal for USA, kan det også være et strukturelt resultat. BNP- eller industrikonjunkturer er dog ikke ene afgørende for de konjunkturrelle virkninger af ØMU'en. Som omtalt har den finansielle in-

tegration været betydelig, hvilket har givet forøgede muligheder for risikospredning og dermed for udjævning af det private forbrug (Artis (2006)). Giannone og Reichlin (2006) har i den forbindelse vist, at siden begyndelsen af 1990'erne er samvariationen mellem medlemslandenes private forbrug blevet forøget, hvilket reducerer de velfærdsmæssige omkostninger ved en divergerende udvikling i den samlede produktion. Den forbrugsmæssige samvariation kan fortolkes som en følge af forøget risikospredning og dermed af den finansielle integration.

6. Stabilitets- og vækstpagten

Den politiske afvejning af hensynet fleksibilitet i finanspolitikken henholdsvis restriktioner for at imødegå politisk-økonomiske forvriddningseffekter i finanspolitikken er foretaget i Maastricht-traktaten og især i SVP. I henhold til den konkrete formulering i sidstnævnte må et medlemslands underskud på de offentlige finanser kun overstige 3 pct. af BNP i tilfælde af »et alvorlig økonomisk tilbageslag«. Et sådant tilbageslag blev oprindeligt defineret som en situation, hvor BNP-væksten er lavere end minus 2 pct. (dog lavere end minus $\frac{3}{4}$ pct. hvis ECOFIN giver tilladelse). I marts 2005 blev definitionen af »et alvorligt økonomisk tilbageslag« ændret til en negativ BNP-vækst eller et akkumuleret produktionstab over en længere periode med meget lav vækst i forhold til den potentielle vækst.

På historiske data for 1980-2004 ville det have betydet, at 2 pct. tærskelen ville have været overskredet i 1,45 pct. af tilfældene, at $\frac{3}{4}$ pct. tærskelen ville have været overskredet i 6,91 pct. af tilfældene, og at 0 pct. tærskelen ville have været overskredet i 9,82 pct. af tilfældene (Artis og Onorante (2006)). Stabilitets- og vækstpagtens grænser blev således væsentlig lempet i 2005. Dertil kommer, at medlemslandene fik lov til at se bort fra bestemte udgiftskategorier og fik en længere periode til genopretning, hvis et års budgetunderskud har overskredet 3 pct. grænsen.

Det har altid været op til ECOFIN og dermed en politisk beslutning at træffe afgørelse, om strafbestemmelserne i tilfælde af en overskridelse skulle benyttes.

Det er selvfølgelig et væsentligt spørgsmål, om SVP har begrænset medlemslandenes reelle handlefrihed i konjunkturpolitikken og således fået landene til at ændre adfærd i forhold til den finanspolitik, som de ellers ville føre. Gali og Perotti (2003) har undersøgt dette spørgsmål ved at opdele (de primære) budgetændringer i automatiske og diskretionære og herefter undersøge, om den diskretionære adfærd i forhold til den ledige kapacitet henholdsvis BNP-væksten har været forskellig før og efter vedtagelsen af Maastricht-traktaten i 1992. De finder, at den diskretionære finanspolitik har været svagt pro-cyklisk i Euro-zone landene før Maastricht-traktaten, mens den var mod-cyklisk i andre lande. Der er endvidere en klar tendens til mindre diskretionære reaktioner efter Maastricht-traktaten, hvilket for Euro-landene vil sige, at finanspolitikken er blevet mindre pro-cyklisk. Finanspolitikken i Euro-landene har således haft en tendens til at forstærke konjunkturudsvingene, men denne tendens er blevet begrænset efter vedtagelsen af Maastricht-traktaten. Den reelle handlefrihed til at udjævne konjunkturerne er således ikke blevet begrænset, idet der heller ikke er tegn på, at de automatiske stabilisatorer er blevet forhindret i at arbejde. Derimod har der været en bevægelse i retning af en mere neutral politik, således som den føres i andre industrilande. Det kan både skyldes etableringen af den fælles pengepolitik og/eller SVP.

Artis og Onorante (2006) har for Euro-landene på næsten samme vis fundet, dels at finanspolitikken kun har haft en begrænset betydning for udjævning af konjunkturerne, og dels at SVP i en overordnet vurdering kun har haft begrænset betydning for den fiskale disciplin. Den manglende reaktion i 2003 på de franske og tyske overskridelser af 3 pct.

grænsen synes at bekræfte især det sidste udsagn. Artis og Onorate finder også, at 2005-ændringerne i bestemmelserne kun vil give medlemslandene begrænset ekstra handlefrihed, da denne ikke tidligere har været væsentlig begrænset.

Det synes således nærliggende at konkludere, at hvis SVP har begrænset medlemslandenes muligheder for at påvirke konjunkturudviklingen, har denne begrænsning snarere tendret at skabe en fælleseuropæisk konjunktur end det modsatte. Hvis det er tilfældet, har SVP overladt mere homogene konjunkturer til regulering gennem den fælles pengepolitik. Det er dog også muligt, at SVP ikke har haft væsentlig økonomisk betydning, og at den efter ændringerne i 2005 vil have det i endnu mindre omfang. Det er i så tilfælde især den blødere og mere overordnede samordning af medlemslandenes målsætninger og finanspolitiske foranstaltninger i ECOFIN, som har betydning. Reglerne for denne samordning har også udviklet sig over tiden, men de er ikke forbundet med de samme politiske muligheder for formelt at straffe medlemslandene. De har formentlig især de samme virkninger som en måske forholdsvis langvarig læreproces.

7. Konklusion

De strukturelle ændringer som følge af etableringen af ØMU'en i 1999 er mest omfattende på det finansielle område, hvor integration og dermed risikospredning over landegrænser har været betydelig. Fastlåsnings af valutakurserne har elimineret tidligere tiders valutakriser, som nok var forårsaget af omfattende kapitalbevægelser, men disse var spekulative og medvirkede ikke til nogen væsentlig eller varig risikospredning. Dette har haft betydning for den finansielle integration og gennem forøget risikospredning for en stabilisering af det private forbrug og et højere velfærd. Samhandlen med varer er også blevet forøget, mens der kun har været et ringe om noget direkte pres for strukturændringer på vare- og arbejdsmarkedet.

Det betyder, at tendensen til harmonisering af medlemslandenes produktions- og konjunkturudvikling som følge af ØMU-fremkaldte strukturændringer ligeledes har været begrænset.

Stabilitets- og Vækstpagten har ikke lagt reelle begrænsninger på medlemslandenes anvendelse af finanspolitikken med henblik på en udjævning af landespecifikke stød til konjunkturer og andre asymmetrier. Hvis der har været reelle begrænsninger på finanspolitikken, har disse snarere bidraget til, at medlemslandenes konjunktursvingninger er blevet mere ensartede. Der er dog heller ikke tegn på en mere udtalt europæisk konjunktur.

Den mest betydningsfulde virkning af ØMU'en og dermed den fælles mønt har – foruden den finansielle integration og risikospredning – naturligt nok været etableringen af den fælles pengepolitik og dermed ECB. Det har betydet, at lav inflation har fået en fremtrædende placering som målsætning, og at den europæiske inflation er nedbragt til et lavt og stabilt niveau.

Muligvis som følge af begrænsede finanspolitiske reaktioner, der i så fald ikke skyldes Stabilitets- og Vækstpagten, har den europæiske beskæftigelsesudvikling været ringere end den amerikanske både før og under recessionen 2001-2004. Det kan skyldes strukturelle eller institutionelle forhold i Europa (for en oversigt, der interessant nok ikke nævner ØMU'en, se Blanchard (2005)). Men et fald i produktion og beskæftigelsen inden for et kort tidsinterval kan vanskeligt alene tilskrives selvstændige forringelser af strukturer eller institutioner. Sådanne forringelser kommer enten som følge af forringede konjunkturer eller over en længere årrække og derfor af andre årsager. På trods af en forholdsvis vellykket implementering af ØMU'en og den fælles pengepolitik synes der således stadig at være uløst konjunkturproblemer i Europa.

Noter

1. Det vil ændre sig i de kommende år, eftersom 10 central- og østeuropæiske lande samt Malta og Cypern blev EU-medlemmer i maj 2004 og derfor er forpligtet til også at blive ØMU-medlemmer. Det forudsætter dog, at de såkaldte konvergenskriterier om nominelle tilpasninger er opfyldt, og dertil kommer et krav om 2 års forudgående, stabilt medlemskab af valutasamarbejdet ERM 2. Det er besluttet, at Slovenien bliver det første af de central- og østeuropæiske lande, som bliver ØMU-medlem. Det sker allerede 1. januar 2007.
2. Da der i troværdige omgivelser med stabile inflationsforventninger vil være en statistisk pæn sammenhæng mellem inflation og kapacitetsudnyttelse/produktion, vil centralbankens rentefastsættelse ofte også være pænt korreleret med kapacitetsudnyttelsen/outputgabet alene eller med inflationen alene.

Litteratur

- Artis, M. 2006. What do we now know about currency unions? Bank of England Quarterly Bulletin (Summer) 46: 243-254
- Artis, M. og L. Onorante. 2006. The economic importance of fiscal rules. CEPR WP No. 5684.
- Baldwin R. 2006. The Euro's trade effects. ECB's WP No. 594
- Blanchard O. 2005. European unemployment: The evolution of facts and ideas. NBER WP No. 11750.
- Canova F. og C.A.Favero. 2005. Monetary Policy in the Euro area: Lessons from five years of ECB and implications for Turkey. CEPR WP No. 5101.
- Cappiello L., P Hördahl, A Kadareja og S. Mangelli. 2006. The Impact of the Euro on financial markets. ECB WP No. 598.
- Camacho, M., G.Perez-Quiros og L. Saiz. 2006. Are European business cycles close enough to be just one? Journal of Economic Dynamics & Control 30:1687-1706.
- Dixit A. og L.Lambertini. 2003. Symbiosis of monetary and fiscal policies in a monetary union. Journal of International Economics 60:235-247
- Dornbusch R. 1997. Fiscal Aspects of Monetary Integration. American Economic Review, Papers 87:221-223.
- Duval R. og J. Elmeskov. 2006. The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets. ECB WP No. 596.
- Eijffinger S.C.W. og P.M.Geraats. 2006. How transparent are central banks? European Journal of Political Economy 22:1-21.
- Faini R. 2006. Fiscal policy and interest rates in Europe. Economic Policy 47:443-489.
- Gali J.og R.Perotti. 2003. Fiscal policy and monetary integration in Europe. Economic Policy 37:535-572.
- Giannone D. og L. Reichlin. 2006. Trends and cycles in the Euro Area. How much heterogeneity and should we worry about it? ECB WP No. 595.
- Goldberg, L.S. og M.W.Klein. 2005. Establishing Credibility: Evolving perceptions of the European Central Bank. NBER WP No. 11792.
- Honohan P. og P.R.Lane. 2003. Divergent inflation rates in EMU. Economic Policy 37:359-394.
- Honohan P. og P.R.Lane. 2004. Exchange rates and inflation under EMU: An update. Economic Policy Web Essay.
- Lane, P. R. 2006. The real effects of EMU. IIIS (Trinity College Dublin and CEPR) Discussion Paper No. 115.
- Rose, A. 2000. One money, one market: Estimating the effects of common currencies on trade. Economic Policy 30:9-45.
- Rådet for Europæisk Politik (Hoffmeyer, Jespersen, Sørensen og Vastrup). 2000. Danmark og ØMU'en. Økonomiske aspekter. System, Århus
- Sauer S.og J-E. Sturm. 2004. Using Taylor rules to understand ECB monetary policy. CESifo WP No. 1110.