

Økonomiske konsekvenser af ØMU'en

Claus Vastrup

Spørgsmålet om dansk medlemskab af EU's Økonomiske og Monetære Union (ØMU'en) er en del af det mere omfattende spørgsmål om valg af valutakursregime, der især for mindre, åbne økonomier er en væsentlig ramme for den økonomiske politik og udvikling. Et sådant valg har derfor økonomiske konsekvenser, og det samme gælder et eventuelt dansk medlemskab af ØMU'en

Formålet med denne artikel er at omtale nogle generelle økonomiske virkninger og forhold vedrørende valutakursregimer, redegøre for økonomiske virkninger af ØMU'en på grundlag af de første 10 års erfaringer, og på denne baggrund at diskutere økonomiske konsekvenser af et dansk medlemskab af ØMU'en.

Valg af valutakursregime

Selvom valutakursen er en nominel pris, har valget af valutakursregime realøkonomiske konsekvenser på kort og mellemlang sigt. Det skyldes trægheder i den indenlandske til-

pasning af priser (og lønninger) også ved ændringer i valutakursen, som derfor ændrer de relative priser mellem ind- og udland. Sådanne ændringer i de relative priser har vist sig at være større for lande i perioder med variable valutakurser end i tilfælde med større fasthed i det nominelle valutakursregime.

Denne større variabilitet i de relative priser skyldes kraftigere stød til de reale valutakurser og ikke en væsentlig større træghed i den gradvise tilpasning af de indenlandske priser (Taylor (2002)). Den større variabilitet i de relative priser medfører derfor større variabilitet også i realøko-

nomiske variable, når valutakurserne er variable og ikke faste.

Valg af valutakursregime har derfor realøkonomiske konsekvenser, og større fasthed i regimet giver større stabilitet (Klein og Schambaug (2008)). På lang sigt vil de indenlandske priser og valutakurserne dog tilpasse sig hinanden, således at de relative priser (købekraftpariteten) er upåvirket af valutakursregimet, og der derfor på dette sigt ikke er realøkonomiske, men alene virkninger på priser og inflation af forskelle i valg af valutakursregimer.

Valg af valutakursregime er derfor primært et spørgsmål om realøkonomisk aktivitet og beskæftigelse på kort sigt, inflation på både kort og lang sigt og først herefter og som følge af disse forhold et spørgsmål om eventuelle strukturændringer og økonomisk vækst. Pengepolitik har af samme årsag som valutakurser også indflydelse på de nævnte forhold, således at det samlede resultat vedrørende de realøkonomiske, inflationære og eventuelle strukturelle virkninger afhænger af samspillet mellem valutakursregime og pengepolitik.

Valg af valutakursregime er samtidig underkastet begrænsningen fra den såkaldt umulige trekant, idet et land ikke samtidig kan have fast valutakurs, selvstændig pengepolitik og frie kapitalbevægelser. Man er nødt til at fravælge den ene af de tre muligheder, hvilket selvfølgelig har implikationer for den økonomiske

politik og udvikling. Dette fravalg har siden det internationale valuta-systems reelle etablering for ca. 140 år siden været underlagt forskellige overordnede politiske hensyn, der igen har været dikteret af økonomiske mekanismer (Obstfeld og Taylor 2002).

Således synes forskellig vægtning af hensynet til økonomisk stabilitet, effektiv allokering af kapitalen og selvstændighed i den økonomiske politik i forhold til beskæftigelse og inflation at kunne forklare udviklingen fra det internationale guldfodsystem over Bretton Woods-systemets restriktioner på kapitalbevægelser og faste, men justerbare valutakurser til de variable valutakurser mellem de dominerende lande fra primo 1970'erne.

Netop kapitalmobiliteten har spillet en rolle i diskussionen af valutakursregimer under overskriften 'det bipolære synspunkt' eller 'udtynding af midten'. Især siden krisen i Asien 1997-98 er det således blevet argumenteret (fx Fischer (2001, 2008)), at forøget kapitalmobilitet og risiko for valutaspekulation tvinger landene til at fravælge de semifaste valutakursregimer fx Bretton Woods-systemets faste, men justerbare valutakurser og erstatte sådanne regimer med enten en ekstremt hård valutakurs i form af deltagelse i en monetær union eller en fuldt fleksibel/variabel valutakurs. Hypotesen er ikke endelig afkræftet, idet det er væsentlig bl.a. at skelne mel-

lem, hvad landene de jure angiver, og hvad de facto gør (Klein og Schambaug (2008)). Det sidste forhold har blandt andet vist sig i form af 'fear of floating', hvor lande angiver, at de har en fuldt variabel valutakurs, men at de samtidig intervernerer i valutamarkedet for at stabilisere deres valutakurs.

På den baggrund kan man konkludere, at overordnede politiske hensyn har været afgørende for valget af valutakursregime, men at dette valg er underlagt væsentlige økonomiske begrænsninger.

Det gælder således bl.a. graden af integration af de finansielle marker, spekulation i valutakursændringer og den frie kapitalmobilitet, som det på grund af moderne kommunikationsteknik og eksistensen af (små) selvstændige lande uden for internationalt samarbejde har været vanskeligt effektivt at begrænse.

Foruden de nævnte politiske hensyn til stabilitet, effektivitet og selvstændighed i den økonomiske politik har forsøg på at binde hjemlige prisstigninger også været (nævnt som) bevæggrund for et inflationsplaget land til at vælge fast valutakurs i forhold til et etableret (stort) land med lav inflation.

Denne politisk-økonomiske bevæggrund har dog ikke kunnet eftervises som væsentlig. Det afgørende i hvert fald for det langsigtede valg af (de facto) valutakursregime synes at udgå fra andre politiske hensyn og fra nogle økonomiske grund-

vilkår (Carmignani et.al. (2008) samt Levy-Yeyati et.al. (2004), men især for så vidt angår industrilande).

Mange mulige valutakursregimer

Som antydnet i forbindelse med omtalen af 'det bipolære synspunkt' er valget mellem valutakursregimer ikke alene et simpelt valg mellem faste og variable valutakurser. Der er mange mellemformer og flere kombinationsmuligheder mellem det helt bløde og det meget hårde:

- Fuldt fleksible valutakurser og derfor ingen intervention fra centralbanken i valutamarkedet.
- Styret flydning og derfor (en vis) centralbankintervention i valutamarkedet.
- Crawling peg dvs. bevægelig valutakurs/paritet over tid (med/uden bånd omkring paritet).
- Fast, men justerbar valutakurs/paritet (med/uden bånd omkring paritet).
- Fast valutakurs med anvendelse af egen valuta, hvor det indenlandske pengeomløb er (fuldt) dækket af centralbankens beholdning af udenlandsk valuta.
- Fast valutakurs som følge af indenlandsk cirkulation af fremmed valuta (ofte USD og euro og tidligere FF).
- Fast valutakurs som følge af cirkulation af fælles valuta i flere lande og dermed en valuta-/møntunion (fx cirkulation af euro).

Mellemløberne kræver, at cen-

tralbanken er villig til at købe og sælge fremmed valuta mod egen valuta, hvilket kræver en valutabeholdning. De forskellige regimer har også forskellige virkninger med hensyn til fx behovet for valutabeholdning, mulighederne for spekulation i valutakursændringer, centralbankens mulighed for at yde likviditetsstøtte til pengeinstitutterne, centralbankens gevinst ved seddeludstedelse (segniorage) samt penge- og finanspolitikens orientering efter henholdsvis eksterne og interne forhold.

Foruden de tidligere nævnte, overordnede politiske hensyn er der således andre, men måske snævrere politisk-økonomiske forhold og rene økonomiske forhold, som man skal tage hensyn til ved valg af valutakursregime.

Økonomiske valgkriterier

Den traditionelle tilgang til økonomiske vurderinger af valg mellem valutakursregimer tager sit udgangspunkt i såkaldte *Optimum Currency Area* (OCA-) opgørelser, som er cost-benefit analyser af de relevante økonomiske kriterier. Da de økonomiske analyser af valutakurser og møntunioner har udviklet sig på baggrund af ny erkendelse, har indholdet eller i hvert fald vægten mellem de relevante kriterier også ændret sig over tiden (fx Stockman (1999)).

Første generation af OCA-kriterier er for det første sådanne variable, som relaterer sig til omkostningerne

ved dårligere konjunkturstabilisering i en monetær union end i tilfælde af variable valutakurser, så som karakteren af stød til økonomien (symmetriske/asymmetriske stød, efterspørgsels-/udbudsstød), produktionsfaktorernes mobilitet samt (løn- og) prisfleksibiliteten.

Det andet sæt af variable vedrører gevinsterne ved at deltage i en møntunion i form af strukturelle og effektivitetsmæssige fordele ved at anvende den samme penge-/møntenhed over et større geografisk område (sparede transaktionsomkostninger, større prisgennemsigtighed, ingen valutakriser). De opgjorte omkostninger og gevinster skal herefter sammenlignes for at afgøre, hvilket valutakursregime der er det økonomisk mest hensigtsmæssige.

Hvis stødene er symmetriske stød eller asymmetriske efterspørgselsstød, som kan imødegås gennem fælles penge- eller finanspolitik henholdsvis landespecifik finanspolitik, er der – uanset graden af faktormobilitet og prisfleksibilitet – ingen konjunkturpolitiske omkostninger ved en møntunion.

Der vil alene være strukturgevinster, fordi pengepolitik og finanspolitik i princippet fuldt ud kan modvirke virkningerne af stødene. Tilsvarende vil der også alene være strukturgevinster i tilfælde af fuld løn- og prisfleksibilitet – uanset stødenes karakter og mangel på faktormobilitet. Stødene vil nemlig ikke have nogen form for aktivitets-

og beskæftigelsesmæssige virkninger. Tilsvarende vil der alene være strukturgevinster i tilfælde af fuld faktormobilitet mellem møntunionens lande, idet enten en fælles (penge-)politik, landespecifikke (finans-)politikker eller i tilfælde af asymmetriske udbudsstød mobiliteten af produktionsfaktorer over landegrænser vil udligne opståede efterspørgselsoverskud og -underskud.

I alle de skitserede situationer vil det optimale valutakursregime være en møntunion (eller faste valutakurser). Det vil alene være i tilfælde af asymmetriske udbudsstød, at en fælles pengepolitik og landespecifikke finanspolitikker kommer til kort, og de konjunkturstabiliserende omkostninger ved ikke at kunne variere valutakursen derfor skal afvejes mod de strukturpolitiske gevinster, ved at et land deltager i en møntunion (anvender faste valutakurser).

'Nobody is perfect', og problemerne ved anvendelse af OCA-kriterierne består i vanskeligheder ved at foretage de konkrete vurderinger af graden af prisfleksibilitet og faktormobilitet samt af stødenes karakter og størrelse.

Samtidig skal man i forhold til konjunkturproblemerne vurdere, hvad der er den relevante tidshorison, og ved analyser af historiske data for produktion og beskæftigelse skelne mellem, hvad der er stød og, hvad der skyldes stabiliserende (eller destabiliserende) økonomisk politik.

Dertil kommer, at det kan sandsynliggøres, at OCA-kriterierne for omkostninger, dvs. stødenes karakter, mobiliteten og prisfleksibiliteten, på lidt længere sigt indretter sig efter det valgte valutakursregime på en sådan måde, at konjunkturomkostningerne reduceres ved en møntunion (og faste valutakurser) (om ØMU'en og endogene OCA-kriterier, se de Grauwe og Mongelli (2005)).

Foruden de nævnte strukturgevinster har man i nyere litteratur også inddraget inflation og betydningen af forskelle i troværdighed om (finans- og) pengepolitikken i vurderingerne af de forskellige valutakursregimer. Det skyldes, at nyere litteratur om konjunkturer generelt lægger vægt på prisdannelse og -udvikling, og at ændringer i valutakurser som nævnt påvirker prisudviklingen og dermed inflationen i forhold til omverdenen især på lidt længere sigt.

Hvis dannelse af en monetær union fører til, at principperne for fastsættelse og ændringer af de indenlandske priser ændres, således at de bliver mere isolerede fra omverdenen og dermed gjort mere uafhængige af valutakurserne, er det inden for den ny-keynesianske teoris modeltradition vist, at dette har væsentlig betydning for både variansen og niveauet for de makroøkonomiske variable, således at dannelse af en monetær union vil forøge velfærden (Devereux et. al. (1999)).

Nyere litteratur om valutakursregimer (fx Alesina og Barro (2002)) har også klargjort, at den relevante måling af størrelsen af de relevante stød er variabiliteten i differencen (modsat co-variansen) mellem de landespecifikke stød. Tilsvarende gælder det, at stor samhandel mellem to lande (eller mellem et land og en møntunion) vægter positivt i forhold til dannelsen af en møntunion mellem landene (optagelse i den relevante møntunion), idet en reduktion af transaktionsomkostningerne, herunder vekselomkostninger ved anvendelse af forskellige valutaer, ved dannelsen af en monetær union analytisk kan vises at fremkalde en større positiv handelseffekt, jo større samhandelen er mellem de involverede lande.

En sådan forøgelse af handelen kræver, at de handlede varer ikke er for forskellige. Derfor er handelseffekten også størst ved dannelse af en møntunion mellem lande, som økonomisk ikke er for forskellige (Albertin (2008)).

På samme vis vil manglende dybde og stabilitet på et lands finansielle markeder, der har variable valutakurser, vægte positivt i forhold til optagelse i en møntunion på grund af den efterfølgende finansielle integration. Det skyldes, at fleksible valutakurser kun er velfungerende, hvis de tilknyttede finansielle markeder også er velfungerende og dybe, således at kapitalbevægelserne mellem landene især er styret af rente-

forskelle og (rationelle/stabiliserende) forventninger til valutakurserne og ikke af den spekulation, der ofte opstår på tynde markeder.

Guldfod og møntunioner

En første tilgang til en undersøgelse af virkninger af ØMU'en kunne være at se på historiske erfaringer med andre fastkursssystemer, herunder monetære unioner. Der er flere eksempler på sådanne arrangementer, men det forekommer mest oplagt at se på den tidligere nævnte internationale guldfod fra før Første Verdenskrig, den latinske møntunion og den skandinaviske møntunion.

Den internationale guldfod var det fremherskende valutakursregime fra begyndelsen af 1870'erne til det brød sammen i forbindelse med udbruddet af Første Verdenskrig, hvor de krigsførende og andre magter fik behov for udstedelse af dækningsløse sedler (segniorage) til finansiering af forøgede militærudgifter. Deltagelse i guldfoden var en ensidig beslutning for deltagerlandene om at købe og sælge guld frit og til fast pris (dvs. seddelindløsning med guld/seddeludstedelse mod guld), fri guldeksport og -import og muligvis gulddækningsregler for seddelomløbet.

Disse regler sikrede en fast ombytningspris og dermed en fast kurs mellem de deltagende landes valutaer plus/minus en mindre margin i form af omkostninger ved guldim-

port/-eksport og eventuelt ved seddelindløsning/-udstedelse. De deltagende lande opretholdt selvstændige centralbanker med tilsvarende mønt- og seddeludstedelse.

Centralbankerne suspenderede i situationer med krise ofte deres anvendelse af guldfodsmekanismen og dermed deres faste valutakurs, men vendte senere tilbage til den samme guldpris/valutakurs, hvilket stabiliserede forventningerne og dermed kapitalbevægelserne. Guldfodslan- den var på grund af de frie kapitalbevægelser og den tilsvarende guldhandel nødt til at føre en eksternt orienteret og derfor næsten identisk pengepolitik.

Den latinske møntunion opererede fra 1866 og ligeledes til Første Verdenskrig med deltagelse af Frankrig, Belgien, Italien, Schweiz og efterfølgende Grækenland. Grundlaget og dermed det nominelle anker var til en begyndelse både guld og sølv dvs. bimetalisme, hvilket medførte problemer som følge af ændringer i det relative prisforhold mellem guld og sølv.

Siden blev unionen rent guldbaseret og en del af det internationale guldfodssystem. Der var ingen kontrol med de uafhængige centralbankers udstedelse af underlødige mønter og således heller ikke kontrol med udmøntningsgevinsterne (segniorage).

Den skandinaviske møntunion blev oprettet i 1873 med deltagelse af Sverige, Danmark og Norge og

virkede igen indtil Første Verdenskrig. Den var guldbaseret og således en del af det internationale guldfodssystem, men med reduceret margin i de indbyrdes udsving omkring de faste valutakurser. De uafhængige centralbanker havde gensidig indløsningspligt for hinandens sedler, gensidige trækingsrettigheder og fri guldhandel.

På grundlag af de historiske observationer kan man konkludere, at en velfungerende møntunion skal have et veldefineret nominelt anker, kontrol med pengeudbuddet og derfor kun én centralbank samt kontrol med medlemslandenes udmøntningsgevinster og dermed en vis kontrol med deres finanspolitik. Endvidere har det i de omtalte eksempler været muligt at udtræde af møntunionerne, som også er brudt sammen ved udbruddet af Første Verdenskrig, som udløste særligt store og presserende krav til statskasserne.

På de sidste punkter adskiller den latinske og den skandinaviske møntunion sig dog fra nationale møntunioner som fx de to tyske (1873 henholdsvis 1990) og den italienske (1862). Men der er i øvrigt så store forskelle med hensyn til bl.a. de forfatningsmæssige og økonomiske rammebetingelser mellem på den ene side guldfodssystemet og mange tidligere møntunioner og på den anden side ØMU'en, at der er vanskeligt med videregående analogier og erfaringer til vurdering af

ØMU'ens virkninger (Eichengreen (2008) og til dels Bordo og James (2008)).

ØMU'ens strukturelle virkninger

Den mest indlysende af ØMU'ens strukturelle virkninger er fuldstændig eliminering af vekselomkostninger og usikkerhed om valutakurserne blandt de deltagende lande. Det er årsagen til forøget integration og udbygning af de finansielle markeder og institutioner, forøget vare- og tjenestehandel og forøget mobilitet af arbejdskraft over landegrænser i euro-zonen.

Det er den almindelige opfattelse, at den største virkning har været på de finansielle markeder og den mindste virkning på arbejdsmarkedet, og at integrationen på alle områder har forøget velfærden.

For 10-15 år siden var det almindeligt ikke at tillægge de strukturelle virkninger af monetære unioner nogen større betydning, men det har ændret sig, siden Rose (2000) undersøgte forholdet empirisk for mere end 200 lande i perioden 1970-90 og fandt positive og meget store virkninger på vare- og tjenestehandel ved anvendelse af en fælles mønt.

Efterfølgende har andre empiriske undersøgelser bekræftet, at sammenhængen er signifikant positiv, men at størrelsesordenen er væsentlig mindre, end de oprindelige resultater angav. Således har Baldwin

(2006) omhyggeligt opsummeret og vurderet resultaterne og anslår, at euroen har forøget den indbyrdes handel med 5-15 pct. og ikke haft negative virkninger og dermed forvridende effekter på handlen mellem euro-zonen og andre lande dvs. ingen *Fort Europa*-effekter.

Andre har fundet positive engangseffekter af euroen på 10-20 pct. efter kontrol for betydningen af fælles grænse, fælles sprog mv. (Gil-Pareja et.al. (2008) og Frankel (2008)). De positive handelseffekter har som virkning, at konkurrencen og prisgennemsigtigheden på varemarkederne i medlemslandene bliver forøget, hvilket reducerer pris-spredningen og forøger arbejdsdelingen mellem landene. Det fremkalder igen en effektiv fordeling af produktionen og reducerer inflationsforskellene i euro-zonen.

Den største virkning af elimineringen af valutakurser inden for euro-zonen er som nævnt kommet på de finansielle markeder. Elimineringen af valutakursusikkerhed og færre transaktionsomkostninger som følge af den fælles mønt har reorganiseret og integreret penge- og obligationsmarkederne, således at renteforskelle er blevet næsten eliminerede henholdsvis stærkt reducerede, ligesom samvariationen mellem afkast på aktier er blevet forøget. Udstedelse af euro-denominerede værdipapirer er også blevet stærkt forøget. Samtidig er handel med og ejerskab til beholdninger af obligationer og aktier

på tværs af landegrænser inden for euro-zonen blevet væsentlig forøget.

Efter kontrol for andre variable kan der således påvises en positiv euro-effekt på transnationale ejerskaber både inden for og uden for euro-zonen (Lane (2006, 2008 a og b)). Noget tilsvarende gælder for direkte investeringer, og risikopræmierne for især lande i yderkanten af euro-zonen er blevet reduceret.

Den finansielle integration er således blevet forøget og fordelingen af den finansielle kapital forbedret, men integrationen er formentlig langt fra færdig, selvom den er blevet hjulpet på vej af harmonisering af den finansielle lovgivning og oprettelse af euro-fælles clearingcentraler, betalingsformidling mv.

Det er mindre sandsynligt, at eliminering af valutakursusikkerhed har nogen større effekt på integrationen mellem arbejdsmarkeder. Dog kan man ikke udelukke, at lønfleksibiliteten er blevet påvirket positivt af en troværdig fastlåsning af valutakurserne, men det er også muligt, at hastigheden af politiske reformer på området er blevet påvirket i negativ retning.

Duval og Elmeskov (2006) har således om det sidste vist, at reformhastigheden på arbejdsmarkederne er blevet reduceret efter euroens introduktion. Det er muligvis sket som følge af forøget konkurrence på varemærkerne og muligvis som følge af en reduceret anvendelse af nationale makroøkonomiske politikker til

udnyttelse af de opnåede beskæftigelsesgevinster ved reformerne. En anden analyse af sådanne mangfoldige og ofte modsat rettede arbejdsmarkedsvirkninger af ØMU'en har vist, at denne har ført til deregulering på arbejdsmarkedet og højere (strukturel) beskæftigelse, men styrket de negative effekter af den resterende regulering (Bertola (2008)).

Der er således væsentlige integrationseffekter af ØMU'en både for så vidt angår de finansielle markeder og samhandlen med varer og tjenester. Den nøjagtige størrelsesorden af handelseffekterne er dog stadig til diskussion, idet det er forbundet med betydelig usikkerhed at beregne referencepunktet og derfor, hvor stor handlen ville have været uden ØMU'en. For så vidt angår den finansielle integration er første ordens virkninger i form af indsnævring af marginaler, forøget samvariation af afkast mv. også betydelige.

Som en følgevirkning af den finansielle integration er også opstået forøget risikodeling mellem lande i euro-zonen. Det er sket gennem ejerskaber til fordringer på tværs af landegrænser, som herved fordeler og udjævner forbrugsvirkningerne af landespecifikke produktionsstød (Lane (2006, 2008 a og b) og om især de potentielle virkninger Demyanyk og Volosovych (2008)). En sådan risikodeling via de finansielle markeder er i sig selv velfærdsforøgende og reducerer behovet for en central eller koordineret finanspoli-

tik. Størrelsesordenen af effekten er omdiskuteret, men den finansielle integrationsproces er formentlig heller ikke endnu afsluttet.

Betalingsbalancerne

Foruden forøget risikodeling over landegrænser har den finansielle integration i euro-zonen også reduceret tidligere kreditbegrænsninger især i nyligt optagne lande.

Det har ført til forøget og forbedret intertemporal omfordeling hos tidligere kreditbegrænsede forbrugere og virksomheder. På makro-niveau har det været ensbetydende med større og mere vedvarende over- og underskud på betalingsbalancer inden for euro-zonen (Lane 2008a og b)).

Nyligt optagne ØMU-medlemmer med relativt lav indkomst bl.a. Grækenland, Irland, Portugal og Spanien har således typisk haft betalingsbalanceunderskud og høj vækst som følge af fald i risikopræmie og rente, færre kreditrestriktioner, større investeringer og en forbrugsudjævning, som foruddiskonterer fremtidige indkomststigninger.

Modsat situationen inden landenes optagelse i ØMU'en har der i det nye regime ikke været problemer med finansieringen af betalingsbalanceunderskuddene. De gamle ØMU-medlemmer, især Tyskland, har typisk haft opsparings- og betalingsbalanceoverskud som følge af den finansielle integration og nye

medlemmer (Langedijk og Roeger (2007)).

Inden for ØMU'en (og EU) er der således blevet kanaliseret kapital fra lande, der forventeligt har relativt rigeligt med kapital og derfor et lavt forventet afkast, til lande med forventelig relativt mindre kapital og højt forventet afkast, hvilket er samfunds- eller Europa-økonomisk hensigtsmæssigt (Fagan og Gaspar (2008)). Det modsatte billede ser man fx i forholdet mellem asiatiske lande og USA, hvilket verdensøkonomisk ikke er hensigtsmæssigt (Herman og Winkler (2008)), men formentlig følger af forskelle i investorbekyrdelse mv.

Det forhindrer selvfølgelig ikke, at nogle betalingsbalanceunderskud også i euro-zonen er en følge af for ekspansiv og dermed destabiliserende finanspolitik, som medlemslande har nemmere ved at gennemføre som følge af den rigeligere finansiering inden for end uden for euro-zonen.

Omvendt kan der i overskudslande være uhensigtsmæssig lav indenlandsk efterspørgsel og derfor behov for en ekspansiv finanspolitik. Selvom betalingsbalancerne i euro-zonen fortrinsvis afspejler en efficient allokering af opsparing og investering (Ahearne, Schmitz og von Hagen (2007)), kræver en monetær union derfor også overvågning og koordination af medlemslandenes finanspolitikker, jvf. nedenfor om ØMU'ens Stabilitets- og Vækstpagt.

Asymmetriske stød

Asymmetriske stød til fx likviditets- og risikopræmier på de finansielle markeder giver som nævnt ofte anledning til betalingsbalanceoverskud og -underskud. Men da valutaviske kriser inden for ØMU'en ikke kan opstå på grund af den fælles mønt, og den finansielle integration af samme årsag letter finansieringen af betalingsbalanceunderskud, vil sådanne kriser og finansieringsproblemer stort set ikke kunne opstå og i værste fald ikke fremtræde som betalingsbalance- og valutaviske kriser. Betalingsbalance som restriktion for den økonomiske politik eksisterer derfor ikke inden for euro-zonen.

Det forhindrer selvfølgelig ikke, at asymmetriske stød kan opstå i form af fx inflationsforskelle.

I en sådan situation er der i forhold til aktivitet og beskæftigelse to mekanismer, som træder i kraft. Den første kommer fra inflationens virkning på realrenterne (påpeget af Sir Alan Walters i 1980'erne), der som følge af den fælles og nogenlunde ensartede nominelle rente i en monetær union vil være lav i højinflations lande og høj i lavinflations lande. Det vil i de førstnævnte tilfælde føre til forøget efterspørgsel og dermed forøget og fortsat stigende inflation og i de sidste tilfælde til reduceret efterspørgsel og reduceret og dermed fortsat faldende inflation. Realrenteeffekten fører således til en pro-cyklisk eller divergerende

udvikling i inflation og realøkonomiske variable inden for en monetær union.

Den anden mekanisme efter et inflationsstød går via konkurrenceevnen, som påvirker efterspørgslen gennem eksport, import og investeringer. Højere inflation vil forværre konkurrenceevnen og reducere efterspørgslen, hvilket vil reducere inflationen, indtil konkurrenceevne er genoprettet, og de pågældende landes inflation svarer til den generelle og fælles inflation i den monetære union.

På samme måde vil en lavere inflation forbedre konkurrenceevnen, forøge efterspørgselen og inflationen, indtil inflationen igen svarer til den generelle og fælles inflation i den monetære union. Denne mekanisme via konkurrenceevnen skaber således en mod-cyklisk eller konvergerende udvikling i en monetær union. Det tilsvarende gælder udviklingen i de interne betalingsbalancer, uden at der på grund af en eventuel langtrukket proces opstår finansieringsproblemer og dermed betalingsbalance- eller valutakriser (David Hume specie-flow mekanisme fra begyndelsen af 1800-tallet)).

Det er selvfølgelig væsentligt, om de divergerende eller konvergerende kræfter efter et asymmetrisk stød til inflationen er de stærkeste. I ØMU'en har de konvergerende kræfter vist sig at være stærkeste (Mongelli og Wyplosz (2008)) bl.a. formentlig fordi påvirkningsfladen via konkur-

renceevnen er større (eksport og import og i øvrigt med forøget tilpasningshastighed som følge af ØMU'en) end påvirkningsfladen via renten (investeringer). De økonomiske tilpasningsmekanismer i ØMU'en er således ligevægtsskabende.

Konjunkturer og konjunkturpolitik

Det pengepolitiske samarbejde i ØMU'en vedrører en af den fælles centralbank (ECB) fastsat nominel rentesats samt nominelle valutakurser, der er indbyrdes fastlåst som følge af den fælles mønt. De langsigtede virkninger af ændringer i pengepolitikken vedrører derfor udelukkende nominelle variable, som bedst repræsenteres ved prisniveauet eller dets ændring, inflationen. Den langsigtede målsætning for pengepolitikken kan som følge heraf kun være nominel, og det er derfor naturligt, at ØMU'ens fædre har valgt prisstabilitet som langsigtet målsætning for pengepolitikken. ECB har herefter fortolket målsætningen om prisstabilitet som en inflation i underkanten af 2 pct. p.a.

Den realiserede inflation har ligget i overkanten af 2 pct. p.a., men således at obligationsmarkedets inflationsforventninger målt ved forskellen mellem renten på en nominel og en inflationsindekseret obligation og i henhold til spørgeskemaundersøgelser for det meste har holdt sig lige under 2 pct. p.a. (både

inflation og inflationsforventninger har dog midlertidig været højere i 2008). Spredningen i inflationen mellem medlemslandene har samtidig været kraftig faldende siden 1999 og med få undtagelser har inflationen i hvert enkelt medlemsland været højere i de forudgående 5 tiår (Mongelli og Wyplosz (2008)).

Den fælles pengepolitik har således stort set sikret opfyldelse af den inflationsmålsætning, der er fastsat i Maastricht-traktaten, og herved sikret det nominelle anker, som er nødvendigt for at have velfungerende økonomier, herunder monetære unioner. Pengepolitik og dermed ECB har ingen indflydelse på den langsigtede økonomiske vækst, som henhører under strukturpolitik (og dermed Lissabon-processen).

Som for nominelle valutakurser betyder trægheder på kort og mellem-lang sigt med hensyn til ændringer i nominelle priser (og lønninger), at ændringer i det nominelle prisniveau og dermed pengepolitikken har betydning for relative priser og herigennem på det korte og mellem-lange sigt indflydelse på (produktions og) beskæftigelsens afvigelse fra dens strukturelle og dermed langsigtede ligevægt. Konjunkturrelle afvigelser mellem den strukturelle og den faktiske beskæftigelse kan foruden af pengepolitikken også påvirkes og reguleres af den efterspørgselsregulerende finanspolitik.

Som følge af de fastlåste valutakurser og frie kapitalbevægelser er

pengepolitikken fælles for landene i euro-zonen. I princippet er finanspolitikkerne derimod et nationalt anliggende, men som følge af samspilsvirkninger fra de nationale finanspolitikkerne til den fælles rente og den fælles valutakurs er det nødvendigt med en vis samordning og regulering af de nationale finanspolitikker, hvilket sker i forbindelse med ØMU'ens Stabilitets- og Vækst Pagt (SVP).

Da det pengepolitiske samarbejde i ØMU'en ikke har betydning for den langsigtede vækst, kan sidstnævnte ikke være et kriterium for succes eller fiasko. Konjunkturrelle afvigelser mellem den faktiske (produktion og) beskæftigelse og dens strukturelle værdi kan også kun delvis være et succeskriterium for ØMU'ens fælles pengepolitik. Forbeholdet om det delvise følger af at både den fælles pengepolitik og de nationale finanspolitikker som nævnt regulerer efterspørgselen og dermed er fælles om den nævnte afvigelse.

En hensigtsmæssig pengepolitik kan derfor være ledsaget af både hensigtsmæssige og uhensigtsmæssige nationale finanspolitikker, hvor sidstnævnte kan være skyld i en opstået afvigelse i beskæftigelsen og dermed i fx arbejdsløshed i et medlemsland.

Der er ikke enighed om, hvorvidt der eksisterer et fælleseuropæisk element i de europæiske landes reelle konjunktursvingninger. Men det

er vist, at introduktionen af ØMU'en ikke har ændret på konjunkturmønsteret. De europæiske landes muligvis individuelle konjunktursvingninger er således ikke påvirket af overgangen til fælles pengepolitik og de helt fastlåste valutakurser (Giannone et.al. (2008)). Det er også vist, at der for så vidt angår konjunktursvingninger findes to grupper af lande i euro-zonen.

Den første gruppe er lande med nogenlunde samme BNP pr. capita, der har haft forholdsvis ensartede konjunktursvingninger, som dog stadig er upåvirkede af introduktionen af euro'en.

Den anden gruppe er lande med større forskelle og større svingninger i BNP pr. capita, der er mindre korrelerede med resten af euro-zonens lande, men hvor der heller ikke ses at have været nogen virkning af overgangen til euro'en. Tabet af selvstændig national pengepolitik og tilsvarende valutakurspolitik har således ikke haft betydning for konjunktursvingninger, produktion og beskæftigelse i euro-zonen.

Muligheden for hensigtsmæssige og uhensigtsmæssige nationale politikker gælder også de nationale strukturpolitikker og dermed den økonomiske vækst. Men da den langsigtede realøkonomiske vækst ikke afhænger af nominelle penge- eller valutakurspolitikker, skal det emne ikke forfølges her. Det skal alene noteres, at væksten i euro-zonen stort set har holdt trit med

væksten i USA, således at indkomstforskellen mellem USA og euro-zonen som helhed stort set er uændret. Det samme gælder ikke inden for euro-zonen, hvor der har været trendmæssige 'catching up' effekter og dermed relativt højere vækst i nye medlemslande med i hvert fald oprindeligt relativt lave BNP pr. capita.

Pengepolitik i euro-zonen

Pengepolitikken er som nævnt fælles for hele euro-zonen og derfor alene anvendelig til udjævning af fælles stød til medlemslandene. Taylor-reglen, der generelt postulerer, at en centralbank fastsætter den nominelle rente som en funktion af realrenten, inflationens afvigelse fra den ønskede inflation og produktionsafvigelse fra den naturlige produktion, er selvfølgelig også estimeret for euro-zonen (se fx Heinig og Nielsen (2006)).

Resultaterne af sådanne beregninger viser, at ECB i sin rentefastsættelse tager hensyn til både inflationen og produktionen og dermed arbejdsløsheden. Det er også således, at ECB fastsætter en lavere rente, end hvis Deutsche Bundesbank skulle have fastsat den. Der er samtidig større træghed i ændringerne i ECB's rentefastsættelse end i US Federal Reserves, hvilket via påvirkningen af den lange rente giver en større stabiliseringseffekt end i USA (Christiano et. al. (2007)).

Der er selvfølgelig stadig en del, men aftagende heterogenitet i transmissionen af ECB's rentepolitik til de realøkonomiske variable, selvom harmonisering af lovgivning mv. forsøger at råde både herpå (Boivin et.al 2008)). Der har især tidligere også været diskussion og kritik af ECB's pengepolitiske strategi, der inkluderer anvendelsen af en monetær søjle (pengemængden) som ledetråd eller signal om inflation ved fastsættelse af den pengepolitiske rente (Gerlach og Svensson (2003) og Woodford (2007)).

Endvidere er det i en globaliseret verden og på trods af en variabel valutakurs i forhold til US dollaren uundgåeligt, at den lange rente i euro-zonen både før og efter 1999 er afhængig af den tilsvarende amerikanske rente (Favero og Giavazzi (2008)). Især på baggrund af den tilnærmelsesvis opfyldelse af den fastsatte inflationsmålsætning forhindrer dog ingen af disse forhold, at det samlede billede af ECB's pengepolitik i de første 10 år kan betegnes som vellykket.

Finanspolitik i euro-zonen

Hvis pengepolitikken fuldt troværdig er bundet af en lav inflationsmålsætning, er der intet behov for at pålægge finanspolitikken restriktioner (Chari og Kehoe (2008)). Fraværet af samspilseffekter fra finanspolitik til fx den fælles rente og valutakurs i en monetær union vil

på samme vis eliminere behovet for sådanne restriktioner. Tilsvarende vil fuld risikodeling via de finansielle markeder være ensbetydende med, at der ikke er behov for en fælles eller koordineret finanspolitik i en monetær union.

Det samme gælder selvfølgelig, hvis der er fuld enighed om målsætninger for alle relevante variable. Dog kan man næppe tillade sig at antage, at de fire vilkår fuldt ud er opfyldt og en binding af de nationale finanspolitikker derfor overflødig. Men bare en vis grad af opfyldelse reducerer behovet for en fælles finanspolitik eller en binding af de nationale finanspolitikker i eurozonen.

Asymmetrier for så vidt angår stød og den pengepolitiske transmission af den fælles pengepolitik (og valutakurs i forhold til fx US dollaren) medfører omvendt, at medlemslande i en monetær union har behov for en vis selvstændighed med hensyn til konjunkturregulering via de nationale finanspolitikker. Den politiske afvejning af disse hensyn er i princippet foretaget i forbindelse med aftalen om SVP'en.

Til brug for en vurdering af, hvor kraftig en binding SPV'en reelt har været, og om denne er hensigtsmæssig, er ØMU-medlemslandenes finanspolitiske adfærd blevet analyseret før og efter ØMU'ens etablering (Wyplosz (2006) og Mongelli og Wyplosz (2008) samt Gali og Perotti (2003) for så vidt angår tiden før og

efter konvergenskravene til optagelse i ØMU'en trådte i kraft). Det er i den forbindelse vist, at medlemslandenes politikker – hvis de har ændret sig – er gået fra at være procykliske og dermed destabiliserende for konjunkturudviklingen til at være acykliske (og muligvis modcykliske og derfor konjunkturstabiliserende).

Hvis SVP'en derfor har haft reel økonomisk indflydelse, har den i de undersøgte perioder trukket i retning af det konjunkturstabiliserende. I 2005 blev der indført lempeligere regler for, hvornår en situation var et 'alvorligt økonomisk tilbageslag', der tillader et større underskud på de offentlige budgetter og finanser end 3 pct. af BNP. Det er endnu ukendt, om denne ændring vil påvirke medlemslandenes finanspolitiske adfærd, eller om opstramninger i den mindre regelbaserede, gensidige overvågning vil kompensere for ændringerne i det strenge regelsæt.

Flere af de store landes overtrædelse af reglerne i SVP'en har tilsyneladende ikke haft økonomiske konsekvenser for inflation, rente og valutakurs. Økonomisk har overtrædelserne således primært været et problem for budgetkonsolideringen og på længere sigt derfor den offentlige gæld. Det er selvfølgelig ikke ensbetydende med, at troværdigheden om den politiske styring og koordination af medlemslandenes finanspolitikker ikke har lidt skade.

Finanskrisen

Selvom finanskrisen anno 2007 ikke har sit udspring i Europa, har den som forventet alligevel ført til store finansielle problemer og recession i Europa. Finanskrisen og dens følger må derfor påregnes at blive en af de store udfordringer for den økonomiske politik i Europa, herunder koordination af rettidige penge- og finanspolitiske indgreb og økonomiske garantier og støtte til banksektoren.

Da krisen er global, har stødene til euro-zonen (og Europa) overvejende været symmetriske, men på grund af forskelle i medlemslandenes afhængighed af USA (og Asien) vil en del af transmissionen sandsynligvis blive asymmetrisk. Indgreb og støtte i forhold til den finansielle sektor har været hurtig og i en vis udstrækning koordineret, men dog med visse nationale forskelle med hensyn til offentlige garantier og kapitalstøtte til bankerne. ECB stillede hurtigt likviditet til rådighed for den finansielle sektor i stort omfang, da forventningerne til større modpartsrisici fik pengeinstitutterne til at reducere eller indstille den indbyrdes långivning på pengemarkedet.

ECB's rentenedsættelser er dog kommet i langsommere tempo og mindre omfang end hos Federal Reserve Systemet, men det er ikke sikkert, at den realøkonomiske virkning har været væsentlig mindre i Europa end USA på grund af forventningsdannelsens betydning for den lange rente.

Risikopræmierne er steget kraftigt på de europæiske obligationsmarkeder især i slutningen af 2008. Derfor er den reelle rente for låntagere formentlig nogle steder højere end ellers på niveau med renteniveauet, før ECB begyndte at nedsætte sin rente. Tilsvarende har tab i den europæiske banksektor ført til kreditbegrænsninger i forhold til det private erhvervsliv.

Der er derfor behov for en betydelig lempelse af finanspolitikken, men her synes den reelle europæiske villighed til samordning at være mindre end med hensyn til garantier og støtte til den finansielle sektor. Euro-zonen har stadig nationale tilsyn med den finansielle sektor på trods af integrerede finansielle markeder og transnationale banker.

Med udgangspunkt i erfaringerne fra både andre finansielle kriser og en faldende eller lav værdi af US dollaren synes det oplagt at konkludere, at den nuværende finansielle krise uden ØMU-samarbejdet ville have udløst en større valutarisk krise og dermed en endnu større finansiell krise i Europa, end den vi i øjeblikket er vidne til. Dette synspunkt bekræftes af valutaproblemer i fx Øst- og Centraleuropa og de kraftige kursfald for GBP og SEK.

Økonomiske konsekvenser

Fastlåsningsen af valutakurserne ved etableringen af ØMU'en har sikret medlemslandene mod valutakriser

og de finansielle kriser, som udspringer herfra. ØMU'en har forøget især den finansielle integration, hvilket har været en fordel for risikospredningen mellem medlemslandene og tilpasningen til en ny langsigtet ligevægt efter fx rente- og inflationsstød til medlemslandene. I et vist omfang er varemærker blevet integrerede, hvilket har forøget konkurrence, samhandel og arbejdsdeling og dermed forøget velfærd, men der er ikke som følge af de positive handelseffekter med væsentlig sikkerhed påvist konvergens af konjunkturerne i euro-zonen.

Etableringen af den fælles pengepolitik har sikret en stabil, lav inflation og tilsvarende lave inflationsforventninger. Opgivelse af selvstændige valutakurser og overgang til en fælles pengepolitik har ikke givet divergens i den økonomiske udvikling. Hvis SVP har været en reel begrænsning for de nationale finanspolitikker, har den betydet større grad af stabilisering også af asymmetriske stød, idet SVP formentlig har begrænset brugen af procyklisk finanspolitik.

Europa har fortsat problemer med høj strukturel arbejdsløshed, men det er ikke et problem, som kan løses af penge- og konjunkturregulerende finanspolitik hverken inden for eller uden for ØMU'en.

Artiklen har ikke behandlet Euroens placering og betydning på de internationale finansmarkeder.

Danmarks fastkurspolitik

Danmark anvender ikke euroen som indenlandsk betalingsmiddel, men DKK og dermed en selvstændig valuta. Danmarks fastkurspolitik i forhold til euroen følger derfor ikke af den fælles mønt, men skal sikres af den økonomiske politik. Den selvstændige valutakurs har først og fremmest betydning for betalingsbalancen og kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet. Gennem disse to forhold lægger det selvstændige danske ansvar for valutakursen begrænsninger på anvendelsen af både penge- og finanspolitikken til indenlandske formål.

For at sikre troværdighed om den selvstændige fastkurspolitik er det nødvendigt at holde betalingsbalanceunderskud og udlandsgæld inden for grænser, som sikrer, at der ikke opstår forventninger om valutakursændringer og dermed spekulation og valutakriser i forhold til DDK.

Finanspolitikken kan derfor ikke frit anvendes til sikring af indenlandske målsætninger. Samtidig er SVP og dens strafmekanisme ikke en væsentlig restriktion på (en fornuftig) anvendelse af finanspolitikken til forfølgelse af indenlandske formål, hvis Danmark var medlem af Eurozonen.

Uden for ØMU'en skal pengepolitikken på samme vis sikre, at kapitalbevægelserne ind og ud af Danmark ikke bliver for store i forhold til valutabeholdningen, hvilket binder pen-

gepolitikken til fastholdelse af en rimelig valutabeholdning. Det selvstændige ansvar for valutakursen har derfor i lange perioder medført en højere rente i Danmark end i euro-zonen. Det gælder uanset aftalen med ECB om støtte på visse betingelser til opkøb af danske kroner.

I perioder med ro om valutakursen vil frie kapitalbevægelser medføre, at det danske renteniveau svarer til renteniveauet i euro-zonen. Danmark har således heller ikke i en sådan situation mulighed for at føre selvstændig pengepolitik.

Der er således forskel på, om den faste valutakurs i forhold til euro-zonen opnås ved anvendelse af den fælleseuropæiske mønt og derfor medlemskab af ØMU'en eller ved en selvstændig dansk fastkurspolitik. Konjunkturpolitisk står valget således mellem at have styr på betalingsbalance og valutastilling eller at overdrage ansvaret for valutakursen til medlemskab af euro-zonen.

Med en selvstændig valuta opnår Danmark heller ikke de strukturelle fordele og effektivitetsgevinster, som følger af indenlandsk anvendelse af den fælles mønt. Det er ensbetydende med vekselomkostninger, mindre handel, mindre konkurrence, mindre integration af de finansielle markeder og dermed forbunden risikospredning. Omvendt kunne fordelene ved anvendelse af euroen være særligt store som følge af Dan-

marks store samhandel med euro-zonen, der allerede er et fastkursområde. Strukturgevinsterne har hidtil været undervurderede.

En variabel valutakurs i forhold til euroen ville på grund af spekulative kapitalbevægelser give en uønsket stor variabilitet i valutakursen og formentlig heller ikke give væsentlig større uafhængighed i bestemmelsen af især den lange rente, jfr. eurozonens afhængighed af USA på dette punkt. En tilsvarende begrænsning gælder finanspolitikken som følge af, at valutakursen i almindelighed ikke er en sikker og væsentlig variabel til korrektion af betalingsbalancer (Chinn og Wei (2008)).

De europæiske ikke-euro-landenes erfaringer i den nuværende finanskriser synes at bekræfte et væsentligt spekulativt element i bestemmelsen af valutakurserne og af forholdene på de finansielle markeder i et regime med en variabel kurs på euro.

En variabel valutakurs ville formentlig betyde mindre samhandel og en forringelse af andre af de tidligere omtalte strukturforhold.

Claus Vastrup er professor i økonomi ved Aarhus Universitet.

Litteraturlisten til artiklen kan ses på www.udenrigs.dk/seneste_udenrigs.htm. Den fås også ved at sende en mail til brita@udenrigs.dk