

Nr. 2 Juni
73. årgang 2000

Øko

**no
mi &**

**Poli
tik**

**Jurist- og
Økonomforbundets
Forlag**

Økonomi & Politik 2000

73. årgang nr. 2. Juni 2000

Økonomi & Politik er et samfundsvidenskabeligt tidsskrift, der orienterer sine læsere om grænsefeltet mellem økonomi og politik. Økonomi & Politik udkommer 4 gange årligt.

Redaktion og bestyrelse:

Selskabet for Historie og Samfunds-
økonomi, Formand: Professor Niels
Kærgård, Økonomisk Institut, Konge-
lig Veterinær- og Landbohøjskole.

Ansvarshavende redaktør:

Kontorchef Peter Nedergaard,
Arbejdsministeriet
Holmens Kanal 20
1060 København K.
Telefon 33 92 59 00
E-mail: pne@am.dk

Anmeldelsesredaktion:

Lektor Lars Bille, Institut for Stats-
kundskab, Københavns Universitet

Redaktionsudvalg:

- Lektor Lars Bille, Institut for Stats-
kundskab, Københavns Universitet
- Lektor Carsten Due-Nielsen, Institut
for Historie, Københavns Universitet
- Professor Egil Fivelsdal, Institut for
Organisation og Arbejdssociologi,
Handelshøjskolen i København
- Lektor Finn Tarp, Økonomisk
Institut, Københavns Universitet
- Professor Niels Kærgård, Økonomisk
Institut, Kongelig Veterinær- og
Landbohøjskole
- Lektor Hans Jørgen Nielsen, Institut
for Statskundskab, Københavns
Universitet
- Professor Niels Thomsen, Institut for
Historie, Københavns Universitet
- Professor Steen Thomsen, Institut for
Udenrigshandel, Handelshøjskolen
i Århus
- Direktør Peter Wendt, Investerings-
Forenings Rådet

Produktion, administration og markedsføring

Jurist- og Økonomiforbundets Forlag
Gothersgade 133
Postboks 2126
1015 København K
Telefon 33 95 97 00
Telefax 33 95 99 97
e-mail: oekpol@djoef.dk
http://www.djoef.dk/forlag/oekpol/

Abonnement for 2000:

- Privatpersoner: kr. 350,00
 - Institutioner, organisationer,
virksomheder: kr. 425,00
- Priserne er incl. moms

Tryk: Gentofte Tryk
ISSN 0030-1906

Indhold

Redaktionelt forord 1

TEMA: ØMU

Euro'ens betydning for strukturpolitikken 2

Jan Kærraa Rasmussen

EU's monetære union

- de penge- og valutapolitiske konsekvenser ved en dansk tilslutning 18

Finn Østrup

Danmark og euroen:

Konsekvenser for finanspolitikken? 36

Svend E. Hougaard Jensen og Robert R. Dogonowski

ØMU'en som politisk projekt 47

Martin Marcussen

KRONIK

Økonomisk kronik 1. halvår 2000 60

Niels Alsing

Dette temanummer udgives med støtte fra
Nævnet vedrørende EU-oplysning

Redaktionelt forord

Euro'en – den nye fælles valuta i EU – er temaet for dette nummer af Økonomi & Politik. Målet er bl.a. at bringe en række fagartikler om forskellige aspekter af den økonomiske og monetære union med henblik på at give et bidrag til at gøre debatten frem til folkeafstemningen om Danmarks tilslutning til den fælles valuta den 28. september 2000 så saglig og velfunderet som mulig.

I den første artikel analyserer Jan Kærra Rasmussen euro'ens betydning for strukturpolitikken, dvs. tiltag, som hver især skal forbedre økonomiens måde at fungere på. Blandt de vigtigste strukturpolitikker er arbejdsmarkeds-, skatte- og konkurrencepolitikken. Konklusionen er, at euro'en medfører, at EU i højere grad vil beskæftige sig med strukturpolitikker, men for Danmark vil det blot betyde, at EU begynder at beskæftige sig med de typer af politikker, som her i landet har stået i centrum de sidste 18 år, efter at devalueringspolitikken forud i den grad havde vist ringe resultater.

Finn Østrup analyserer i den anden artikel de penge- og valutapolitiske konsekvenser ved en dansk tilslutning til den fælles valuta. Nogle af konklusionerne er, at afgivelsen af den penge- og valutapolitiske suverænitæt kan påvirke produktion og beskæftigelse negativt, idet det ikke er sikkert, at devalueringer fører til inflation, som udhuler den konkurrencefordel, der opnås gennem devalueringer. Endvidere påpeger Østrup, at nok undgås valutaspekulation ved tilslutning til den fælles valuta, men at valutaspekulation kan være gavnlig, fordi den kan modvirke, at

regeringer af rent politiske grunde fastholder en overvurderet valutakurs.

I den tredje artikel analyserer *Svend E. Hougaard Jensen* og *Robert R. Dogonowski* konsekvenserne for finanspolitikken ved en dansk tilslutning til den fælles valuta. I artiklen gennemgås stabilitetspagten, som fastlægger de formelle bindinger på finanspolitikken i de lande, som har tilsluttet sig den fælles valuta. Ét scenario i den forbindelse er, at pagten vil blive et snærende bånd på finanspolitikken i de lande, som har meget konjunkturfølsomme offentlige budgetter. Et andet scenario er, at stabilitetspagten kan blive det middel, som får beslutningstagerne til at foretage de strukturelle tilpasninger, som er nødvendige for at undgå et sammenbrud i ØMU'en, som under alle omstændigheder må til, hvis man betragter det demografiske pres, som findes i Europa.

I den fjerde artikel analyserer *Martin Marcussen* ØMU'en som et politisk projekt. Han konkluderer, at de ideer om økonomisk og prismæssig stabilitet, som ligger til grund for og udgør kernen i ØMU'en, har fået konsensusstatus i Europa i løbet af 1990'erne, og at ideen om en beskæftigelsesorienteret linie i ØMU'en er baseret på politisk vilje, som kan få lov at være der, så længe kernen lades urørt.

Niels Alsing har skrevet den økonomiske kronik om 1. halvår 2000.

Peter Nedergaard
Redaktør

Euro'ens betydning for strukturpolitikken*

Jan Kæraa Rasmussen, afdelingsleder i LO

1. Indledning

Ved at deltage i euro'en opgives muligheden for at føre en selvstændig rente- og valutakurspolitik.

Dermed flyttes fokus over på andre områder for at sikre en stabil økonomisk udvikling omkring et højt beskæftigelsesniveau. Her står strukturpolitikken centralt. Strukturpolitik dækker over en række forskellige tiltag, der hver især kan forbedre økonomiens funktionsmåde. På dette sted skal fremhæves arbejdsmarkeds-, skatte- og konkurrencepolitik, men velfærdspolitikens områder som socialpolitik, sundhedspolitik og den offentlige sektors indretning påvirker også de økonomiske strukturer i samfundet.

Det er umuligt at foretage en tilbundsående vurdering af de potentielle ændringer, der kan ske inden for struktur- og velfærdspolitikken som følge af den fælles valuta. Alligevel falder det nemt at komme med et overordnet bud på betydningen for Danmark ved at deltage i euro-samarbejdet:

Euro'en vil formentlig ikke få nogen markant indvirkning for dansk økonomisk politik og herunder strukturpolitikken, fordi Danmark allerede i 18 år har ført en politik, som om man deltog i den fælles valuta. Den økono-

miske politik herhjemme har da også været præget af strukturreformer, der bl.a. har forbedret skattesystemet, kapitalformidlingen og arbejdsmarkedet.

Den vigtigste effekt ved euro'en kan komme ved, at det lykkes at forbedre strukturerne i de store EU-økonomier, særligt Tyskland og Italien. Derved vil Europa være rustet til at udnytte de overordentligt gunstige vækstudsigter til at opnå fuld beskæftigelse i løbet af en årrække. En sådan udvikling vil også smitte positivt af på Danmark.

De seneste år har EU-samarbejdet i stigende grad fokuseret på at udvikle markedsstrukturer samtidig med, at man har sat beskæftigelsen øverst som mål for landenes indsats. I den forbindelse er Danmarks anseelse ikke ringe, men der findes stadig områder, hvor Danmark kan lære af de andre. Dansk deltagelse i euro'en vil derfor formentlig trods alt give mulighed for at styrke struktur- og velfærdspolitikken herhjemme, i det omfang det indre marked bliver mere velfungerende med en fælles valuta.

De rammer, som EU-samarbejdet lægger omkring Danmark, vil blive ændret de kommende år uafhængig af udviklingen af det fælles valutaområde og foregå, uanset om

Danmark vælger at tilslutte sig euro'en eller ej. Det skyldes, at EU er ved at gøre sig klar til østudvidelsen og reformere institutionerne, så der kan træffes beslutninger, når der inden for en årrække bliver op til 25 medlemslande i samarbejdet.

I forbindelse med den igangværende regeringskonference, som afsluttes på topmødet i Nice til december, skal der ske forandringer af samarbejdet på områder, hvor Danmark allerede i dag deltager på lige fod med de andre lande. Disse forandringer vedrører bl.a. øget koordinering af den sociale sikring for vandrende arbejdstagere og udvidet adgang til flertalsafgørelser på en række områder.

En del af disse ændringer, bl.a. vedrørende social sikring samt samarbejdet omkring arbejdsmarkeds- og socialpolitikken, vil også få betydning for EØS-landene, selv om de ikke har indflydelse på forløbet af regeringskonferencen.

De beslutninger, som måtte blive truffet på Regeringskonferencen vedrørende disse områder, kan vise sig at få mere vidtgående betydning for indretningen af dansk arbejdsmarkeds- og socialpolitik end tilslutning til den fælles valuta. Den afgørende udformning af velfærdspolitikken vil imidlertid fortsat være et nationalt anliggende – også efter Regeringskonferencen.

2. Den fælles valutas betydning for strukturpolitikken i euro-landene

Ifølge traktatens artikel 2 har EU til formål

»at fremme økonomiske og sociale fremskridt og et højt beskæftigelsesniveau og opnå en afbalanceret og bæredygtig udvikling, navnlig gennem etableringen af et område uden indre grænser, styrkelse af den økonomiske og sociale samhørighed og oprettelsen af en Økonomisk og Monetær Union, der i sin endelige udformning skal omfatte en fælles valuta...«

Den fælles valuta gør det lettere at høste de gevinster, der opstår, når de deltagende landes markeder kan opfattes som ét stort hjemmemarked. Hermed øges priskonkurrencen for varer og tjenester, og det betyder på sin side lavere priser, højere velstand og bedre realløn, når de mest effektive producenter erobrer markedsandele. I den forstand er den fælles valuta et middel snarere end et mål i sig selv.

Foruden den fælles valuta eksisterer der allerede i dag et omfattende – og ofte bindende – samarbejde på andre områder, f.eks. vedrørende dele af arbejdsmarkeds- og socialpolitikken samt skattepolitikken. Formålet er som med valutaunionen ikke mindst at sikre det indre markeds funktionsmåde. Samarbejdet om disse spørgsmål er altså ikke primært knyttet til euro-deltagelsen, og derfor omfattes Danmark allerede i dag af samtlige beslutninger EU-landene måtte vedtage på disse områder.

Den fælles valuta påvirker den økonomiske politik via to kanaler.

Eftersom den fælles valuta indebærer, at de mikroøkonomiske fordele ved det indre marked forøges, vil euro'en skabe pres for mere fri konkurrence på markederne for varer og tjenester, bl.a. gennem stramninger i konkurrencelovgivningen, jf. OECD (2000).

For det andet medfører den manglende mulighed for at ændre de styrbare renter og herunder påvirke valutakursen, at tilpasninger til landespecifikke chok skal ske ad andre kanaler.¹

Inden for rammerne af stabilitets- og vækstpaktens (SVP's) krav til budgetunderskuddet, bliver det enkelte lands muligheder for at påvirke økonomien via finanspolitikken forbedret af den fælles valuta, fordi man undgår – eller i det mindste kun oplever begrænsede – modreaktioner på finanspolitiske ændringer,

der påvirker finansmarkedernes opfattelse af den fremtidige gældsætning. Med andre ord er der ingen – eller kun begrænset – crowding out forbundet med finanspolitikken i den fælles valuta.

Den fælles valuta kan imidlertid vise sig at få størst betydning ved, at landenes fokus fremover rettes mod anvendelse af strukturpolitikken. Det er sådan set positivt, fordi:

- Landenes evne til generelt at håndtere stød forbedres
- Permanente stød imødegås væsentligt mere effektivt ved strukturpolitik end gennem makropolitik.

Det første vedrører såvel den hastighed, hvormed økonomien bringes tilbage i ligevægt, som størrelsen af de udsving i ledighed og produktion, der følger i kølvandet på et stød. Desto kortere – og mindre – udsving, jo mindre tab af velfærd er der forbundet med et negativt chok.

Som eksempel på et voldsomt permanent »stød« til økonomien kan nævnes den tyske genforening. Den tyske regering søgte at smidiggøre genforeningen ved en massiv finanspolitisk lempelse, der primært bestod af meget store indkomstoverførsler til de ny länder i øst, og som ikke blev modsvaret af skatteforhøjelser. Et særligt problem var den politisk valgte kurs mellem D-mark og Ostmark på 1:1. Det førte til en overophedning af den vesttyske økonomi, hvilket fik centralbanken til at hæve renteniveauet i en periode, hvor den internationale økonomi lå underdrevet. Renteforhøjelsen smittede som bekendt af på de øvrige deltagere i EMS-samarbejdet, og dermed forstærkede det høje renteniveau afsætningsproblemerne for tysk industri.

Set fra et økonomisk standpunkt er det oplagt, at en mere koncentreret strukturpolitisk indsats med vægt på opbygning af infrastruktur, teknologioverførsel og opkvalificering af

den østtyske arbejdsstyrke var det rigtige svar på genforeningen af Tyskland frem for generelle indkomstoverførsler.²

Euro'ens konsekvenser for den nationale økonomisk politik

Muligheden for selvstændig rente- og valutakurspolitik afskaffes.

Inden for rammerne af SVP styrkes effekten af finanspolitikken, fordi der ikke sker* modgående ændringer i rente og valutakurs.

Øget fokus på (og effekt af) strukturpolitik.

Note:* Eller for store lande: kun i begrænset omfang.

I debatten om euro-landene udgør et optimalt valutaområde er muligheden for at håndtere landespecifikke chok et af de centrale temaer, jf. OECD (1999), LO (1999) samt Økonomi- og Finansministeriet (2000). Landespecifikke chok dækker i den forbindelse også over den situation, hvor et land reagerer anderledes (asymmetrisk) end resten af valutaområdet på det samme (symmetriske) chok.

Det er hensigtsmæssigt at foretage en opdeling af de forskellige typer af chok med henblik på at identificere de typer af økonomisk politik, der vil kunne modvirke stødenes negative effekter. Den væsentligste opdeling er fra et samfundsøkonomisk synspunkt, om der er tale om midlertidige eller permanente stød til hele eller dele af økonomien.

Opdelingen er på den anden side meget rigid. F.eks. kan midlertidige chok få langvarige konsekvenser (og dermed længerevarende karakter) i form af langtidsledighed og understødning fra arbejdsmarkedet, hvis politikerne eller de pengepolitiske myndigheder ikke hurtigt iværksætter modgående foranstaltninger.

Politikmuligheder i relation til landespecifikke chok

	Midlertidigt		Permanent	
	Land	Sektor	Land	Sektor
Pengepolitik	Medvirker til at stabilisere efterspørgslen	Ingen rolle	Begrænset rolle	Ingen rolle
Finanspolitik	Medvirker til at stabilisere output	Afhjælper de midlertidige indkomstab	Begrænset rolle	Ingen rolle
Strukturpolitik	Begrænset rolle	Begrænset rolle	Understøtter ny og bedre ressourceallokering	Understøtter ny og bedre ressourceallokering
Eksempel	Fald i eksportefterspørgslen	Naturkatastrofer	Den tyske genforening	Preferenceskift eller teknologisk udvikling

Kilde: Egen bearbejdning af LO (1999)

ger. På samme måde kan chok, som kun er rettet mod en eller et begrænset antal sektorer sprede sig til hele økonomien, hvis der ikke sættes ind med strukturpolitiske tiltag.

Den makroøkonomiske politik – og her også pengepolitikken – er et effektivt instrument, når chok er midlertidige og påvirker inflationsudsigterne.

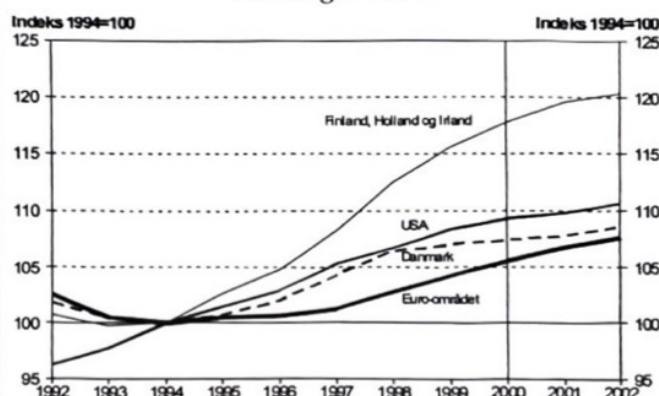
Den makroøkonomiske politik er derimod generelt uegnet til at modgå effekterne af permanente chok. En begrænset finanspolitisk lempelse eller en nedsættelse af den korte rente kan dog i nogle tilfælde fremme strukturtilpasningsprocessen ved at forbedre den generelle økonomiske situation og (for pengepolitikens vedkommende) stimulere til investeringer i fremtidsorienterede produktioner. Dertil kommer, som nævnt, at gode strukturer i det hele taget hjælper økonomien til at håndtere tilpasningerne og omfordelingen af ressourcer i tilfælde af landespecifikke chok.

Der har nok været en tendens til, at de små euro-lande har ført en mere strukturfremmen-

de politik end de store. I bl.a. Finland, Irland, Holland, Belgien og Portugal har der været et stiliseret samarbejde mellem regering og arbejdsmarkedets parter omkring centrale dele af den økonomiske politik. Trepårtssamarbejdet har bl.a. ført til reformer af skattesystemerne og arbejdsmarkedspolitikken.

Netop de små lande i euro-området har da også haft en ganske imponerende jobvækst siden 1994, jf. figur 1.

Figur 1. Beskæftigelsesudviklingen i udvalgte lande



Kilde: OECD samt LO (2000)

I Danmark har trepartsaftaler også spillet en rolle i strukturforandringerne af økonomien siden 1994. Således vedtog man i efteråret 1998 trepartsaftalen om arbejdsmarkedsreformens 3. fase, og året efter indgik man på samme facon aftale om voksen- og efteruddannelsessystemets indretning.

De små landes fokus på at fastbinde valutakursen og dermed satse på strukturpolitik kan forklares ved, at penge- og valutakurspolitikken hverken er særlig potent for disse lande eller har nogen nævneværdig træfsikkerhed efter liberaliseringen af de internationale kapitalbevægelser.³

Med den fælles valuta er de store lande nu i samme situation, og bl.a. derfor er den seneste udvikling i EU-samarbejdet præget af stigende orientering mod strukturpolitik med iværksættelsen af de tre processer, som blev vedtaget på topmøderne i Luxembourg (1997), Cardiff (1998) og Köln (1999).

Luxembourg-processen er en udmøntning af traktatens beskæftigelsesafsnit, artikel 125-130, med vægt på at udforme retningslinier for landenes beskæftigelsespolitik, især arbejdsmarkedspolitikken, og evaluere resultaterne med henblik på at finde frem til foregangseksempler. Kommissionen overvåger udviklingen og afgiver på baggrund heraf forslag, om der i givet fald skal rettes henstilling til landene, hvis de ikke gør nok for at nå beskæftigelsesmålsætningerne.

Såvel henstillinger som retningslinier er ikke juridisk bindende, men kan til gengæld vedtages med kvalificeret flertal. Dermed kan samarbejdet om beskæftigelsespolitikken alligevel spille en rolle for de enkelte stater, der gerne vil undgå »en reprimande« fra de øvrige lande i tilfælde af for høj ledighed eller for ringe arbejdsmarkedspolitik.

I sin landevurdering har man bl.a. kommet med kritiske bemærkninger til Tyskland og

Italien. Tyskland blev især kritiseret for, at man satte for sent ind med aktiveringstilbud for at forebygge langtidsledighed, mens henstillingen til Italien handlede om at styrke indsatsen over for ungdomsledigheden.

Kritikken fremkom i forbindelse med Kommissionens første evaluering af landenes indsats på beskæftigelsesområdet efter vedtagelsen af Beskæftigelseskapitlet i Amsterdam, 1997.

Kritikken blev efterfølgende ved behandlingen i Rådet afdæmpet, idet man ikke mindst fra tysk side fandt, at Kommissionen gik for vidt. Man hævdede, at Kommissionen ikke havde tilstrækkeligt kendskab til interne tyske forhold, særligt betydningen af genforeningen, til konkret at vurdere tysk arbejdsmarkedspolitik.

Kommissionens kritik var imidlertid kendt i Tyskland, bl.a. af den daværende opposition (SPD og De Grønne), og fik en central placering i den kampagne, der fandt sted frem til forbundsdagsvalget i efteråret 1998, der som bekendt førte til et regeringsskifte.

På det seneste beskæftigelsestopmøde i Lisbon vedtog landene at vurdere perspektiverne for en udvidelse af retningsliniernes anvendelsesområde, så de fremover også tager højde for samspillet mellem arbejdsmarkedspolitikken og den aktive del af socialpolitikken (det rummelige arbejdsmarked).

Cardiff-processen har til hovedformål at effektivisere det indre marked og på denne måde bidrage til en varig høj beskæftigelse. Det skal ske gennem strukturelle reformer, som forbedrer markederne for varer, tjenester og kapital. De initiativer, der vedtages som led i Cardiff-processen, kan være mere forpligtende, end det er tilfældet på det beskæftigelsespolitiske område, idet målene kan søges opnået ad direktivvejen.

Et særlig interessant emne for Cardiff-processen vedrører bestræbelserne for at undgå konkurrenceforvridning gennem skattebe-
gunstigelser eller »skattedumping« blandt landene i det indre marked. Skattekonkurren-
ce medvirker til at udhule finansierings-
grundlaget for velfærdsstaten og skaber over-
belastning af de mere immobile skattekloder, ikke mindst arbejdskraft.

I henhold til traktaten skal landene dog være enige, før der kan udstedes direktiver på dette område. Det er årsagen til, at det endnu ikke er lykkedes for Kommissionen at komme igennem med den såkaldte skattepakke, der indeholder forslag om en mindstesats på 20 pct. for beskatning af renter mv., fordi Storbritannien og Luxembourg hidtil har kunnet blokere.

Skattebegunstigelserne (og bankhemmeligheden) er profitable for disse to lande, men for EU-landene som helhed er der formentlig tale om et tab af indtægter. Således er selskabsskatten f.eks. højere i USA og Japan, end det er tilfældet i EU, jf. Økonomi- og Fi-

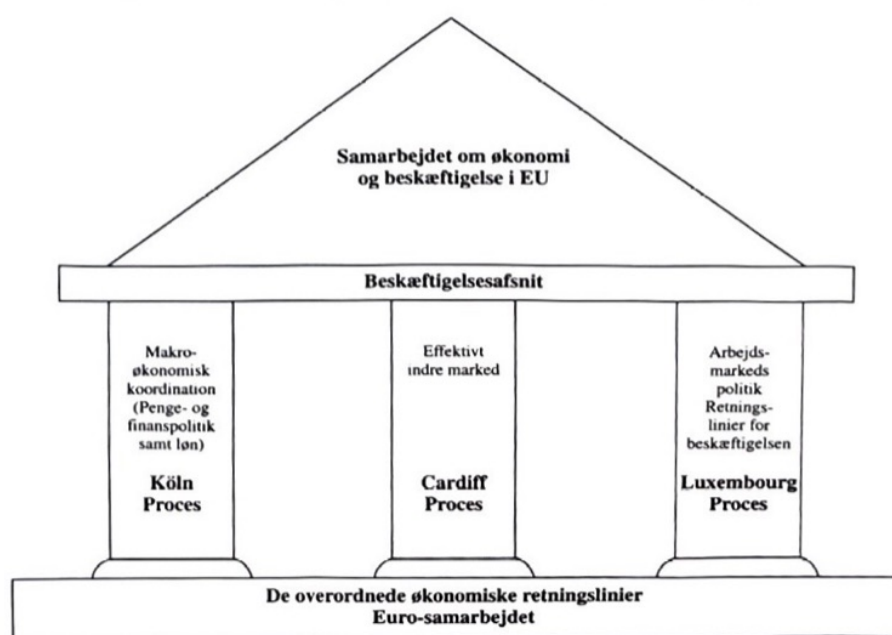
nansministeriet (2000). Det nedadgående pres på selskabsskatten kommer altså fra EU-landene selv.

Med indførelsen af den fælles valuta styrkes den igangværende integration af EU's kapitalmarkeder, og derved bliver det stadig vanskeligere at opkræve skat på renter mv., fordi flere lande har bankhemmelighed. Behovet for fælles mindsteregler på dele af skatteområdet er derfor vokset med euro'ens indførelse.

Kommissionen har også fremlagt forslag om at indføre en fælles mindsteafgift på CO₂-emissioner, der, som det er tilfældet med skattepakken, ikke har kunnet opnå enstemmig opbakning i Rådet.

Som oplæg til den igangværende regeringskonference har Kommissionen stillet forslag om at udvide adgangen til at træffe afgørelser med *kvalificeret flertal* inden for skatteområdet. Den udvidede adgang skal omfatte kapitalafkastbeskatning, minimumsregler for momsbeskatningen samt energiafgifter. På

Figur 2. Samarbejdet om økonomi og beskæftigelse



den baggrund støtter Danmark Kommissionens forslag.

Köln-processen betegner initiativet omkring den makroøkonomiske dialog, som har deltagelse af repræsentanter for ECOFIN-Rådet, rådet for arbejds- og socialministre, Kommissionen, Den Europæiske Centralbank og arbejdsmarkedets parter. Formålet med dialogen er, at samspillet mellem penge- og finanspolitik samt løndannelse understøtter en fortsat vækst i beskæftigelsen.

Der har hidtil været afholdt to møder som led i den makroøkonomiske dialog, ét i efteråret 1999 og ét i foråret 2000. Møderne har i såvel den tekniske og den politiske komité hidtil fokuseret på konjunkturudsigter, pengepolitik og løndannelse.

Alle tre processer koordineres af ECOFIN-Rådet. I den forbindelse må det ventes, at euro-landene vil få særlig stor indflydelse på udviklingen i samarbejdet omkring beskæftigelses- og strukturpolitik i EU, fordi man har mulighed for at koordinere synspunkter i euro-11-gruppen, som mødes forud for hvert rådsmøde.⁴

Det større fokus på strukturpolitikken i EU-samarbejdet må generelt anses for positivt, jf. de danske erfaringer. En fælles indsats for et højt uddannelsesniveau, som man blev enige om på topmødet i Lissabon, vil generelt øge produktivitet og velstand, skabe større social

samhørighed i de enkelte lande og for øvrigt styrke arbejdsmarkedets omstillingsevne, fordi arbejdskraften bliver mere mobil mellem sektorerne og mere tilpasningsdygtig over for den teknologiske udvikling.

På andre områder er det nok vigtigt med en strukturpolitisk indsats, men forholdsreglerne kan godt variere mellem i landene. Således er der ikke grund til, at indretningen af arbejdsløshedssystemet og de ansættelsesretlige forhold skal være ens. Det afhænger bl.a. af, hvordan arbejdsmarkedet er organiseret og indholdet af overenskomsterne. I EU varierer forholdene for arbejdstagerne en del, jf. *tabel 1*.

Bortset fra Italien har seks af de syv undersøgte lande oplevet en pæn fremgang i beskæftigelsen. Det har særlig været tilfældet for Irland, Holland og Danmark, selv om arbejdsmarkedsmodellernes egenskaber er forskellige.

Flere steder diskuteres den fælles valutas krav til den europæiske løndannelse, jf. f.eks. DIW (1997), LO (1999) og OECD (2000).

Der er gennemgående enighed om, at det ikke vil være hensigtsmæssigt med en ensartet løndannelse i euro-området, fordi løndannelsen både skal afspejle forskellige niveauer for produktiviteten og variationer i konjunktursituationen. Hvad angår det første, er der tegn på, at de mindst velstående EU-lande,

Tabel 1. Ansættelsestryghed og sikring ved ledighed i udvalgte EU-lande

	Høj ansættelsestryghed	Lav ansættelsestryghed
Høj sikring ved ledighed	Sverige, Holland	Danmark, Belgien
Lav sikring ved ledighed	Italien	Storbritannien, Irland

Kilde: Egen bearbejdning af materiale fra OECD (1999)

Portugal og Grækenland, har særlig høje stigninger i lønomkostningerne grundet indhentningseffekter.

Dermed indsnævres lønforskellene i EU, men der vil formentlig stadig være mulighed for betydelige variationer i såvel lønningernes niveau som stigningstakt. For fastlandsstaterne i USA er forskellene mellem de højeste lønninger (Michigan) og de laveste (South Dakota) opgjort til 75 pct. inden for fremstillingsvirksomhed. I et relativt lille valutaområde som Danmark udgør lønforskellen inden for fremstillingsvirksomhed mellem Københavns og Frederiksbergs kommuner i toppen og Bornholm i bunden over 40 pct., jf. LO (2000).

I november 1997 vedtog arbejdsmarkedets parter i Finland en bufferfondsordning, som angiveligt havde til formål at forberede løndannelsen til en situation med fælles valuta. Konstruktionen har givet genlyd i andre lande, særlig i Sverige, hvor bl.a. Calmfors (2000) samt Carling m.fl. (2000) diskuterer fordele og ulemper ved en lignende ordning.

Det finske sociale sikringsystem er finansieret afgørende forskelligt fra det danske. Udgifterne til pension og arbejdsløshedsunderstøttelse er f.eks. delvist dækket gennem øremærkede *lønsumsbidrag* til særlige fondsordninger, der i princippet skal modsvare de forventede udgifter (ex ante).

Før man vedtog at oprette bufferfonde, var man således i den situation, at når beskæftigelsen faldt, steg udgifterne til ledighed, samtidig med at lønsumgrundlaget voksede langsommere – eller endda faldt – hvorfor lønskatterne måtte stige. Systemet kunne altså medføre, at man øgede lønomkostningerne automatisk i perioder med stigende arbejdsløshed.

Bufferfondene kommer til fungere ved, at der kan akkumuleres overskud i perioder med

høj beskæftigelse, som i givet fald kan anvendes til at finansiere de sociale udgifter under en lavkonjunktur, uden at lønsumsbidragene forhøjes. Der er endvidere adgang til at optage lån på kapitalmarkedet.

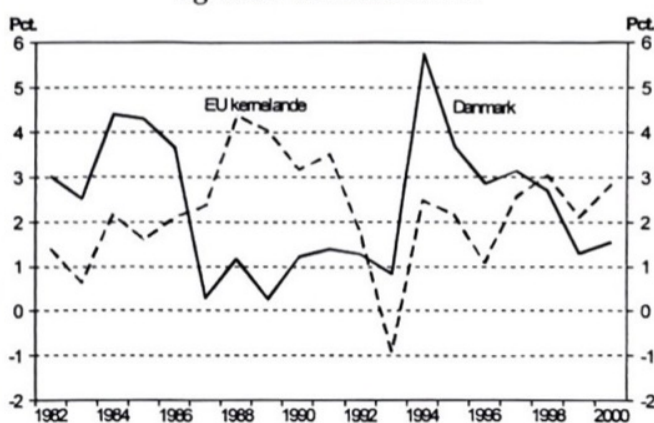
Mens det var oplagt at reformere socialforsikringssystemet i Finland, er behovet for bufferfonde mindre i Danmark, hvor de sociale udgifter overvejende er skattefinansieret.⁵

3. Dansk velfærds- og strukturpolitik med euro

Udgangspunktet for dansk velfærds- og strukturpolitik vil ikke blive forandret, hvis forbeholdet mod deltagelse i den 3. fase ophæves.

Det skyldes, at Danmark reelt opgav muligheden for at føre en selvstændig rente- og valutakurspolitik med den daværende firkløverregerings tiltrædelse i 1982. I den forløbne periode har Danmark ofte haft en økonomisk udvikling, der afveg fra euro'ens kernelande (Tyskland, BeNeLux og Frankrig), jf. figur 3.

Figur 3. BNP-vækst i Danmark og euro-kernelandene



Kilde: OECD

Den kraftige danske højkonjunktur i perioden fra 1982 til 1986 var ikke mindst igangsat af det markante rentefald, der fulgte i køl-

vandet på fastkurspolitikken. Der skete samtidig en voldsom stigning i den private sektors opsparingsunderskud, og det gav anledning til et rekordstort underskud på betalingsbalancen. Derfor gennemførtes først *Kartoffelkuren* i 1986 og derefter skattereformen med virkning fra 1987. Det lykkedes i løbet af få år at opnå et overskud på betalingsbalancen i 1990, men prisen var stigende arbejdsløshed i en periode, hvor Kontinentaleuropa oplevede en stærk vækst, der kulminerede omkring den tyske genforening.

I 1993 kick-startede den ny socialdemokratisk-ledede regering økonomien med *Ny Kurs*, der indeholdt en finanspolitisk lempelse, en skattereform og en omlægning af arbejdsmarkedspolitikken i mere aktiv retning. Medicinen virkede, og indtil 1998 var den danske vækst højere end i gennemsnittet af euro-landene. Med begyndende tegn på over-

ophedning af økonomien gennemførtes *Pinsepakken*, som i lighed med de to tidligere skattereformer, beskar værdien af rentefradraget, men *Pinsepakken* var herudover – især det første år – overfinansieret og inddrog dermed købekraft fra den private sektor. Endelig gennemførtes i efteråret 1998 den 3. fase af arbejdsmarkedsreformen. For øjeblikket er væksten i euro-området højere end i Danmark.⁶

Som gennemgangen viser, har dansk økonomisk politik igennem snart 20 år – og ikke mindst siden 1993 – været fokuseret på at forbedre og tilpasse strukturerne til de løbende økonomiske udfordringer.⁷

Resultatet har været en økonomi præget af høj omstillingsevne, hvor arbejdsmarkedet i stigende grad har kunnet fastholde et højt beskæftigelsesniveau under midlertidige ned-

Tabel 2. Indikatorer for jobmobiliteten, 1995

	Gennemsnitlig anciennitet (år)	Median anciennitet (år)	Omsætning af korttids- beskæftigede, pct. ¹
Storbritannien	7,8	5,0	41,2
Danmark	7,9	4,4	51,2
Irland	8,7	5,3	30,4
Holland	8,7	5,5	26,1
Spanien	8,9	4,6	85,1
Tyskland	9,7	10,7	31,4
Grækenland	9,9	7,5	30,7
Østrig	10,0	6,9	29,5
Frankrig	10,5	7,7	41,6
Sverige	10,5	7,8	50,1
Finland	10,5	7,8	58,0
Portugal	11,0	7,7	36,4
Belgien	11,2	8,4	28,4
Italien	11,6	8,9	45,9

Note 1) Defineret som separationsraten mellem 1 og 2 års beskæftigelse, der udregnes som antallet af beskæftigede med en anciennitet på mindre end ét år i 1994 fratrukket antallet af beskæftigede med mellem ét og to års anciennitet i 1995 i forhold til udgangspopulationen.

Kilde: OECD (1997)

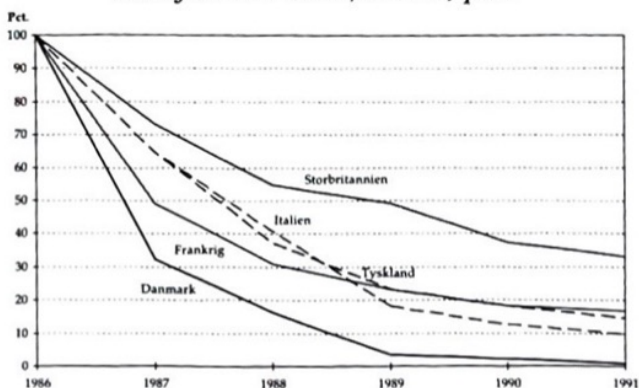
gange i efterspørgslen. Det så man både under »vækstpausen« i 1995 og i kølvandet på den asiatiske krise i 1998 og det russiske sammenbrud, der gav efterdønninger ind i begyndelsen af 1999.

Forskellige undersøgelser tyder på, at det især er på arbejdsmarkedet, at dansk økonomi er relativt velfungerende.

Således er *jobmobiliteten* i Danmark den højeste i EU sammen med Storbritannien, jf. tabel 2.

Lønmobiliteten er ligeledes høj i international sammenhæng, jf. figur 4, der viser, hvor mange lavtlønnede (defineret som fuldtidsbeskæftigede, der tjener mindre end 65 pct. af medianlønnen) som forblev lavtlønnede over en fem-årig periode.

Figur 4. Andel fuldtidsbeskæftigede som forblev lavtlønnede, pct.¹⁾



Note: 1) Lavtlønnede er her defineret som personer, der har en indkomst på mindre end 65 pct. af medianlønnen. Der er kun medtaget beskæftigede personer.

Kilde: OECD (1997).

Økonomiens omstillingsevne vedrører også adgangen til billig og risikovillig kapital, virksomhedernes organisationsformer, innovationsomfanget samt markederne for varer og tjenesters funktionsmåde.

Med hensyn til spørgsmålet om billig kapital, så er det umiddelbart indlysende, at virksomhederne i euro-området i dag har en fordel relativt til de danske som følge af rentespændet. Med deltagelse i den fælles valuta opnår danske virksomheder lige vilkår.

Samtidig går udviklingen henimod, at EU overtager en stadig stigende del af kontrollen med de store virksomheder, som på tværs af landegrænserne kan opnå dominerende positioner i det indre marked. Således har de danske fusioner i andelssektoren været vurderet af Kommissionen, og EU har også demonstreret en relativ nidkær håndhævelse af konkurrencereglerne i forbindelse med overtrædelser. I den forbindelse er det positivt, at EU ikke er moderland for multinationale selskaber og derfor er vanskeligere at påvirke end de nationale regeringer.

Hvis Danmark tilslutter sig den fælles valuta må det ventes, at priskonkurrencen på markedet for varer og tjenester bliver forøget. I den forbindelse er det værd at bemærke, at sammenligninger med andre EU-lande tyder på, at konkurrencen på markederne for varer og tjenester er forholdsvis mindre intens herhjemme, jf. bl.a. OECD (2000) samt Økonomi- og Finansministeriet (2000).

Det vil sige, at indførelse af euro i Danmark vil kunne forstærke de gevinster, der kan opnås ved en stramning af konkurrencereglerne.

Det sidste element, som skal fremhæves i diskussionen om de strukturpolitiske konsekvenser for Danmark, er den fælles valutas betydning for den offentlige sektor.⁸

Mens stabilitets- og vækstpagtens bestemmelser omkring budgetunderskuddet alene kan få betydning for et lands løbende finanspolitiske råderum, er der *intet* regelsæt vedrørende den økonomiske og monetære union eller de øvrige dele af EU-samarbejdet, der

Tabel 3. Nøgletal for den offentlige sektor i EU-landene

	Off. beskæftigelse i pct. af samlet be- skæftigelse (1997)	Budgetsaldo i pct af BNP (1999)	Ændring i off. gæld i pct. af BNP for 1994-1999, pct.point
Sverige	30,7	1,9	-13,5
Danmark	30,5	3,0	-23,9
Finland	25,1	2,3	-12,5
Frankrig	25,1	-1,8	10,1
Østrig	22,8	-2,0	-0,5
Belgien	18,7	-0,9	-18,9
Portugal	16,7 ²⁾	-2,0	-7,0
Italien	15,8	-1,9	-10,0
Tyskland	15,3	-1,2	10,9
Spanien	15,3	-1,1	0,9
Storbritannien	14,1 ¹⁾	1,2	-4,3
Holland	13,5	0,5	-14,1
Irland	12,6 ¹⁾	2,0	-35,8

Noter: 1) 1996

2) 1995

Kilde: LO (2000)

stiller særlige krav til den offentlige sektors størrelse eller niveauet for de samlede indtægter og udgifter.

I den forbindelse er det for øvrigt tankevækkende, at de tre nordiske lande i EU – Danmark, Sverige og Finland – har størst offentlig sektor, men samtidig de bedste offentlige finanser, jf. tabel 3.

I den udstrækning, der er økonomiske gevinster forbundet med deltagelse i den fælles valuta, vil det imidlertid smitte positivt af på finansieringsgrundlaget for den offentlige sektor. Lavere renter vil samtidig gøre det billigere at servicere gælden og således skabe rum for andre offentlige udgifter. Men hovedkonklusionen er fortsat, at den offentlige sektors størrelse – og niveauet for de offentlige udgifter og indtægter – i sidste ende afgøres af de enkelte lande, og de politikere, som borgerne vælger.

4. Indflydelse

og »det indre arbejdsmarked«

Hvis forbeholdet mod deltagelse i den 3. fase bliver ophævet, vil Danmark på en række områder få større indflydelse end i dag.

Det drejer sig selvfølgelig om penge- og valutakurspolitikken i euro-området, men hertil kommer, at Danmark i dag som nævnt kun har begrænset indflydelse på den del af samarbejdet, som koordineres i ECOFIN-Rådet, fordi euro-landene har skabt deres egen gruppe, der forud for hvert møde gennemgår ECOFIN's dagsorden for at identificere spørgsmål af interesse for samarbejdet om den fælles valuta.

ECOFIN-Rådet har i dag det overordnede ansvar for landenes samarbejde om at øge beskæftigelsen og stabilisere den økonomiske udvikling. I den forbindelse drøftes beskæftigelsesretningslinier, de økonomiske konver-

gensprogrammer og skattepolitiske spørgsmål.

På de øvrige områder har Danmark principielt samme indflydelse, som de andre medlemslande. Af særlig betydning er her bestemmelserne omkring det indre marked, som har til formål at sikre den fri bevægelighed for varer, tjenester, kapital og arbejdskraft i de 15 EU-lande samt de tre EØS-lande.⁹ Som led i denne målsætning træffes bestemmelser om social sikring af vandrende arbejdstagere (samt selvstændige) og deres ydelsesberettigede pårørende i medfør af artikel 42.

Reglerne er udformet således, at de vandrende arbejdstagere principielt opnår samme rettigheder som værtslandets statsborgere. Det betyder, at EU *ikke* stiller krav om indretningen af det sociale system, blot man ikke diskriminerer andre EU-borgere.

I Danmark er det ensbetydende med, at lønmodtagere fra andre EU-lande f.eks. kan optjene folkepension og modtage dagpenge i forbindelse med ledighed, sygdom og barsel. Omvendt vil danskere med arbejde i andre EU-lande opnå de tilsvarende ydelser i disse lande.

Herudover koordineres den sociale sikring af vandrende arbejdstagere ud fra »sammenlægningsprincippet« og »eksportabilitetsprincippet«. Det første indebærer, at anciennitetsoptjening til sociale ydelser følger arbejdstageren på tværs af landegrænserne, mens sidstnævnte vedrører retten til at få ydelserne udbetalt ved ophold i andre EU-lande.

Ved opgørelsen af udenlandske statsborgeres optjente rettigheder til dansk folkepension anvendes »pro-rata-princippet«, hvorefter man opnår 1/40 folkepension for hvert år, personen opholder sig i Danmark. Dermed er risikoen for »social turisme« begrænset. De

optjente rettigheder skal for øvrigt ses i lyset af, at udlændinge betaler almindelig skat i Danmark.

Koordineringen af den sociale sikring mellem landene har hidtil spillet en begrænset rolle for Danmark, hvor den især har haft betydning i den sydlige grænseregion. Med etableringen af Øresundsbroen må der imidlertid forudses et nyt stort grænseoverskridende arbejdsmarked mellem Sverige og Danmark. Også her vil EU-bestemmelserne omkring koordinering af social sikring være det bærende element i reguleringen af arbejdstagernes rettigheder.

Som led i Regeringskonferencen drøftes på baggrund af forslag fra Kommissionen en udvidelse af bestemmelserne således, at samtlige personer med opholdsret i et EU-land, inkl. tredielandes statsborgere, bliver omfattet.¹⁰ Herudover foreslås en udvidelse af anvendelsesområdet, så f.eks. udenlandske arbejdstagere også kan optjene efterløn i Danmark.

Formålet er at sikre en mere reel ligestilling mellem rettigheder og pligter for vandrende arbejdstagere, end det er tilfældet i dag, hvor dele af regelsættets grundlag stammer fra 1971. Mere reel ligestilling vil kunne øge mobiliteten på tværs af landene i det indre marked.

Kommissionen har endelig foreslået, at koordineringen omkring social sikring fremover kan vedtages med kvalificeret flertal frem for enstemmighed, som er kravet i dag. Det er dog tvivlsomt, om der bliver adgang til flertalsafgørelser, for så vidt angår forholdene for tredielandes borgere.

Samarbejdet omkring social- og arbejdsmarkedspolitikken er traktatfæstet i artiklerne 136-150, og her fremgår de sociale bestemmelser af artiklerne 136-145. Bestemmelserne vedrører begrænsede områder af landenes

samlede social- og arbejdsmarkedspolitik, og er i hovedsagen udformet som minimumsforskrifter. Dermed er landenes fordelingspolitik, og herunder muligheden for at fastsætte højere sociale standarder, overvejende et nationalt anliggende.

Der er ifølge *artikel 137*, stk. 1 mulighed for på visse begrænsede områder at træffe beslutninger med *kvalificeret flertal*:

- Arbejdsmiljø
- Arbejdsvilkårene
- Information og høring af arbejdstagerne
- Integration af personer, der er udstødt fra arbejdsmarkedet
- Lige muligheder og lige behandling af mænd og kvinder

De nævnte områder kan alene have karakter af minimumsforskrifter. De enkelte lande kan således vedtage bedre – eller mere vidtgående – bestemmelser.

Det er ikke mindst direktiverne vedrørende arbejdsmiljøet, som har fået størst opmærksomhed på det danske arbejdsmarked. Således har rammedirektivet om arbejdspladsvurdering (APV) samt forskellige direktiver om skadelige stoffer, ventilation og tunge løft på arbejdspladsen skabt højere beskyttelsesstandarder herhjemme.

I artiklens stk. 3. opridses de områder, hvor EU-landene kan træffe bindende afgørelser *enstemmigt*:

- Arbejdstagernes sociale sikring og sociale beskyttelse
- Beskyttelse ved ophævelse af arbejdskontrakt
- Repræsentation af og kollektivt forsvar for arbejdstagernes og arbejdsgivernes interesser, herunder medbestemmelse
- Beskæftigelsesvilkår for tredielandsborgere, der lovligt opholder sig på Fællesskabets område

- Finansielle bidrag til beskæftigelsesfremme og jobskabelse

De enkelte medlemslande kan dog have strengere beskyttelsesforanstaltninger, hvis de i øvrigt er forenelige med traktaten, herunder bestemmelserne om det indre marked. Det bemærkes, at f.eks. den aktive arbejdsmarkedspolitik ikke er omfattet af disse bestemmelser, men er et rent nationalt anliggende, der koordineres i henhold til beskæftigelsesretningslinierne.

For tiden drøftes et forslag om medarbejderindflydelse i aktieselskaber, som blokeres af Spanien, der ikke har regler om medbestemmelse. I forbindelse med Regeringskonferencen ventes medbestemmelse at blive overflyttet til stk. 1, så beslutninger fremover kan vedtages med kvalificeret flertal.

Ifølge Den Sociale Protokol, som blev indskrevet i Amsterdamtraktaten, kan arbejdsmarkedets parter på europæisk plan overtage Kommissionens rolle i det lovforberedende arbejde vedrørende direktivforslag på det sociale og arbejdsmarkedspolitiske område. Det foregår ved aftaler mellem arbejdstagere og arbejdsgivere i Den Sociale Dialog. Indtil videre har parterne indgået aftaler om forældreorlov, deltidsarbejde og tidsbegrænset ansættelse i regi af Den Sociale Dialog.

De igangværende drøftelser omkring udvidet koordinering vedrørende social sikring og lettere adgang til flertalsafgørelser inden for dele af social- og arbejdsmarkedspolitikken skal ses i lyset den forestående udvidelse af EU's medlemskreds. Således vil der måske om nogle år være op til 25 lande med i EU-samarbejdet.

For så vidt angår bestemmelserne omkring det indre marked samt social- og arbejdsmarkedspolitikken er EØS-landene også omfattet af de beslutninger, som EU-landene måtte nå til enighed om, selv om man ikke har stem-

Indflydelse på beslutningerne/Omfattes af beslutningerne

Samarbejde om:	Euro	EU	EØS
Pengepolitik og rentefastsættelse	ja/ja	nej/(ja) ¹⁾	nej/(ja) ¹⁾
Social sikring af vandrede arbejdstagere	ja/ja	ja/ja	nej/ja
Skattekordinering	ja/ja	(ja) ²⁾ /ja	nej/(ja) ³⁾
Arbejdsmiljø	ja/ja	ja/ja	nej/ja
Miljøbeskyttelse	ja/ja	ja/ja	nej/ja
Statsstøtte og konkurrenceregler	ja/ja	ja/ja	nej/ja
Arbejdsret	ja/ja	ja/ja	nej/ja
Koordinering af beskæftigelsespolitikken	ja/ja	(ja) ²⁾ /ja	nej/nej

- Noter:* 1) Lande uden for euro-samarbejdet påvirkes i det omfang, der tilstræbes fast valutakurs med euro-området.
 2) EU-lande uden for euro-gruppen mister indflydelse i ECOFIN.
 3) EØS-lande berøres kun af skattepolitiske foranstaltninger, der har hjemmel i bestemmelserne omkring det indre marked.

meret i EU's styrende organer. Det er prisen for at opnå toldfri og uhindret adgang til det indre marked.¹¹

EØS-aftalen indeholder i dag ca. 2.000 direktiver og retsakter. På andre områder, som f.eks. miljøbeskyttelse og statsstøtte omfatter Norge også af EU's beslutninger på samme måde som Danmark, jf. LO-Norge (2000).

Man kan derfor hævde, at EØS-aftalen på mange måder minder om et økonomisk medlemskab af EU, men uden den politiske indflydelse på beslutningerne. EØS-lande har således økonomisk adgang, men ikke politisk adgang til EU.

Det specielle for Norge er, at i det omfang Den Sociale Dialog anvendes til at fremlægge direktiver for arbejdsmarkedet, er parterne faktisk tættere på at udforme retningslinierne for norsk lovgivning end den norske regering, fordi de gennem deres medlemskab af de europæiske hovedorganisationer er med i forhandlingsdelegationerne på henholdsvis arbejdstager- og arbejdsgiversiden.¹²

5. Afrunding

Euro'en giver anledning til større fokus på strukturpolitik i EU-samarbejdet, men betydningen for Danmark vil være begrænset, fordi de politiske beslutningstagere har haft dette fokus i 18 år. Før den tid førte skiftende regeringer indkomstpolitik med indgreb i overenskomstforhandlingerne og foretog løbende devalueringer. Resultaterne var ringe og kan ikke leve op til det, som siden er opnået ved hjælp af strukturpolitikken.

På europæisk plan må man vente, at aktiv arbejdsmarkeds- og socialpolitik – mere eller mindre efter dansk forbillede – vil spille en stor rolle i politikudviklingen. Derudover vil euro'en efter alt at dømme skabe større pres for koordinering af skattepolitikken og stramninger i konkurrencereglerne, og på disse områder kan Danmark høste gevinster ved at bakke op om initiativerne.

Som det fremgår, samarbejder de europæiske lande i dag på en række områder vedrørende strukturpolitik og koordinerer borgernes adgang til velfærdsydelser.

Danmark er allerede omfattet af dette samarbejde gennem medlemskabet i EU. Det er derfor vanskeligt at udpege nogen direkte påvirkning fra afstemningsresultatet den 28. september. Ovenikøbet er det således, at store dele af det europæiske samarbejde er hjemlet i bestemmelserne omkring det indre marked, og dermed omfattes også lande uden for EU. Gennem EØS-medlemskabet er Norge f.eks. påvirket i samme omfang som Danmark vedrørende social sikring samt arbejdsmarkeds- og socialpolitik. Forskellen er blot, at Norge ikke har repræsentanter i de beslutende organer.

Embedsmænd fra Norge kan dog deltage på forskellige niveauer i forberedelsen af de direktiver, som vedrører EØS-samarbejdet. På samme måde er arbejdsmarkedets parter fra Norge repræsenteret i Bruxelles på linie med de danske. Ved forhandlinger i den sociale dialog omkring arbejdsmarkeds- og socialpolitik inddrages norsk LO formelt set i samme omfang som dansk LO på lønmodtagersiden.

Med forbeholdet over for 3. fase i det monetære samarbejde indtager Danmark en lignende paradoks position som Norge, men indflydelsestab vedrører her pengepolitik og samarbejdet om dele af den økonomiske politik, herunder indsatsen for at undgå negativ skattekonkurrence samt beskæftigelsespolitikken.

Noter

* Jeg takker for kommentarer fra Preben Karlsen, Per Klok og Jens-Christian Stougaard, alle fra LO. Pia Møller Jensen, LO, har hjulpet med at opstille manuskriptet. De udsagn, som anføres i artiklen, er ikke nødvendigvis sammenfaldende med LO's synspunkter om euro'ens virkning på strukturpolitikken.

1. Det må generelt vurderes, at landespecifikke chok vil spille en mindre rolle i fremtiden. Dels vil den fælles valuta binde økonomierne tættere sammen. Dels vil den generelle udvikling i handel og produktionsteknologi (globaliseringen) medvirke til at begrænse risikoen. Således er be-

tydningen af landbrug og tungere industri, hvor klimaforhold og lagerændringer kan give store produktionsudsving, aftagende, mens serviceproduktionens vægt er voksende. Dertil kommer, at handelen med industrivarer i stigende grad foregår inden for de enkelte sektorer, hvilket også medvirker til at begrænse landespecifikke chok, fordi landenes erhvervsstruktur nærmer sig hinanden, jf. LO (1999).

2. Spørgsmålet er så, om det ville have været muligt at erobre regeringsmagten ved det tyske »genforeringsvalg« på en politik, der sagde nej til markante forhøjelser af indkomstoverførslerne i øst eller krævede dem finansieret ved skatteforhøjelser i vest.
3. Med euro'en er de traditionelle, justerbare valutakursarrangementer i Europa – og dermed devalueringmuligheden – endegyldigt forsvundet, også for ude-landene. De enkelte lande kan foretage ændringer i de styrbare (korte) rentesatser for at signalere til de finansielle markeder, at valutaen bør depreciere eller appreciere, men der er ingen garanti for, at det vil ske. Et spekulativt angreb kan også resultere i en depreciering, men det er ikke sammenligneligt med de politisk besluttede devalueringer, Danmark foretog i slangesamarbejdet og EMS'en indtil 1982. En væsentlig forskel er, at Nationalbanken ikke vil være i stand til at styre, hvor meget kronen skal nedskrives på de finansielle markeder.
4. Det er blevet hævdet, at betydningen af det danske forbehold er overdrevet, fordi Marianne Jøved i lighed med hendes svenske, britiske og græske kollega må vente uden for døren, når euro-landenes økonomi- og finansministre mødes. Det hører imidlertid med til billedet, at embedsmændene i euro-landene på samme måde danner netværk – og for øvrigt også med ECB. Derved bliver hele forberedelsen af EU-samarbejdet omkring den økonomiske politik og beskæftigelsespolitikken også berørt af forbeholdet.
5. I Danmark har regeringen i øvrigt været opmærksom på de potentielle problemer ved at fondsfinansiere udgifter på arbejdsmarkedet gennem lønsumsbidrag. I forbindelse med *Pinsepakken* blev de tre daværende arbejdsmarkedsfonde slået sammen til een, Arbejdsmarkedsfonden. Denne fond har samme indtægtsgrundlag som de tre tidligere fonde, men den skal tillige finansiere udgifterne til førtidspension. Dermed er det sikret, at fonden ikke kommer i en overskudssituation i meget lang tid.

6. Man kan vente et tættere forløb mellem Danmarks og euro-områdets udvikling de kommende år. Euro-landene er midt i det største opsving siden slutningen af 1980'erne. Da var Danmark i »modfase« med faldende beskæftigelse, men i dag har økonomien herhjemme foretaget »en blød landing«, og derfor er der udsigt til en periode med moderat fremgang i beskæftigelsen ovenpå halvfemsernes højkonjunktur.
7. Foruden de her nævnte tiltag kan fremhæves AM-BI-omlægningen i 1988, Finansloven for 1996 (bl.a. stramninger i arbejdsmarkedspolitikken og afskaffelse af overgangsydelsen) samt efterløn reformen fra finanslovaftalen for 1999.
8. Den offentlige sektor kan rent økonomisk begrundes med stordriftsfordele i f.eks. uddannelses-, sundheds- og socialvæsen. Herudover spiller den offentlige sektor i forening med de offentlige udgifter og indtægter en stabiliserende rolle i den økonomiske udvikling – ikke mindst for små åbne økonomier. Dermed reduceres de velfærdstab, der er forbundet med tilpasninger efter negative chok.
9. Norge, Island og Lichtenstein. Schweiz stemte ved en folkeafstemning i 1992 imod deltagelse i EØS-samarbejdet. Siden har Schweiz i 1998 lavet syv aftaler med EU, som dækker dele af EØS-aftalen.
10. Danmark bestemmer selv, hvem der skal have opholdsret og arbejdstilladelse i Danmark.
11. *Samtlige* lande i Norden koordinerer således i dag den sociale sikring for vandrende arbejdstagere efter de af EU udstukne retningslinier. I den forbindelse er det interessant, at der i dag bor flere EU-borgere i Norge, end der bor udenlandske

EU-borgere samt Nordmænd i Danmark, jf. Hofman (2000).

12. De norske lønmodtagerorganisationer har dog generelt nedsat indflydelse i den Europæiske Faglige Sammenslutning. Det gælder bl.a., når der diskuteres overenskomstkoordinering og indspil til den makroøkonomiske dialog. Dansk og svensk LO har for øvrigt heller ikke samme indflydelse som euro-landenes organisationer.

Litteratur

- Calmfors, Lars (2000), »EMU och arbetslösheten«, s. 117-132, Ekonomisk Debatt 2, Stockholm.
- Carling, Alf, Olle Djerf, Eugenia Kazamaki Ottersten og Henry Olsson (2000), »EMU-medlemsskabets betydning för svensk lönebildning«, s. 133-142, Ekonomisk Debatt 2, Stockholm.
- Hofman, Henrik (2000), »Euro og sociale sikringsordninger«, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd.
- DIW (1997), »Lohnpolitik in der Europäischen Währungsunion«, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik 234, 1/1997.
- LO (1999), »Beskæftigelse og fælles mønt«, København.
- LO (2000), »Danmark og den fælles valuta«, København.
- LO-Norge (2000), »Brussel Rapport – Nummer 2«.
- OECD (1997), »Employment Outlook 1997«, Paris.
- OECD (1999), »EMU: Facts, Challenges and Policies«, Paris.
- OECD (2000), »EMU – One year on«, Paris.
- Økonomi- & Finansministeriet (2000), »Danmark og euroen«, København.

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 ØMUen 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 ØMUen. 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 varemærkerne 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 arbejds- omkostninger 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 samhandels partnere. 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 imødekommende 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 værdipapirer. 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 suverænitæt 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 fordelagtigt 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.

Danmark og euroen: Konsekvenser for finanspolitikken?

Svend E. Hougaard Jensen* og Robert R. Dogonowski,**

1. Indledning

I diskussionen om Danmarks eventuelle tilslutning til ØMU'en spiller det en afgørende rolle, hvordan mulighederne for at føre en selvstændig finanspolitik vil blive påvirket. Herom handler denne artikel. Vi starter med at se på, hvad Maastricht-traktaten og ikke mindst den såkaldte Stabilitets- og Vækstpagt (herefter blot stabilitetspagten) *formelt* indebærer af restriktioner på medlemsstaternes finanspolitik (afsnit 2). Dernæst prøver vi kort at vurdere, hvilke økonomiske begrundelser der kan være for at indføre politikbestemte bindinger på finanspolitikken i en monetær union (afsnit 3). Dette fører os videre til spørgsmålet, om stabilitetspagten *reelt* vil begrænse medlemslandene i mulighederne for at føre en konjunkturudjævrende økonomisk politik (afsnit 4). Vi belyser dette i form af dels et historisk tilbageblik på de offentlige finanser i en række EU-lande, dels et forsøg på at vurdere, om det med stabilitetspagten ville have været muligt for Danmark at gennemføre den såkaldte kickstart af økonomien i 1993. Herefter tager vi fat på nogle mere langsigtede aspekter af de offentlige finanser, herunder om det uden at bryde med stabilitetspagten er muligt at absorbere de forventede stigninger i de offentlige udgifter som følge af forskydninger i befolkningens

alderstruktur (afsnit 5). Udover et demografisk bestemt pres på de offentlige udgifter må der på mellemlangt sigt forventes en forstærket tendens til skatteharmonisering i takt med den stigende europæiske integration. På den baggrund forsøger vi at vurdere, om dette dobbeltpres på de offentlige finanser betyder, at vi kun kan overholde stabilitetspagten, hvis vi vinker farvel til velfærdssamfundet (afsnit 6). Endelig afrundes artiklen i afsnit 7.

2. Stabilitetspagten

Maastricht-traktatens bestemmelser om, at budgetunderskuddet og den offentlige gæld højst må udgøre hhv. 3 procent og 60 procent af BNP, blev oprindeligt formuleret som finanspolitiske krav til lande, der ønskede at tilslutte sig ØMU'en (»entry conditions«). Stabilitetspagten kan opfattes som en opfølgning på disse konvergenskrav, idet den kun er direkte relevant for lande, som *er blevet* medlemmer af ØMU'en. Det blev tydeligt kort tid efter, at Maastricht-traktaten var blevet underskrevet, at de finanspolitiske stabilitetsregler var for vage og uklare, og at der derfor var behov for en opstramning (»enforcement procedure«).

Stabilitetspagten blev oprindeligt lanceret af den daværende tyske finansminister Theo

Waigel i 1995 og blev senere vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i 1997. Den har karakter af en præcisering af teksten i Maastricht-traktaten, om end den ikke formelt er en del af traktaten. Kernen i stabilitetspagten er en erklæring fra stats- og regeringscheferne om, at medlemslandene er forpligtet til at føre en finanspolitik, som på mellemlangt sigt sikrer balance eller et mindre overskud på de offentlige finanser. Dette er fulgt op med en hensigtserklæring om, at der i tilfælde af et ekstraordinært stort budgetunderskud i et medlemsland skal tages initiativ til at korrigere herfor så hurtigt som muligt og helst inden for et år. Netop på dette punkt er stabilitetspagten udtryk for en markant opstramning i forhold til Maastricht-traktaten. Derudover erklæres det, at der kun undtagelsesvist vil blive dispenseret fra denne regel, nemlig hvis et for stort underskud i et medlemsland skyldes en dyb recession.

Disse erklæringer er uddybet i en til stabilitetspagten knyttet forordning, som handler om, hvad der skal ske, hvis budgetunderskuddet overstiger 3 procent af BNP. Mens dette oprindeligt blev formuleret som et krav for optagelse i ØMU'en, og hvor manglende opfyldelse derfor i princippet ville indebære, at man ikke kunne optages i unionen, så er det nu blevet præciseret, hvad »straffen« for manglende overholdelse er, hvis man først er blevet medlem af ØMU'en (»revised excessive deficit procedure«):

Som hovedregel skal et land, hvis finanspolitik ikke lever op til de omtalte krav, indbetale en rentefri deponering til EU. Denne sanktion består dels af et fast grundbeløb (0.2 procent af BNP) samt et variabelt beløb (0.1 procent af BNP pr. procentpoint, som underskuddet overstiger 3 procent af BNP), som tilsammen maksimalt kan udgøre 0.5 procent af BNP. Straffen består således reelt i et rentetab. Hvis Danmark fx skulle få et budgetunderskud på 4 procent af BNP, ville vi blive pålagt at deponere 3-3½ mia. kr. i EU, indtil underskud-

det var bragt ned. Derudover kan et land, der sanktioneres i henhold til de formelle ØMU bestemmelser, forvente en straf i form af markedets reaktion, dvs. en risikopræmie og dermed en højere rente. Hvis ingen af disse sanktioner fører til en mere ansvarlig finanspolitik, vil den rentefri deponering blive afløst af en bod. De relevante beslutninger om finansielle sanktioner træffes i Rådet af finans- og økonomiministre (ECOFIN).

Det er her værd at bemærke, at kravet om, at den offentlige gæld ikke må overstige 60 procent af BNP, *ikke* er en eksplicit del af sanktionsgrundlaget i stabilitetspagten, selv om denne gældsnorm stadigvæk er indeholdt i Maastricht-traktaten. Kombinationen af en erklæring om i princippet at ville føre en »balanceret-budget-politik« på det mellemlange sigt og muligheden for at have endog ret betydelige budgetunderskud i et enkelt budgetår kan opfattes som et forsøg på at forene hensynet til, at finanspolitikken *både* skal være holdbar og give plads til en stabiliseringspolitisk funktion. I den forbindelse kan man rejse det mere fundamentale spørgsmål, hvorfor der i stabilitetspagten er sket en betoning af budgetunderskuddet fremfor den offentlige gæld. Dette er ikke mindst uklart i betragtning af, at behovet for restriktioner på finanspolitikken ofte begrundes med, at der uden disse for det første kan være et incitament til for et land at stifte for stor gæld ud fra en formodning om, at de andre medlemslande vil »hjælpe« i sidste ende (»bail-out«) og for det andet en risiko for, at en for stor gæld fører til et højere renteniveau og dermed udløser en pengepolitisk stramning, som kan føre til et dårligt »mix« af finans- og pengepolitik. Begge disse hensyn ville imidlertid bedst blive varetaget via en gældsnorm, men den løsning er altså ikke blevet valgt i stabilitetspagten.

Der har indtil nu ikke været tilfælde af budgetoverskridelser, som har udløst finansielle sanktioner. Det kan derfor være svært at vur-

dere, hvad disse regler vil komme til at betyde i praksis. Hvis et medlemsland bryder budgetnormen, er det nemlig alligevel ikke givet, at det vil blive fortolket som et resultat af en uansvarlig finanspolitik. Det er således bestemt, at hvis et stort budgetunderskud følger i kølvandet på en alvorlig recession (defineret som et årligt fald i det reale BNP på 2 procent eller mere), vil der ikke blive iværksat sanktioner. Hvis derimod det årlige fald i BNP ligger i intervallet 0.75 og 2 procent, vil det være op til ECOFIN at afgøre spørgsmålet om den relevante straf.

I praksis vil der ganske givet komme en række grænse- eller tvivlstilfælde. Så længe der ikke har været konkrete tilfælde af budgetoverskridelser, som har udløst sanktioner, er det svært at vide, om fortolkningen af stabilitetspagtens bestemmelser vil blive meget håndfast eller mere »elastisk«. Generelt må man regne med, at der vil indgå et »politisk« element i vurderingen af, om afvigelseklausulerne skal træde i kraft. I nogle tilfælde kan man forestille sig, at fortolkningen bliver resultatet af et forhandlingsspil mellem den Europæiske Centralbank (ECB) og ECOFIN. Og i andre situationer kan det muligvis blive udslagsgivende, om det er et stort eller et lille land, der får budgetmæssige problemer.

Det centrale spørgsmål er, om der fortsat vil være mulighed for at føre en konjunkturmodløbende finanspolitik. Endnu mere konkret kunne man spørge, om det med fuldt ØMU-medlemskab ville have været muligt for Danmark at gennemføre den såkaldte kickstart af økonomien, som fandt sted i 1993. Dette er emnet for afsnit 4. Forinden skal vi se lidt nærmere på, hvilke holdepunkter der er for regel-baserede begrænsninger på det finanspolitiske råderum.

3. Er det nødvendigt med finanspolitiske regler?

Man kan spørge, om der overhovedet er behov for finanspolitik til stabilisering af øko-

nomien i en monetær union? Hvis man baserer sin verdensopfattelse på antagelser om, at virksomheder og husholdninger er meget rationelle, og at markederne tilpasser sig meget hurtigt til udefrakommende forstyrrelser, vil svaret typisk være »nej«. Uligevægte (som fx ufrivillig arbejdsløshed) vil være sjældne, og der vil kun være en begrænset rolle for stabiliseringspolitik, også selvom valutakursinstrumentet er bortfaldet. Den indbyggede stabiliseringsevne i økonomien (herunder løn- og prisfleksibilitet, international mobilitet af kapital og arbejdskraft, m.v.) vil være stærk nok til at sikre, at det begrænsede økonomisk-politiske råderum, som ØMU'en efterlader, ikke er noget problem.

En version af denne tankegang er såkaldt »ricardiansk ækvivalens«, ifølge hvilken enhver ændring i statens finansieringsprofil vil blive neutraliseret af en tilsvarende ændring i den private sektors opsparing og derfor ikke vil have nogen realøkonomisk effekt. Dette resultat holder kun under meget restriktive forudsætninger, herunder at alle skatter og transfereringer er lump sum, og at de private agenter i princippet har uendelig tidshorisont med den konsekvens, at der ikke sker omfordeling af indkomst mellem generationer. Ricardiansk ækvivalens er næppe empirisk relevant. I analyser, der ikke bygger på antagelser om ricardiansk ækvivalens, bliver konklusionen derfor også typisk, at det er *optimalt* at indrette skatte- og udgiftspolitikken på en sådan måde, at det offentlige budget virker konjunkturmodløbende.¹

I sammenligning med fx USA opfattes arbejdsmarkedet i Europa generelt som ret ufleksibelt, både med hensyn til løndannelsen og arbejdskraftens mobilitet på tværs af landegrænser. Sidstnævnte har sikkert at gøre med store sproglige og kulturelle barrierer, som måske vil blive mindre med årene. Som påpeget af den såkaldte teori om optimale valutaområder, der blev udviklet i 1960'erne, kan det under sådanne forhold være meget

nyttigt at have valutakursinstrumentet til stabiliseringsformål. Hvis også valutakursinstrumentet forsvinder, desto vigtigere må finanspolitikken derfor formodes at blive som makroøkonomisk stabiliseringsinstrument.

Et nærliggende spørgsmål er således, om finanspolitikken burde »frigives«, så de enkelte ØMU-lande helt uden indblanding fra overnationale myndigheder selv kan bestemme såvel niveauet som sammensætningen af deres offentlige indtægter og udgifter. Eller er det tværtimod nødvendigt med en supranational finanspolitisk myndighed i stil med ECB på det pengepolitiske område (»fiscal federalism«)?² Eller er der behov for en mellem løsning i stil med stabilitetspagtens regler? Det ville føre for vidt her at gå ind i en diskussion af hver af disse muligheder, så vi koncentrerer os om begrundelserne for den sidstnævnte model, der faktisk er vedtaget.

De finanspolitiske begrænsninger i Maastricht-traktaten og stabilitetspagten hører formentlig til blandt de mest diskuteret økonomiske emner i nyere tid.³ Som allerede nævnt er der med stabilitetspagten søgt at tage hensyn til såvel finanspolitikken holdbarhed (budgetbalance på mellemlangt sigt) som stabiliseringsfunktion (budgetunderskuddet må udgøre op til 3 procent af BNP). Hvorfor har man valgt grænserne ved hhv. 3 procent og 60 procent af BNP? Svaret er vel meget pragmatisk, nemlig at disse var politisk acceptable! Deri lå sikkert også en vurdering af, at det (i hvert fald for hovedaktørerne) ville være muligt at leve op til disse krav. Derudover kan der være et argument baseret på simpel algebra: et budgetunderskud på 3 procent af BNP vil netop være foreneligt med et gældsforhold på 60 procent, hvis den nominelle vækstrate i økonomien er 5 procent (fx 3 procent real vækst og 2 procent inflation).

Derudover kan der anføres nogle »dybere« økonomiske argumenter for at begrænse det finanspolitiske råderum. For det første kan

der være en afledt effekt fra finanspolitikken på pengepolitikken. Hvis fx et eller flere lande engagerer sig i en betydelig ekspansiv finanspolitik, kan centralbanken blive tvunget til at imødegå dette gennem en strammere pengepolitik. Pointen er, at der i fravær af finanspolitiske regler kan være risiko for et uhensigtsmæssigt »mix« af penge- og finanspolitik. For det andet har det været nævnt, at et enkelt lands engagement i ekspansiv finanspolitik kan føre til et uønsket højere renteniveau for alle medlemmer af unionen. For det tredje kan der være et free-rider problem i den forstand, at nogle lande fører en uholdbar finanspolitik med den bagtanke, at andre medlemslande direkte vil gå ind med eksempelvis kaution eller indirekte ved at skabe et inflationspres for hele den monetære union. Endelig kunne der beskyttes mod det forhold, at det politiske system undertiden lider af »myopia« i den forstand, at politikerne ikke nødvendigvis tager højde for, at systematiske budgetunderskud skaber en stadig større offentlig gæld. Dette syn kunne blive forværret ved overgang til en monetær union, hvor crowding-out effekterne af ekspansiv finanspolitik bliver mindre. Fælles for de nævnte hensyn er, at en gældsnorm forekommer mere hensigtsmæssig end den norm for budgetunderskuddet, som er indeholdt i stabilitetspagten.

4. Bliver stabilitetspagten et snærende bånd?

Vil stabilitetspagten *reelt* begrænse det finanspolitiske manøvrerum? En simpel måde at vurdere dette på er ved at se tilbage i tiden: har der historisk været situationer, og i givet fald hvor ofte, hvor budgetnormen ville have været bindende?

Ved at betragte de observerede budgetændringer (baseret på OECD-data) i perioden 1970-1996 for alle nuværende EU-lande, vil man konstatere, at i omkring 10 procent af tilfældene forværres budgettet med mere end 3 procentpoint, og i 13 procent af tilfældene

forværres budgettet med 2-3 procentpoint.⁴ Det betyder, at hvis de pågældende landes udgangspunkt har været et balanceret budget, ville der i over 20 procent af tilfældene være opstået situationer, hvor budgetnormen enten blev overskredet eller var tæt på en sådan overskridelse.

Ovenstående betragtningssmåde har bl.a. den svaghed, at det ikke er muligt at vurdere, om de nævnte budgetforværringer kan henføres til konjunkturudviklingen (der påvirker budgettet via automatiske budgetkomponenter) eller til diskretionære indgreb. Vi vil derfor også vurdere betydningen af budgetnormen ved at fokusere på effekten fra de automatiske budgetkomponenter. Disse kaldes også for stabilisatorer i de tilfælde, hvor de afledte udgifter og indtægter er modcyklisk indrettet. For mange – eksperter såvel som beslutningstagere – vil en positiv holdning til stabilitetspagten være betinget af, at det fortsat er muligt at lade de automatiske stabilisatorer råde. Det er kendt, at de europæiske lande har meget konjunkturfølsomme offentlige budgetter: gennemsnitligt vil budgetunderskuddet i EU-landene som helhed blive forværret med 0.5 procentpoint, hvis BNP falder med 1 procent. Og for lande som Danmark (0.7), Sverige (0.9) og England (0.6) er det offentlige budget endnu mere følsomt.⁵

Tabel 1 viser budget følsomheden for euro-landene delt op på indtægtssiden, udgiftssiden og den samlede følsomhed.

Med dette kendskab til budgettets konjunkturfølsomhed er det muligt at vurdere de såkaldte »kritiske output gaps«. Et output gap defineres som den relative afvigelse fra den gennemløbende trend i output og er således et mål for konjunkturcyklens størrelse i forhold til en »normal« periode. Det kritiske output gap angiver den maksimale (negative) afvigelse fra trenden, som kan ske, uden at budgetnormen overskrides – givet at der gennemsnitligt er et balanceret budget. Desto la-

*Tabel 1. Det offentlige budgets
cykliske følsomhed i EU
1995, 1 procent ændring i BNP*

	Effekt på indtægt/BNP	Effekt på udgift/BNP	Effekt på budget/BNP
Danmark	0,5	-0,3	0,7
Sverige	0,6	-0,2	0,9
England	0,5	-0,2	0,6
Tyskland	0,4	-0,1	0,5
Grækenland	0,3	-0,1	0,4
Spanien	0,5	-0,2	0,6
Frankrig	0,5	-0,1	0,5
Irland	0,4	-0,2	0,5
Italien	0,3	-0,1	0,5
Luxenborg	0,4	-0,2	0,6
Holland	0,5	-0,2	0,8
Østrig	0,4	-0,1	0,5
Portugal	0,4	-0,1	0,5
Finland	0,5	-0,2	0,6
Belgien	0,5	-0,1	0,6

Kilde: EU-Kommissionen (1997)

vere den kritiske værdi er, desto stærkere er de automatiske stabilisatorer. For Danmark er denne kritiske værdi beregnet til 4.3 procent, hvilket er betydeligt lavere end for de fleste andre EU-lande, se tabel 2.

Tabel 2 indeholder de største observerede negative output gaps for perioden 1970-1995 for alle EU-landene. Af tabellen fremgår dels størrelsen og dels året, hvori de pågældende observationer er gjort. Beregningen af den såkaldte underliggende trend i output er gennemført ved hjælp af to forskellige statistiske metoder. Den yderste kolonne viser de kritiske output gaps. Hvis begge de beregnede output gaps overskrider den kritiske værdi, vurderer vi, at man med meget stor sikkerhed kan sige, at en overskridelse af budgetnormen ville have fundet sted det pågældende år. Det bemærkes, at kun ét land – Finland – har været udsat for en økonomisk tilbagegang af en sådan karakter, at den automatiske budgetforværring ville have ført til en overskri-

Tabel 2. Størrelsen af de negative output gaps og deres kritiske værdier, 1970- 1995

Land	Split time-trend metode		Smoothing GDP using HP filter		Kritiske output gaps givet 3 pct kriteriet
	Værdi	År	Værdi	År	Kritiske værdi
Danmark	4.1	1993	3.2	1975	4.3
Sverige	3.2	1993	2.9	1993	3.3
England	4.2	1993	3.9	1982	5.0
Tyskland	3.6	1975	3.5	1975	7.5
Grækenland	4.7	1974	3.6	1974	7.5
Spanien	3.7	1995	2.3	1986	5.0
Frankrig	6.0	1994	2.3	1993	6.0
Irland	5.1	1976	4.3	1976	6.0
Italien	5.0	1994	3.5	1975	6.0
Holland	3.2	1975	2.6	1982	3.7
Østrig	2.6	1993	2.0	1987	6.0
Portugal	5.7	1975	5.8	1975	6.0
Finland	7.0	1993	6.4	1993	5.0
Belgien	2.7	1987	1.9	1987	5.0

Note: De kritiske værdier er baseret på 3 procent budget kriteriet og er beregnet med elasticiteten af budget/BNP i forhold til BNP givet fra EU-Kommisionens Annual Economic Report (1997).

Kilde: Giorno et al. (1995).

delse af budgetnormen. Men det er også værd at bemærke, at hvis den såkaldte »Split time-trend« metode lægges til grund for beregningerne, har seks andre lande – Italien, Frankrig, Irland, Portugal, Sverige og Danmark – været meget tæt på at komme i konflikt med budgetnormen. For Danmark er »worst case« året 1993, der som bekendt markerer slutåret for en lang lavkonjunktur i dansk økonomi.

Konklusionen er således, at historiske erfaringer ikke giver belæg for at hævde, at stabilitetspagten vil forhindre de automatiske stabilisatorer i at virke i år med tilbageslag i økonomien. Men balancen er hårfin, og råderummet for diskretionære initiativer kan for en lang række lande blive meget begrænset. Man kan også sige, at den automatiske budgetreaktion ikke kan »tåle« at blive ret meget stærkere i nogle ØMU-lande, uden at budgetnormen vil blive opfattet som et snærende

bånd. Vi ved imidlertid ikke ret meget om, hvordan overgangen fra EMS'en til ØMU'en vil påvirke det fiskale system. Vil et sådant regimeskift påvirke styrken af de automatiske stabilisatorer? Vil det reducere styrken af de stød, som en moderne økonomi fra tid til anden vil blive udsat for? Vil det medvirke til at gøre sådanne stød mere symmetriske, dvs. minde lande-specifikke? Svarene kender vi desværre ikke endnu.

I rapporten »Danmark og euroen« (Økonomiministeriet og Finansministeriet, 2000) diskuteres det, om Danmark ville have kunnet gennemføre kickstarten af dansk økonomi i 1993, hvis budgetnormen havde gjaldt på daværende tidspunkt. Rapportens konklusion er et såkaldt *overvejende ja*, som baseres på både verbal argumentation og simulation af renteniveauet i den hypotetiske situation, at der i 1993 eksisterede en ØMU, som Danmark var medlem af.

I rapporten vurderes det, at den korte rente i så fald ville have været 6 procentpoint lavere og beskæftigelsen 25.000 personer højere. Denne vurdering forekommer at være ganske optimistisk. I rapporten argumenteres der for, at ECOFIN ville have advaret den danske regering om udviklingen i den offentlige saldo, således at regeringen kunne nå at justere den økonomiske politik i god tid. Set i lyset af et samlet offentligt budgetunderskud i 1993 på 3,0% af BNP,⁶ mener vi, at der allerede dengang var meget stor fokus på problemstillingen, og at en ECOFIN advarsel næppe ville have ændret meget i den pågældende situation. Udfordringen ligger i, at store dele af ændringerne i det offentlige budget er drevet af automatiske budgetkomponenter (eksempelvis dagpenge, indkomstskatter, bilskatter og moms), som det kræver strukturelle reformer og langsigtet planlægning at justere på. Sådanne reformer er siden hen i vid udstrækning gennemført, men det tager tid for dem at slå igennem på budgettet.

Hvis man alligevel skal forsvare, at kickstarten ikke ville have kollideret med stabilitetspagten, kan det nævnes, at store dele af initiativerne i 1993 var knyttet til den særlige kreditpolitiske liberalisering, hvor bl.a. konvertering af realkreditlån og forlængelse af løbetider fandt sted. Dette stimulerede privatforbruget og investeringerne, men det havde ikke så meget med finanspolitik at gøre og påvirkede derfor ikke umiddelbart det offentlige budget. Hvis den form for i øvrigt succesfuld kickstart af økonomien skulle støde på problemer i forhold til EU, ville begrænsningen næppe være i forhold til stabilitetspagten, men snarere andre dele af systemet (eksempelvis ECB), som formentlig ville have advaret mod kreditpolitisk liberalisering.

Vores konklusion er derfor nok en mere afdæmpet optimisme i forhold til muligheden for at kickstarte økonomien i 1993. Det kan naturligvis i sig selv være interessant at se på, hvad stabilitetspagten ville have frembudt af

begrænsninger, hvis den var blevet »lagt ned over« et historisk forløb, hvor den ikke var gældende. Mere interessant er det imidlertid at vurdere, hvilke problemer stabilitetspagten kan få set i et fremadrettet perspektiv. Dette er emnet for det næste afsnit.

5. Kan stabilitetspagten overholdes på længere sigt?

De senere års økonomiske fremgang i en række europæiske lande har ført til en forbedret stilling af de offentlige finanser. Imidlertid er den gennemsnitlige gældskvote stadigvæk et pænt stykke over det kritiske niveau i henhold til Maastricht-traktaten. Således fremgår det af en nylig EU-opgørelse (Eurostat EURO Indicators, september 1999), at den gennemsnitlige gældskvote i EU-landene er 69.5 procent, og for euro-landene er den endnu højere, nemlig 73.8 procent.

Der eksisterer efterhånden flere analyser af gældsproblematikken i Europa. Et fællestræk ved disse analyser er, at der hersker betydelig bekymring med hensyn til finanspolitikens holdbarhed. Et nyere økonometrisk studium baseret på udviklingen i de offentlige finanser igennem de seneste 25 år viser, at denne ikke er forenelig med overholdelse af den offentlige sektors solvensbetingelse.⁷ Dette studium bygger alene på historiske data. Vurderinger af finanspolitikens holdbarhed baseret på eksplicit inddragelse af den forventede fremtidige udvikling giver imidlertid et endnu mere pessimistisk billede af situationen. Det er efterhånden velkendt, at stort set alle lande står over for en demografisk betinget vækst i de offentlige udgifter til ældre. Dette har ført til konklusioner om, at det nuværende skattetryk ikke er højt nok til at finansiere den forventede vækst i de offentlige udgifter ved uændret gældskvote. Således når et nyt europæisk studium frem til, at hvis der tages højde for den implicitte gæld, der ligger i pensionsforpligtelserne og andre udgifter

knyttet til de ældre, så er den gennemsnitlige *reelle* gældskvote i Europa snarere 130 procent, dvs. dobbelt så stor som den officielt registrerede gæld.⁸

Inden vi ser på perspektiverne for euroens holdbarhed i lyset af disse udsigter, lad os først se lidt nærmere på, hvori den fiskale krise består. Den mest avancerede metode til belysning heraf er det såkaldte generationsregnskab. Dette giver et bud på, hvad forskellige nulevende og fremtidige generationer skal betale i nettoskatter (skatter minus transferinger) i resten af deres levetid. I et basisforløb forudsættes uændret finanspolitik, men konsekvenserne af forskellige scenarier kan også beregnes. Man taler om generationsmæssig balance, hvis en nyfødt i dag skal betale lige så meget som en person, der fødes i fremtiden – naturligvis med korrektion for økonomisk vækst i perioden mellem de to personers fødselstidspunkt. Kernen i den fiskale krise er en generationsmæssig ubalance, som viser sig ved, at fremtidige generationer må regne med en væsentligt højere nettoskattebetaling end nulevende generationer. I så fald kan man rejse tvivl om finanspolitikens

holdbarhed. Dette kan betyde en væsentlig trussel mod ØMU'en, fordi medlemslandene med stor sandsynlighed vil stå over for enten at skulle forhøje skatterne eller sænke de offentlige udgifter i en så stor skala, som det kan vise sig særdeles vanskeligt at skaffe politisk opbakning til.⁹ Hvor store tilpasningskrav, der er tale om, har vi søgt at vise ved hjælp af tabel 3.

For samtlige EU-lande er her vist, hvor store permanente reduktioner i de offentlige udgifter (enten i det offentlige forbrug eller indkomstoverførslerne), eller hvor store permanente skattestigninger (enten i samtlige skatter eller blot indkomstskatterne), der er nødvendige for at opnå generationsmæssig balance og dermed finanspolitisk holdbarhed. Det fremgår, at i 9 ud af 14 lande ville det være nødvendigt at sænke det offentlige forbrug med mere end 20 procent for at opnå generationsmæssig balance. Tilpasningen kan også ske i form af stramninger på indtægtssiden, hvilke dog næppe vil være meget mere populært. At der i Frankrig er behov for en permanent stigning i indkomstskatteprovenu-

Tabel 3. Nødvendig tilpasning af finanspolitikken for at opnå generationsmæssig balance

Land	Nedskæring i off. forbrug (pct.)	Nedskæring i off. transferinger (pct.)	Stigning i det samlede skatteprovenu (pct.)	Stigning i provenuet indkomstskat (pct.)
Belgien	12,4	4,6	3,1	10,0
Danmark	29,0	4,5	4,0	6,7
Finland	67,6	21,2	19,4	50,8
Frankrig	22,2	9,8	6,9	64,0
Holland	28,7	22,3	8,9	15,6
Irland	-4,3	-4,4	-2,1	-4,8
Italien	49,1	13,3	10,5	28,2
Portugal	9,8	7,5	4,2	13,3
Spanien	62,2	17,0	14,5	44,9
Storbritannien	9,7	9,5	2,7	9,5
Sverige	50,5	18,9	15,6	41,9
Tyskland	25,9	14,1	9,5	29,5
Østrig	76,4	20,5	18,4	55,6

Kilde: Ferguson og Kotlikoff (2000).

et på næsten to tredjedele (!) viser, at det ikke er små tilpasningskrav, der er tale om. Det er tydeligt, at de her rapporterede krav til ændret finanspolitik afviger i meget høj grad fra de balanceproblemer, der fremkommer, hvis der tages udgangspunkt i de konventionelle budget- og gældsmål. Det er dog bemærkelsesværdigt, at Danmark ligger helt i top mht. styrken af de offentlige finanser. Denne topplacering bliver endnu mere markant, når der tages hensyn til de seneste års fremgang i dansk økonomi og til, at der i den offentlige sektor i Danmark er et stort implicit aktiv i form af udskudte skatter i forbindelse med den private pensionsopsparring.

Det er vigtigt for os at understrege, at disse forhold ikke er noget argument *imod* euroen som sådan. Tværtimod kan et stærkere samarbejde om den økonomiske politik i Europa være et middel til bedre at modstå de store udfordringer, der tegner sig. Men man skal ikke undervurdere det pres, der kan komme på såvel stabilitetspagten som på ECB, hvis ØMU-landene ønsker at ty til inflation som middel til at slippe af med de store forpligtelser.

6. Kan velfærdsstaten overleve i Euroland?

Dansk tilslutning til euroen ændrer ikke direkte på indretningen af velfærdsstaten. I ØMU'en er der således ingen traktatmæssige forpligtelser eller andre love vedrørende den offentlige sektors størrelse eller sammensætning af de offentlige indtægter og udgifter.

Når vi alligevel finder det relevant at belyse sammenhængen mellem velfærdsstaten og euroen, skyldes det, at deltagelse i ØMU'en formentlig vil sætte yderligere fart på den europæiske integration. Dette vil især komme til udtryk i form af øget mobilitet af arbejdskraft og kapital, hvilket vil påvirke præmisserne for velfærdsstatens indretning. Emnet bliver ikke mindre relevant i betragtning af,

at 4 ud af 10 danskere tilsyneladende mener, at EU vil betyde farvel til velfærdsstaten.¹⁰

Velfærdsstaten forbindes normalt med en stor omfordeling af ressourcer. Derimod er velfærdsstaten i befolkningen mindre kendt for dens forsikringsfunktion. På samme måde som et forsikringsselskab efter hver periode omfordeler præmiebetalingerne fra de heldige kunder til de uheldige, så omfordeler staten ressourcer efter fastlagte kriterier, fx fra folk i arbejde til arbejdsløse. I modsætning til forsikringsselskaber på det private marked kan staten ved lov tvinge befolkningen i et land til at deltage. Dette er særlig nyttigt i markeder, hvor der let opstår adverse selection. I markeder, hvor der opkræves en identisk præmie fra alle (fx via indkomstskattesystemet), kommer adverse selection til udtryk ved, at personer med en høj risikoprofil vil deltage med glæde, mens folk med lav risiko vil forsøge at undgå deltagelse.

I praksis vil en øget europæisk integration betyde, at det bliver lettere at flytte til udlandet, og personer med en lav risikoprofil (fx de højtuddannede) vil i højere grad forlade landet for en periode og vende tilbage, når deres behov for forsikringsdækning bliver højere. I lyset heraf har flere økonomer peget på, at den økonomiske integration kan reducere de gevinster, der har været ved samfundsmæssige forsikringsordninger à la velfærdsstaten.¹¹

Med udgangspunkt i det danske velfærdssystem nuværende indretning med et rigt udvalg af ydelser for danske statsborgere vil der med deltagelsen i ØMU'en komme et pres på en definition af, hvem man er solidarisk med. Fra at være solidarisk med dem man deler nationalitet med, vil det blive mere relevant at være solidarisk med dem, som man bor sammen med. Vil det betyde en væsentlig vækst i de offentlige udgifter i Danmark? Det er svært at vide. Dertil kommer, at det er svært at udskille euroens særskilte betydning for

denne ændring i betingelserne for velfærdsstaten. Hvis vi ønsker at opretholde »det gode gamle« system, er det formentlig nødvendigt helt at bryde med EU og tage skrappe isolationistiske midler i anvendelse.

Konkurrence mellem euro-landene om skattesystemets indretning kan føre til en udhulning af visse skattebaser og dermed vil dele af finansieringsgrundlaget for de offentlige udgifter være truet. En begrænsning af denne konkurrence vil være relevant, hvis man ønsker en stor offentlig sektor, og dette kan opnås ved et øget økonomisk politisk samarbejde og koordination af skattepolitikken på europæisk plan. Det må forventes, at et ØMU-medlemsskab vil forbedre mulighederne for reel indflydelse.

For de enkelte nationalstater kan konkurrence på velfærdsydelser betyde, at man vil prøve at tiltrække de rige og tilbyde langt mindre til de fattige. Sådant en proces vil være begyndelsen til enden for velfærdsstaten. På Det Europæiske Råds møde i Lissabon i marts dette år blev der da også sat øget fokus på fordelene ved aktive velfærdsstater, og en beskyttelse af disse vil kræve mere og ikke mindre samarbejde i Europa. Dette synspunkt støttes af, at man i de andre EU-lande ser EU-samarbejdet som et vigtigt redskab til at *forsvare* velfærdsstaten og til at undslippe globaliseringens dilemma.¹² Dilemmaet er, at globaliseringen giver nye velstandsgevinster via den stigende internationale arbejdsdeling, men trækker samtidig i retning af øget ulighed i vor del af verden. Når kapitalen og den højtuddannede arbejdskraft bliver mere mobile over grænserne, så skærpes konkurrencen mellem de enkelte lande om at tiltrække disse produktionsfaktorer via lave skatter eller direkte tilskud. Og når fattige grupper med risiko for høj arbejdsløshed bliver mere mobile, så udløses et pres for sociale nedskæringer, fordi regeringerne søger at undgå at tiltrække personer, der belaster de offentlige budgetter.

En øget koordinering vil på længere sigt føre til en harmonisering af velfærdsydelserne – ikke så meget på selve indholdet, men i højere grad på det mulige niveau i den nye konkurrencesituation. Dette behøver dog ikke at være så problematisk, eftersom både danske og internationale undersøgelser har vist, at niveauet ikke er signifikant forskelligt.¹³ På nogle områder er de danske ydelser højere end i andre dele af Nordvesteuropa, men på andre områder er de lavere.

Samlet må vi konstatere, at om end ØMU'en og velfærdsstaten ikke er direkte relateret, så symboliserer euroen en højere grad af europæisk integration, som formentlig vil øge behovet for koordinering af velfærdspolitiken på europæisk plan.

7. Konklusion

I denne artikel har vi forsøgt kritisk at vurdere perspektiverne for en selvstændig dansk finanspolitik, hvis Danmark tilslutter sig Euroland. Der er blevet lagt en del vægt på stabilitetspagten, som fastlægger de formelle bindinger på finanspolitikken i lande, hvor euroen er indført. Stabilitetspagten forsøger at forene hensynet til, at finanspolitikken både skal være holdbar og give mulighed for en vis fleksibilitet som stabiliseringspolitisk instrument. Baseret på historiske erfaringer er det alligevel vores vurdering, at overskridelse af stabilitetspagtens budgetunderskudsnorm jævnligt vil forekomme. En meget håndfast fortolkning af pagtens bestemmelser kan føre til, at flere medlemslande undertiden vil blive ramt af finansielle sanktioner. Dette gælder især lande med meget konjunkturfølsomme offentlige budgetter, som derfor vil føle pagten som et snærende bånd på finanspolitikken. Denne bekymring bliver ikke mindre udtalt, når stabilitetspagten vurderes i lyset af det demografiske bestemte pres på de offentlige udgifter, som må påregnes i fremtiden. En mere optimistisk vurdering heraf er, at stabilitetspagten måske kan være det middel, der får beslutningstagerne til at frem-

skynde de strukturelle tilpasninger af finanspolitikken, som er nødvendige for at undgå et sammenbrud af ØMU'en. Endelig vurderer vi mulighederne for at bevare velfærdssamfundet i betragtning af det dobbeltpres, som demografien og udsigten til skatteharmonisering kan forventes at udgøre. Vi har svært ved at forestille os, at dette ikke får konsekvenser for indretningen af velfærdssamfundet. Dette har dog efter vores opfattelse ikke ret meget med euroen at gøre.

Noter

- * Cand.oecon., MA(Econ), PhD (Econ); forskningschef i Erhvervsministeriet og forsker ved Center for Forskning i Økonomisk Politik (EPRU) ved Økonomisk Institut, Københavns Universitet; adresse: Slotsholmsgade 12, 1216 København K; Tel: 33923157, e-mail: shj@em.dk. I artiklen fremkommer vurderinger og synspunkter, som ikke nødvendigvis deles af Erhvervsministeriet.
 - ** Cand. oecon., MSc (Econ), PhD (Econ); konsulent; adresse: Østergade 16A, 1100 København K; Tel: 33938382, e-mail: rdogo@hotmail.com
1. Andersen og Dogonowski (1999).
 2. Jensen (1999).
 3. Buiters, Corsetti og Roubini (1993), Thygesen (1999), Artis og Winkler (1999).
 4. Andersen og Dogonowski (1999).
 5. EU-Kommissionen (1997).
 6. OECD Economic Outlook 66, december 1999. Dette tal er baseret på EU's definition af offentlig saldo.
 7. Artis og Marcellino (1998).
 8. Raffelhüschen (1999).
 9. Ferguson og Kotlikoff (2000).
 10. Ugebrevet Mandag Morgen, Nr. 18, 8. maj 2000.
 11. Wildasin (1995).
 12. Sørensen (2000).
 13. Lassen og Nielsen (1996).

Litteratur

- Andersen, T. M. og Dogonowski R. R. (1999), 'EMU and budget norms', i Hughes Hallett, A., M.M. Hutchison og S. H. Jensen (red.), *Fiscal Aspects of European Monetary Integration*, Cambridge University Press.
- Artis, M.J. og M. Marcellino (1998), 'Fiscal Solvency and Fiscal Forecasting in Europe', EUI Working Paper 98-2.
- Artis, M.J. og B. Winkler (1999), 'The Stability Pact: Trading Off Flexibility for Credibility?', i Hughes Hallett, A., M.M. Hutchison og S.H. Jensen (red.), *Fiscal Aspects of European Monetary Integration*, Cambridge University Press.
- Buiters, W.H., G. Corsetti og N. Roubini (1993), 'Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht', *Economic Policy* 16: 57-100.
- Ferguson, N. og L. Kotlikoff (2000), 'The Degeneration of EMU', *Foreign Affairs* 79: 110-21.
- Giorno, C., P. Richardson, D. Roseveare og P. Noord (1995), 'Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances', *OECD Economic Studies* 24: 167-209.
- Jensen, S.H. (1999), 'Nominal Stability, Real Convergence and Fiscal Transfers in a Monetary Union', i Hughes Hallett, A., M.M. Hutchison og S. H. Jensen (red.), *Fiscal Aspects of European Monetary Integration*, Cambridge University Press.
- Lassen, D.D. og S.B. Nielsen (1996), 'Er skattebyrden i Danmark højere end i andre europæiske lande?', *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 134: 209-222.
- Raffelhüschen, B. (1999), 'Generational Accounting in Europe', *American Economic Review* (Papers and Proceedings) 89: 167-70.
- Sørensen, P.B. (2000), 'ØMU'ens økonomi og politik', mimeo, EPRU, Københavns Universitet.
- Thygesen, N. (1999), 'Fiscal Institutions in EMU and the Stability Pact', i Hughes Hallett, A., M.M. Hutchison og S. H. Jensen (red.), *Fiscal Aspects of European Monetary Integration*, Cambridge University Press.
- Wildasin, D. E. (1995), 'Factor Mobility, Risk and Redistribution in the Welfare State', *Scandinavian Journal of Economics* 97: 527-546.
- Økonoministeriet og Finansministeriet (2000), 'Danmark og euroen – konsekvenser ved forskellig tilknytning til eurosamarbejdet'.

ØMU'en som politisk projekt

Martin Marcussen, adjunkt,
Institut for Statskundskab, Københavns Universitet

1. Indledning¹

At ØMU'en er et politisk projekt, er efterhånden ved at blive en kliché i den danske og europæiske offentlige debat om den Økonomiske og Monetære Union. Politikere, journalister, økonomer og andre interesserede er tilsyneladende enige i dette faktum. Mindre klart er det imidlertid hvad der menes med 'politisk' projekt og hvorfor det er så vigtigt?

I debatten kan man mindst pege på syv forskellige elementer som tillægges et 'politisk' prædikat i forbindelse med ØMU'en. For det første er ØMU'en blevet til gennem en *politisk proces* i hvilken statsledere og embedsmænd har forhandlet deres nationalt specifikke præferencer på plads. I denne betydning refererer det politiske til den interaktionsform, der har fundet sted mellem nationale repræsentanter i regeringskonferencen som ledte til Maastricht-traktaten. For det andet, så er der blevet argumenteret for, at den Økonomiske og Monetære Union på længere sigt ikke vil være stabil hvis ikke den modsvares af en *politisk modpol*. Her tænkes særligt på at den Europæiske Centralbank, som har monopol på penge- og valutakurspolitikken i ØMU'en, ikke afbalanceres af interstatslige eller parlamentariske instanser på Europæisk niveau. Der mangler en '*gouvernement économique*', som franskmændene udtrykker det. For det tredje, så ses ØMU'en som en katalysator for integration af flere *politiske sagområder* i det europæiske samarbejde og

dermed som en anledning til at overføre endnu flere kompetencer til EU. Specifikt, så tales der om, at den nationale kompetence på de social-, arbejdsmarkeds- og skattepolitiske områder med tiden uundgåeligt vil skulle overføres til Bruxelles. Ligesom det indre marked bragte ØMU'en på den politiske dagsorden, så vil ØMU'en få rettet fokus mod områder, der hidtil har været betragtet som rene nationale anliggender. For det fjerde er der blevet argumenteret for, at en mønt som Euro'en er mere end blot en betalingsenhed. En møntfod har vigtige symbolske og *politiske funktioner*. Symbolsk er en møntfod et udtryk for et nationalt tilhørsforhold og sammenhængskraft og politisk udtrykker en mønt intern og ekstern suverænitet. Det første alle de nye stater, som på fredelig eller ufredelig vis er blevet skabt efter afslutningen på den kolde krig har gjort er da også at etablere nationale mønter med præcist disse politiske funktioner for øje. For det femte, så kan ØMU'en ses som et bindeled mellem den generation af europæere, som har haft anden verdenskrig og dens tragedier helt inde på livet, og de yngre generationer, som ingen personlige erfaringer har haft med den del af Europas historie. ØMU'en ses i den forbindelse som et udtryk for at en række *politiske idealer* om fred og samarbejde nu konsolideres og i al fremtid udelukker at naboer igen erklærer krig mod hinanden. Krigsgenerationens dyrt betalte erfaringer kommer således de yngre generationer til gode og min-

der disse om den overordnede målsætning med den europæiske integrationsproces. For det sjette, så kan ØMU'en ses som konsolideringen af en hegemonisk monetaristisk ideologi, som har udviklet sig blandt europæiske økonomiske beslutningstagere siden slutningen af 70'erne og som er toppet sidst i 90'erne. Med sine målsætninger om lav inflation, stabilitetsorienteret økonomisk politik og uafhængige centralbanker udtrykker ØMU'en nogle *politiske idéer*, som efterhånden bliver taget for givet blandt eliter, men som stadig betvivles på befolkningsniveauet, hvor arbejdsløsheden og 'det lange sigt' ikke bringer håb om forbedret livskvalitet. Endelig, for det syvende, kan ØMU'en ses som en konstruktion, som har til formål at skabe grundlaget for, at en europæisk *politisk identitet* kan skabes. I bedste føderalistiske stil, skabes en europæisk nation gennem opbygningen af konstitutionelle institutioner med gyldighed for hele Europa. Argumentet er, at fælles politiske målsætninger, fælles politiske repræsentanter og fælles politiske strategier med tiden vil føre til at de europæiske befolkningsgrupper kommer til at føle et tilhørsforhold til 'det fælles europæiske'.

Tekstboks 1

ØMU'en som politisk projekt – hvad betyder det?

- Politisk proces?
- Politisk modpol?
- Politiske sagområder?
- Politiske funktioner?
- Politiske idealer?
- Politiske idéer?
- Politisk identitet?

Denne artikel omhandler et enkelt af disse 'politiske' elementer af ØMU'en, nemlig spørgsmålet om hvilken makro-økonomisk filosofi – hvilken idé – ØMU'en kan siges at være baseret på. I første afsnit vil der blive

redegjort for at ØMU'en er et konsensus-projekt i den forstand at dens idé-kerne ikke var til debat i forbindelse med forhandlingerne om Maastricht-traktaten. Sidst i 80'erne og begyndelsen af 90'erne var der bred enighed blandt politiske beslutningstagere om hvad en 'god og sund' makro-økonomisk politik bestod af, og det forekom dem helt naturligt at ØMU'en skulle reflektere disse idéer i dens institutionelle opbygning. I andet afsnit vil det blive diskuteret hvorfor en helt særlig idé-kerne – den stabilitetsorienterede – kom til at præge ØMU'en. Der vil blive argumenteret for at medlemskab af Det Europæiske Monetære System (EMS'en) og et betydeligt pres fra de nationale centralbankdirektører fik drejet toppolitikernes opmærksomhed mod lav-inflationsmålsætningen, valutakursstabilitet, budgetbalance og centralbankuafhængighed. I dag tager vi det ofte for givet, at det netop var denne filosofi, der endte med at blive udbredt i Europa, men set gennem den tids politiske beslutningstageres briller, kunne det i virkeligheden lige så godt have været en fælles europæisk keynesianisme, der havde vundet indpas i Europa i løbet af 80'erne. I det tredje afsnit diskuteres det hvorvidt man kan tale om at ØMU'en i løbet af midt-halvfemserne er gået hen og blevet et socialdemokratisk projekt med vægt på beskæftigelse. Det konkluderes at ØMU'ens stabilitetsorienterede idé-kerne stadig står helt central i ØMU-projektet, og at man som noget nyt i sluthalvfemserne højst kan tale om en beskæftigelsesorienteret idé-periferi.

2. ØMU'en som et konsensus projekt

Vi har vænnet os til at betragte ØMU'en som et projekt, der kom på den europæiske dagsorden i begyndelsen af 1988 under det tyske formandskab. På det tidspunkt fremlagde regeringsledere i Frankrig og Italien konkrete forslag til, hvorledes europæisk monetær integration kunne udvikle sig i den nære fremtid. Den etablerede historie om ØMU'ens tilblivelse går derefter via Delors-udvalget (1988-1989) og regeringskonferencen om

ØMU'en (1990-1992) til de nationale ratifikationer af Maastricht-traktaten (1992-1993) hvorved ØMU'en blev en del af det samlede traktatgrundlag for den Europæiske Union. Sidste fase i denne udviklingshistorie fandt sted med igangsættelsen af ØMU'ens tredje fase 1. januar 1999.

Vi har også vænnet os til at betragte denne ØMU-proces som værende karakteriseret af interstatslige forhandlinger (Moravcsik, 1998), hvor forskellige nationale repræsentanter deltager med henblik på at få varetaget en række specifikke nationale interesser. Vi har altså en opfattelse af ØMU-processen som værende konfliktfyldt, hvor nogle deltagere taber mens andre vinder.

Som overskriften 'ØMU'en som et konsensus projekt' antyder, så anlægger denne artikel et noget andet syn på ØMU-processen end ovenstående. Kort sagt, så argumenteres der for, at ØMU'en først og fremmest er en institutionalisering af en udbredt makro-økonomisk konsensus blandt europæiske beslutningstagere i 80'erne og 90'erne. Snarere end at være et resultat af en grundlæggende konfliktfyldt proces, så kan ØMU'ens idégrundlag ses som et udtryk for at politiske og økonomiske beslutningstagere i 80'erne og 90'erne ønskede at konsolidere et helt særligt monetaristisk inspireret verdenssyn i et komplekst sæt af love, procedurer og organisationer (Marcussen, 1999, 2000). Man kan sige at den ØMU vi i Danmark stemmer om år 2000, er baseret på idéer, som blev konsensuelt delt af de ledende beslutningstagere i Europa i løbet af 1980'erne. Hvad er ØMU'ens idégrundlag så? Og hvordan blev disse idéer reproducerede i Maastricht-traktaten?

3. ØMU'ens idégrundlag

Efter krise på krise i 70'erne og efter at have afprøvet hele spekteret af økonomisk politiske instrumenter inden for en keynesiansk inspireret forklaringsramme, så begyndte europæiske toppolitikere og embedsmænd at se

sig rundt efter andre inspirationskilder. I slutningen af 70'erne var det sandsynligvis en historisk tilfældighed at en række faktorer pegede i samme retning: mod en omprioritering af økonomiske målsætninger således at lavinflation blev et mål som overskyggede alt andet. Denne målsætning bragte også en ny prioritering af politisk økonomiske instrumenter med sig. Devalueringer og underskud på de offentlige finanser blev nu betragtet som et onde, man som ansvarlig politisk beslutningstager skulle tage afstand fra. Endelig, så blev pengepolitikken mere og mere afkoblet fra det repertoire man som politisk beslutningstager kunne råde over. De nationale centralbankdirektører fik de facto eneret over dette instrument i den økonomiske politik.

I dag forekommer det måske ikke helt normalt at spørge sig hvorfor netop denne prioritering af mål og midler vandt frem sidst i 70'erne og begyndelsen af 80'erne. Vi er som nævnt ovenfor begyndt at betragte denne økonomiske filosofi som værende uundgåelig og den eneste rigtige. Vi glemmer bare to ting. For det første, blev der formuleret andre alternative økonomiske filosofier, som med tilbageblik akkurat lige så godt kunne have vundet frem. Her skal bare nævnes, at den europæiske Kommission sidst i 70'erne offentligt gjorde sig til talsmand for en ny-keynesiansk økonomisk krise-strategi, hvor medlemslandenes efterspørgselsorienterede politikker skulle forfølges på europæisk niveau snarere end på det nationale niveau. Man kaldte denne strategi for fiskal føderalisme (Commission, 1977). Tidligere kom en sådan forbindelse mellem keynesiansk inspireret tankegods og ØMU'en konkret til udtryk i Werner-rapporten fra 1970. Men sidst i 70'erne var der ikke lydhørhed overfor sådanne idéer, heller ikke da den tids Kommissionsformand, Roy Jenkins, atter engang forsøgte at konstruere en klar forbindelse mellem europæisk økonomisk og monetær integration og fiskal føderalisme (Ludlow, 1982: 49-53). Nu tabte denne idé terræn i forhold til

de mere monetaristisk inspirerede idéer som blev formuleret i samme periode i OECD (OECD, 1977). Den danske finansminister i perioden 1975-79, Knud Heinesen, siger i dag at en 'skuffelse i hele den sammenhæng var de uendelige og efterhånden ulidelige diskussioner i det vi kalder EU i dag, om at føre en aktivitetsfremmende økonomisk politik i fællesskab. Altså Keynes på europæisk plan. Det ville givet have kunnet lykkes, hvis nogle lande havde været med på det. På hvert eneste af de her finansministerrådsmøder sad vi med det ene billede efter det andet om at sejle i konvoj med Tyskland forrest eller med Tyskland som lokomotiv for det europæiske tog. Og ved de efterfølgende møder måtte vi hver gang konstatere, at det bare var blevet til nul og niks' (Krogh, 1999).

Den anden ting vi ofte glemmer i dag er, at man faktisk ikke havde erfaringer med eller beviser for at den nye monetaristisk inspirerede strategi kunne hjælpe de europæiske politiske beslutningstagere ud af krisen. Det er den pointe som Epstein og Gintis (1995: 4) understreger når de fastholder at 'the widespread acceptance of this policy orthodoxy in the 80s was based not on empirical evidence of its effectiveness, but was a violent reaction against previous Keynesian and Social Democratic orthodoxies that held sway during the stretch of vigorous world economic growth in the period from the conclusion of the second world war to the »stagflationary« era of the mid 1970s'. Den danske nationalbankdirektør i denne periode, Erik Hoffmeyer, udtrykte senere undring over at dette regimeskifte kunne finde sted uden at der fandt en bred offentlig debat sted (Hoffmeyer, 1993: 45, 84).

Hvilke faktorer var det så, der pegede i retning mod at acceptere nye uprøvede monetaristiske politikker? Den første faktor har at gøre med at europæiske politiske beslutningstagere i 1979 var begyndt at deltage i det nyetablerede EMS-samarbejde. I starten

af dette samarbejde forfulgte blandt andet de danske politikere den strategi som man havde fulgt gennem 70'erne, d.v.s. efterspørgselsorienteret økonomisk politik krydret med regelmæssige devalueringer. I 1979 blev dette accepteret af de øvrige medlemmer af EMS'en og Økonomiminister Ivar Nørgaard kunne på det tidspunkt nøjes med at ringe til formanden for den Monetære Komité for at meddele hvor stor en devaluering han ønskede sig inden for valutakursmekanismen i det Europæiske Monetære Samarbejde, ERM (Gros og Thygesen, 1992: 74). Tre år senere, i påsken 1982, var tiden blevet en anden. Samarbejdsklimaet i EMS'en og normerne for 'ansvarlig økonomisk ledelse' havde undergået en radikal forandring. På et tidspunkt tager Erik Hoffmeyer og Ivar Nørgaard til Bruxelles for at meddele de øvrige medlemslande, at nu var tiden kommet til endnu en devaluering. I modsætning til devalueringen i november 1979, så blev denne meddelelse nu modtaget isnende køligt. Ivar Nørgaard erindrer at 'i mødelokalet i Bruxelles var stemningen på frysepunktet. Lidt à la hvad f... bilder de sig ind! Og ét efter ét meddelte de øvrige lande, at de ikke kunne acceptere Danmarks ønske om en 7 procents devaluering. En massiv afvisning fra samtlige ministre' (Andersen, 1994: 181). Hoffmeyer skriver i den forbindelse at 'uanset at det havde været drøftet på embedsmandsplan i den Monetære Komité, kom det tilsyneladende som en fuldstændig overraskelse for de politiske deltagere i det efterfølgende ministerrådsmøde, hvor man fik det indtryk, at der nu var ved at udvikle sig en slags selvbetjening' (Hoffmeyer, 1993: 93). Ivar Nørgaard fik under det halve af den ønskede devaluering og kun fordi han kunne love at følge op med stramninger på hjemmefronten for at leve op til uskrevne regler om sunde offentlige finanser og lav inflation. EMS samarbejdets karakter udviklede sig altså i en retning, hvor de såkaldte kernevalutaer – D-marken og den hollandske Gylden – de facto skulle acceptere enhver justering i de bilaterale valuta-kur-

ser. Intet kunne ske hvis ikke de tyske og hollandske repræsentanter på forhånd havde til ladet dette, og det ville de højst sandsynligt kun gøre hvis de følte sig overbeviste om at den nye stabilitetsorienterede filosofi – hvor sunde finanser og lav inflation stod i højsædet – blev implementeret på nationalt niveau. Hvis Ivar Nørgaard, eller enhver anden forhandler, skulle gøre sig håb om at blive accepteret i den europæiske klub af makro-økonomiske beslutningstagere, så var der ikke meget andet at gøre end at efterleve disse uskrevne, men særdeles klare, spilleregler. Den samme lektie lærte andre medlemmer af EMS'en, her er Mitterrand's kovending i 1981 nok den mest omdiskuterede.

En anden faktor, som også kan tilskrives en betydelig vægt i en forklaring af i hvert tilfælde de danske beslutningstageres økonomiske strategier i slutningen af 70'erne og begyndelsen af 80'erne er spørgsmålet om centralbankernes rolle i formuleringen af den økonomiske politik. Siden Bretton Woods samarbejdets sammenbrud i begyndelsen af 70'erne, havde centralbankdirektørerne i Europa fået større frihed til at føre monetær politik uden restriktive interventionsregler (Dyson et al., 1995). Derudover havde de europæiske centralbankdirektører efterhånden fået etableret sig som helt centrale aktører i det transnationale politiske spil. EF's centralbankudvalg, EF's monetære komité, IMF, G7 og BIS o.a. er alle fora som er blevet centrale i styringen og udviklingen af det internationale monetære system. På internationalt niveau havde centralbankerne opnået en anerkendelse og indflydelse, som man ikke havde set magen til siden anden verdenskrigs afslutning (Marcussen, 1998). I Danmark er det Erik Hoffmeyer, der sidst i 70'erne og begyndelsen af 80'erne optræder som politisk entreprenør. Da Ivar Nørgaard i 1982 forsøger at få gennemført en devaluering af den danske krone, erindrer han at Erik Hoffmeyer ikke var til speciel stor hjælp, da sagen blev bragt op over for Nørgaard's europæiske kol-

leger (Andersen, 1994: 181). Forud for denne episode havde en dramatisk udveksling af meninger fundet sted i medierne mellem den socialdemokratiske regering og nationalbankdirektøren. I malende vendinger havde Hoffmeyer i en kronik beskrevet hvorledes den danske økonomi i seks faser var på vej mod afgrundens rand.² Før den tid havde Hoffmeyer forsøgt at få sit budskab igennem til regeringen via de sædvanlige officielle kanaler, men han følte sig tilsidesat, og derfor nødsaget til at gå til pressen. For Hoffmeyer var underskuddet på de offentlige budgetter og inflationen de altafgørende årsager til at Danmark tilsyneladende gennem et årti havde befundet sig i en akut krisesituation. Så længe regeringen ikke ville lytte, så han sig nødsaget til at holde et historisk højt renteniveau. Det sidste var noget som medvirkede til at Anker Jørgensen ikke længere så nogen anden udvej for den økonomiske politik end at gå af uden at udskrive valg. Det gjorde han så i september 1982.

Før regeringsskiftet indkaldte Erik Hoffmeyer lederne for de partier der mest sandsynligt ville komme til at danne regering efter Anker Jørgensen. Der er tale om et ganske kort møde, hvor Erik Hoffmeyer uden det store omsvøb redegjorde for sine prioriteter og for sit syn på den situation som den danske økonomi befandt sig i. Hvis den nye borgerlige regering utvetydigt ville offentliggøre, at den ikke havde til hensigt at tage devalueringens instrumentet i anvendelse under nogen omstændigheder, og at det lå den på sinde at bringe de offentlige finanser i balance, så ville Hoffmeyer for sin del love at renteproblematikken ville finde sin løsning (Andersen, 1994: 197). De tilstedeværende går ind på Hoffmeyer's idé på trods af at de faktisk havde overvejet at indlede den nye regeringsperiode med en hurtig devaluering – det havde man tidligere haft for vane at gøre, og det var da også et middel som man stadigvæk tog i anvendelse i forbindelse med regeringsskift rundt omkring i Europa. Men efter sam-

talen med Hoffmeyer blev denne strategi lagt på hylden og ikke fundet frem igen. Dagen før sin tiltrædelse offentliggjorde den nye borgerlige regering, at den under ingen omstændigheder ville anvende devalueringsmidlet og at den havde til hensigt at nedbringe inflationen og at bringe orden i de offentlige finanser. Hoffmeyer opfyldte derefter sin del af aftalen. Inden for ganske kort tid var en historisk høj rente faldet til mindre end det halve. I modsætning til 'afgrundsdebatten' i 1980-1981, så havde Hoffmeyer ikke behov for at dele sine synspunkter med pressen ved regeringsskiftet i september 1982. Allerede gennem de formelle kanaler havde Hoffmeyer gjort sit synspunkt gældende og derved markant præget den nye regerings – og alle efterfølgende regerings, inklusive den nuværende – politisk-økonomiske strategier.

Tilsammen peger disse to faktorer – det kollegiale pres i det Europæiske Monetære System og det hjemlige pres fra nationalbankdirektøren – begge to på en helt særlig økonomisk filosofi, som 10 år senere skulle komme til at udgøre kernen i den Økonomiske og Monetære Union. Allerede fra 1982-1983 delte europæiske top-politikere det synspunkt at lav inflation var den ypperligste målsætning for den økonomiske politik, at devalueringsinstrumentet ikke længere var et acceptabelt instrument og at de nationale budgetter burde være i balance. Derfor er det heller ikke overraskende at den franske præsident François Mitterrand og den tyske Kansler Helmut Kohl i 1988 peger på centralbankdirektørerne da en refleksionsgruppe skulle nedsættes med henblik på at etablere nogle retningslinjer for en Økonomisk og Monetær Union i Europa. Både Kohl og Mitterrand vidste at centralbankdirektørerne ville producere en ØMU-handlingsplan, der var baseret på en økonomisk filosofi, som de fleste politiske ledere i Europa entydigt kunne tilslutte sig. Det er heller ikke overraskende, at der ikke var specielt meget diskussion om vigtige

emner som inflation, centralbankuafhængighed og budgetunderskud.

Erik Hoffmeyer (1993: 107-108) mener at det var 'bemærkelsesværdigt, at alle 12 lande uden større besvær kunne acceptere en række grundprincipper for udformningen af pengepolitikken, hvorom der langt fra havde været enighed på nationalt plan ... forhandlingerne om ØMU'en i slutningen af årtiet viste, at der nu var bred politisk opbakning bag en række fundamentale pengepolitiske principper, som i de foregående årtier havde givet anledning til spændinger og betydelige uoverensstemmelser. Det gælder målsætningen om prisstabilitet, centralbankens uafhængighed, fastkurspolitikken og afholdelse fra, at det offentlige kan finansiere sig i centralbanken'. Endvidere fastholder han at 'det i virkeligheden uden sværdslag blev accepteret, at den stabilitetsorienterede tyske økonomiske politik skulle være ledetråden, og det fælles monetære organ skulle modelleres med den tyske centralbank som forbillede'.

En anden dansk deltager i det såkaldte Delors-udvalg, Niels Thygesen, er enig med Hoffmeyer på dette punkt. Hvad angår centralbankdirektørerne i Delors-udvalget var '[o]pinions .. clearly converging ... that the experience of the Bundesbank was useful as a model of mandate, structure and relationship with political authorities' og han tilføjer at det var 'surprising that the political authorities, initially the participants in the ECOFIN Council ... did not object to a proposal to give the ESCB more independence than they had been prepared to give their own central banks within their respective national systems. There was no important disagreements on any of the main provisions for the ESCB' (Gros og Thygesen, 1992: 320).

Denne slående konsensus blandt top-politikere og centralbankdirektører i ØMU-processen er også blevet noteret af andre forskere, som har studeret denne proces. Stephen F.

Overturf (1997: 89, 103) har konkluderet, at der eksisterede 'an intellectual consensus over most of the main issues surrounding the EMU' og at 'the areas of agreement in the ... Delors report provided the broad basis for consensus and allowed for further development'. Stephen Gill (1997: 210) understreger ligeledes at der bag ØMU'en var en 'gradual convergence in the policy stances of the major governments of the European union ... premised upon tight monetary and fiscal policies, giving greater autonomy to central banks to make monetary policy'. Endelig, så demonstrerer Wayne Sandholtz (1993: 126), hvorledes en enighed om ØMU'ens grundprincipper havde bredt sig sidst i 80'erne således at 'most basic issues – central bank independence, the mandate for price stability – simply were not contested'.

Tekstboks 2. ØMU'ens idé-kerne

- (1) Konvergenskriterierne
- (2) Stabilitets- og vækstpagten
- (3) Proceduren for uforholdsmæssigt store budgetunderskud
- (4) Konvergensprogrammer (stabilitetsprogrammer)
- (5) Overordnede retningslinjer for den økonomiske politik
- (6) Protokollen for ECBS

Opsummerende på dette afsnit kan man fremhæve fire punkter. For det *første* befandt de fleste toppolitikere, inklusivt de danske, sidst i 70'erne og 80'erne sig i en krisesituation, hvor de faktisk ikke anede hvad de skulle foretage sig. Gennem halvfjerdserne havde de fleste fortsat den hidtidige efterspørgselsorienterede økonomiske politik i håb om at krisen kun var kortvarig. Knud Heinesen siger i dag at man hen til midt i 70'erne havde en forhåbning om at krisen var kortvarig, 'i hvert fald havde vi som arbejdshypotese, at det her gik nok hurtigt over' (Krog, 1999). Dermed er der ikke sagt noget om hvilken ny økonomisk strategi, der skulle erstatte den

gamle keynesiansk orienterede strategi. For at forklare dette, så er den *anden* konklusion på afsnittet, at det var et kollegialt pres i det Europæiske Monetære Samarbejde – særligt fra Tyskland og Holland – som bevirkede at europæiske politikere begyndte at tænke i nye såkaldte stabilitetsorienterede økonomiske baner. Hertil kommer, at der i nogle lande i denne periode, herunder Danmark, blev udvirket et ikke ubetydeligt pres fra de nationale centralbankdirektører med henblik på at få den siddende regering til at sværge troskab overfor en stabilitetsorienteret politik med inflationen og et balanceret budget i højsæde. Midt i firserne var denne monetaristisk inspirerede økonomiske doktrin blevet udbredt til hele Europa, og politiske ledere og offentligheden generelt begyndte at tage den for givet. Stabilitetsorienteret politik blev normen – det normale – som ingen legitimt kunne fravige. For det *tredje*, så betyder udbredelsen af denne økonomiske filosofi i løbet af firserne, at der ikke var særlig megen kontrovers omkring præcist disse emner, da detaljerne i den Økonomiske og Monetære Union skulle forhandles på plads i perioden 1988-1991. Der var ingen grund til at forhandle om noget, som alle dybest set troede på og forsøgte at efterleve på nationalt plan. Det er derfor at man kan tale om at ØMU'en er et konsensusprojekt. For det *fjerde*, så blev denne særlige økonomiske doktrin operationaliseret i ØMU'en i en række regler og procedurer. Disse skal ikke diskuteres i detaljer her, idet der henvises til foregående text-box. Blot skal det understreges, at det er muligt at klargøre disse regler og procedurer som selve ØMU'ens idé-kerne. Det vil sige, at vi taler om en række principper og regler, som udgør fundamentet for hele ØMU'ens funktionsmåde og som ikke kan antastes uden også at antaste selve ØMU'ens eksistensberettigelse.

4. En socialdemokratisk ØMU?

Med Amsterdam-traktaten fik beskæftigelsen sit eget kapitel i EU's traktatgrundlag og siden 1997 har beskæftigelsen været centralt

placeret på dagsordenen på både de ordinære europæiske topmøder og på særlige beskæftigelsestopmøder. I tekst-boksen nedenfor er oplistet nogle af de beskæftigelsesorienterede tiltag, som har set dagens lys i de sidste 3 år.

Tekstboks 3. ØMU'ens idé-periferi

- (1) Beskæftigelseskapitlet i Amsterdam-traktaten (art. 127)
- (2) Luxembourg-processen (Retningslinjer for beskæftigelsen og krav om udarbejdelse af beskæftigelsesprogrammer)
- (3) Cardiff-processen (Effektivisering af det indre marked)
- (4) Køln-processen (Makroøkonomisk koordination og dialog mellem ECB, Kommissionen, Ministerrådet og arbejdsmarkedets parter)
- (5) Lissabon-processen (Mellemløst reformstrategi)

Statsminister Poul Nyrup Rasmussen har gentagne gange fremhævet netop beskæftigelseselementet i det europæiske monetære samarbejde:

'Danmark er efter min opfattelse bedst tjent med at tilslutte sig euroen ... Det handler om beskæftigelse og danske arbejdspladser'

(Poul Nyrup Rasmussen, oktober 1999).³

I Danmark taler socialemokratiets talspersoner om at ØMU'en, i modsætning til tidligere, nu har fået deciderede socialdemokratiske træk. Torben Lund og Jacob Buksti fremhæver således, at de udemærket godt forstår at danskerne stemte nej til det liberalistiske ØMU-projekt fra slut-firserne, men at Amsterdam-traktaten og de igangsatte beskæftigelsesprocesser nu fundamentalt har ændret ØMU'ens natur:

'Den ØMU, der nu er sat i gang, er en anden møntunion, end den danskerne i sin

tid betakkede sig for at være med i. Når det siges i debatten, at ØMU'en ikke har ændret sig siden dengang, overses det, at Amsterdam-traktaten med sit beskæftigelsesafsnit og præciseringen af målsætningerne for det økonomiske samarbejde gør en reel forskel.

I 1992 var EU domineret af borgerlige regeringer med en liberalistisk tilgang til økonomisk politik. Det havde mærkbare konsekvenser. Arbejdsløsheden blev i 80'erne og i starten af 90erne anset for et andenrangsproblem. Lav inflation og store betalingsbalanceoverskud var meget vigtigere for Thatcher, Kohl, Juppé, Schlüter og Ellemann ... På den baggrund var det egentlig ikke uforståeligt, at danskerne sagde nej til en ØMU ... Det er kort og godt en anden møntunion, der er blevet til virkelighed i 1998, end den vi havde udsigt til i 1992'

(Jacob Buksti og Torben Lund, januar 1999).⁴

Den officielle socialdemokratiske ØMU-talsperson, Henrik Dam Kristensen, tilføjer at Danmark har spillet en væsentlig rolle i forbindelse med at arbejdsløsheden er blevet bragt på den europæiske dagsorden. Han fremhæver i den forbindelse, at kampen for beskæftigelsen i Europa er blevet ført mod, og vundet over, den Europæiske Centralbank:

'jeg synes at det er vigtigt, at vi er med i euroen. Først gælder det kampen for arbejdsløsheden. En af fordelene ved EU-samarbejdet er, at det nu er lykkedes at få sat hensynet til beskæftigelsen på dagsorden ... Det har været en hård politisk kamp, at få beskæftigelsen styrket som politisk målsætning over for den europæiske centralbanks mere konservative målsætning om prisstabilitet. Kampen om at få beskæftigelsen højere op på den politiske dagsorden har Danmark været førende i ... Skal vi fortsat sikre, at beskæftigel-

sen er højt prioriteret, så må vi være med der, hvor indflydelsen er'

(Henrik Dam Kristensen, november 1999).⁵

LO's ledelse slutter op omkring dette synspunkt, bl.a. med rapporten *Beskæftigelse og fælles mønt* fra september 1999.⁶ Ligeledes lader det til at LO-ledere næsten uforbeholdent deler denne opfattelse af ØMU projektet.⁷ Blandt de menige medlemmer af LO-forbundene, er det dog uklart hvorvidt stemningen er for eller imod ØMU'en. Nogle opinionsundersøgelser viser en ØMU-positiv tendens⁸ mens andre viser en overvejende ØMU-kritisk tendens.⁹ Desuden viser en rundspørge blandt LO-medlemmer, at deres holdning til ØMU'en langt fra er begrundet i at EU gør noget særligt for beskæftigelsen i Europa. Gallup konkluderer således at 'argumenter som flere danske arbejdspladser ... hidtil har været uden gennemslagskraft' (LO's nyhedsbrev, nr. 6, 2000: 2).

Spørgsmålet er nu om man med denne udvikling siden 1997 kan tale om, at ØMU'ens idé-kerne er under forandring? Kan man argumentere for, at ØMU'en nu, i modsætning til slutfirserne, er et fundamentalt set anderledes projekt, som er tilpasset de europæiske samfunds behov lige nu og her (Marcussen, 2001)?

Et svar på et sådan spørgsmål kan aldrig blive endeligt. For det første må man bide mærke i at den nuværende socialdemokratisk ledede regering, selv da den stod for en kick-start af økonomien i 1993, ikke har undvejet en tomme fra ØMU'ens idé-kerne. Da regeringen skød hvad der svarer til ca. 1% af BNP – ca. 10 milliarder kr. – ind i den kriseramte danske økonomi, forsikrede den samtidig oppositionen, kapitalmarkederne og de europæiske kolleger om, at der kun var tale om en tidsafgrænset og målrettet indsats. Da Poul Nyrup Rasmussen den 27. januar 1993 holdt sin første tale i Folketinget som landets statsminister, understregede han kraftigt, at den

politiske filosofi, som den foregående borgerlige regering havde konsolideret, vil blive videreført under hans ledelse:

'Vi vil føre en ansvarlig udgiftspolitik. Vi vil fastholde kronekursen. Vi vil fastholde lavinflationen og overskuddet på betalingsbalancen'

(Poul Nyrup Rasmussen, januar 1993).¹⁰

Og det har han faktisk understreget lige siden:

'Vi skal ... fastholde vore økonomiske styrkepositioner; fastkurspolitikken, betalingsbalanceoverskuddet og lavinflationen skal videreføres. Statens underskud skal nedbringes, og derfor skal det samlede offentlige forbrug fastholdes på en klart lavere stigningstakt end væksten i samfundet'

(Poul Nyrup Rasmussen, februar 1993).¹¹

'Opstår der tendenser til overophedning, vil regeringen ikke tøve med at gribe ind. Det er afgørende, at opsvinget ikke sker på bekostning af det sunde og stærke grundlag, dansk økonomi bygger på. Danmark har en stærk krone, et solidt overskud på betalingsbalancen i forhold til udlandet og en lav inflation'

(Poul Nyrup Rasmussen, oktober 1994).¹²

'Vil man holde retningen, skal man have en fast hånd på rattet. Går det for hurtigt, må man lette lidt på speederen. Det er derfor, regeringen i dag har foreslået en opstramning af finanspolitikken: Lige nu kører vi lidt for hurtigt ... Vi vil ikke have inflationsspøgelset manet frem igen'

(Poul Nyrup Rasmussen, oktober 1997).¹³

I sine åbnings- og tiltrædelsesredegørelser måler landets statsminister ligeledes konstant den danske økonomiske succes ved at sammenligne denne med ØMU'ens konvergenskriterier og i forhold til andre EU-lande –

Tyskland og Sverige – som traditionelt opfattes som værende succesfulde velfærdsstater:

'Regeringens økonomiske politik sikrer en ansvarlig linje ... Når linjen slår fuldt igennem, vil vi leve op til EF's konvergenskrav ...'

(Poul Nyrup Rasmussen, oktober 1993).¹⁴

'Næste år vil Danmark have et af Europas mindste underskud på de offentlige finanser ... Kronen er stærk ... Danmark er i dag et af Europas absolutte lavinflationslande'

(Poul Nyrup Rasmussen, oktober 1995).¹⁵

'De gode resultater og de gode udsigter ved vi ikke er kommet af sig selv. De skyldes en målrettet økonomisk/politisk strategi, der har ført til, at Danmark i dag som et af kun tre EU-lande opfylder Fællesskabets kriterier for en sund økonomi'

(Poul Nyrup Rasmussen, oktober 1996).¹⁶

'Vore største handelspartnere Tyskland og Sverige halter bagud. Vi skal lede længe rundt i Europa for at finde andre lande, hvor det går lige så godt som i Danmark'

(Poul Nyrup Rasmussen, oktober 1997).¹⁷

Hvis beskæftigelsen således er kommet på den europæiske dagsorden, så betyder det altså ikke, at ØMU's stabilitetsorienterede idé-kerne er blevet helt fortrængt, tværtimod. Og det er der en særlig grund til. Siden 1994 er Danmark med i den anden fase af ØMU'en og dermed forpligtet til at undgå såkaldte 'uforholdsmæssige store underskud'. Denne forpligtelse er Danmark pålagt jævnfør det traktatgrundlag, som blev ratificeret i 1993. Modsat forholder det sig med de processer, der er angivet i tekstboksen ovenfor, som angiveligt skulle være med til at skabe nye arbejdspladser i Europa. Disse processer har ikke den samme juridiske status som de bud-

getforpligtelser, som kan afledes af Traktaten. Med andre ord, hvor det er den politiske vilje, der driver værket m.h.t. til beskæftigelsesprocesserne, så er det altså juraen, der er drivende i forhold til bundlinjen for finansloven. Hvor meget kan denne politiske vilje så holde til? Hvordan prioriterer politiske beslutningstagere så når den politisk forpligtende beskæftigelsesmålsætning kolliderer med den juridisk forpligtende budgetmålsætning? Det ved vi faktisk ikke så meget om i dag idet beskæftigelsesprocesserne er ganske nye. Vi ved dog, at EU's medlemslande med Luxembourg-processen har været flittige til at producere regelmæssige beskæftigelsesrapporter. Men vi ved også, at der ikke har været et ønske om at vedtage en særlig beskæftigelsespagt (ikke at forveksle med 'Stabilitets- og Vækstpagten', som ikke indeholder deciderede beskæftigelsesmålsætninger), der udmøntes i konkrete og juridisk bindende forordninger. Der er altså ikke udsigt til, at vi vil se ØMU's idé-kerne – de stabilitetsorienterede konvergenskriterier – blive suppleret med et ekstra kriterium, der indeholder juridisk bindende målsætninger om niveauet for tilladelig arbejdsløshed i Europa.

Vi ved desuden, at der med Køln-processen nu formelt set er oprettet et forum for en makro-økonomisk dialog mellem bl.a. arbejdsmarkedets parter og den Europæiske Central Bank. Men vi ved også, at en sådan dialog aldrig vil komme til at have indflydelse på ECB's ensidige målsætning, som vedrører inflationen i Euro-området. På intet tidspunkt må ECB gå med i fælles politiske programmer, der kan tænkes at have konsekvenser for pris-niveauet i Europa. Det vi i øjeblikket kender til ECB's pengepolitiske strategi, gennem dens rentepolitik, er at ECB ikke ser ud til at være 'afslappet' i dens vurdering af inflationstendenser i Europa. Ved den mindste indikation på inflationære tendenser, har ECB hævet det fælles renteniveau i euro-området – uafhængigt af om dette måtte have negative konsekvenser for beskæftigelsesni-

veauet i nogle dele af Europa.¹⁸ Dette er klart udtryk af Wim Duisenberg, ECB's direktør, selv: 'Stabile priser går frem for alt' (*Information*, 18.02.2000).

ECB har desuden sin uafhængighed at tænke på. En helt central del af ØMU's idé-kerne er at beskytte europæiske og nationale centralbankdirektører fra politikere, der står til ansvar for vælgerne. Rationalet er, at demokratisk valgte politikere i krise-situationer kan være fristet til at lette lidt på den økonomiske politik for at få gang i vækst og beskæftigelse. Heroverfor står så centralbankdirektørerne, der er ansatte til at tage 'det mellem-lange sigt' til efterretning, hvilket indebærer, at konkrete beskæftigelsesproblemer ikke må få indflydelse på vedkommendes pengepolitiske strategi. ECB har derfor en interesse i konstant at skulle 'opdrage politikere' (*Berlingske Tidende*, 04.11.1999) til at ignorere økonomiske målsætninger, som ligger udover ØMU's idé-kerne og i det hele taget til ikke at påvirke nationalbankdirektørerne gennem såkaldte 'makro-økonomiske dialoger'. Man kan altså gætte på at ECB's repræsentant i den 'Makro-økonomiske dialog' vil sætte en stor ære i løbende at understrege ECB's traktatfæstede uafhængighed og den lige så traktatfæstede målsætning om prisstabilitet. Hvis dette virkelig er ECB's strategi, så lader den til at virke. Som Bodil Nyboe Andersen (2000) udtrykker det: 'Euroens første år har også for alvor placeret den Europæiske Centralbank i mediernes bevidsthed. Dels er det blevet helt klart, at der virkelig værnes om ECB's uafhængighed, og at langt de fleste politikere synes at acceptere denne uafhængighed'. Når den danske nationalbankdirektør siger 'langt de fleste', så hentyder hun nok til at det mindst kostede én europæisk toppolitikers karriere at sætte spørgsmålstejn ved ECB's uafhængighed og ØMU's idé-kerne, nemlig Oskar Lafontaine, den tyske finansminister, der blot tre måneder efter at ECB trådte i funktion tog sin afsked.

Selv om vi ved meget lidt om, hvorvidt beskæftigelsen i ØMU-sammenhæng er kommet for at blive, så er det dog tvivlsomt om man kan betegne beskæftigelsesprocesserne som andet end en idé-periferi, der ikke afgørende har indflydelse på ØMU's idé-kerne. Hvorvidt ØMU'en så kan siges at være blevet til et socialdemokratisk projekt er mindre interessant, når bare det står fast, at ØMU's stabilitetsorienterede kerne ikke er ændret.

5. Konklusion

Denne artikel har diskuteret eet enkelt element, som relaterer til ØMU's politik – nemlig spørgsmålet om hvilke politiske idéer, der er centrale for ØMU-projektet. Herunder har det været centralt at undersøge hvorledes disse idéer i løbet af 80'erne har fået konsensus-status i Europa og hvorvidt EMU's idé-kerne er under opløsning sidst i 90'erne. Det er blevet konkluderet at ØMU's stabilitetsorienterede idé-kerne idag stadig er den samme som den, der tjente som grundlag for ØMU's konvergenzkriterier og stabilitets- og vækstpagten. Det, der imidlertid er sket er, at ØMU'en nu også har fået en beskæftigelsesorienteret idé-periferi, der i øjeblikket udelukkende er baseret på den politiske vilje, og som kun får praktisk betydning så længe den stabilitetsorienterede kerne ikke herved undermineres eller tilsidesættes. Som det udtrykkes i regeringens ØMU-redegørelse så skal de europæiske beskæftigelsesstrategier være 'i overensstemmelse med de overordnede økonomiske retningslinjer for den økonomiske politik' (Økonomi- og Finansministeriet, 2000: 378).

Hvorvidt ØMU'en har skiftet karakter siden de overvejende borgerlige regeringer i Europa sidst i 80'erne besluttede sig for at konsolidere den herskende økonomiske filosofi i en række formelle love, procedurer og organisationer er således tvivlsomt. Spørgsmålet er snarere om ikke de socialdemokratier, der idag argumenterer for at et sådant skift i

ØMU'ens idégrundlag har fundet sted, selv har undergået en ideologisk udvikling i løbet af 90'erne.

Noter

1. Tak til Poul Thøis Madsen, Ålborg Universitet, og Mette Zølner, Handelshøjskolen i København, for kommentarer til første udkast.
2. Erik Hoffmeyer, 'Sådan nærmer vi os afgrunden', *Berlingske Tidende*, 10.01.1980.
3. Poul Nyrup Rasmussens åbningstale i Folketinget, 05.10.1999; se også 'Euroen giver både sikkerhed og beskæftigelse', *Søndagsavisen*, 31.10.1999; 'Danske arbejdspladser sikres bedst med den fælles valuta', *Fyns Stiftstidende*, 29.11.1999; og 'Det handler om arbejdspladser', *Nordjyske Stiftstidende*, 21.11.1999.
4. Jacob Buksti og Torben Lund, 'En anden møntunion', *Berlingske Tidende* 15.01.1999.
5. Henrik Dam Kristensen, 'Lukkede døre', *Aktuelt*, 08.11.1999.
6. I modsætning til ØMU-kampagnerne i 1992 og 1993, så støttes statsministerens ØMU-kampagne nu også af Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, som blandt andet forklarer sit holdningsskift med en reference til beskæftigelsesdimensionen i Amsterdamtraktaten (*AE-nyt*, nr. 2, marts 2000: www.ae-dk.dk/ae/dokument/aenyt/Nyt200.pdf).
7. *Aktuelt*, 25.11.1998, s.9: 'Kun to forbundsformænd er modstandere af ØMU'; *Aktuelt*, 05.01.1999, s. 3: 'Fagforbund er klar til medlemskab af ØMU'en - Afstemning jo før jo bedre'; *Weekendavisen*, 10.-16.09.1999, s. 6: 'LO og ØMU'en - Der er intet at frygte'; *Aktuelt*, 30.10.1999, s. 7: 'Bred opbakning til ØMU'en i fagbevægelsens top'; *Børsen*, 29.12.1999 og *Politiken*, 29.12.1999: 'LO-formanden anbefaler dansk ja til ØMU'. *Politiken*, 02.04.2000, s. 7: 'Den kringledte vej til et ja'.
8. *Aktuelt*, 16.03.1999, p.8: '53 procent [af LO's medlemmer] vil stemme ja til euroen ved en kommende folkeafstemning, 38 procent nej og kun syv procent er i tvivl'; *LO's nyhedsbrev*, no. 6, 2000 p. 4: '46 pct. siger at de ville stemme ja til dansk deltagelse i ØMU'en, mens 42 pct. ville stemme nej, hvis der var afstemning i morgen. 9 pct. ved ikke, mens resten enten ikke ville stemme, ville stemme blankt eller ikke ville svare'.
9. LO (2000), 'Vælgeres holdning til den Økonomiske og Monetære Union', *LO dokumentation*, 30. marts viser at 47 procent af LO-medlemmerne vil stemme Nej til euro'en, og 42 procent vil stemme ja. Se også *Politiken*, 12.04.2000: 'Hemmelig måling: LO-nej til euro'.
10. Poul Nyrup Rasmussen, Folketingstidende, forhandling, 27.01.93, sp. 4746.
11. Poul Nyrup Rasmussen, Folketingstidende, forhandling, 02.02.93, sp. 4803.
12. Poul Nyrup Rasmussen, Folketingstidende, forhandling, 04.10.94, sp. 1-2.
13. Poul Nyrup Rasmussen, Folketingstidende, forhandling, 07.10.97: side 4-5.
14. Poul Nyrup Rasmussen, Folketingstidende, forhandling, 05.10.93, sp. 10.
15. Poul Nyrup Rasmussen, Folketingstidende, forhandling, 03.10.95: sp. 2.
16. Poul Nyrup Rasmussen, Folketingstidende, forhandling, 01.10.96, sp. 6.
17. Poul Nyrup Rasmussen, Folketingstidende, forhandling, 07.10.97, s. 4.
18. Formanden for LO, Hans Jensen, har da også givet udtryk for utilfredshed angående ECB's ensidige fokus på prisstabilitet på bekostning af beskæftigelse i Europa, se *Information*, 18.02.2000: 'LO angriber »elitær centralbank«'.

Litteratur

- Andersen, Bodil Nyboe (2000), 'Euroen og Danmark', tale i British Import Union, 18.01.2000.
- Andersen, Stig (1994), *Hoffmeyer*, København: Børsens Forlag.
- Cameron, David R. (1995), 'Transnational Relations and the Development of European Economic and Monetary Union' i T. Risse-Kappen (ed.) *Bringing Transnational Relations Back In - Non-State Actors, Domestic Structures and International Institutions*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 37-78.
- Commission of the European Communities (1977), 'Report of the Study Group on the Role of Public Finances in European Integration', 2 volumes, April, Brussels (the MacDougall Report).
- Dyson, Kenneth og Kevin Featherstone (1999), *The Road to Maastricht. Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford: Oxford University Press.

- Dyson, Kenneth, Kevin Featherstone og George Michalopoulos (1995), 'Strapped to the Mast: EC Central Bankers Between Global Financial Markets and Regional Integration', *Journal of European Public Policy*, 2(3): 465-87.
- Epstein, Gerald A. og Gintis, Herbert M. (1995), 'Macro-economic Policies for Sustainable Growth', i G. A. Epstein og H. M. Gintis (eds) *Macro-Economic Policy After the Conservative Era*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 3-17.
- Gill, Stephen (1997), 'An EMU or an Ostrich? EMU and Neo-Liberal Economic Integration: Limits and Alternatives', i Petri Minkkinen og Heikki Patomäki (eds) *The Politics of Economic and Monetary Union*, Boston: Kluwer Academic Publishers, pp. 207-231.
- Gros, Daniel og Niels Thygesen (1992), *European Monetary Integration*, London: Longman.
- Hoffmeyer, Erik (1993), *Pengepolitiske problemstillinger 1965-1990*, København: Danmarks Nationalbank.
- Jelved, Marianne (1999), *Alt har sin pris*, København: Aschehoug.
- Jespersen, Jesper (1999), 'ØMU'en er en spændetrøje', *Information*, 23.09.1999.
- Krogh, Torben (1999), 'Velfærd og krisestyring – Knud Heinesen', *Politiken*, 29.08.1999.
- LO (1999), *Beskæftigelse og fælles mønt*, september.
- Ludlow, Peter (1982), *The Making of the European Monetary System*, London: Butterworth Scientific.
- Marcussen, Martin (1998), 'Central Bankers, the Ideational Life-Cycle and the Social Construction of EMU', *EUI Working Papers*, RSC no. 98/33, Florence: European University Institute.
- Marcussen, Martin (1999), 'The Dynamics of EMU-Ideas', *Cooperation and Conflict*, 34(4): 383-411.
- Marcussen, Martin (2000), *Ideas and Elites: The Social Construction of Economic and Monetary Union*, Ålborg: Ålborg University Press.
- Marcussen, Martin (2001), 'Denmark in the EMU Semi-Sovereignty Game', i Kenneth Dyson (ed.) *The European State and the Euro. Playing the Semi-sovereignty Game*, Oxford: Oxford University Press, forthcoming.
- Moravcsik, Andrew (1998), *The Choice for Europe*, Ithaca: Cornell University Press.
- OECD (1977), *Towards Full Employment and Price Stability – A Report to the OECD by a Group of Independent Experts*, June, Paris (the McCracken Report).
- Overturf, Stephen F. (1997), *Money and European Union*, New York: St. Martin's Press.
- Rasmussen, Jan Kærraa og Jens-Christian Stougaard (1999), 'ØMU'en lægger os ikke i spændetrøje', *Information*, 30.09.1999.
- Sandholtz, Wayne (1993), 'Monetary Bargains: The Treaty on EMU' i Allan W. Cafruny og Glenda G. Rosenthal (eds), *The State of the European Community. The Maastricht Debate and Beyond, Vol. II*, Boulder: Lynne Rienner, pp. 125-142.
- Økonomi- og Finansministeriet (2000), *Danmark og Euroen*, April, København.

Økonomisk kronik

1. halvår 2000

Niels Alsing, Økonom, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Sammenfatning

Siden den økonomiske kronik i efteråret 1999 har den globale makroøkonomiske nyhedsstrøm især været præget af: opjustering af forventningerne til den globale vækst, kraftigt stigende oliepriser op til OPEC-mødet i marts, tiltagende inflation, pengepolitiske stramninger i en række lande, euroens fortsatte svækkelse og store udsving på aktiemarkederne.

Det meget omdiskuterede år-2000-problem viste sig derimod ret uproblematisk og har kun haft ubetydelige makroøkonomiske konsekvenser. Der var intet stormløb mod bankernes kontantbeholdninger, ingen overdrevent forsigtige forbrugere og stort set intet produktionstab som følge af computere, som ikke kunne klare overgangen fra 1999 til 2000.

År 2000 ser mere og mere ud til at blive året, hvor den globale vækst topper. Forventningerne til væksten er opjusteret markant siden efterårets kronik til 3,5 pct. fra 2,6 pct. Gennemsnit for 1994-1999 ligger til sammenligning på 2,7 pct. Væksten i 2001 ventes ligeledes at blive stærk – 3,1 pct. – men afdæmpes i forhold til 2000, idet den høje ameri-

kanske vækst sandsynligvis løjer af fra knap 5 pct. til godt 3 pct.

Hovedscenariet for 2000 og 2001 er således fortsat synkroniseret opsving i verdensøkonomien med tendenser til stigende kapacitetsudnyttelse, høje råvarepriser, øget lønpres og derfor moderat tiltagende inflation og behov for pengepolitiske stramninger (primært i 2000).

Væksten er fortsat ret skævt fordelt på verdens hovedregioner: særdeles høj vækst i USA, høj vækst i Euroområdet, men meget moderat vækst i Japan. I resten af Asien er væksten også taget til – især er situationen forbedret i den vigtige kinesiske økonomi.

Den altoverskyggende negative risikofaktor for det fortsatte globale økonomiske opsving er fortsat den amerikanske økonomi. I lyset af de store makroøkonomiske ubalancer (især underskuddet på opsparings- og betalingsbalancen) og overophedningen i den amerikanske økonomi er hovedspørgsmålet fortsat om USA får en blød landing (tilbagevenden til trendmæssig vækst på godt 3 pct.) eller om der bliver tale om en hård landing med lav vækst.

Flere og flere iagttagere ser øget risiko for en hård landing, hvilket i så fald ville få alvorlige negative konsekvenser for verdensøkonomien. Lav amerikansk vækst ville især ramme Asien, som sender store andele af den samlede eksport til USA, mens effekten på Europa vil blive mindre – men dog mærkbar – fordi samhandlen med USA udgør en meget mindre del af Europas end af Asiens produktion.

Udsigterne for den danske økonomi i de kommende år er gode: væksten ventes at tage til fra 1,5 pct. i 1999 til godt 2 pct. i 2000 og 2001. Ledigheden ventes at forblive på et lavt niveau, overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes at blive styrket yderligere og inflationen ventes at komme ned fra godt 2½ til godt 2 pct. i 2001. Eksporten har været den primære vækstmotor i 1999, hvorimod den indenlandske efterspørgsel – som planlagt – stagnerede oven på Pinsepakken og stigende renter. Eksporten ventes også at trække væksten igennem 2000, men efterhånden vil de øgede eksportindtægter finde vej til yderligere privat for-

brug og investeringer og den indenlandske efterspørgsel vil rette sig.

Afstemningen den 28. september om det danske forbehold over for deltagelsen i den fælles mønt euroen ventes ikke at påvirke de gode kortsigtede udsigter for den danske økonomi i nævneværdig grad.

Deltagelse i euroen vil på længere sigt være en økonomisk fordel for Danmark. Valutakursrisikoen ved danske kroner forsvinder, rentespændet til Tyskland bliver lavere, Danmark vil tiltrække flere investeringer og likviditeten på det danske obligations- og aktiemarked bliver formentlig større.

2. Den internationale konjunktursituation

Den aktuelle globale konjunktursituation er præget af overraskende stærk vækst. For 2000 er væksten opjusteret meget markant til 3,5 pct. fra 2,6 pct. i efteråret. Væksten i 2001 ventes at blive afdæmpet en smule til 3,1 pct., hvilket dog stadig er højt historisk set.

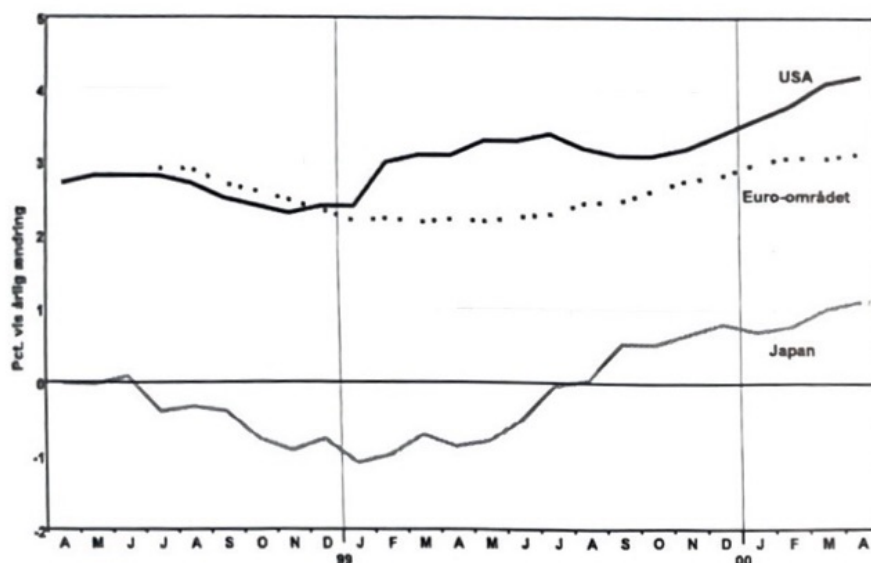
Tabel 1. Konsensus-forventninger til den økonomiske vækst i 1999, 2000 og 2001

	1999		2000		2001
	Pct.	Pct.point	Pct.	Pct.point	Pct.
Verden	2.6	0.2	3.5	0.9	3.1
USA	4.1	0.3	4.6	1.7	3.1
Japan	0.3	-0.6	1.0	0.6	1.5
Asien eks. Japan	2.2	0.3	2.8	0.9	3.0
Euro-området	2.2	0.1	3.2	0.4	3.0
Tyskland	1.5	0.0	2.8	0.2	2.8
Frankrig	2.7	0.2	3.7	0.7	3.3
Italien	1.4	0.2	2.7	0.4	2.7
Storbritannien	2.1	0.4	3.2	0.4	2.7
Sverige	3.8	0.2	4.1	0.6	3.4
Norge	0.8	0.3	1.7	0.6	2.1
Danmark	1.5	0.0	2.1	0.1	2.3

Anm.: Udviklingen i de månedlige konsensus-forventninger på baggrund af Consensus Forecast Inc.s panel af prognoseproducenter. Tallet i parentes er ændringer i forventninger i f.t. efterårets kronik.

Kilde: Consensus Forecast Inc., april 2000.

Figur 1. Udviklingen i konsensus-forventninger til væksten i USA, Japan og Euroområdet



Anm.: Rullende 12-måneders gennemsnit af skøn for år 2000 og 2001. Grafen viser udviklingen i forventningerne til væksten i de tre områder på 6 måneders sigt.

Kilde: EcoWin

Vækstskønnene for både 1999 og 2000 er opjusteret siden efteråret for næsten alle lande og regioner, se tabel 1. En markant undtagelse er Japan, som skuffede i 1999. Der er dog grund til at tro, at BNP-tallene undervurderer det igangværende opsving i Japan.

De styrkede vækstforventninger kan også ses af figur 1, som på forskellige tidspunkter viser rullende gennemsnit af vækstskøn henholdsvis 1 og 2 år frem i tiden. Gennemsnittene er konstrueret sådan, at de afspejler forventningerne til væksten på 6 måneders sigt.

For det første er forventningerne til væksten tiltagende i alle verdens vigtigste regioner. For det andet ventes væksten at blive noget højere i USA (godt 4 pct.) end i Euro-området (godt 3 pct.) på 6 måneders sigt. For det tredje er Japan fortsat bagefter USA og Euro-området, idet der kun er udsigt til ca. 1 pct. vækst i Japan på 6 måneders sigt. Det globale synkrone opsving er således blevet bekræftet siden efteråret.

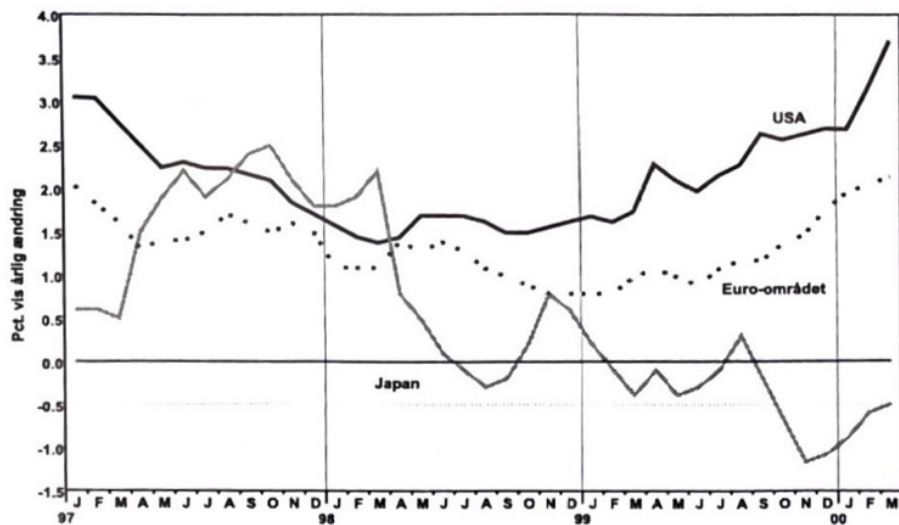
Olieprisen er også steget markant siden efter-

året 1999 fra godt 20 USD per tønde til nu godt 25 USD/td efter at have været oppe over 32 USD/td i marts. Den kraftige prisstigning skyldes en kombination af stor efterspørgsel, lave olielagre i USA og begrænset produktion som følge af OPEC-kartellets kvotapolitik. I slutningen af marts besluttede OPEC så at hæve kvotaerne moderat for at holde olieprisen mellem 22 og 27 USD/td.

Prisen på olie er således ca. fordoblet siden 1998, hvilket har medført kraftigt stigende producent- og forbrugerpriser især i USA og Europa, se figur 2. Det direkte bidrag fra oliepriserne til forbrugerpriserne vil efterhånden forsvinde. Men der er en tendens til, at en del af olieprisstigningen vil hæve forbrugerpriserne også i følgende år, fordi de øgede produktionsomkostninger arbejder sig igennem økonomien til forbrugerne som generelle prisstigninger. Alt i alt øger olieprisstigningen inflationen noget i 2000, men kun moderat i 2001.

Opsvinget i USA har endnu engang vist sig mere sejlvet end ventet trods en række

Figur 2. Forbrugerpriser USA, Japan og Euro-området



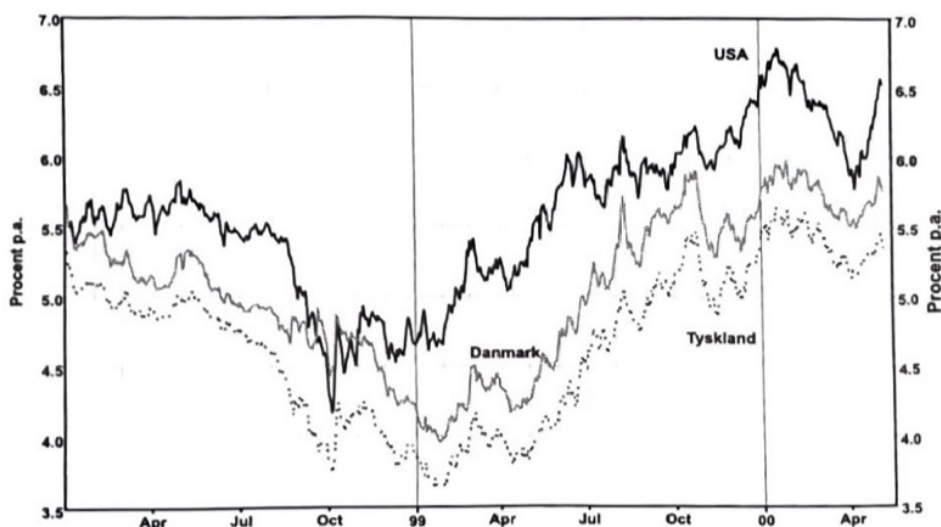
Kilde: EcoWin

stramninger af pengepolitikken med 125 basispunkter og en kraftig stigning i den lange rente siden begyndelsen af 1999, se figur 3. USA tegner sig således igen for den største opjustering af vækstskegnet for 2000 på 1,7 pct.point til 4,6 pct. Ved udgangen af 1. kvartal, hvor væksten var uændret stærk med 5 pct. år-til-år, havde opsvinget varet 9 år eller 108 måneder – det er 2 måneder længere end det hidtil længste opsving i 1960'erne, se figur 4.

Opsvinget trækkes primært af et meget stærkt voksende privat forbrug (ca. 6 pct. årlig vækst) og høj vækst i de private investeringer. Udenrigshandlen trækker samlet set væksten kraftigt ned. Eksporten er tynget af den stærke dollar, mens importen stiger eksplosivt.

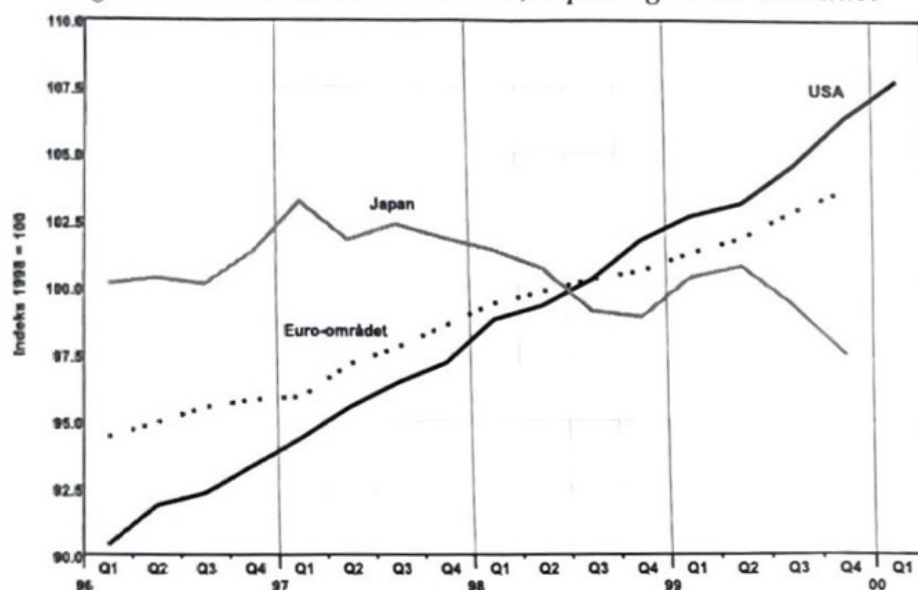
Nyheden i den amerikanske økonomi er, at de klassiske tegn på overophedning – løn- og prispres – nu er tydelige. En række prisin-

Figur 3. Lange renter i USA, Tyskland og Danmark



Kilde: EcoWin

Figur 4. Økonomisk aktivitet i USA, Japan og Euro- området



Kilde: EcoWin

deks herunder forbrugerpriserne rensset for volatile energi- og fødevarepriser (kerneinflationen) samt diverse lønindeks accelererer. Det skyldes dels det høje væksttempo og det meget stramme arbejdsmarked, men også at stigende råvarepriser – især olieprisen – slår igennem på virksomhedernes omkostninger og sendes videre til forbrugerne.

Dermed har den nye amerikanske økonomi foreløbig nået en øvre grænse for, hvor hurtigt den kan vokse uden tiltagende løn- og prispress. Udviklingen er ikke overraskende: heller ikke i »en ny økonomi« kan væksten i længden ligge over den langsigtede vækstrate uden at skabe knaphed på ressourcer og dermed inflation. Gevinsten ved den ny økonomi er således ikke, at inflationen er død, men at økonomien kan vokse hurtigere, før der skabes inflation.

Ubalancerne i den amerikanske økonomi, som giver anledning til bekymring vedrørende den globale vækst, er vokset støt siden efteråret: Ledigheden er faldet til 3,9 pct. (det laveste niveau siden 1970), underskuddet på betalingsbalancen er vokset til over 4 pct. af BNP og husholdningssektorens opsparingskvote er faldet yderligere til ½ pct.

De makroøkonomiske ubalancer øger risikoen for en hård landing på flere måder. For det første er der risiko for, at Federal Reserve strammer pengepolitikken for aggressivt for at få bugt med væksten og dermed kommer til at skabe en recession.

For det andet kunne det fortsat højt vurderede aktiemarked korrigere kraftigt og få husholdningerne til at begynde at spare op igen og dermed forbruge mindre. Bag den kraftige vækst i forbruget de seneste år ligger nemlig en faldende opsparingskvote som kun har kunnet lade sig gøre på grund af meget store formuegevinster fra aktie- og boligmarkedet.

Den aktuelle uro på det amerikanske aktiemarked, især teknologi-indekset NASDAQ, vurderes ikke at få negative realøkonomiske konsekvenser, medmindre det samlede aktiemarked falder meget mere og faldet bliver langvarigt. Foreløbig er det samlede aktiemarked kun faldet med ca. 5 pct. i år, men der er risiko for et alvorligere fald.

For det tredje finansierer USA merforbruget ved salg af aktiver, idet salget af varer (dvs. eksport) ikke er tilstrækkeligt til at dække behovet for kapital. Der er en stadig stigende ri-

siko for, at udenlandske kreditorer vil kræve større og større risikopræmier for at blive ved med at købe amerikanske aktiver og/eller i værste fald sælge aktiverne massivt, med en dollarkrise og stigende renter til følge.

Disse risici samt den fortsat stærke vækst og de seneste dårlige løn- og inflationstal vanskeliggør arbejdet for den amerikanske centralbank – Federal Reserve. Fed har ansvar for prisstabilitet og for at økonomien får en blød landing. På den ene side er Fed nødsaget til at stramme pengepolitikken kraftigere og/eller i længere tid end tidligere ventet. Men det øger på den anden side risikoen for, at pengepolitikken strammes for meget og skaber recession.

Opsvinget i *Euro-området* er også taget til i styrke siden efterårets kronik. BNP-væksten er aktuelt omkring 3 pct., hvilket også ventes for årene 2000 og 2001 som helhed.

De gode vækstudsigter understøttes af en fortsat ret lav realrente, sprudlende erhvervs- og forbrugertillid, faldende ledighed, en

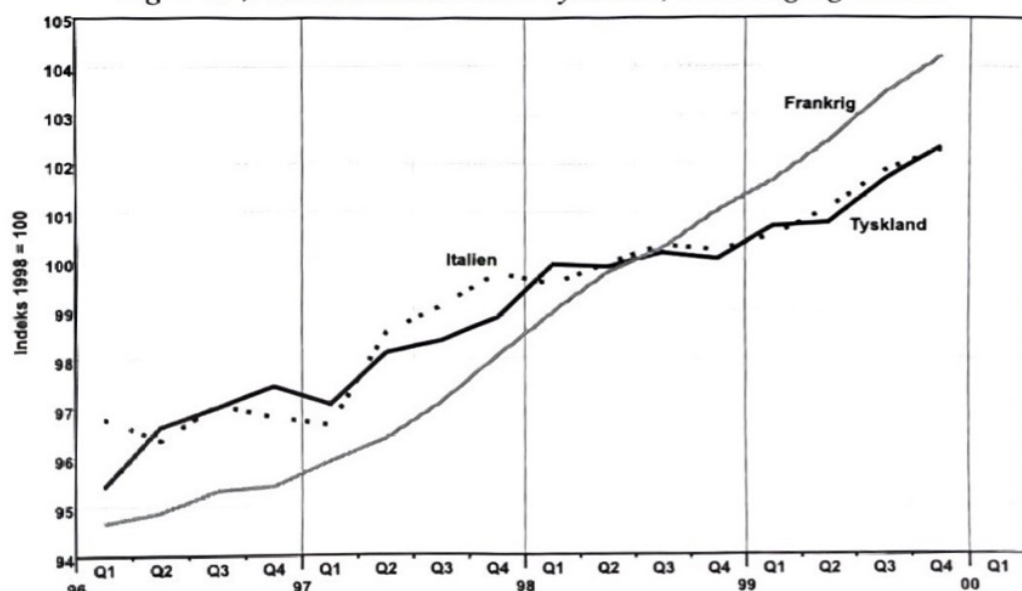
stærk global vækst samt en svækket euro, som øger eksportvæksten.

Frankrig er fortsat den mest dynamiske økonomi i området, idet den positive vekselvirkning mellem faldende ledighed og stigende indenlandsk efterspørgsel driver væksten frem. Men aktiviteten accelererer nu også i Tyskland og Italien, se figur 5, selvom opsvinget fortsat er ret eksportafhængig i disse lande.

I løbet af 2000 ventes opsvinget i Tyskland og Italien også at blive mere dynamisk efter fransk mønster og samtidig mindre sårbart over for efterspørgsel fra udlandet.

I 1. halvår svækkedes euroen over for US-dollar med yderligere 11 pct. og faldt blandt andet under den psykologisk vigtige paritet med USD. Siden euroens start primo 1999 er værdien over for USD i alt faldet med knap 25 pct. De fleste analytikere vurderer, at Euroen er kraftigt undervurderet. Begrundelserne for den svage euro er flere, herunder at væksten i USA er endnu stærkere end i euro-området,

Figur 5. Økonomisk aktivitet i Tyskland, Frankrig og Italien



Kilde: EcoWin

den korte rente er relativt højere i USA, samt at markedet midlertidigt synes at have mistet tilliden til euroen som et værdifast investeringsobjekt. Det skyldes formentlig dels tvivl om ECB's pengepolitik samt manglen på strukturelle reformer i Euro-området, som kan løfte den langsigtede vækstrate.

Den svage euro kombineret med kraftigt stigende oliepriser (som handles i dyre dollar) har løftet inflationen i Euro-området ret markant. I marts oversteg inflationen således ECB's målsætning på maksimalt 2 pct. Da udviklingen i pengemængden i Euro-området samtidig er for hurtig, har ECB set sig nødsaget til at stramme pengepolitikken i 3 omgange, så den styrende pengepolitiske rente nu er 3,75 pct. Det er fortsat 2,25 pct. point under den tilsvarende amerikanske rente.

Selvom ECB ikke har en egentlig valutakurspolitik for euroen – men derimod en inflationsmålsætning – bliver centralbanken alligevel nødt til at gribe ind, når valutasvækkelsen truer prisstabiliteten i euro-området via øgede importpriser. Stigende renter understøtter euroen, men det hjælper ikke i længden, hvis stigende rente samtidig svækker væksten, indtjeningen i virksomhederne og dermed de udenlandske investeringer. ECB kan i virkeligheden ikke gøre ret meget ved den svage euro bortset fra at forklare sin politik, presse politikerne til reformer og vente på at væksten i den amerikanske økonomi løjer af. Opsvinget i Euro-området vurderes at være stærkt nok til at kunne modstå de aktuelle rentestigninger.

I stærk kontrast til euro-svækkelse var det moderate resultat af overenskomstforhandlingerne i Tyskland en positiv udvikling for inflationsudsigterne i Euro-området. Overenskomsterne endte efter markante lønkrav på 5,5 pct. med at koste ca. 2,5 pct. om året i både 2000 og 2001. Det er foreneligt med fortsat vækst i beskæftigelsen og prisstabilitet.

Trods det høje ledighedsniveau i euro-området – på 9,4 pct. i marts – vil kraftigt faldende ledighed kunne medføre begyndende lønpres i løbet af 2001. Det skyldes, at den strukturelle ledighed i Euro-området – fx langtidsledighed mv. – er ret høj i euro-området formentlig omkring 9 pct.

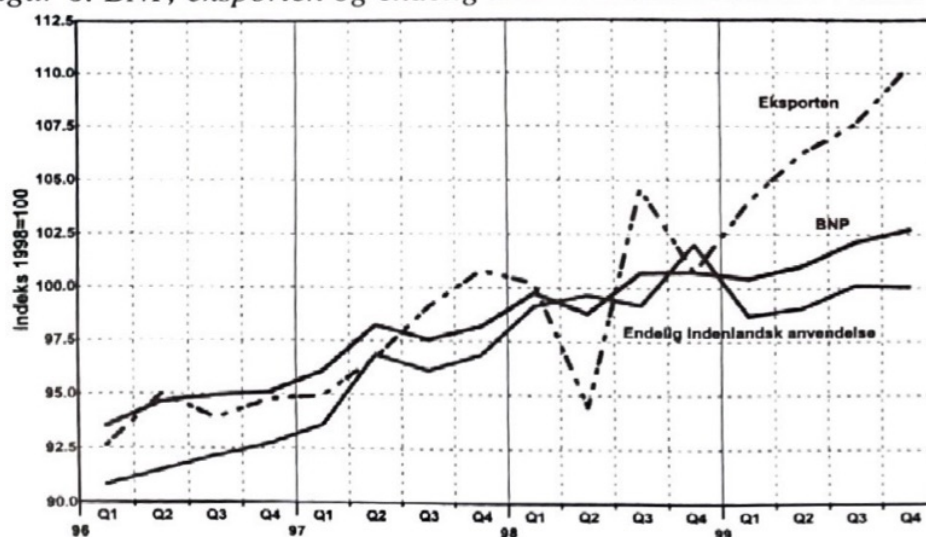
De økonomiske statistikker tegner et tvetydigt billede af den *japanske økonomi*. Det skyldes dels, at kvaliteten af BNP-tallene er ringere end vi er vant til fra USA og Europa, men også at der er store strukturelle ændringer i gang i den japanske økonomi, som forplumrer billedet. Et eksempel er, at der aktuelt nedlægges mange jobs i traditionel industri, mens der skabes nye jobs indenfor servicektoren især i forbindelse med internet og telekommunikation. Udviklingen er umiddelbart negativ for ledigheden, men ændringerne fremmer væksten på sigt.

Tvetydigheden viser sig ved, at BNP på den ene side faldt i både 3. og 4. kvartal 1999, men på den anden side viser tal for vækstforventningerne, industriproduktionen, erhvervstilliden, ordresituationen mv. at opsvinget kører videre. Væksttempoet er dog fortsat meget moderat, især fordi husholdningerne bliver ved med at holde det private forbrug på lavt blus. Sålange ledigheden er rekordhøj – knap 5 pct. – er det svært at forestille sig, at privatforbruget skal trække væksten afgørende op.

Det er formentlig de positive statistikker, som kommer tættest på sandheden, men der er fortsat grund til en sund portion skepsis over for meget optimistiske vækstforventninger. Den nye japanske Mori-regering ventes således at følge Obuchi-regeringens ekspansive økonomiske politik indtil væksten stabiliseres.

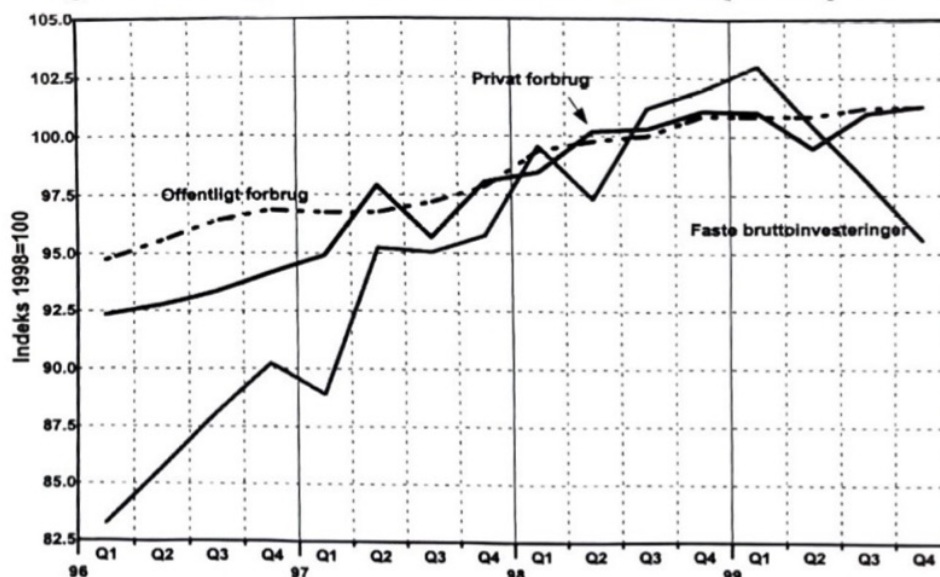
Væksten ventes at blive 1 pct. i år og 1½ pct. næste år. Selvom disse vækstrater forekommer små i forhold til den aktuelle vækst i

Figur 6. BNP, eksporten og endelig indenlandsk anvendelse i Danmark



Kilde: EcoWin

Figur 7. Endelig indenlandsk anvendelse fordelt på komponenter



Kilde: EcoWin

USA og Europa, vil den stigende aktivitet være med til at beslaglægge frie ressourcer globalt set og dermed bidrage til en stærkere underliggende inflation.

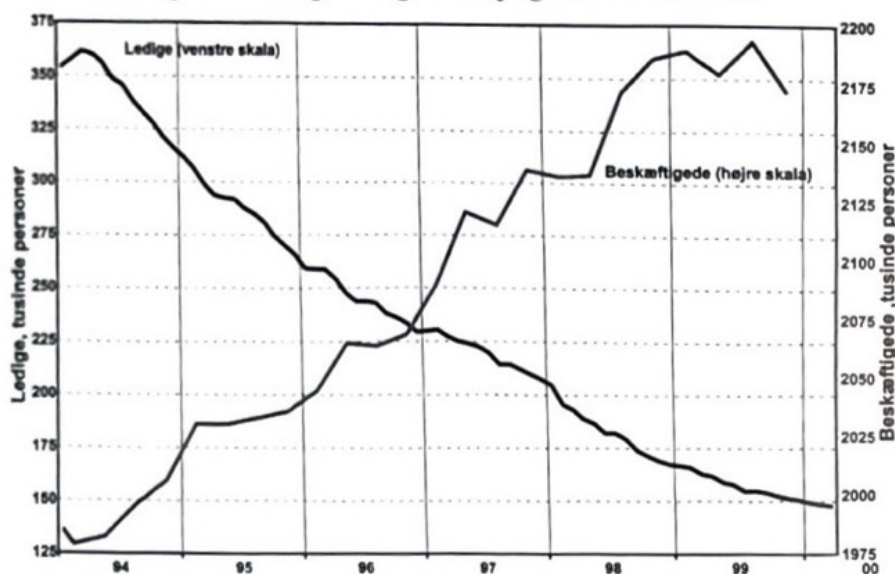
3. Konjunktursituationen i Danmark

Blanding af en fornuftig finanspolitisk stramning og held med den internationale renteutvikling har skabt den ønskede bløde

landing for dansk økonomi. I 1999 var realvæksten således bare 1½ pct. efter 5 år med vækst på 2 pct. eller derover.

Den indenlandske efterspørgsel har faktisk ligget fladt siden 1. kvartal 1999, men investeringerne er dog faldet markant, se figur 6 og 7. Afdæmpningen i den indenlandske vækst har givet et tiltrængt pusterum til øko-

Figur 8. Ledighed og beskæftigelse i Danmark



Kilde: EcoWin

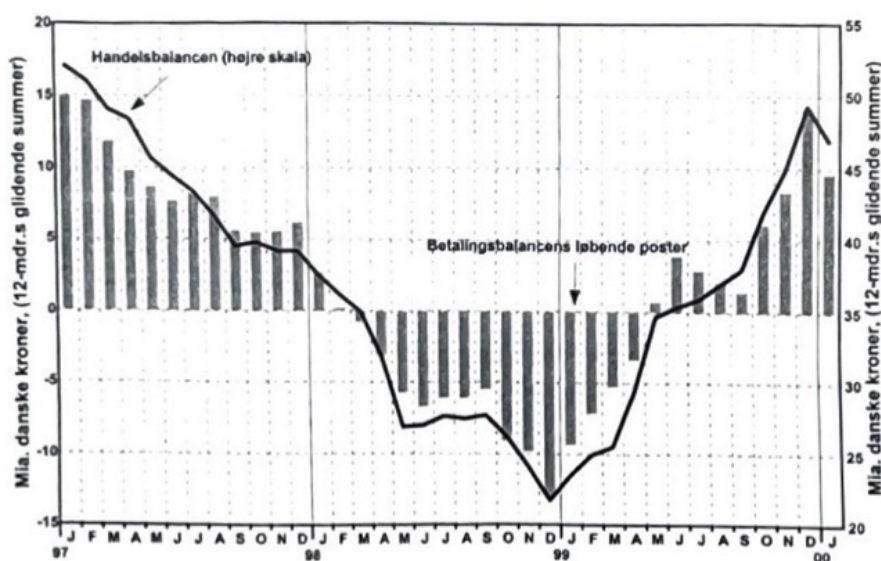
nomien, som viste klare tegn på overophedning og stigende ubalancer især med hensyn til opsparing og betalingsbalance.

Den stærke eksportudvikling har imidlertid kompenseret for bortfaldet af indenlandsk efterspørgsel og holdt aktiviteten oppe på et rimeligt niveau. Beskæftigelsen er ikke faldet ret meget og ledigheden ligger fortsat meget lavt, se figur 8.

Samtidig har den formindskede import og forøgede eksport forbedret handels- og betalingsbalancen meget markant, se figur 9. Øget global vækst samt svækkelsen af kronen over for USD, svenske kroner og britiske pund har bidraget til eksportfremgangen.

Mange økonomers forudsigelser af, at Pinse-pakken ville få huspriserne til at falde på grund af begrænsning af rentefradragsretten

Figur 9. Handels- og betalingsbalancen i Danmark



Kilde: EcoWin

og øgede afgifter, har foreløbig ikke vist sig at holde stik. Efter en midlertidig stagnation i 4. kvartal er priserne igen kommet på stigningskurs i 1. kvartal. Omsætningen af boliger er faldet betydeligt, men altså uden at slå igennem på priserne. Udviklingen skyldes formentlig, at husholdningernes økonomi fortsat er ret solid og at de har stor tillid til fremtiden og ikke mindst at ledigheden ikke er steget. Et generelt prisfald på boliger forekommer nu mindre sandsynligt.

De danske forbrugerpriser er steget meget markant igennem 1999 og stigningstakten toppede foreløbige med 3,2 pct. i marts i år. Stigningen skyldes altovervejende direkte og indirekte effekter af de højere importpriser på olie og svækkelsen af kroner over for USD og burde ikke svække konkurrenceevnen over for Euro-området. I resten af 2000 er der udsigt til en vis afdæmpning af inflationen i takt med, at oliepriserne stabiliserer sig, se figur 10.

Det danske overenskomstresultat for 2000/2001 svarer til en lønstigning på ca. 3,5 pct., hvilket må betegnes som rimeligt især set i forhold til det fortsat lave ledighedsniveau og

de kraftigt forhøjede priser i 1999. Dermed er der ikke tegn på, at den høje inflation i 1999 har sat gang i en negativ løn-prisspiral.

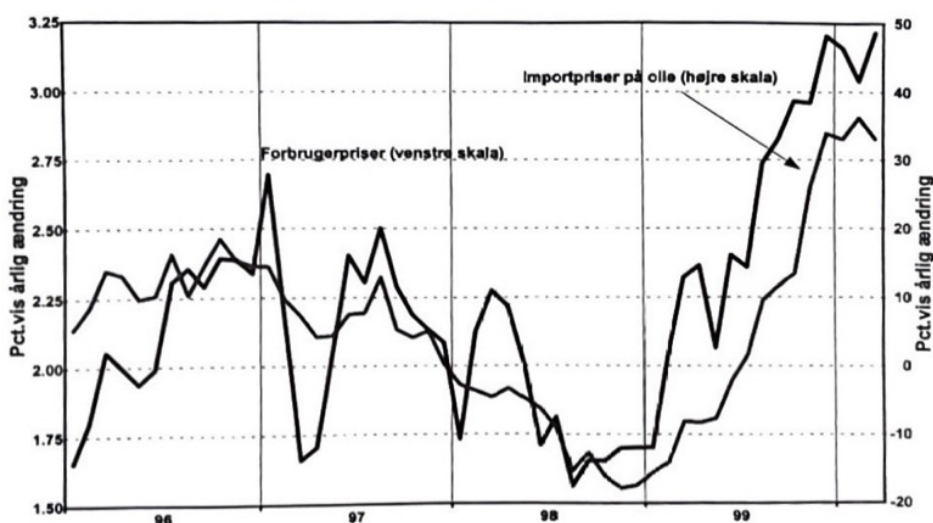
Givet det stramme arbejdsmarked er der risiko for, at væksten på ca. 2 pct. i 2000 og 2001, vil medføre et vist øget lønpres. Det vil kunne øge inflationen, svække konkurrenceevnen og betalingsbalancen og dermed kunne fremtvinge endnu et økonomisk politisk indgreb.

Udsigterne for den danske økonomi i 2000 og 2001 er gode. Ifølge Reuters makroøkonomiske panel, som består af 29 danske og udenlandske prognosemagere, er konsensusforventningerne til BNP-væksten i år og næste år godt 2 pct., se figur 11. BNP-skønnet har ligget ret stabilt i de seneste måneder.

Skønnet for ledigheden er nedjusteret løbende i løbet af foråret og ventes nu at forblive på det aktuelle niveau på 5,3 pct. i begge år.

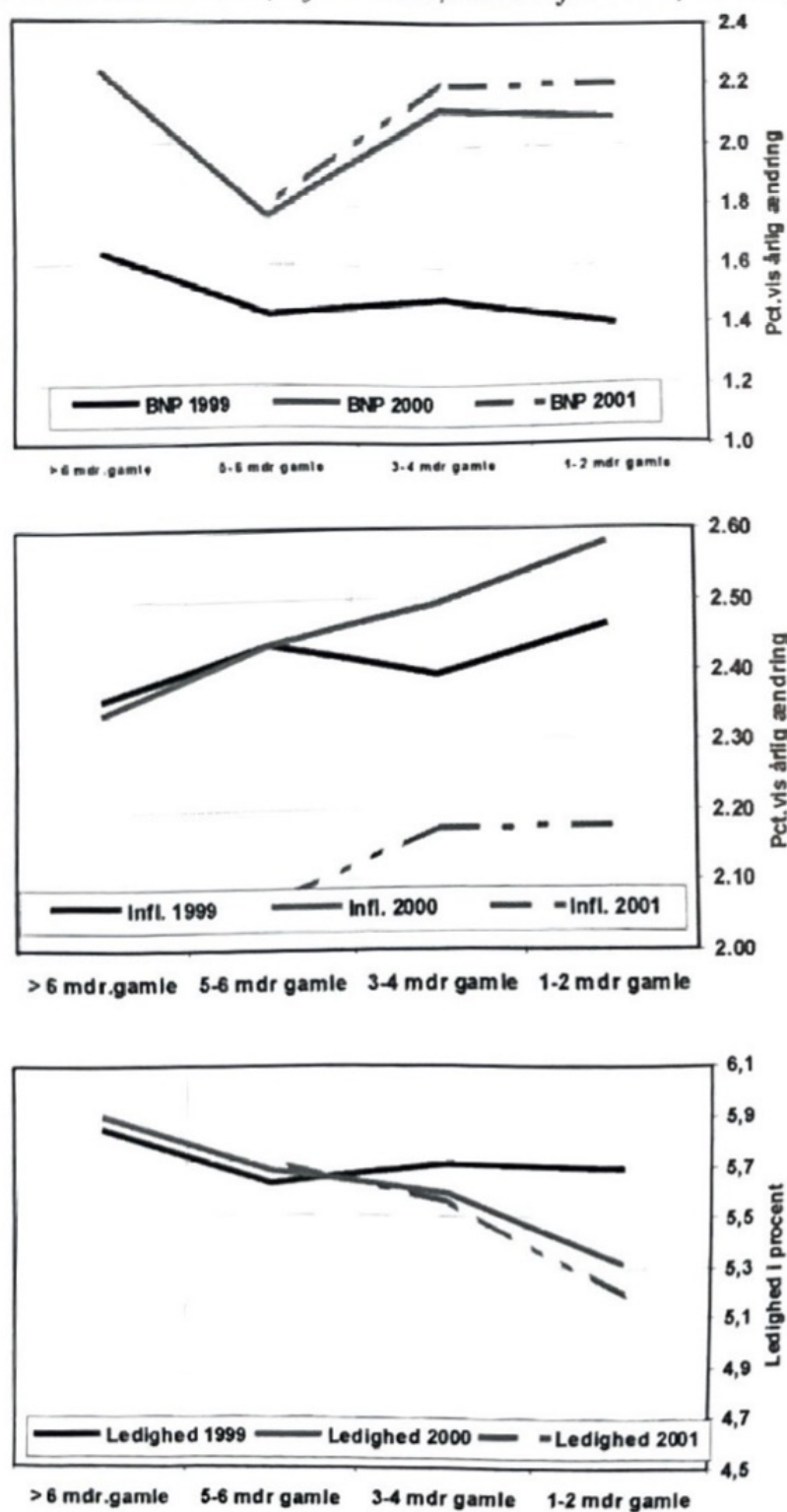
Samtidig er skønnet for betalingsbalancens løbende poster opjusteret til 10-15 mia. DKK som følge af forbedrede eksportudsigter.

Figur 10. Forbrugerpriser og importpriser på olie i Danmark

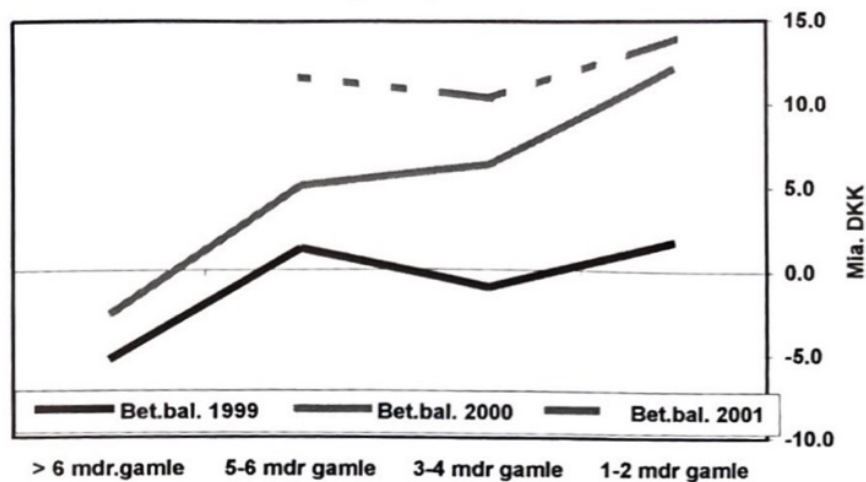


Kilde: EcoWin

Figur 11. Reuters konsensus-skøn for dansk økonomi for 1999, 2000 og 2001



Figur 11 fortsat



Anm: Reuters makroøkonomiske panel, som består af 29 danske og udenlandske prognosemagere, herunder regeringen, Det Økonomiske Råd, de diverse interesseorganisationer og de store banker.

Kilde: Reuters

Omvendt er skønnet for inflationen opjusteret især for 2000 (2½ pct.), men inflationen ventes at falde igen i 2001 til godt 2 pct. Det forringede inflationsbillede skyldes altovervejende effekterne af de forøgede oliepriser og vil som sådan formentlig være et midlertidigt fænomen.

De generelt gode økonomiske udsigter for den danske økonomi er ikke uden risici, men disse kommer nu i højere grad udefra end indefra i økonomien.

Den danske økonomi er således meget følsom over for en nedgang i den internationale økonomiske aktivitet, fordi væksten altovervejende er eksportdrevet. Som nævnt ovenfor kunne de negative vækstoverraskelser især komme fra USA.

Afstemningen den 28. september om det danske forbehold over for deltagelsen i den fælles mønt euroen ser ifølge meningsmålingerne ud til at blive et ja. De finansielle markeder synes også at regne med, at det bliver et

ja. På den anden side kan et nej ikke udelukkes.

De økonomiske konsekvenser af et nej eller forventninger om et nej er vanskeligt at vurdere. Der kunne opstå pres mod kronen, fordi et nej ville øge usikkerheden omkring den danske valuta og Danmarks forhold til EU. Nationalbanken kunne blive nødt til at forsvare kronen med øgede korte renter, men det bliver formentlig kun nødvendigt i en kortere periode. Folkeafstemningen ventes således ikke i nævneværdig grad at forringe de gode kortsigtede økonomiske udsigter.

Deltagelse i euroen vil på længere sigt være en økonomisk fordel for Danmark. Valutakursrisikoen ved danske kroner forsvinder, rentespændet til Tyskland bliver lavere, Danmark vil tiltrække flere investeringer og likviditeten på det danske obligations- og aktiemarked bliver formentlig større.

Redaktionen er afsluttet
den 10. maj 2000