

EU's monetære union

– de penge- og valutapolitiske konsekvenser ved en dansk tilslutning

Finn Østrup, lektor,
Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

1. Indledning

Spørgsmålet om de penge- og valutapolitiske konsekvenser ved dannelsen af en valutaunion har gennem de sidste 10 år – efter fremlæggelsen af Delors-rapporten – givet anledning til en omfattende international litteratur. Tre spørgsmål har stået i centrum for denne teoretiske diskussion om valutaregimer. For det første er det spørgsmålet, om det ved at skifte fra et regime kendetegnet ved valutakursfleksibilitet til en fast valutakurs er muligt at opnå større stabilitet i økonomien, dvs. færre udsving i produktionen. For det andet er det spørgsmålet, om det er muligt for et land at opnå en hurtigere nedgang i inflationen under et valutaregime frem for et andet, fordi der under forskellige valutaregimer vil være forskel på troværdigheden omkring myndighedernes vilje til reducere inflationen. Endelig for det tredje er der særlig efter EMS-krisen i 1992-93 fremkommet en omfattende diskussion om årsagerne til valutakriser under et system kendetegnet ved en fast justerbar valutakurs svarende til det valutasystem, Danmark har holdt efter Bretton Woods-systemets sammenbrud.

Den danske diskussion om de penge- og valutapolitiske konsekvenser af en økonomisk og monetær union har været forholdsvis snævert knyttet til to emner, nemlig om der

ved tilslutning til EU's økonomiske og monetære union kan nås en reduktion af realrenten og derved en forøgelse af erhvervsinvesteringerne samt om Danmark efter et eventuelt nej til den økonomiske og monetære union ved folkeafstemningen den 28. september 2000 vil komme i en situation med flere valutakriser.

Artiklen vil kort diskutere disse penge- og valutamæssige konsekvenser af en monetær union, der har været centrale temaer i den internationale og danske diskussion. På en række områder vil artiklen pege på faktorer, der ikke har været taget op i den danske diskussion.

Herudover vil artiklen tage tre emner op, der enten ikke – eller kun meget lidt – har været genstand for debat i den internationale og danske diskussion, nemlig (i) om Danmark rent faktisk har pengepolitisk selvstændighed under det nuværende regime med en fast valutakurs over for euroen, (ii) om valutakriser i visse tilfælde kan være gavnlige, fordi de tvinger politikere til ikke at fastholde en urealistisk valutakurs, samt (iii) om der er et tab ved, at Danmark gennem en deltagelse i EU's økonomiske og monetære union uigenkaldeligt forpligter sig til at følge et mål om prisstabilitet.

2. De kortsigtede beskæftigelsesvirkninger

Udgangspunktet for den internationale diskussion om de beskæftigelsesmæssige virkninger af en monetær union har været teorien om optimale valutaregimer, der blev introduceret af Mundell (1961). Det er udgangspunktet for denne teori, at der er nominelle stivheder i økonomien, f.eks. en fast nominal løn. Derved behandler teorien kun de kortsigtede virkninger af valutakursændringer, da lønningerne på længere sigt må antages at tilpasse sig en situation svarende til fuld lønfleksibilitet og ledigheden derfor bevæger sig mod naturlig ledighed. Der kan i teorien skelnes mellem to situationer: (i) en situation hvor det ikke er muligt at anvende økonomisk politik og hvor produktionen i landet derfor kun er påvirket af strukturelle skift i økonomien, samt (ii) en situation, hvor det er muligt at anvende økonomisk politik.

Hvis der først ses på situationen, hvor det ikke er muligt at anvende økonomisk politik, er det ved at holde en fast valutakurs muligt for et land at undgå monetære chok, dvs. produktionsudsving forårsaget af strukturelle skift i pengeefterspørgslen, mens landet ved at holde en fast valutakurs bliver udsat for efterspørgselschok, dvs. skift i vareefterspørgslen forårsaget f.eks. af ændringer i forbrugs- eller investeringsfunktionen. Ved at holde en flydende valutakurs er det muligt for et land at undgå produktionsudsving forårsaget af skift i pengeefterspørgslen, mens der bliver beskæftigelsesudsving på grund af de strukturelle skift i vareefterspørgslen. Hvis lande har samme økonomiske struktur, kan de beskæftigelsesmæssige virkninger af skift i vareefterspørgslen undgås, når landene går sammen i en monetær union, idet de beskæftigelsesmæssige virkninger af skift i vareefterspørgslen herved imødegås gennem ændringer i kursen på den fælles valuta i den monetære union.

Hvis der herefter ses på situationen, hvor det

er muligt at anvende økonomisk politik, følger det af teorien om optimale valutaområder, at finanspolitik kan anvendes til at påvirke produktionen under en fast valutakurs, mens pengepolitik ikke kan anvendes. Afgivelsen af pengepolitik som et økonomisk instrument vil dog ikke være noget tab for et land, hvis alle deltagere i et fastkurssamarbejde er udsat for de samme strukturelle skift, idet disse skift da kan imødegås gennem den fælles pengepolitik, der føres i fastkursområdet. Hvis der er en flydende valutakurs, kan ændringer i pengemængden – og derved også valutakursændringer – anvendes til at påvirke produktion og beskæftigelse, mens finanspolitik ikke har virkning.

Der kan fra teorien om optimale valutaområder både hentes støtte til at vælge en fast valutakurs og et system, hvor der er mulighed for valutakursændringer. Et stort problem for OECD-landene siden begyndelsen af 1980'erne har været store strukturelle skift på de finansielle markeder. Da beskæftigelsesvirkningerne af disse strukturelle skift kan undgås ved at holde en fast valutakurs, udgør dette et argument for en monetær union. Specielt med hensyn til de europæiske økonomier har der været udarbejdet en række undersøgelser, om de er kendetegnet ved symmetriske eller asymmetriske strukturelle skift og derfor udgør et optimalt valutaområde. Undersøgelserne giver et forskelligt resultat med hensyn til Danmarks placering, idet Danmark i visse undersøgelser placeres i gruppen af lande, der udgør et optimalt valutaområde, mens Danmark i andre placeres udenfor. Endelig fører teorien om den forskellige effektivitet af finans- og pengepolitik under henholdsvis en fast og en flydende valutakurs frem til en afvejning af, om der er størst mulighed for at anvende penge- eller finanspolitik. Antagelig er det svært at nå frem til nogen entydig konklusion i dette spørgsmål, idet det formentlig kan argumenteres, at det er blevet sværere at anvende både finans- og pengepolitik.

Det er spørgsmålet, om den teoretiske diskussion om optimale valutaområder har særlig relevans for det danske valg om tilslutning til ØMU. Gennem mange år har Danmark fulgt en politik, hvor Danmark har opretholdt en fast valutakurs over for andre valutaer, men med mulighed for valutakursændringer. Det er formentlig af politiske grunde svært at forestille sig, at Danmark opgiver et sådant fastkursystem, selv om indholdet af fastkurspolitikken har ændret karakter gennem forskellige perioder både med hensyn til definition af »fix-punktet« (et gennemsnit af andre europæiske valutaer eller DM/euro) samt med hensyn til muligheden for kursjusteringer. Det er dog et relevant og vigtigt spørgsmål, om der i fremtiden kan indtræde sådanne strukturelle skift i dansk økonomi, at det er hensigtsmæssigt med en valutakursændring for at mindske de negative virkninger på produktion og beskæftigelse (jfr. diskussionen i afsnit 5 nedenfor).

De historiske erfaringer giver kun begrænset vejledning med hensyn til sandsynligheden for sådanne fremtidige strukturændringer, der kunne gøre det hensigtsmæssigt med valutakursændringer. Det argumenteres i Økonomiministeriets og Finansministeriets rapport om euroen fremlagt i 2000, at dansk økonomi gennem en række år har vist sin tilpasningsevne ved at opretholde en høj økonomisk vækst på trods af en række strukturelle skift, og der peges her på Sovjetunionens opløsning, Tysklands genforening, de svenske og finske økonomiske kriser samt de finansielle kriser i slutningen af 90'erne. Det er dog værd at bemærke, at mange af disse strukturelle skift har påvirket Danmark positivt, således den tyske genforening, der udløste en stærk stigning i efterspørgslen efter danske varer. Danmark er også gennem de sidste 20 år blevet begunstiget af væksten i olie- og naturgasproduktionen. I en række andre krisesituationer blev den danske valutakurs formentlig kun fastholdt, fordi der var mulighed for at anvende andre økonomisk-

politiske instrumenter, som kunne reducere de negative virkninger på beskæftigelse og produktion. Således blev virkningerne af en kraftig lønstigning i slutningen af 80'erne neutraliseret gennem omlægningen af arbejdsgiverafgifterne. De negative virkninger af de svenske og finske devalueringer i begyndelsen af 90'erne blev imødegået af en finanspolitisk lempelse samt en omlægning af realkreditlånervilkårene, der førte til større efterspørgsel efter ejerboliger. Denne ekspansive økonomiske politik i 1992-93 blev muliggjort af en stærk betalingsbalancesituation. Det er ikke sikkert, at der i tilfælde af nye »krisesituationer« er mulighed for igen at imødegå skift ved hjælp af andre instrumenter, og negative økonomiske skift kan her ved føre til en stigning i ledigheden, hvis de ikke kan imødegås gennem valutakursændringer.

På flere områder har dansk økonomi en struktur, der kan give anledning til faresignaler. Dansk økonomi er fortsat meget afhængig af landbrugseksporten med de risici, der er knyttet hertil. Danmark ligger tæt på Øst-europa, og det må ventes, at dansk industri gennem de kommende år i stigende omfang får vanskeligt ved at klare sig i konkurrencen med disse lande, efterhånden som deres udvikling tager fart, og de skal finde en ny plads i verdensøkonomien. Endelig har Danmark i perioden 1996-99 haft en stigning i arbejdsomkostningerne pr. produceret enhed, der ligger væsentlig over samtlige andre euro-lande (se tabel 5). Dette kan rejse spørgsmålet, om danske lønninger reagerer stærkere på konjunkturopsving end de andre euro-lande, hvilket ville kunne bremse danske konjunkturopsving i tilfælde af en dansk tilslutning til ØMUen. Dette rejser også spørgsmålet, om der er behov for yderligere reformer på arbejdsmarkedet, som kan øge lønfleksibiliteten, f.eks. en yderligere forringelse af dækningen under arbejdsløshed.

Endvidere har mange økonomer stillet

spørgsmålstegn ved det hensigtsmæssige i, at et land gennem deltagelse i ØMU'en ikke alene mister muligheden for at føre selvstændig pengepolitik, men også gennem restriktioner på bl.a. landenes budgetunderskud lægger vanskeligheder i vejen for at stabilisere økonomien gennem finanspolitik.

Særlig på baggrund af teorien for optimale valutaområder har flere af de mest fremtrædende internationale økonomer taget afstand fra ØMU'en. Krugman (1994) skriver i 1994: »... In the European context, this view of the uselessness of monetary policy became an equivalent view of the uselessness of exchange rate adjustment ... The idea that one might be able to smooth the adjustment process by devaluing the national currency was also dismissed: devaluation, it was argued, would immediately translate into inflation. These European ideas were to a considerable extent borrowed from American theorists, and as a result they tended to lag behind U.S. trends by several years...The grand design of European monetary union led both to recession and to political debacle as the European Monetary system fractured ...« (Krugman, 1994, s. 189ff.). Feldstein (1997) skriver: »... The economic consequences of EMU ... are also likely to be negative. Imposing a single interest rate and an inflexible exchange rate on countries that are characterized by different economic shocks, inflexible wages, low labor mobility and separate national fiscal systems without significant cross-border cyclical transfers will raise the overall level of cyclical unemployment among the EMU members ...« (Feldstein, 1997, s. 41).

3. Valutaregimets påvirkning af inflationen

Det har tidligere i teoretisk litteratur været fremhævet, at en fastlåsning af valutakursen over for et lavinflation-land kan skabe øget troværdighed om myndighedernes vilje til at bekæmpe inflation og derved i sig selv bidra-

ge til lavere inflation.¹ Hypotesen er imidlertid aldrig blevet empirisk underbygget, og det synes nu at være den fremherskende opfattelse blandt teoretiske økonomer, at lande også kan opbygge troværdighed omkring inflationsbekæmpelse gennem en selvstændig udformning af pengepolitikken. Det fremgår af tabel 4, at lande der devaluerede under EMS-krisen i 1992-93, kunne reducere deres inflation stærkere end de lande, der fulgte en fastkurspolitik over for DM og dermed effektivt revaluerede under EMS-krisen 1992-93. Det fremgår af tabel 5, at lande der devaluerede under EMS-krisen i 1992-93, i årene efter devalueringerne oplevede en lavere stigning i lønomkostningerne pr. produceret enhed end de lande, der effektivt havde revalueret. Dette tyder ikke på, at valutakursændringer påvirker muligheden for at nå en lav inflation. Det fremgår endelig af tabel 7, at lande der blev tvunget til devalueringer under EMS-krisen i 1992-93 gennem de sidste to år har haft stort set samme realrente som de lande, der effektivt revaluerede. Dette tyder ligeledes på, at valutakursændringer ikke nødvendigvis svækker troværdigheden omkring inflationsbekæmpelse.

4. Påvirkning af realrente og erhvervsinvesteringer

Det har været et hovedargument for dansk tilslutning til ØMU'en, at der herved kan blive et fald i realrenten, og at dette fører til en stigning i erhvervsinvesteringerne. Argumentet er ukorrekt/tvivlsomt af flere grunde. Mens der næppe er tvivl om, at et dansk nej til ØMU'en kan give en stigning i den danske nominelle rente, er det tvivlsomt, om der bliver en stigning i realrenten. Uafhængig af dette argument er det tvivlsomt, om der bliver et fald i erhvervsinvesteringerne. Endelig er det tvivlsomt, om det bør være et mål at sænke den danske realrente, og om en sådan sænkning kan nås med andre midler og derfor ikke forudsætter en tilslutning til ØMU'en.

*(i) Vil der blive et fald
i den danske realrente?*

Som udgangspunkt for en vurdering af den nominelle rente kan der ses på den 10-årige rente for statsobligationer. Gennem mange år har denne rente ligget over den nominelle rente på 10-årige tyske statsobligationer. I 1999 var den gennemsnitlige renteforskel 0,42 pct.point og i februar 2000 lå renteforskellen på 0,35 pct.point. Det er imidlertid usikkert, om den danske rente vil falde til det tyske niveau. F.eks. lå den gennemsnitlige rente på 10-årige belgiske statsobligationer i 1999 og i februar 2000 henholdsvis 0,16 pct.point og 0,05 pct.point under den danske rente. Hvis den danske rente skulle falde til det belgiske niveau, bliver der stort set intet rentefald som følge af en dansk ØMU-deltagelse. Derimod er det sandsynligt, at et dansk nej kan føre til større usikkerhed om valutakursen (jfr. afsnit 5), og det er sandsynligt, at dette fører til en rentestigning.

Mere interessant end den nominelle rente er realrenten. Det fremgår af tabel 7, at realrenten i Danmark i 1999 faktisk lå under realrenten i alle euro-lande bortset fra Holland og Spanien. Årsagen til den lave danske realrente er en forholdsvis høj prisstigningstakt, der på grund af fastkurspolitikken ikke er blevet overvæltet fuldt ud i den nominelle rente. Denne lave realrente er en illustration af Walters-kritikken. Margaret Thatchers økonomiske rådgiver Allan Walters fremhævede som et kritisk punkt af en valutaunion – og dermed også af en fastkurspolitik – at der under højkonjunkturer bliver en højere prisstigning og dermed en lavere realrente, hvilket er uheldigt, da den lave realrente yderligere forstærker højkonjunkturerne og derved virker destabiliserende (Walters, 1986).

*(ii) Vil der blive en stigning
i erhvervsinvesteringerne?*

Det er tvivlsomt, i hvilket omfang der gennem en eventuel lavere realrente forårsaget af en dansk ØMU-tilslutning kan nås en stig-

ning i erhvervsinvesteringerne. Internationale investorer vil for at investere i danske kroner kræve en realrente, der består af (1) et reelt afkast svarende til realafkastet i andre (risikofrie) investeringer, samt (2) en risikopræmie, hvis størrelse er påvirket af muligheden for en nedskrivning af den danske krone. De reale finansieringsomkostninger for en låntager, f.eks. en virksomhed, der skal gennemføre en investering, svarer til (1) det reelle afkast, der kræves af investor, fratrukket (2) en positiv præmie, der skyldes sandsynligheden for, at en virksomhed kan opnå en ekstra profit i tilfælde af en devaluering. Gennem en dansk tilslutning til ØMUen fjernes et element i finansieringsomkostningerne for virksomheden, nemlig risikopræmien krævet af investor, men virksomheden mister samtidig en gevinstmulighed, nemlig muligheden for at opnå en ekstra profit i tilfælde af en devaluering. Hvorvidt virksomhedens samlede reale finansieringsomkostninger derved falder, og hvorvidt der herved kan blive en stigning i erhvervsinvesteringerne, afhænger af, om det for virksomheden har større værdi, at investors krævede risikopræmie falder væk, i forhold til, at der ikke længere er mulighed for en gevinst i tilfælde af en devaluering. Det kan derfor ikke på forhånd siges, om erhvervsinvesteringerne mindskes eller øges, selv hvis der som følge af en dansk ØMU-tilslutning bliver en lavere realrente.

Darby, Hallett, Ireland og Piscitelli (1999) foretager en analyse af konsekvenserne for investeringer af valutastabilitet for fire europæiske lande: Frankrig, Italien, Storbritannien og Tyskland. De når frem til den konklusion, at øget valutakursstabilitet vil øge investeringerne i Tyskland og Frankrig, mens investeringerne i Italien og Storbritannien ikke påvirkes. Der drages den yderligere konklusion, at »... the industries which would gain are not going to be the high tech, large infrastructure, big market development projects favoured by the politicians ...« (Darby, Hallett, Ireland og Piscitelli, 1999, s. C67).

Hvis låntagere vurderer, at investorer ved placering i danske obligationer er for risiko-averse og tager en højere risikopræmie, end hvad der svarer til den reelle devalueringsrisiko, står det i dag låntagerne frit at optage lån i euro. Muligheden for at optage lån i både euro og danske kroner sikrer således for øjeblikket, at en låntager ikke kommer til at betale mere for at optage lån, end hvad låntager selv vurderer er den korrekte valutakursrisiko. Hvis låntagere har en anden vurdering af devalueringsrisikoen end investorer, har de mulighed for at opnå en systematisk gevinst ved at optage lån i fremmed valuta og placere i aktiver denomineret i danske kroner. Herved kan opretholdelsen af to valutaer føre til en gevinst for erhvervsvirksomheder.

*(iii) Kan et realrentefald
nås gennem andre midler?*

Hvis det er ønsket at reducere realrenten, er det spørgsmålet, om det er muligt gennem andre foranstaltninger at nå dette mål, og om disse foranstaltninger er lettere og mindre omkostningsfyldte end en dansk tilslutning til ØMU.

En mulighed er at udvide den andel af statsgælden, der er denomineret i fremmed valuta, i første række euro. I det omfang valuta-sammensætningen af statsgælden har betydning for rentespændet, vil det herved være muligt at nå et realrentefald.

Et øget udbud af statsobligationer i fremmed valuta kan yderligere få den virkning, at en forøgelse af valutausikkerheden – forårsaget af f.eks. et dansk nej til ØMU – ikke fører til en stigning i den danske realrente over for udlandet, men tværtimod fører til et fald. Dette kan forklares på følgende måde. Usikkerhed om valutakursen medfører, at indenlandske investorer har en stærkere tilskyndelse til at anbringe i deres hjemlige valuta, idet indenlandske investorers fremtidige udgifter især vil ligge i den hjemlige valuta. Omvendt betyder valutausikkerhed, at udenlandske in-

vestorer får en stærkere tilskyndelse til at placere i den fremmede valuta og derved bliver mindre villige til at anbringe i værdipapirer denomineret i danske kroner. Nettoresultatet af dette er, at større valutasikkerhed må ventes at føre til en stigning i den danske realrente i forhold til udlandet, hvis udenlandske investorer netto skal anbringe i værdipapirer denomineret i danske kroner, mens der bliver et fald i den danske realrente i forhold til udlandet, hvis danske investorer netto skal anbringe i udenlandske værdipapirer. Hvis der imidlertid sker en formindskelse af den del af obligationsudbuddet, der er denomineret i danske kroner, nemlig hvis staten mindsker sit udbud af obligationer i danske kroner, vil den mængde danske kroneobligationer, private investorer skal aftage, blive reduceret. Hvis der bliver en tilstrækkelig reduktion i udbuddet af kroneobligationer, vil man komme i en situation, hvor danske investorer netto skal placere i udlandet, og i en sådan situation vil større valutausikkerhed faktisk kunne føre til et fald i realrentespændet over for udlandet.

Det afgørende for erhvervsinvesteringerne er selvsagt ikke renten på statsobligationer, men den rente der tages ved lån til erhvervsvirksomheder. Sammenhængen mellem statsobligationsrenten og erhvervsvirksomhedernes lånerenter er imidlertid tvivlsom. Bl.a. er der siden 1990 blevet et øget rentespænd mellem realkreditobligationer og renten på statsobligationer. Man kunne argumentere, at det set ud fra hensynet til at nå en sænkning af realrenten kunne være mere nærliggende at gennemføre f.eks. reformer på obligationsmarkedet, som kunne gøre danske realkreditobligationer mere attraktive for udenlandske investorer.

Endelig er det muligt at påvirke investeringsomfanget gennem afskrivningsreglerne. Hvis det er målet at øge erhvervsinvesteringerne, var det en mulighed at forbedre afskrivningsreglerne.

(iv) Er et fald i realrenten gavnlig?

Et sidste spørgsmål er, om et fald i den danske realrente er gavnligt. Realøkonomisk begunstiger en lavere realrente i første række boligbyggeriet. Det er spørgsmålet, om dette er gavnligt i en situation, hvor de danske ejerboligpriser ligger højt, og hvor der på længere sigt er udsigt til faldende efterspørgsel, efterhånden som der bliver en øget andel af ældre i befolkningen. Set fra et fordelingsmæssigt synspunkt er det også spørgsmålet, om det er en rigtig politik yderligere at begunstige de eksisterende boligejere og dermed ramme de yngre aldersgrupper. Endelig er det spørgsmålet, om ledigheden i Danmark ligger på et så lavt niveau, at en eventuel forøgelse af investeringerne, forårsaget af en dansk ØMU-tilslutning, må føre til en stramning af finanspolitikken, f.eks. i form af højere skatter.

5. Baggrund for valutakriser og konsekvenser af valutakriser

Et hovedpunkt i den danske diskussion om ØMU-tilslutning har været spørgsmålet, hvilken betydning det har, at det gennem en dansk tilslutning til ØMU vil være muligt fremover at undgå valutakriser. Tilhængere af en dansk tilslutning til ØMU har peget på, at valutakriser kan være resultatet af ikke-rationelt bestemte kræfter på valutamarkedet, dvs. spekulation der ikke er begrundet i fundamentale økonomiske faktorer. Endvidere har de peget på, at der er betydelige skadevirkninger af valutakriser. Endelig for det tredje har det været fremhævet, at devalueringer ikke på længere sigt har gavnlige konsekvenser i form af højere produktion og lavere arbejdsløshed, men blot fører til en højere inflation.

(i) Kan valutakriser undgås uden for ØMU?

Gennem de seneste år er der på baggrund af valutakriserne i Sydøstasien, Latinamerika og Rusland fremkommet en meget omfattende litteratur, der behandler spørgsmålet, om valutakriser skyldes økonomiske »fundamen-

tals« eller om valutakriser kan udløses »tilfældigt« gennem spekulative angreb, der er uden grundlag i underliggende økonomiske variable. I det første tilfælde er det muligt for myndighederne gennem en passende politik at undgå valutakriser. I det sidste tilfælde er landet et »værgeløst« offer for spekulation.²

Konklusionerne fra denne litteratur er delte. Nogle bidrag, f.eks. Kaminhart og Reinhart (1999), fremhæver, at valutakriser udelukkende er begrundet i underliggende økonomiske faktorer. Erfaringerne fra EMS-krisen i 1992-93 støtter teorien om, at valutakriser skyldes underliggende økonomiske faktorer. Det fremgår således af tabel 1-6, at de lande, der devaluerede i 1992-93, i de foregående år havde lavere økonomisk vækst, højere inflation, en ringere betalingsbalancesituation og i højere grad tabte markedsandele end de lande, der effektivt revaluerede. Andre bidrag i den teoretiske litteratur har vanskeligt ved at finde økonomiske faktorer, der kan forklare valutakriser.³

De forskellige opfattelser i litteraturen tyder på, at det er svært for et land at undgå valutakriser ved at stå uden for ØMU. Erfaringerne fra tidligere kriser giver næppe klare anvisninger for, hvordan en økonomisk politik skal tilrettelægges, hvis valutakriser skal undgås, og der kan formentlig altid opstå situationer, hvor valutamarkedene opfatter det som fordelagtigt, hvis et land devaluerer.

Det er sandsynligt, at et dansk nej til ØMU-tilslutning i sig selv kan føre til større valutauro. Den danske aftale med euro-landene om støtte under valutauro kan ikke opfattes som en absolut garanti mod devalueringer, da aftalen kun indebærer pligt for euro-landene til at intervenere, i det omfang det ikke strider mod euro-landenes overordnede mål om prisstabilitet. Det vil derfor altid være muligt for euro-landene at nægte intervention til fordel for den danske krone med den begrundelse, at en sådan intervention strider mod målet

om prisstabilitet. Endelig viser erfaringerne fra EMS-krisen i 1992-93, at formelle aftaler om intervention ikke nødvendigvis bliver overholdt og derfor i praksis kun har begrænset betydning.

Det må ventes, at euro-landenes politiske interesse i at intervenere til fordel for den danske krone vil falde efter et eventuelt dansk nej til ØMU. Så længe Danmark med en vis sandsynlighed kunne ventes at blive medlem af ØMU, ville der være en interesse fra euro-landenes side for at intervenere til støtte for den danske krone, bl.a. fordi dette ville øge muligheden for dansk tilslutning til ØMU, hvor en betingelse er uændret valutakurs i en forudgående tidsperiode.

Om et dansk nej til ØMU rent faktisk vil udløse større valutauro, kan selvfølgelig ikke siges med sikkerhed. Et modeksempel kunne være erfaringerne fra Østrig, der siden slutningen af 80'erne ikke har oplevet spekulative angreb. Muligheden for større valutauro efter et dansk nej til euroen rejser iøvrigt spørgsmålet, om det er en forfejlet politik, at der på nuværende tidspunkt holdes en folkeafstemning om dansk tilslutning til ØMU.⁴

(ii) De økonomiske virkninger af valutakursændringer

Det har ofte været fremført, at de beskæftigelsesmæssige virkninger af valutakursændringer er kortvarige, og at et lands konkurrencestilling hurtigt vil vende tilbage til niveauet forud for valutakursændringen.⁵ Synspunktet finder sin teoretiske begrundelse i en neo- eller nyklassisk makroøkonomisk model, hvor arbejdsløsheden på længere sigt vender tilbage til et fast naturligt niveau. Endvidere viser en række empiriske undersøgelser, at den reale valutakurs er »mean-reverting«, dvs. efter en årrække vender tilbage til ligevægtsniveau.⁶

Der kan imidlertid rejses tvivl om holdbarheden i dette synspunkt. Således er det spørgs-

målet i de empiriske undersøgelser omkring »mean-reversion« for den reale valutakurs, om denne tilbagevenden til et ligevægtsniveau er et resultat af funktionsmåden i økonomierne, hvor fuld integration af varemærkederne ville føre til et ens prisniveau i alle lande, eller er et resultat af et politisk pres mod myndighederne for at genoprette en tidligere konkurrencestilling. I det sidste tilfælde kan myndighederne ved at modstå et politisk pres hindre en tilbagevenden for den reale valutakurs til et tidligere niveau. I forbindelse med den sydøstasiatiske valutakrise samt også i forbindelse med valutakriser i andre lav-eller mellemindkomstlande har der kunnet konstateres betydelige skadevirkninger efter valutakriser i form af et stort fald i produktion, men disse erfaringer er næppe repræsentative, da valutakriser i disse lande i stort omfang har været sammenfaldende med kriser i finansielle institutioner. Finansielle kriser kan føre til store tab af produktion, fordi finansielle virksomheder efter tab af egenkapital viser tilbageholdenhed med nyudlån, jfr. også de danske erfaringer i begyndelsen af 90'erne. Gordon (1999) fremhæver en række empiriske undersøgelser, der tyder på, at konkurrencefordele opnået gennem devalueringer kan opretholdes permanent.⁷

Det fremgår klart af tabel 1, at de lande, der oplevede en devaluering under EMS-krisen i 1992-93, fik en forøgelse af produktionen i forhold til de lande, der effektivt revaluerede. Det fremgår af tabel 1, at lande der devaluerede i 1991-93 (Finland, Italien, Spanien, Sverige og UK) i 1993-95 kunne forøge deres årlige BNP-vækst med gennemsnitlig 1,2 procentpoint i forhold til perioden 1989-92, mens lande der effektivt revaluerede i 1992-93 (Belgien, Danmark, Frankrig, Holland, Schweiz, Tyskland og Østrig) i 1993-95 havde en nedgang i den årlige BNP-vækst på 1,1 procentpoint i forhold til 1989-92. Den højere vækst i perioden 1993-95 synes at have ført til et permanent en-gangs-løft i produktionen for de devaluerende lande, idet grup-

pen af devaluerende lande i perioden 1996-99 havde den samme stigning i BNP som gruppen af revaluerende lande.

To af de devaluerende lande – nemlig Italien og Sverige – opretholdt efter 1992 en stram finanspolitik, der kun gav plads til en meget lille forøgelse af den indenlandske efterspørgsel. Det må antages, at denne stramme finanspolitik har bidraget til at holde væksten i disse lande nede.⁸ Tabel 1 giver således et misvisende billede af den reelle forskel i vækst mellem devaluerende og revaluerende lande, idet de devaluerende lande kunne have fået en større vækst, hvis de havde ført en mere ekspansiv økonomisk politik. Danmark oplevede i 1993-95 som det eneste af de revaluerende lande en forøgelse af den økonomiske vækst i forhold til 1989-92 på 2,4 pct.point. Det fremgår imidlertid af tabel 2, at den høje danske vækst skete på bekostning af en meget kraftig forringelse af betalingsbalancestillingen, hvor overskuddet på de løbende poster blev reduceret fra 3,3 pct. af BNP i 1992 til 1,0 pct. af BNP i 1995 og i dag viser omtrentlig balance.

Samtidig med en stigning i BNP-væksten var det muligt for de devaluerende lande at få en stærk forbedring af betalingsbalancestillingen. Det fremgår af tabel 2, at de devaluerende lande i gennemsnit i perioden 1993-95 oplevede en reduktion af underskuddet på betalingsbalancens løbende poster svarende til 3,5 pct. af BNP, mens de revaluerende lande samlet havde en forbedring af betalingsbalancesaldoen svarende til kun 1,3 pct. af BNP. Forbedringen af betalingsbalancestillingen for de devaluerende lande fortsatte i perioden 1996-99, hvor de oplevede en samlet forbedring svarende til 1,4 procent af BNP, mens de revaluerende lande i samme periode havde en forværring på 0,1 procent af BNP. Forbedringen af betalingsbalancestillingen for de devaluerende lande skyldtes en kraftig forøgelse af deres andele af verdens samlede eksport (se tabel 3).

Erfaringerne fra EMS-krisen i 1992-93 peger endelig i retning af, at lande rent kan fastholde en forbedret konkurrencestilling efter en devaluering. Det ses af tabel 6, at de devaluerende lande gennemsnitligt i 1999 havde en bedre konkurrencestilling i forhold til de revaluerende lande end forud for valutakrisen i 1992-93. Det fremgår imidlertid samtidig af tabel 6, at der har været meget store forskelle mellem de enkelte lande med hensyn til, om det har været muligt at fastholde forbedringen i konkurrencestilling. Storbritannien har således på grund af stigningen i pundkursen oplevet en meget stærk forringelse af konkurrencestillingen gennem de senere år, og den britiske konkurrencesituation er i dag langt ringere end forud for EMS-krisen i 1992-93. Derimod har det været muligt for Finland, Italien og Sverige fuldt ud at opretholde den forbedring af konkurrencestillingen, der blev nået gennem devalueringerne i 1992-93. For disse lande har valutakursjusteringerne i begyndelsen af 90'erne således ført til forbedringer i konkurrencestillingen, der foreløbig har holdt sig gennem 8 år.

Ses der på erfaringerne fra tidligere valutakriser inden for EMS er der meget, som tyder på, at også tidligere valutakursændringer har ført til permanente ændringer i produktion og beskæftigelse. F.eks. var det muligt for Danmark gennem sin devaluering i 1979 at opnå en øget andel af EMS-landenes industriproduktion.⁹

(iii) De politiske konsekvenser af valutakriser

Hvis det gennem valutakursændringer er muligt at påvirke produktion og beskæftigelse (jfr. ovenfor), kan det argumenteres, at valutakriser er nyttige ved at lægge pres på politikerne for at foretage valutakursjusteringer. Erfaringerne fra tidligere valutakriser viser, at kriserne har omfattende politiske konsekvenser. Der kan f.eks. peges på den britiske devaluering i september 1992, der i UK blev opfattet som en national ydmygelse og havde

Tabel 1. De produktionsmæssige konsekvenser af EMS-krisen 1992-93

	Gns. årlig vækst i BNP			Ændring i gns. årlig vækst i BNP	
	1989-92	1993-95	1996-99	1993-95	1996-99
<i>Devaluerende lande</i>					
Finland	-1,1	2,2	4,6	+3,3	+2,4
Italien	1,8	1,4	1,2	-0,3	-0,3
Spanien	2,9	1,4	3,4	-1,4	+2,0
Storbritannien	0,3	3,2	2,5	+2,8	-0,7
Sverige	0,3	1,8	1,6	+1,5	-0,1
Gennemsnit*	0,8	2,0	2,7	+1,2	+0,7
<i>Revaluerende lande</i>					
Belgien	2,5	1,3	2,2	-1,2	+0,9
Danmark	1,0	3,4	2,5	+2,4	-1,0
Frankrig	2,2	0,9	2,3	-1,4	+1,4
Holland	3,3	2,1	3,4	-1,2	+1,4
Schweiz	1,8	0,3	1,2	-1,5	+0,9
Tyskland**	4,0	1,0	1,3	-3,0	+0,3
Østrig	3,4	1,5	2,4	-1,9	+0,9
Gennemsnit*	2,7	1,6	2,2	-1,1	+0,6

Noter: * simpelt gennemsnit af de nævnte lande.

** for perioden 1989-92 Vesttyskland.

Tabellen viser den gennemsnitlige årlige vækst i bruttonationalproduktet samt ændringen i den gennemsnitlige årlige vækst i bruttonationalproduktet (procentpoint) for lande, der henholdsvis effektivt devaluerede og effektivt revaluerede under EMS-krisen 1992-93.

Tabel 2. Konsekvenserne af EMS-krisen 1992-93 for betalingsbalancestillingen

	Betalingsbalancesaldo (pct. af BNP)			Ændring i betalingsbalancesaldo	
	1989-92	1993-95	1996-99	1993-95	1996-99
<i>Devaluerende lande</i>					
Finland	-5,0	+1,3	+5,1	+6,3	+3,7
Italien	-1,9	+1,5	+2,1	+3,4	+0,6
Spanien	-3,3	-0,8	-0,2	+2,5	+0,6
Storbritannien	-2,8	-0,8	-0,2	+2,0	+0,6
Sverige	-2,3	+1,0	+2,5	+3,2	+3,6
Gennemsnit*	-3,1	+0,4	+1,9	+3,5	+1,4
<i>Revaluerende lande</i>					
Belgien	+2,4	+4,9	+4,1	+2,5	-0,8
Danmark	+0,9	+2,0	+0,2	+1,1	-1,8
Frankrig	-0,4	+0,7	+2,3	+1,0	+1,6
Holland	+3,0	+5,0	+5,5	+2,0	+0,5
Schweiz	+4,6	+7,3	+8,2	+2,7	+0,9
Tyskland**	+1,6	-0,8	-0,1	-2,4	+0,7
Østrig	+0,2	-1,4	-2,4	-1,6	-0,9
Gennemsnit***	+1,8	+3,1	+3,0	+1,3	-0,1

Noter: * simpelt gennemsnit af de anførte lande.

** for perioden 1989-91 Vesttyskland.

*** simpelt gennemsnit af de anførte lande ekskl. Tyskland.

Tabellen viser saldoen på betalingsbalancens løbende poster (opgjort som pct. af bruttonationalproduktet) samt ændringen (procentpoint) i saldoen på betalingsbalancens løbende poster opgjort i pct. bruttonationalproduktet for lande, der henholdsvis effektivt devaluerede og effektivt revaluerede under EMS-krisen 1992-93. Tal for betalingsbalancestillingen i 1999 er skøn indeholdt i OECD, Economic Outlook, December 1999.

Tabel 3. Konsekvenserne af EMS-krisen for eksportmarkedsandele

	Ændring af eksportmarkedsandele		
	1989-92	1993-95	1996-99
<i>Devaluerende lande</i>			
Finland	-2,8	+6,1	-1,0
Italien	-2,5	+4,7	-4,5
Spanien	+ 0,6	+10,2	+2,6
Storbritannien	-1,6	+1,7	-3,6
Sverige	-4,1	+5,7	+0,7
Gennemsnit*	-2,1	+5,7	-1,2
<i>Revaluerende lande</i>			
Belgien	-1,8	+3,2	-2,7
Danmark	+1,8	-0,4	-2,9
Frankrig	+0,1	-0,6	+0,4
Holland	-0,5	+0,8	+0,6
Schweiz	-4,1	+5,7	+0,7
Tyskland**	-1,6	-4,6	+0,0
Østrig	+3,3	+1,7	-0,3
Gennemsnit*	-0,2	-0,4	-1,1

Noter: * simpelt gennemsnit af de anførte lande.

** for perioden 1989-91 Vesttyskland.

Tabellen viser stigningen i landets eksport (mængder) i forhold til verdens samlede eksportmarkeder (opgjort som summen af landes samlede import) (mængder). Kilde: OECD, Economic Outlook, December 1999.

Tabel 4. Konsekvenserne af EMS-krisen 1992-93 for inflationen

	Gns. årlig vækst i BNP-deflator			Ændring i gns.	Årlig vækst i BNP-deflator
	1989-92	1993-95	1996-99	1993-95	1996-99
<i>Devaluerende lande</i>					
Finland	3,6	2,8	1,5	-0,7	-1,3
Italien	6,7	4,2	3,1	-2,6	-1,1
Spanien	7,1	5,7	2,6	-1,4	-3,1
Storbritannien	6,5	2,3	2,7	-4,2	+0,4
Sverige	6,4	3,3	1,3	-3,1	-2,0
Gennemsnit*	6,0	3,7	2,2	-2,4	-1,4
<i>Revaluerende lande</i>					
Belgien	3,6	2,5	1,1	-1,1	-1,3
Danmark	3,3	0,9	1,8	-2,4	+0,9
Frankrig	2,8	2,0	1,0	-0,9	-1,0
Holland	2,1	2,1	1,5	-0,1	-0,5
Schweiz	4,0	1,5	0,3	-2,6	-1,2
Tyskland**	3,5	2,7	1,0	-0,7	-1,8
Østrig	3,6	2,7	1,2	-0,9	-1,4
Gennemsnit*	3,4	2,1	1,2	-1,3	-0,9

Noter: * simpelt gennemsnit af de nævnte lande.

** for perioden 1989-92 Vesttyskland.

Tabellen viser den gennemsnitlige årlige vækst i bruttonationalproduktet samt ændringen i den gennemsnitlige årlige vækst i bruttonationalproduktet (procentpoint) for lande, der henholdsvis effektivt devaluerede og effektivt revaluerede under EMS-krisen 1992-93.

Tabel 5. Konsekvenserne af EMS-krisen 1992-93 for arbejdsomkostninger pr. produceret enhed

	Gns. årlig vækst i arbejdsomkostninger pr. prod. enhed			Ændring i gns. årlig vækst i enhedsarbejdsomk.	
	1989-92	1993-95	1996-99	1993-95	1996-99
<i>Devaluerende lande</i>					
Finland	7,1	-3,1	1,2	-10,2	+4,3
Italien	7,2	0,7	2,3	-6,5	+1,6
Spanien	8,7	2,5	2,8	-6,2	+0,3
Storbritannien	7,5	0,4	3,5	-7,1	+3,1
Sverige	6,9	0,4	2,2	-6,5	+1,8
Gennemsnit*	7,5	0,2	2,4	-7,3	+2,2
<i>Revaluerende lande</i>					
Belgien	4,3	1,6	0,8	-2,6	-0,9
Danmark	2,5	-0,3	3,1	-2,7	+3,3
Frankrig	3,0	1,4	0,8	-1,6	-0,6
Holland	1,9	0,6	1,9	-1,2	+1,2
Schweiz	4,8	1,3	0,1	-3,5	-1,2
Tyskland**	2,9	1,9	0,0	-1,0	-1,9
Østrig	3,9	2,3	-0,2	-1,6	-2,4
Gennemsnit*	3,3	1,3	0,9	-2,0	-0,3

Noter: * simpelt gennemsnit af de nævnte lande.

** for perioden 1989-91 Vesttyskland.

Tabellen viser den gennemsnitlige årlige vækst i arbejdsomkostninger pr. produceret enhed (unit labour costs in the total economy) samt ændringen i den gennemsnitlige årlige vækst i arbejdsomkostninger pr. produceret enhed (procentpoint) for lande, der henholdsvis effektivt devaluerede og effektivt revaluerede under EMS-krisen 1992-93. Kilde: OECD, Economic Outlook, December 1999.

Tabel 6. Konsekvenserne af EMS-krisen for den effektive reale valutakurs

	Real effektiv valutakurs (1989-92=100)			
	1989-92	1993-95	1996-99	1999***
<i>Devaluerende lande</i>				
Finland	100	74,9	73,4	70,9
Italien	100	78,8	83,4	82,7
Spanien	100	93,5	94,8	97,8
Storbritannien	100	89,6	110,8	127,2
Sverige	100	74,5	75,6	71,3
Gennemsnit*	100	82,3	87,6	90,0
<i>Revaluerende lande</i>				
Belgien	100	109,2	104,3	101,6
Danmark	100	100,8	98,9	100,4
Frankrig	100	101,4	93,2	88,4
Holland	100	102,6	93,2	88,6
Schweiz	100	108,6	114,5	116,2
Tyskland**	100	114,0	110,0	101,6
Østrig	100	96,5	84,3	80,1
Gennemsnit*	100	104,7	99,8	96,7

Noter: * simpelt gennemsnit af de anførte lande.

** for perioden 1989-90 Vesttyskland.

*** niveau for august-december 1999.

Tabellen viser den gennemsnitlige reale effektive valutakurs for de viste perioder. Den reale effektive valutakurs er opgjort som lønomkostninger pr. produceret enhed i forhold til landets samhandelspartnere. En stigning i indekset viser en real appreciering svarende til en forringelse af konkurrencestillingen. Den reale effektive valutakurs er beregnet i IMF, »Financial Statistics«.

Tabel 7. Konsekvenserne af EMS-krisen 1992-93 for realrenten

	Gns. realrente				Ændring i gns. realrente	
	1989-92	1993-95	1996-99	1999	1993-95	1996-99
<i>Devaluerende lande</i>						
Finland	–	6,2	4,0	3,8	–	–2,2
Italien	5,0	7,1	3,4	3,1	+2,1	–3,8
Spanien	5,7	5,9	3,6	2,4	+0,2	–2,3
Storbritannien	3,8	5,7	3,6	3,0	+1,9	–2,1
Sverige	4,8	6,4	5,0	4,3	+1,7	–1,4
Gennemsnit*	4,8	6,3	3,9	3,2	+1,5	–2,4
<i>Revaluerende lande</i>						
Belgien	5,4	5,0	4,1	3,6	–0,5	–0,8
Danmark	6,2	6,8	3,7	2,6	+0,7	–3,2
Frankrig	6,1	5,1	4,2	4,0	–1,0	–1,0
Holland	6,0	4,6	3,4	2,5	–1,4	–1,2
Schweiz	2,0	2,8	3,0	2,4	+0,8	+0,3
Tyskland**	4,2	3,9	4,2	3,3	–0,3	+0,3
Østrig	4,5	4,2	4,0	3,7	–0,3	–0,2
Gennemsnit*	4,9	4,6	3,8	3,1	–0,3	–0,8

Noter: * simpelt gennemsnit af de nævnte lande. For devaluerende lande opgjort eksklusivt Finland.

** for perioden 1989-92 Vesttyskland.

Tabellen viser den gennemsnitlige realrente for de viste perioder. Realrenten er opgjort som den nominelle rente på 10-årige statsobligationer justeret for stigningen i BNP-deflatoren for lande, der henholdsvis effektivt devaluerede og effektivt revaluerede under EMS-krisen 1992-93.

betydelige politiske konsekvenser for Major-regeringen. På denne baggrund tyder erfaringerne på, at der er betydelige politiske fordele ved at gennemføre en »fastkurspolitik«, og at regeringer har en politisk egeninteresse i længst muligt at undgå valutakursjusteringer.¹⁰ Hvis dette er tilfældet, kan valutakriser være gavnlige, idet de tvinger regeringer til at ændre valutakursen til et niveau, der sænker ledigheden i stedet for af rent politiske grunde at fastholde en høj valutakurs.

Valutakriser kan også være politisk nyttige, idet de lægger pres på regeringer for f.eks. at gennemføre reformer af økonomien eller gennemføre tiltrængte finanspolitiske stramninger. Det har været tankegangen i meget af litteraturen bag ØMU, at det politiske pres der udøves gennem valutamarkedene, inden for ØMU skal udøves af andre regeringer. Dette er f.eks. tankegangen bag kravene til finanspolitik i ØMU. Det er dog spørgsmålet, om dette vil være effektivt.

Hvis Danmark holder sig uden for ØMUen, og der er en stærk politisk interesse i at opretholde en fast valutakurs, kan der fremover blive en forøgelse af de politiske omkostninger ved valutakriser, idet Danmark bliver afhængig af euro-landenes støtte i tilfælde af danske valutakriser. Det er f.eks. muligt, at euro-landene vil stille sig mere velvillige over for et dansk ønske om intervention til fordel for den danske krone, hvis Danmark viser sig imødekomende overfor euro-landenes ønsker på andre EU-områder, f.eks. ved at kræve dansk velvilje med hensyn til ønsker om større integration. Dette er sandsynligvis en langt vigtigere politisk omkostning ved et dansk nej til ØMU end et tab af indflydelse på en fælles pengepolitik (jfr. nedenfor).

6. Pengepolitisk selvstændighed uden for ØMU ved fastkurspolitik

Det er spørgsmålet, om der selv under en fastkurspolitik, hvor Danmark opretholder en fast valutakurs over for euroen, er et råderum

i pengepolitikken, der giver danske myndigheder mulighed for at påvirke produktion og beskæftigelse. Hvis dette er tilfældet, bliver der et tab af pengepolitisk selvstændighed ved at indgå i en monetær union, idet al pengepolitisk kompetence skal overgå til Den Europæiske Centralbank. Der kan peges på to områder, hvor der selv under en fastkurspolitik kunne være en selvstændig dansk mulighed for at påvirke den økonomiske aktivitet gennem pengepolitik.

For det første er det gennem ændringer i vilkårene for optagelse af realkreditlån muligt at påvirke den økonomiske aktivitet. En ændring af vilkårene for realkreditlån giver mulighed for at påvirke konjunkturforløbet, hvis låntagere kun har begrænset mulighed for at rejse alternativ finansiering. Dette kan skyldes asymmetrisk information, hvor alternative långivere kun i begrænset omfang har adgang til information om låntagere.

En række empiriske undersøgelser bekræfter, at asymmetrisk information i praksis er et problem, og at låntageres udgifter derfor er påvirket af deres adgang til kredit fra traditionelle långivere. Det kan konstateres, at lempelser i vilkårene for realkreditlån siden begyndelsen af 70'erne har været sammenfaldende med opgange i de økonomisk konjunkturer, mens stramninger har været sammenfaldende med starten på konjunkturedgange. Sidst så vi, at der i 1992-93 blev iværksat omfattende lempelser af realkreditvilkårene – bl.a. forlængelse af løbetiden til 30 år for lån til boliger, afløsning af mixlån med annuitetslån samt mulighed for at belåne ejerboliger uden for salgssituationer – med det erklærede mål, at der herved kunne blive en stigning i ejerboligpriserne, som igen kunne påvirke det private forbrug positivt. Ved en dansk tilslutning til en monetær union overgår al pengepolitisk kompetence til den fælles centralbank, og ændringer i realkreditlånsvilkårene med det formål at påvirke konjunkturforløbet vil herved ikke læn-

gere være i overensstemmelse med EØF-traktaten.

For det andet er det spørgsmålet, om danske myndigheder har en vis frihed til at påvirke pengeinstitutternes rentefastsættelse. Teoretisk kan det vises, at der er mulighed for at påvirke pengeinstitutternes rentefastsættelse, hvis pengeinstitutterne har en omkostning ved at rejse ekstern finansiering eller hvis der af andre grunde er en sammenhæng mellem indlån og udlån.¹¹ Ligesom det er tilfældet med realkreditlån, vil myndighederne gennem en indflydelse på bankrenter kunne påvirke konjunkturforløbet, hvis det er vanskeligt for låntagere at rejse finansiering gennem alternative kanaler for lån. En nylig undersøgelse fra Den Europæiske Centralbank viser, at der kun er begrænset konkurrence på bankmarkederne, hvilket peger i retning af, at myndighederne rent faktisk har mulighed for at påvirke konjunkturforløbet gennem en indflydelse på bankernes rentefastsættelse.¹²

7. Langtidskonsekvenserne af at binde sig til prisstabilitet

Målet for penge- og valutapolitikken i EU's monetære union er prisstabilitet. Det fremhæves flere steder i Maastricht-traktaten, at dette mål skal tillægges absolut prioritet, mens andre mål – f.eks. stabilisering af eurokursen over for andre valutaer eller reduktion af ledigheden – kommer i anden række. Således fastslås det i art. 3A, stk. 2 i Maastricht-traktaten, at hovedmålet er at »... fastholde prisstabilitet samt, uden at dette mål berøres heraf, at støtte de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet i overensstemmelse med princippet om en åben markedsøkonomi med fri konkurrence ...«. Art. 105 har følgende formulering: »... Hovedmålet for ESCB er prisstabilitet. Uden at målsætningen om prisstabilitet derved berøres, støtter ESCB de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet med henblik på at bidrage til gennemførelsen af Fællesskabets politik som fastsat i artikel 2 ...«.

Det er spørgsmålet, om denne ensidige satsning på prisstabilitet har negative konsekvenser på andre områder, f.eks. i form af højere ledighed. Normalt fremhæves til forsvar for prisstabilitetsmålet, at økonomien på længere sigt – en tilstand kendetegnet ved fuldt fleksible priser og lønninger, rationelle forventninger samt mål hos agenterne i økonomien, der udelukkende er bestemt af reale størrelser – bevæger sig mod et naturligt ledighedsniveau, der kun påvirkes af reale faktorer, bl.a. skift i underliggende produktionsforhold, arbejdsmarkedsstrukturen samt formentlig også finanspolitik. Det er imidlertid spørgsmålet, om denne tankegang er korrekt. Selv i en lang-sigts-ligevægt kan der peges på en række kanaler, som giver inflationen en indflydelse på den naturlige ledighed. Således vil inflation og muligvis også andre pengepolitiske instrumenter kunne påvirke den naturlige ledighed, når der er ufuldkommen substitution mellem obligationer i inden- og udenlandsk valuta, ufuldkommen konkurrence på bankmarkederne, samt mulighed for at anvende obligationer til at dække uventede indkomstbortfald eller uventede udgifter. Ingen af disse forudsætninger er urealistiske. I det tilfælde, hvor agenter rationelt forudser regeringens økonomiske politik ved fastsættelsen af lønkontrakter, kan det yderligere påvises, at regeringens præferencer med hensyn til beskæftigelse og inflation påvirker den naturlige ledighed bl.a. når regeringen har mulighed for at anvende finanspolitik. I disse tilfælde vil det påvirke den naturlige ledighed, hvis en stat indgår i en monetær union. For en nærmere beskrivelse af disse og andre kanaler, der giver myndighederne mulighed for at påvirke den naturlige ledighed, henvises til Østrup (2000).

Hvis der er mulighed for gennem sådanne kanaler at påvirke den naturlige ledighed, må der rejses tvivl, om det er i overensstemmelse med demokratiske principper at overlade afvejningen mellem inflation og lang-sigtsledighed til ECB's styrelsesråd, hvis med-

lemmer efter valget til styrelsesrådet er uden for kontrol af valgte politikere.

Hertil kommer, at der kan rejses tvivl om de forudsætninger, som ligger bag de antagelser, der gøres i diskussionen om en strukturelt bestemt naturlig ledighed på længere sigt, nemlig antagelserne om fuldt fleksible priser og lønninger, rationelle forventninger samt mål hos agenterne i økonomien, der udelukkende er bestemt af reale størrelser. Det er muligt, at f.eks. lønmodtagere på grund af pengeillusion eller på grund af indkomster/udgifter, der er nominelt bestemt, vil lægge vægt på f.eks. en høj nominal løn.¹³

Ses der på de empiriske undersøgelser er der et vist grundlag til støtte for et synspunkt om, at inflation påvirker realøkonomien. De fleste undersøgelser peger således i retning af en sammenhæng mellem inflation og realrente, hvor højere inflation fører til lavere realrente. Der synes også at være et vist grundlag for at antage, at højere inflation op til et vist niveau reducerer ledigheden.¹⁴

Også af andre grunde må der rejses tvivl, om det er fordelagtigt ved at binde sig til målet om prisstabilitet at afskære sig fra at anvende generelle ændringer i samfundets prisniveau som økonomisk-politisk middel. I en fremtidig situation, hvor en stor gruppe pensionister står med fastforrentede finansielle fordringer, som de vil søge at realisere for at øge deres forbrug, vil en binding til prisstabilitet gøre det umuligt at anvende prisændringer til at forringe pensionisternes realformue og derved forbrugsmuligheder. Der skabes således større sandsynlighed for, at en fremtidig fordelingskonflikt må løses til ugunst for de fremtidige unge, der bliver tvunget til at nedskære deres forbrug for at give plads til pensionisternes forbrug.¹⁵ Prisstabilitetsmålet kan herved blive til fordel for den generation af midaldrende, der er i gang med opsparing, mens taberne kan blive de nuværende og fremtidige unge.

Ved at binde sig fast til et mål om prisstabilitet er det sandsynligt, at der bliver større udsving i andre økonomiske variable. Et eksempel har været udviklingen i euro-kursen over for dollar siden begyndelsen af 1999. Ved kun at se på prisstabilitet har Den Europæiske Centralbank været afskåret fra at forfølge et mål om f.eks. at stabilisere euro-kursen over for dollar.

Pris- og valutastabilitet bringer velfærdsgevinster, bl.a. fordi det bliver lettere at sammenligne priser, ligesom der bliver mindre omkostninger til vekslinger. Det argumenteres i Økonomi- og Finansministeriernes rapport »Danmark og euroen«, at sådanne gevinster kan mindske den naturlige ledighed (eller snarere: forøge den mængde ressourcer, der er til rådighed for forbrug). Det er dog tvivlsomt, om disse velfærdsgevinster er så store, at der bliver nogen større samfundsøkonomisk betydning. Det er således tvivlsomt, om særlig bankerne, der er beskæftiget med valutaomvekslinger, vil foretage de personalereduktioner, der ville give mulighed for på samfundsmæssigt plan at frigøre ressourcer til forbrug. I en rundspørge blandt 86 små og mellemstore danske industrivirksomheder i 1996 svarede 61 virksomheder samstemmende, at en fælles valuta ikke vil betyde noget for gennemsnittigheden, mens kun 13 mente, en fælles valuta vil føre til større prisgennemsnittighed.¹⁶ Hvis større prisgennemsnittighed fører til f.eks. større internethandel, kan der i øvrigt blive et tab af afgiftsprovenu ved køb i udlandet, der må kompenseres gennem skattestigninger på andre områder.

8. Kort-sigts omkostninger ved en fælles pengepolitik

Udover de langsigtede konsekvenser af et prisstabilitetsmål på den langsigtede naturlige ledighed kan der peges på en række områder, hvor der på kortere sigt er konsekvenser af at binde sig til en fælles europæisk pengepolitik.

For det første er det sandsynligt, at et mål om prisstabilitet også på kortere sigt skaber en højere ledighed, idet tilpasningen til en lavere realløn formentlig sker langsommere, når man befinder sig tæt på prisstabilitet, og hvor en nedadgående ændring i reallønnen derfor må tilvejebringes gennem en direkte nedgang i den nominelle løn. Det kan være svært for lønmodtagere at acceptere en sådan nedgang i den nominelle løn, bl.a. fordi lønmodtagere står med nominelle udgifter f.eks. til lån i ejerboliger. Undersøgelser fra USA tyder på, at lønmodtagere har svært ved at acceptere en direkte nedgang i den nominelle løn.¹⁷ Resultatet kan være, at reallønsnedgangen bliver trukket ud over et længere tidsrum, og at der i den mellemliggende periode vil blive en højere ledighed.

For det andet er det spørgsmålet, om Danmark ved at indgå i en monetær union kommer til at bære en uforholdsmæssig byrde ved de pengepolitiske foranstaltninger, der træffes af Den Europæiske Centralbank for at nå prisstabilitet. Spørgsmålet er blevet behandlet af Dornbusch, Favero og Giavazzi (1998). Det argumenteres, at en fælles europæisk pengepolitik særlig vil blive baseret på renteændringer i markederne for værdipapirer, hvorved ændringer i pengepolitikken særlig vil påvirke produktion og arbejdsløshed i lande med finansieringssystemer, der overvejende er baseret på værdipapirmarkeder. Netop det danske finansielle system er i høj grad baseret på værdipapirer, og det er derfor sandsynligt, at Danmark vil komme til at bære en uforholdsmæssig stor byrde ved pengepolitiske ændringer i ØMU.

9. Konklusion

På baggrund af diskussionen ovenfor må en samlet konklusion blive, at Danmark på en række områder har omkostninger ved at afgive den penge- og valutapolitiske suverænitets ved at indføre euro og derved fuldt ud indgå i EUs økonomiske og monetære union. Selv om der i dag er stærk politisk opbakning bag

fastkurspolitikken, kan det ikke udelukkes, at der i fremtiden opstår situationer, hvor det er fordelagtigt at anvende valutakursinstrumentet. Bl.a. erfaringerne fra EMS-krisen i 1992-93 tyder på, at valutakursændringer kan påvirke produktion og beskæftigelse, og at det ikke er sikkert, at devalueringer fører til inflation, som udhuler den konkurrencefordel, der opnås gennem devalueringer. Hertil kommer, at Danmark gennem en tilslutning til ØMU'en permanent binder sig til et mål om prisstabilitet. Både empirisk og teoretisk er der et godt grundlag for at antage, at en sådan binding vil påvirke produktion og beskæftigelse også på langt sigt.

Der er sandsynligt, at der bliver en lavere realrente ved at gå med i ØMU'en i forhold til situationen, hvor Danmark vælger at stå udenfor og fortsat fører en fastkurspolitik. Det er imidlertid tvivlsomt, om en lavere realrente fører til en stigning i erhvervsinvesteringerne. I det tilfælde, hvor der bliver et realrentefald i tilfælde af danske euro-deltagelse, må der sættes spørgsmål ved, om et fald i realrenten er fordelagtig i den nuværende økonomiske situation, der bl.a. er kendetegnet af en forholdsvis høj lønstigning, og det er spørgsmålet, om der i en sådan situation vil blive en stramning af finanspolitikken.

Det vigtigste argument for en dansk tilslutning til ØMU'en er, at man herved kan undgå valutaspekulation, der er uden grundlag i realøkonomien. Det kan imidlertid argumenteres, at valutaspekulation kan være gavnlig, fordi det tvinger regeringer til at ændre valutakursen til et niveau, der er i overensstemmelse med en lav ledighed. Derved hindres, at regeringer af rent politiske grunde fastholder en overvurderet valutakurs. Valutakriser kan dog samtidig indebære politiske omkostninger, idet de øger den danske afhængighed af støtte fra euro-landene.

Det er tvivlsomt, hvilken indflydelse der kan opnås på den fælles pengepolitiske beslut-

ningsproces i ØMU'en, idet pengepolitikken i Maastricht-traktaten entydigt er bundet til et mål om prisstabilitet. Selv i tilfælde af en fastkurspolitik har Danmark en vis pengepolitisk selvstændighed uden for ØMU'en, bl.a. gennem myndighedernes mulighed for at ændre vilkårene for realkreditlån samt påvirke rentefastsættelsen i pengeinstitutterne.

Noter

1. Dette er synspunktet i den såkaldte disciplin-hypotese for EMS, der blev fremført af Giavazzi og Pagano (1988). En oversigt og diskussion findes i Østrup (1992).
2. Det sidste synspunkt er klart ført frem af en række ministre i den nuværende regering. Statsminister Nyrup Rasmussen udtalte i nytårstalen 2000: »... Deltagelse i den fælles valuta giver os et værn mod valutaspekulation ... Vi skal sige ja til at være med... Valutaspekulanter kan tvinge et helt lands valuta i knæ, som det skete for England og Sverige i begyndelsen af halvfemserne ...« (Statsministerens nytårstale 2000). Økonomiminister Marianne Jelved beskriver valutaspekulanter som: »... Vor tids gribbe ... som grådigt kaster sig over døende eller svage økonomier for at få tilfredsstillet en umættelig sult efter hurtig profit ...« (Skive Dagblad, 19.1.2000). Endelig skriver finansminister Mogens Lykkeloft: »... Den største trussel, der kan opstå mod den danske velfærdsmodel er, hvis spekulanterne på alverdens kapitalmarkeder kaster sig over os, sådan som de kastede sig over svenskerne for få år siden. Det er den største trussel, vi forsikrer os helt imod ved at gå med i euro'en ...« (Politiken, 19.1.2000).
3. Se f.eks. Camping og Chang (1998).
4. Det er forfatterens overordnede synspunkt, at den bedste politik ville have været at stå uden for ØMU'en i en årrække. Herved ville man få bedre grundlag for at tage stilling til ØMUens politiske og økonomiske konsekvenser. Ved at holde en folkeafstemning allerede i september 2000 spiller Danmark sig en mulighed af hænde, nemlig muligheden for med få eller ingen omkostninger at kunne vurdere funktionen af ØMU i praksis.
5. Se f.eks. Økonomiministeriet og Finansministeriet (2000).
6. For en oversigt, se Rogoff (1996).
7. Gordon (1999) fremfører også en række teoretiske argumenter mod en real effekt af valutakurs-

ændringer. Disse argumenter er dog formentlig tvivlsomme.

8. Se Gordon (1999).
9. Se Østrup (1993).
10. En uddybning af den politiske interesse i fastkurspolitik findes hos Østrup (1992). Synspunktet argumenteres også hos Eichengreen (1997).
11. For en teoretisk diskussion, se Østrup (2000). En nylig teoretisk begrundelse for sammenhæng mellem bankindlån og bankudlån er givet af Kashyap, Rajan og Stein (1999).
12. Se de Bandt og Davis (1999).
13. En række af disse argumenter findes hos Keynes (1936). Det bemærkes, at omkostninger ved pris- og lønændringer kun bevirker en langsom tilpasningshastighed hen mod en given lang-tids-ligevægt og ikke påvirker ligevægten som sådan. Omkostninger ved pris- og lønændringer er et centralt tema i post-keynesiansk teori.
14. For en oversigt over empiriske undersøgelser, se Østrup (2000).
15. Fordelingskonflikten kunne dog løses på andre måder, f.eks. gennem beskatning af pensionisternes formue.
16. Se Østrup (1997). Mange virksomheder svarede indigneret, at de udmærket var i stand til at omregne en pris i fremmed valuta til danske kroner.
17. Se Akerloff, Dickens og Perry (1996).

Litteratur

- Akerloff, G.A., Dickens, W.T. og Perry, G.L. (1996). The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-76.
- de Bandt, O. og Davis, E.P. (1999). A Cross-Country Comparison of Market Structures in European Banking. *European Central Bank*, Working Paper No. 7.
- Campa, J.M. og P.H.K.Chang (1998). ERM Realignment Risk and its Economic Determinants as Reflected in Cross-rate Options. *The Economic Journal*, 108, 1046-1066.
- Darby, J., A.H. Hallett, J. Ireland og L. Piscitelli (1999). The Impact of Exchange Rate Uncertainty on the Level of Investment. *The Economic Journal*, 109, C55-C67.
- Dornbusch, R., Favero, C. og Giavazzi, F. (1998). Immediate Challenges for the European Central Bank. *Economic Policy*, 26, 17-64.
- Eichengreen, Barry (1999). Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate

Flexibility. *The Economic Journal*, 109 (March), C1-C14.

- Feldstein, M. (1997). The political Economy of The European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability. *Journal of Economic Perspectives*, 11(4), 23-42.
- Giavazzi, F. og Pagano, M. (1988). The Advantage of Tying One's Hands. *European Economic Review*, 32, 1055-1082.
- Gordon, R.J. (1999). The Aftermath of the 1992 ERM Breakup: Was There a Macroeconomic Free Lunch? *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 6964.
- Kaminhart, G.L. og Reinhart, C.M. (1999). The twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *The American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Kashyap, A.K., Rajan, R. og Stein, J.C. (1999). Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Co-existence of Lending and Deposit-taking. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 6962.
- Keynes, John Maynard (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Krugman, P. (1994). *Peddling Prosperity*. New York: W.W. Norton & Company.
- Mundell, R.A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51, 657-665.
- Rogoff, K. (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34, 647-668.
- Walters, A. (1986). *Britain's Economic Renaissance: Margaret Thatcher's Reforms 1974-1984*. Oxford University Press.
- Økonomiministeriet og Finansministeriet (2000). *Danmark og euroen*.
- Østrup, Finn (1992). *The Development of the European Monetary System*. København: Jurist-og Økonomforbundets Forlag, og Stockholm: Nerenius & Santérus Förlag.
- Østrup, Finn (1993). Valutapolitik og økonomisk aktivitet. *Økonomi og Politik*, 3, 1993.
- Østrup, Finn (1997). Konsekvenserne for de små og mellemstore virksomheder af EU's monetære union. *Handelshøjskolen i København, Institut for Finansiering*, working paper 97-11.
- Østrup, Finn (2000). *Money and the Natural Rate of Unemployment*. Cambridge: Cambridge University Press.