

Claus Vastrup

## **Økonomiske konsekvenser af ØMU'en og dansk fastkurspolitik**

Indlæg ved Europaudvalgets høring om ØMU'en

Landstingssalen, den 22. januar 2009.

På nær et år er det 20 år siden (3. maj 1990), at en regering holdt den første konference om ØMU'en - her i salen. Det er 10 år, siden ØMU'en blev en realitet.

Både politikere og økonomer har derfor haft god tid til at blive klogere. ØMU har ikke fået Europa til at falde fra hinanden. Der er heller ikke blevet krig i Europa, som en enkelt fremtrædende amerikansk økonom forudsagde – i hvert fald ikke på grund af ØMU'en.

Mindre dramatiske udsagn om ØMU'ens konsekvenser har heller ikke manglet i debatten. Det gælder f.eks. negative konsekvenser af

- Maastricht Traktatens målsætning om prisstabilitet for den fælles pengepolitik
- Stabilitets og Vækstpagtens begrænsninger på medlemslandenes finanspolitikker
- Fastlåsnings af de indbyrdes valutakurser

Det økonomiske indhold i disse indvendinger har vist primært været båret af bekymring for beskæftigelse og arbejdsløshed. En sådan bekymring kan der selvfølgelig være grund til at have midt i den største finanskrisen siden 1930'erne. Men finanskrisen var ikke forudset, da indvendinger mod ØMU'en blev fremført, og hvad vigtigere er, hvis ØMU'en ikke havde eksisteret, var finanskrisen blevet større i Europa som følge af et sammenbrud i de europæiske valutakurser. Når det ikke er sket for Danmark, skyldes det, at vi har kunnet læne os op af Euroen.

Inden vi forfalder til at opstille flere skrækscenarier, vil jeg derfor minde om, at vi har mere end 20 års forskning og 10 års erfaringer om ØMU'en at trække på. ØMU-deltagelse eller ej er et spørgsmål om valg af valutakursregime, og et sådant valg træffes ikke ud fra et ønske til valutakursen en enkelt dag, men på grundlag af systematiske analyser af sammenhænge over en længere periode.

Jeg har på den baggrund opsummeret nogle resultater om økonomiske konsekvenser af ØMU'en. Min fremstilling er tilgængelig i et arbejdspapir fra DIIS (DIIS Working Paper 2009:01). Jeg skal derfor nøjes med nogle hovedpunkter om 3 vigtige emner. Først om ØMU'ens strukturvirkninger, dernæst om konjunkturpolitik i ØMU'en og til sidst om dansk valutakurspolitik.

For 10 år siden var det ikke almindeligt at tillægge strukturvirkninger af valutakursregimer større om overhovedet nogen betydning. Det har vist sig at være en fejltagelse. Den fuldstændige fastlåsning af de indbyrdes valutakurser og elimineringen af vekselomkostninger i Eurozonen har f.eks. forøget medlemslandenes samhandel – en nøgtern vurdering siger med 10 pct. ØMU'ens positive handelseffekt er kommet som følge af forøget prisgennemsigtighed og konkurrence og har øget arbejdsdeling og velfærd i Eurozonen.

Den største integrationsvirkning er dog kommet på de finansielle markeder, hvor forskelle i renter og afkast er reduceret som følge af lavere transaktionsomkostninger og troværdig eliminering af usikkerheden om de indbyrdes valutakurser. Samtidig er handel med værdipapirer blevet væsentlig forøget, og ejerskab på tværs af landegrænser til obligationer og aktier er steget. Fordelingen af den finansielle kapital i Eurozonen er derfor blevet forbedret, og kreditbegrænsninger i forhold til borgere, virksomheder og stater i en del medlemslande er blevet reduceret eller fjernet. Det har forbedret muligheder for at udjævne og sikre forbruget mod landespecifikke stød, hvilket igen reducerer behovet for både landespecifik og koordineret finanspolitik. Den finansielle integration i Eurozonen har derfor været gavnlig for velfærden og vil formentlig gå videre, når finanskrisen er overstået.

På makroniveau er den finansielle integration ensbetydende med, at medlemslandenes udlandsgæld og betalingsbalanceunderskud er blevet lettere at finansiere, og underskud og overskud i Eurozonen er derfor blevet større og mere vedvarende. Især nye medlemslande har derfor haft bedre muligheder for i en længerevarende proces at tilpasse sig den fælleseuropæiske udvikling. Det er ikke et problem, men hensigtsmæssigt så længe underskuddene på betalingsbalancerne ikke skyldes for ekspansiv finanspolitik.

I betalingsbalance statistikken kan man således se, at kapital i Eurozonen flyder fra de rige lande med megen realkapital og derfor lavt afkast (f.eks. Tyskland) til de fattigere lande med lidt realkapital og højt afkast (f.eks. flere sydeuropæiske lande). Det er derfor i betydeligt omfang tale om såkaldt gode betalingsbalanceover- og -underskud, der forøger velfærden i medlemslandene.

På samme måde letter de bedre finansieringsforhold i Eurozonen tilpasningen efter et asymmetrisk stød til f.eks. inflation og prisniveau i et enkelt medlemsland. Et sådant hop forværrer konkurrenceevnen og reducerer derfor efterspørgselen efter det pågældende lands produktion, hvilket igen reducerer inflationen, indtil konkurrenceevnen er genoprettet. Denne mekanisme via konkurrenceevnen har skabt konvergens mellem medlemslandene i ØMU'en. Den er muliggjort af de bedre finansieringsforhold for betalingsbalanceunderskud og er forudsætningen for, at tilpasningsprocessen kan udstrækkes i tid, så omkostningerne i form af arbejdsløshed ved de asymmetriske stød (f.eks. hop i priser eller lønninger) kan reduceres. Den hurtige eliminering af et asymmetrisk stød, som man bliver tvunget til, hvis man i en sådan situation ikke kan lade et betalingsbalanceunderskud opstå, vil kræve en øjeblikkelig og større stigning i arbejdsløsheden.

Det forhold, at kapitalstrømme og uligevægt på betalingsbalancen kan forøge velfærden på mikro- og makroniveau, er et ØMU-fænomen og ikke et generelt resultat. Forholdet gælder f.eks. ikke betalingsbalanceuligevægten mellem Asien og USA. Her går kapitalstrømmene fra de relativt kapitalfattige lande i Asien til USA med relativt meget kapital og derfor den modsatte vej af strømmene i Europa. Kapitalstrømmene fra Asien til USA er af den grund stærkt medvirkende til den lave amerikanske rente, som formentlig igen er hovedårsagen til den globale finanskrisen.

Hvis vi flytter fokus til ØMU'ens virkninger for inflationen, er det formålstjenligt først at se på valutakurs- og pengepolitik i almindelighed. Her gælder, at virkningerne af forskellige valg af valutakursregime og pengepolitik på lang sigt alene er et spørgsmål om inflation. Det skyldes den fuldstændige tilpasning på lang sigt mellem på den ene side priser/lønninger og på den anden side valutakursen. Med troværdig fast valutakurs tilpasser prisniveau og inflation sig fuldt ud til den valgte valutakurs henholdsvis inflationen i udlandet. Omvendt med variabel valutakurs, hvor den markedsbestemte valutakurs fuldt ud tilpasser sig det indenlandske prisniveau, som bestemmes af (en troværdig) indenlandsk pengepolitik.

Som følge af den fuldstændige tilpasning mellem pris og valutakurs på lang sigt har ØMU'en ligesom andre valutakursregimer - bortset fra de nævnte integrationseffekter - ikke betydning for hverken den økonomiske aktivitet, vækst eller beskæftigelsen på lang sigt. Samtidig har ECB i 10 år leveret prisstabilitet i form af lav inflation, og ECB har formentlig være bedre til at levere prisstabilitet end dansk økonomisk politik kunne have gjort med variabel dansk valutakurs. Derfor taler det langsigtede hensyn til prisstabilitet for en helt troværdig dansk fastkurs i forhold til Euroen. Det opnås bedst ved dansk medlemskab af ØMU'en.

På kort og mellemlang sigt kan valutakurspolitikken ikke forfølge en politik med henblik på fuld beskæftigelse. Det skyldes, at der findes strukturel arbejdsløshed, som ligger uden for det område, valutakurspolitik kan påvirke. Valutakurspolitik virker gennem ændring af priser og prisforhold og kan derfor på kort- og mellemlangt sigt alene påvirke den konjunkturbestemte arbejdsløshed, og det er den, der - sammen med inflation - skal være målet for konjunkturpolitikken. Penge- og finanspolitikken kan også bruges som konjunkturpolitiske instrumenter.

Langt de fleste af de forstyrrelser og stød, som rammer Eurozonens medlemslande, kan i princippet stabiliseres fuldt ud - og det gælder også konjunkturbestemt arbejdsløshed - med den fælles pengepolitik og de nationale finanspolitikker. Det gælder også alle fælles eller symmetriske stød til medlemslandene, hvor fælles pengepolitik (eller fælles finanspolitik) er det rigtige svar. For så vidt angår landespecifikke eller asymmetriske stød, skal et stød til efterspørgselen imødegås direkte med national finanspolitik.

National finanspolitik skal også bruges, når et enkelt land rammes af stød til inflationen, men på grund af muligheden for at reducere de medfølgende og negative virkninger på beskæftigelsen skal der ske en gradvis tilpasning af inflationen. Det medfører, at der også opstår uligevægt på betalingsbalancen, der ved en stigning i inflationen er et underskud, som skal finansieres. Finansieringen af dette underskud er - som jeg allerede har været inde på - uden valutakursrisiko og derfor lettere for medlemmer af en finansielt integreret monetær union. Tilpasningen af betalingsbalancen og inflationen kan således i en monetær union trækkes længere i tid og foretages med færre omkostninger for beskæftigelsen, end hvis landet f.eks. uden for en monetær union har finansieringsproblemer og hurtigt skal reducere betalingsbalanceunderskuddet.

Den afgørende forskel mellem Danmark som medlem af ØMU'en og Danmark med selvstændig, fastkurspolitik er således betalingsbalancefinansiering og udlandsgæld. Denne finansiering virker bedst, hvis Danmark er medlem af ØMU'en. Hvis Danmark har en selvstændig valuta og fast valutakurs, giver det større finansieringsproblemer og derfor behov for hurtigere tilpasning af betalingsbalanceunderskud til skade for beskæftigelsen. Den aktuelle finanskriser har mindet os om, at finansiering langt fra er uden problemer og derfor skal tages alvorligt. Finansieringen løber lettere – også i tilfælde af finanskriser – uden en valutakurs og derfor inden for Eurozonen.

Både de strukturelle gevinster og den lettere finansiering af betalingsbalancen indenfor ØMU'en medfører derfor entydigt, at dansk ØMU-medlemskab er at foretrække sammenlignet med den nuværende situation med selvstændig dansk fastkurspolitik.

Jeg skal kun ofre få ord på et Danmark med variabel valutakurs i forhold til Euroen. Empiri har vist, at valutakursændringer ikke virker effektivt og præcist i forhold til betalingsbalancen. Derfor er det i et vist omfang nødvendigt at bruge finanspolitikken til regulering af det forhold. Empiri har også vist større variabilitet i de relative priser mellem ind- og udland og derfor større variabilitet i produktion og beskæftigelse ved variable end faste valutakurser. Det gælder især for små, åbne økonomier som den danske. Spekulative kapitalbevægelser er årsag til den større variabilitet.

En variabel valutakurs medfører også, at den hjemlige økonomiske politik og ikke den faste valutakurs skal sikre prisstabilitet på lang sigt. Samtidig er den pengepolitiske handlefrihed, som ofte postuleres med variable valutakurser, kun delvis reel, fordi kapitalbevægelser reagerer mindre på den usikre valutakurs end på renteforskelle mellem ind- og udland. Derfor vil rente og pengepolitik i Danmark kun i begrænset omfang være uafhængig af forholdene i Eurozonen.

På den baggrund kan det konkluderes, at frihedsgraderne i den økonomiske politik med en variabel valutakurs næppe bliver væsentlig større i en lille, åben økonomi end i dag. Samtidig bliver finansieringsvilkårene for betalingsbalance og beskæftigelse ringere – ligesom behovet for selvstændigt at sikre troværdighed om den langsigtede prisstabilitet vil være krævende. Samtidig vil handelseffekter, finansieringseffekter mv. være negativt påvirket af den variable valutakurs.

Summen af problemer med prisstabilitet, konjunkturpolitik og struktureffekter i et regime med variabel valutakurs taler således til fordel for det nuværende regime og det er jo ringere end et dansk medlemskab af ØMU'en.