



RESEARCH PAPERS

from the Department of Social Sciences

Institut for Samfundsvidenskab og Erhvervsøkonomi

Research Paper no. 11/00

Makroøkonomisk teori og ØMU'en

Jesper Jespersen

Roskilde University, Denmark

Research Paper no. 11/00

Makroøkonomisk teori og ØMU'en

Jesper Jespersen

**Research Papers from the Department of Social Sciences,
Roskilde University, Denmark.**

Working paper series

The Department of Social Sciences is one of the largest at Roskilde University, with 43 permanent scientific personnel together with several Ph.Ds, and other teaching within staff. Most of the academic personnel have a background as economist, political science or sociology. It is a general goal of our department and the rest of Roskilde University to foster interdisciplinary teaching and research. The later can be seen from the four main research lines of the department, namely:

- Changes in the welfare state in a national and international perspective.
- Public organization and policy analysis.
- Innovation and technology development with special attention to service firms and information technologies.
- Institutions, actors and institutionalization.

The Research Papers from the Department of Social Sciences is edited by Associate Professor Susana Borrás.

Please note that:

The papers are on a 'work in progress' form, which means that comments and criticisms in the form of feed-back are welcomed. For this purpose, the address(es) of the author(s) is specified on the title page. Readers must also be aware that the material of the working papers might be printed later in journals or other means of scientific publication in a revised version.

© The author(s)

All rights reserved. No part of this working paper may be reprinted or reproduces or utilised in any from or by any electronic, mechanical, or other means, now known or hereafter invented, including photocopying and recording, or in any information storage or retrieval system, without permission in writing from the author(s).

ISSN

1399-1396

TABLE OF CONTENTS

Abstract	5
1. De 'lærde' er uenige - også om ØMU'en	6
1.2 De fire makroøkonomiske skoler:	6
a. Keynes og post-keynesiansk makroteori.....	6
b. Neoklassisk syntese og nykeynesiansk makroteori.....	7
c. Monetarisme	8
d. Nyklassisk makroteori	8
1.3 Derfor er de 'lærde' uenige om ØMU'en.....	10
1.4 Afslutning	12
1.5 Litteratur	13
2. Udgør EU et optimalt valutaområde? (Økonomiske fordele og ulemper ved Danmarks deltagelse i euroen).....	14
2.1 Indledning.....	14
2.2 Mikroøkonomiske forhold: vekselomkostninger og valutaspekulation	14
2.3 Makroøkonomisk teori: Udgør EU optimalt valutaområde.....	16
2.4 Har teorien om et optimalt valutaområde praktisk relevans?	17
2.5 Pengepolitik i EU	18
2.6 Den pengepolitiske transmission.....	19
2.7 Asymmetriske stød, finanspolitik og bufferfonde.....	20
2.8. Afslutning	23
2.9 Litteratur	24

Abstract

The paper contains two separate 'components'. The first is very broadly related to the question why and how macroeconomic theorists differ. It is argued that 4 different schools could be set out. The dividing lines are determined by the overall view on how well a full scale market system does function. At one end of the theoretical spectrum one finds the very market optimists, at the other end the 'old' keynesians who consider the market economic system as fundamentally unstable. In between we find New Keynesian economists and soft monetarists. Conclusions with regard to the benefits of the EMU are highly differentiated among the different Schools and by their views on the necessity of pursuing an active overall economic policy.

The other paper is about how well the theory of 'optimal currency areas' (OCA) as a tool for understanding the costs and benefits of the EMU fits into the different schools. Outside Europe many economists have accepted the OCA theory as a good starting point which, of course, is dismissed by the 'real business cycle economists' and 'fundamental Keynesians'. This split also explains some of the differences with regard to the conclusions on the EMU. The paper has no firm opinion on the relationship between researchers political stand and their choice of economic theoretical school.

Keywords: Macroeconomic schools, optimal currency area, economic policy, and monetary union

Jesper Jespersen

Makroøkonomisk teori og ØMU'en

By Jesper Jespersen, Roskilde University, Denmark

1. De 'lærde' er uenige - også om ØMU'en

Dagbladet Politiken foretog 25. marts 1998 en rundspørge blandt landets 32 professorer i nationaløkonomi om, hvad der ville være 'bedst for Danmark at være med i euroen, uden for euroen eller om det ingen væsentlig forskel gjorde?' Her fordelte svarene sig så nogenlunde ligeligt mellem de tre svar-kategorier. Dernæst blev 'de lærde' spurgt, om 'Euroen fører til en politisk union?' Her fordelte svarene sig helt anderledes entydigt, idet mere end halvdelen svarede 'ja' og kun en fjerdedel 'nej'.

Hvordan kan dette resultat så tolkes? Der er naturligvis mange muligheder; men det ville være nærliggende at søge forklaringen i professorernes forskellige teoretiske tilhørssted. For uenigheden inden for den makroøkonomiske tænkning er ganske betydelig. De dage, hvor den neoklassiske syntese beherskede teorien og dermed også økonomernes policy-konklusioner, er definitivt forbi. Kampen om den 'rette tro' raser mere intenst end nogensinde. Det er herved blevet umuligt at tale om en egentlig 'main stream' makroøkonomisk teori. Der har tværtimod udskilt sig (mindst) 4 makroøkonomiske skoler. Og for at gøre forvirringen total, så leder disse skoler frem til markant forskellige resultater med hensyn til, hvordan der bestemmer arbejdsløshed og inflation både på kort og langt sigt.

På den baggrund er det ikke så overraskende, at de 'lærde' er uenige, om ØMUens betydning for dansk økonomi og for nødvendigheden af etableringen af en politisk union på lidt længere sigt.

1.2 De fire makroøkonomiske skoler:

a. Keynes og post-keynesiansk makroteori

For at få et overblik over dette udskilningsløb inden for den makroøkonomiske teori kan det være nyttigt at gå tilbage til makroteoriens oprindelse. Den kan ret præcis sættes til 1936, hvor Keynes udgiver sin *General Theory*. Indtil da var der - i hvert fald inden for den angelsaksiske tradition - ikke en egentlig makroteori. Analyser af hele samfundsøkonomien begrænsede sig til en form for generaliseret mikroteori - såkaldt *værditeori* - baseret på traditionelle udbuds- efterspørgselsanalyser af de enkelte markeder, herunder arbejdsmarkedet. 'Makroteorien' blev herved kogt ned til en bestemmelse af det absolutte prisniveau ved hjælp af kvantitetsligningen. Så sent som i 1933 udgav Pigou *The Theory of Unemployment*, der netop på dette mikroøkonomiske grundlag konkluderede, at arbejdsløsheden skyldtes manglende (real)lønstilpasning på arbejdsmarkedet, jfr. figur 1.

Med 1930ernes enorme arbejdsløshedskøer som baggrund lå den makroøkonomiske scene åben til at blive erobret af Keynes. Og det gjorde han med sin påvisning af, at det var størrelsen af den *effektive efterspørgsel* efter varer

og tjenester, der bestemte beskæftigelsens omfang - og ikke lønnens højde. Herved blev løsningen til Pigou's arbejdsmarkedsmodel reduceret til et makroøkonomisk specialtilfælde, hvor den effektive efterspørgsel efter arbejdskraft tilfældigvis faldt sammen med skæringspunktet mellem udbud og efterspørgsel efter arbejdskraft. Den makroøkonomiske 'ligevægt' bestemmes af den *effektive* efterspørgsel. En ændring i (real)lønnen ville i sig selv ikke kunne ændre denne ligevægt, jfr. figur 2. Dette resultat ledte frem til den helt afgørende nye erkendelse, at det makroøkonomiske system *ikke* er selvregulerende. Tværtimod kan (for) fleksible lønninger (og priser) blot bidrage til at *destabilisere* samfundøkonomien.

Dette teoretiske resultat sendte de neoklassiske økonomer til tælling. De dominerende skikkelser i den britiske diskussion bl.a. Arthur Pigou, Dennis Robertson og Lionel Robbins havde svært ved at forlige sig med Keynes' konklusion: at velfungerende markedsøkonomier ikke skulle være makroøkonomisk selvregulerende. Keynes måtte have 'snydt på vægten', når hans model kunne generere vedvarende arbejdsløshed. Neoklassikerne kunne simpelthen ikke begribe, at en lavere (real)løn ikke skulle føre til øget beskæftigelse, jfr. figur 1. Men det var på den anden side svært at påvise en positiv sammenhæng mellem lavere realløn og effektiv efterspørgsel. I en lukket økonomi¹ er det snarere indkomstfordelingen end beskæftigelsen, der påvirkes af en ændret reallønsudvikling.

b. Neoklassisk syntese og nykeynesiansk makroteori

Men den gamle professor Pigou fandt dog en mulig løsning på problemet med det tilsyneladende fravær af selvregulerende markedsmekanismer. Når priser og lønninger begynder at falde, så øges realværdien af pengemængden - i hvert fald af sedler og mønter - og dermed borgernes købekraft! Så hvis bare deflationsprocessen kunne få lov til at løbe tilstrækkeligt længe, så ville denne 'realkasse-effekt' (eller 'Pigou-effekt') før eller senere genoprette købekraften i samfundet og dermed sikre en ekspansion af den effektive efterspørgsel efter varer og dermed efter arbejdskraft! Så det var altså de 'stive lønninger og priser', der - i hvert fra i teorien - stillede sig hindrende for, at markedssystemet var selvregulerende.

Hermed var grundlaget for 1950ernes og 1960ernes neoklassiske (der i 1980erne ændrede navn til nykeynesianske) syntese mellem Keynes' effektive efterspørgsel og den generelle ligevægtsmodel etableret. Den blev oprindeligt ekserceret inden for rammerne af Hicks' IS-LM model og af nykeynesianerne inden for AD-AS modellen, jfr. figur 3. Her er det realkasse-effekten, der giver AD-kurven sin negative hældning. Udbudskurven (AS-kurven) bygger på den generaliserede mikroøkonomiske teori, at højere priser giver incitament til øget udbud ved et konstant lønniveau. Hvilket leder til den konklusion, at på arbejdsmarkedet bestemmes den realløn, der sikrer fuld beskæftigelse og på varemarkedet sikrer realkasseeffekten det absolutte prisniveau, der skaber tilstrækkelig efterspørgsel.

Kun stive pengelønningen kan i denne model (på længere sigt) blokere for fuld beskæftigelse. Denne konklusion udgør kernen i det nykeynesianske forskningsprogram. Her analyseres årsagerne til, at der på en og samme gang kan være nominelle stivheder, navnlig træghed i tilpasningen af pengelønnen, uden det strider med antagelsen om individuel rationalitet. Det har ført til en række teorier om løndannelsen, bl.a. insider-outsider teorien, efficiency-wage teorien, menu-cost teorien, contracting wage models og search & matching teorier, se f.eks. Romer(1996) for en oversigt.

Navnet 'nykeynesiansk' skal - selvom der er tale om en neoklassisk teoridannelse - ses i modsætning monetarisme og nyklassisk makroteori. For de analyserede trægheder i tilpasningen på arbejdsmarkedet kan antage en sådan styrke, at en (begrænset) efterspørgselsstyring vil kunne forøge tilpasningshastigheden og derved mindske output-tabet i recessionsperioder. Men på længere sigt er Philipskurven også i ny-keynesiansk teori lodret og kun strukturreformer på arbejdsmarkedet, vil kunne øge beskæftigelsen vedvarende, se Layard m.fl.(1994).

c. Monetarisme

Da inflationsbølgen satte ind i de vestlige økonomier i slutningen af 1960erne blev det i stigende grad vanskeligt at opretholde forudsætningen om stive priser og lønninger, som årsagen til arbejdsløshed.

Det blev for Milton Friedman en kærkommen lejlighed til at relancere kvantitetsteorien¹. Banen var dog allerede kridtet op til en tilbagevenden til kvantitetsteorien; for AD-kurvens placering i diagrammet er bestemt af pengemængden. Jo flere penge i cirkulation, jo længere ude i diagrammet ligger AD-kurven. Det fører til højere priser, der afhængig af, hvor lodret Philipskurven er fører til stigende lønninger og så er inflations-lavinen begyndt at rulle. Hvis der ligefrem var fuld beskæftigelse i udgangssituationen, så forbliver reallønnen efter en kort tilpasning uændret. Så den ekspansive politik får kun ét varigt resultat: højere priser.

Monetarismens fader, Milton Friedman, huskes i dag navnlig for sin klare påvisning af, at den ekspansive politik op gennem 1960erne måtte leje sig i form af øget inflation i det efterfølgende tiår. Det blev teoretisk sammenfattet i den (pris)forventnings-udvidede Phillipskurve, hvor det kun er træghederne i forventningsdannelsen (adaptive forventninger), der skaber baggrund for kortsigtede variationer i beskæftigelsen. På længere sigt er den realøkonomiske udvikling bestemt af udbudsforholdene - navnlig af, hvilke incitamentsstrukturer der findes på arbejdsmarkedet.

d. Nyklassisk makroteori

Friedman blev dog i løbet af 1980erne i stigende grad presset af de såkaldte nyklassiske økonomer, der undrede sig over, hvorfor de økonomiske aktører dog overhovedet skulle/ville acceptere ufrivillig arbejdsløshed, selv på kort sigt. Det er ikke rationelt at forudsætte, at der i en verden med umættede behov skulle være ufrivilligt ledige ressourcer. De nyklassiske økonomer med Robert Lucas i spidsen stillede sig i stigende grad skeptisk an over for resultater, der bygger på antagelser om, at de enkelte aktører ikke optimerer deres adfærd på baggrund af en rationel, fremadrettet forventningsdannelse - såkaldt *rationelle forventninger*. Hvis blot markedsdeltagerne har rationelle forventninger dvs. kender modellens (ligevægts)løsning, så vil ingen lønmodtager ufrivilligt være arbejdsløs i en verden med umættede behov. Det er simpelthen ikke rationelt. Hvis der i denne modelverden alligevel kan registreres arbejdsløshed, må den på baggrund af en individuel optimering pr. definition være frivillig. Enhver direkte indblanding fra myndighederne side vil inden for denne models rammer føre til en suboptimal tilstand. Sociale velfærdssystemer forvrider de individuelle incitamentsstrukturer, så en reduktion af velfærdsydelse og en fjernelse af evt. øvrige arbejdsmarkedsreguleringer vil føre til øget vækst og velfærd, hvilket kan sammenfattes under betegnelsen *en Pareto optimal tilstand*.

Hermed er ringen fra århundredets begyndelse sluttet - nyklassikerne bærer således deres navn med en betydelig ret.

Figur 1: En skematisk oversigt over de 4 makroøkonomiske skoler

	Nyklassisk Robert Lucas	Monetaristisk Milton Friedman (Robert Mundell)	Nykeynesiansk Paul Krugman Olivier Blanchard	(Post) Keynes Maynard Keynes Paul Davidson
<i>Markedsøkonomi</i>	-----selvregulerende -----			ikke selvregulerende
	høj stabilitet	stabil	trægheder	ingen automat.
<i>Tilpasning:</i>				
Kort sigt:	Stabilitet	mindre udsving	nominel stivhed	effektiv efterspørgsel
Lang sigt:	teknologi	udbudsforhold	Strukturer på arbejdsmarked	'we don't know'
Forventningsdannelse	rationelle, individuelle	adaptive, individuelle	rationelle, grupperet	psykologi, gruppe/individ
Politik + styring	laissez faire deregulering	pengemængde	efterspørgsel (kort sigt) pengemængde (permanent) strukturpolitik	efterspørgsel + erhvervs- og strukturpolitik

Ovenstående skematisk oversigt er naturligvis en meget grovmasket og på nogle punkter unuanceret fremstilling af de enkelte makroøkonomiske skolers teoretiske indhold og deraf afledte overordnede politik-anbefalinger.

På den anden side giver tabellen en kondenseret fremstilling af, hvorfor 'de lærde er uenige' i de 'store' makroøkonomiske spørgsmål. Disse uenigheder skyldes sjældent, at den ene 'skole' er bedre til at regne end de øvrige; men derimod at deres tilgrundliggende analytiske model på afgørende punkter er forskellig.

Som beskrevet ovenfor, så har - siden 1930erne - den afgørende brudlinje inden for makroøkonomisk teori været spørgsmålet, hvorvidt et velfungerende, markedsbaseret makroøkonomisk system er selvregulerende:

"On the one side are those who believe that the existing economic system is, in the long run, a self-adjusting system, though with creaks and groans and jerks and interrupted by time lags, outside interference and mistakes.....On the other side of this gulf are those that reject the idea that the economic system is, in any significant sense, self-adjusting. The strength of the self-adjusting school depends on it having behind it almost the whole body of organized economic thinking of the last hundred years. The gulf between these two schools of thought is deeper, I believe, than most of those on either side of

it are aware of. On which side does the essential truth lie? That is the vital question for us to solve." (Keynes, 1934: *Poverty in Plenty: is the economic system self-adjusting?* - optrykt i CW, vol.xiii, p.485-92)

1.3 Derfor er de 'lærde' uenige om ØMU'en

Set i lyset af ovenstående skema bliver de divergerende synspunkter blandt økonomiprofessorerne lettere at strukturere.

Først er det dog vigtigt, at beskrive den institutionelle ramme for ØMU'en. Hovedindholdet er en fælles valuta for hele EU. Penge- og valutakurspolitikken styres af den politisk uafhængige europæiske centralbank, som har den primære opgave at sikre prisstabilitet. De deltagende lande er underlagt den såkaldte *stabilitets- og vækstpagts* begrænsning på det finanspolitiske råderum, idet underskuddet i den offentlige sektor - bortset fra en helt ekstraordinær recession - ikke må overstige 3 pct. af BNP. Der er ydermere ikke aftalt nogen formel koordination af de enkelte landes finanspolitik i tilfælde af en lavkonjunktur, hverken på decentralt niveau (mellem landene) eller centralt på EU-niveau.

Sammenholdes det institutionelle design for ØMU'en med tabel 1 er åbenbart, at udformningen af ØMU'en må have været under stærk indflydelse fra den nyklassiske og (i mindre grad) den monetaristiske makroøkonomiske skole:

- Det antages, at konjunkturudviklingen vil være så parallel, at der ikke i fremtiden vil være behov for finanspolitiske indgreb af tilnærmelsesvist samme styrke som i de foregående 30 år. Eichengren(1999) har f.eks. opgjort, at budgetunderskuddet i de 15 EU-lande kun i 43 tilfælde ud af 450 (15 lande x 30 år) mulige tilfælde har haft et budgetunderskud, der var mindre end de 3 pct. af BNP. (Noget tilsvarende gør sig i øvrigt gældende for USA og Japan). Det betyder, at styrken af de automatiske stabilisatorer i fremtiden vil blive reduceret; for så snart de deltagende lande rammer loftet for budgetunderskuddets tilladte størrelse, skal finanspolitikken strammes, hvis stabilitetspagten skal overholdes. Kun inden for den nyklassiske model, vil dette ingen realøkonomiske konsekvenser have.
- Pengepolitikken antages at have en direkte effekt på inflationsudviklingen, og at inflationen ikke vil afvige væsentligt imellem de deltagende lande, jfr. ovenfor om den parallelle konjunkturudvikling.
- Centralbanken skal være *politisk* uafhængig p.gr.a. en grundlæggende mistillid til demokratisk valgte politikeres evne og vilje til at sikre en stabilitetsorienteret økonomisk politik

Nået hertil kan det næppe undre, at de 'lærde' må have stærkt divergerende vurderinger af, hvilke konsekvenser gennemførelsen af ØMU'en vil have dels for euro-zonen under ét dels for de enkelte deltagende lande.

Det er i dette perspektiv, at så fremtrædende en monetarist som Milton Friedmans advarsel mod at søsætte ØMU'en (se f.eks. Berlingske Tid. 21.10.1997) påkalder sig speciel interesse. Hans vurdering bygger på det empiriske forhold, at arbejdsmarkedene inden for de enkelte EU-lande - for slet ikke at tale om landene imellem - er så prægede af mangel på mobilitet og begrænset lønfleksibilitet, at EU ikke tilnærmelsesvist opfylder kravene for at udgøre et *Optimalt valutaområde*. (En teori der er udviklet af en anden (blød)

monetarist Robert Mundell i begyndelsen af 1960'erne, se nærmere herom i det efterfølgende kapitel 2.. Så længe de enkelte arbejdsmarkederne er så svagt integreret hen over landegrænserne, anbefaler Friedman tværtimod, at de enkelte landes valutakurser gøres mere fleksible og helst flydende, således som det er tilfældet mellem USA, Japan og euro-zonen. Friedman er netop teoretisk set en tilhænger af så megen markedstilpasning i det økonomiske system som overhovedet muligt. Derfor skal arbejdsmarkederne også - efter hans mening - opløses og integreres; men det tager tid. I transitionsperioden er det derfor uhensigtsmæssigt at låse andre prismekanismer fast - i dette tilfælde vil det være direkte fejlagtigt at gå over til én fælles valuta.

Hvornår den europæiske integration i givet fald er tilstrækkeligt fremskreden, så EU opfylder kravene til et optimalt valutaområde, er der ingen håndfaste anvisninger på.

Den ny-keynesianske skole anerkender i endnu højere grad end monetaristerne de mange 'creaks, groans and jerks', der vanskeliggør en stabil og parallel konjunkturudvikling i de enkelte lande, jfr. f.eks. Blanchard (1997). På den baggrund konkluderer nykeynesianerne, at hvis den monetære union etableres, så vil der i fremtiden blive et *skarp* behov for, at der føres en aktiv finanspolitik både på nationalt niveau og på EU-niveau.

Den klare majoritet blandt professorerne bag det synspunkt, at ØMU fører til en form for politisk overbygning må (formentlig) afspejle, at der en keynesiansk overvægt blandt de adspurgte. For en sådan centraliseret finanspolitisk styring ville være anatema for monetarister (og naturligvis nyklassikere). Begge skoler har det grundlæggende synspunkt, at de demokratisk valgte politikere er uegnede til at føre økonomisk politik. For det første er politikerne hæmmet af det såkaldte 'policy time lag': den tid der går inden politikerne overhovedet erkender behovet for et konjunkturpolitisk indgreb og den tid det efterfølgende ville tage at få indgrebet igennem parlamentet. For det andet - hævder disse stærkt markedsorienterede økonomer - vil politikere under påvirkning af deres eget ønske om at blive genvalgt alt for ofte være til fals for populisme. Herved der er en betydelig risiko for, at den økonomiske politik ville bidrage til at destabilisere snarere end at stabilisere den økonomiske udvikling.

Ny-keynesianerne har et noget mindre pessimistisk syn på den økonomiske politik. Naturligvis skal der vedvarende tages langsigtede hensyn og målet er at få alle markeder, herunder navnlig arbejdsmarkedet til at ligne lærebøgenes fuldkomne konkurrence model; men de ved godt, at rationel egeninteresse vil indebære, at markederne organiseret efter andre principper. Desuden anerkendes det, at når landene rammes af asymmetriske chok, stilles der betydelige krav til fleksibiliteten på de offentlige budgetter. Hvis de *automatiske stabilisatorer* får lov til at fungere, så vil der i EU-landene være en umiddelbar og ganske betydelig konjunkturstabiliserende effekt heraf.

(Post) keynesianerne tager derimod afsæt i konstateringen af, at selvom samfundsøkonomien på mikroniveau var nok så velfungerende, ville det aldrig i sig selv kunne overvinde den *makroøkonomiske ustabilitet*. På den baggrund er det en fordel at have et så stort arsenal af konjunkturregulerende instrumenter til disposition for den økonomiske politik som muligt. De lande inden for EU, der har klaret sig bedst målt ved høj beskæftigelse og lav inflation er kendetegnet ved at have benyttet et sådant bredt spekter af økonomisk politiske instrumenter kombineret med en stigende erkendelse af, at de mikroøkonomiske mekanismer også skal være velfungerende, for at den makroøkonomiske politik fører til de ønskede resultater. Hertil kommer, at der inden for nationalstatens rammer eksisterer en politisk overbygning, der sikrer en betydelig (men også politisk ønsket) omfordeling og udligning mellem de

enkelte regioner. Dette sker ud fra den åbenbare erkendelse, at asymmetriske chok også inden for de enkelte lande er uundgåelige.

Der er således en betydelig koncensus mellem post- og ny-keynesianerne, at den monetære union burde suppleres med en overnational politisk institution, der kunne varetage unionens fælles stabiliserings- og fordelingsmæssige hensyn. Valutakursændringernes væsentligste formål har jo historisk været at fordele eksterne, asymmetriske chok ud mellem de øvrige samhandels partnere, så ikke ét land skulle tage hele tilpasningen. Desværre har muligheden for at føre valutakurspolitik også indeholdt en risiko for, at nogle lande forsøgte at opnå en ekstra fordel eller at unddrage sig den fælles forpligtigelse gennem de såkaldte konkurrerende devalueringer. En sådan risiko ville dog reduceres, hvis landene indbyrdes aftalte bindende regler for valutakursændringer, således som det f.eks. var tilfældet i de første 25 år efter 2. verdenskrig, hvor Bretton Woods-aftalen regulerede det internationale valutasystem.

1.4 Afslutning

Det er rigtigt, at de 'lærde' er uenige om, hvorledes det makroøkonomiske system fungerer, således som det er illustreret i oversigten over de makroøkonomiske skoler. Baggrunden for denne uenighed kan delvist henføres til en forskellig tolkning af de empiriske undersøgelser, der er gennemført af den makroøkonomiske udvikling i en række lande. Hertil kommer dog de mere ideologisk betingede forskelle i opfattelsen af, hvorledes et ideelt samfundsøkonomiske system burde fungere. Flere fremtrædende personligheder inden for de makroøkonomiske skoler lægger ikke skjul herpå i den række af interviews, der i de senere år er udkommet (se navnlig, Anjo Klamer(1985) og Snowdon & Vane(1999)). Interview-personerne har vidt forskellige opfattelser af, bl.a. hvormeget de demokratisk valgte politikere magter og evner med hensyn til at stabilisere den samfundsøkonomiske udvikling.

Herigennem er det blevet åbenbart, at den specifikke udformning, som ØMUen har fået, må afspejle, at EU i stigende grad er blevet et politisk projekt med økonomiske undertoner. Forståelsen af at det bestemt ikke er ligegyldigt hvilken makroøkonomiske skoler, der lægges til grund for den institutionelle udformning af ØMUen er derfor vigtig. Navnlig, hvis disse skolers forskellige ideologiske syn på, hvilken rolle markeds kræfterne hhv. velfærdsstaten bør tildeles, får lov at komme op til overfladen.

1.5 Litteratur

Begg, D., S. Fischer og R.Dornbusch: *Economics*, 5.ed., McGrawHill, 1997

Blanchard, O.: *Macroeconomics*, Prentice Hall, 1997

Eichengren, B.: *Saving Europe's Automatic Stabilizers*, kap.6 i Mark Baimbridge m.fl.: *European Monetary Integration*, Macmillan Press, 1999

Friedman, M.: *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: Chicago University Press, 1956

Jespersen, J.: *Den økonomiske teori: ØMUen skaber spændinger i EU* in Frank Dahlgaard og Mette Koefoed Bjørnsen: Euro eller Krone - fordele eller ulemper ved euroen, Forlaget Vindrose, 1999

Keynes, John Maynard: Poverty in Plenty: is the economic system self-adjusting?, optrykt i The Collected Writings of JMK, bind XIII, The Macmillan Press, 1973

Klamer, Anjo: *Conversations with New Classical Economists*, Macmillan Press, 1985

Samfundsøkonomen, 1998/6, redigeret af Jesper Jespersen: Makroøkonomisk teori - hvorfor så megen uenighed?

Snowdon, B.,H. Vane & Peter Wanarczyk: *A Modern Guide to Macroeconomics*, Edward Elgar, 1994

Snowdon, B. & H.R.Vane: *Conversations with Leading Economists - interpreting Modern Macroeconomics*, Edward Elgar, 1999

2. Udgør EU et optimalt valutaområde?2 (Økonomiske fordele og ulemper ved Danmarks deltagelse i euroen)

2.1 Indledning

Den 3. fase af ØMU-samarbejdet indledtes den 1. januar 1999, da 11 af de 15 EU-lande påbegyndte det snævre monetære samarbejde, således som det var fastlagt i Maastricht-traktaten fra 1992. Disse landes indbyrdes valutakurser blev fra den dato uigenkaldeligt fastlåst. De 11 landes nationale valutaer skal fra 1. januar 2002 udskiftes med en fælles mønt - euroen, som efter 1. juli 2002 vil være det eneste betalingsmiddel i de deltagende lande.

Storbritannien, Sverige og Danmark valgte at stå uden for ØMU'ens 3. fase og indtil videre bevare deres selvstændige valuta. Grækenland - derimod - ønskede at deltage fra starten; men blev ikke godkendt som medlem af den monetære union, idet landet endnu ikke i maj 1998, hvor beslutningen blev truffet, kunne opfylde de såkaldte 'konvergenskrav', omfattende bl.a. lav inflation og et begrænset underskud på de offentlige budgetter, der var fastlagt i Maastricht-traktaten.

Realiseringen af den monetære union mellem de 11 lande har accentueret spørgsmålet, om Danmark fortsat skal bevare sin egen valuta eller opgive den til fordel for euro'en. Et fuldgældigt svar på dette spørgsmål burde ifølge sagens natur indeholde både en politisk og en samfundsøkonomisk vurdering, idet en fælles valuta indeholder væsentlige politiske og økonomiske aspekter i den fremadskridende integrative proces i Europa.

Jeg vil dog i det følgende helt overvejende koncentrere fremstillingen om de *økonomiske* konsekvenser for Danmark af de varierende muligheder for det fremtidige tilknytningsforhold til euroen.

Indledningsvis er det dog nødvendigt kort at redegøre for teorien bag den mikro- og makroøkonomiske analyse af det fremtidige monetære samarbejde i Europa.

Analysen opdeles i tre trin. Først skal vi se på de mikroøkonomiske argumenter til fordel for et tættere monetært samarbejde i form af reducerede transaktionsomkostninger og mindske valutaspekulation. Dernæst gennemgås teorien for *optimale valutaområder*, således som den er opstillet af nobelpristageren Robert Mundell. Perspektiverne for euro-zonens fremtidige stabilitet vurderes efterfølgende i lyset af dette teoretiske bidrag. Dernæst redegøres der for ØMU'ens mere specifikke betydning for dansk økonomi og mulighederne for fortsat at føre en selvstændig stabilitetsorienteret politik.

2.2 Mikroøkonomiske forhold: vekselomkostninger og valutaspekulation

Et af de ofte fremførte argumenter til fordel for en fælles valuta i Europa er de sparede veksel- og transaktionsomkostninger i forbindelse med handel hen over landegrænserne. Et forhold der i et lidt mere langsigtet perspektiv kan bidrage

2Denne artikel er en ajourføring af synspunkter, der er indeholdt i dels min lærebog: *Introduktion til Makroøkonomisk teori*, Jespersen (2000) dels mine mere specifikke analyser fra sidste år, Jespersen,1999a og Jespersen,1999b, endelig har jeg i *Økonomi og Virkelighed* fra 1998 (2.udg.) forholdt mig lidt mere polemisk til de økonomiske fordele, der knytter sig til etablering af en monetær union

til at øge mobiliteten hen over landegrænserne. Noget som i første omgang navnlig vil være til glæde for turisterhvervet; men som på længere sigt kan virke integrativt over et bredere erhvervsøkonomisk spekter. På den anden side har den udbredte brug af betalingskort og elektronisk betalingsoverførsel reduceret de rent fysiske vanskeligheder med at skaffe sig udenlandske sedler og mønter. Med hensyn til betalinger hen over landegrænserne har den øgede effektivitet i den finansielle sektor været af langt den største betydning og er resultat af den øgede globale konkurrence (men også samarbejde) på dette område³.

Det fremføres også som en af fordelene ved den fælles europæiske valuta, at de enkelte valutaer ikke længere kan gøres til genstand for et spekulativt stormløb. Det er en korrekt observation, at det kræver et mindre beløb, at forsøge at løbe den danske krone over ende end euroen. På den anden side så kræves der også et tilsvarende mindre beløb at forsvare kronen. Et forhold som valutaaftalen mellem Danmark og Den europæiske Centralbank har sikret. Naturligvis kan denne samarbejdsaftale ikke forhindre - og skal heller ikke forhindre, at kronkursen ændres, hvis dansk økonomi udsættes for realøkonomisk turbulens. Derimod vil aftalen sikre, at spekulation, der ikke er realøkonomisk motiveret, vil kunne afvises, hvorved spekulanterne taber penge.

Hertil kommer, at der er udviklet særdeles effektive finansielle instrumenter til at afdække valutarisici mellem alle valutaer med en betydelig dag omsætning - hvortil den danske krone også henregnes.

Grundlæggende handler en stabil valuta om, at den nationale økonomiske politik er troværdig ved at søge lav arbejdsløshed, lav inflation og betalingsbalanceligevægt realiseret. Lykkes den politik, vil spekulation i en nedskrivning af kronen blot give spekulanterne et tab, således som det har været tilfældet igennem 1990'erne.

Omvendt vil det være næsten risikofrit at spekulere mod en utroværdig valutakurs, der søges fastholdt af politiske grunde. Det var en del af baggrunden for det delvise sammenbrud i Det europæiske Monetære Samarbejde (EMS) i begyndelsen af 1990'erne. Her blev Italien, Storbritannien og Sverige spekuleret ud af fastkurssamarbejdet; for deres valutakurser var så åbenbart ude af trit med de økonomiske og politiske realiteter. Spanien, Portugal og Irland nedskrev deres 'faste' valutaer. De øvrige EMS-lande, dvs. Frankrig, Benelux og Danmark gjorde deres indbyrdes valutakurser mere fleksible ved at tillade udsving på +/- 15 pct.; for netop derigennem at kunne give spekulanterne en afklapning uden det krævede uhyrlige summer i intervention fra centralbankerne. Denne ændring fik faktisk valutamarkedene til at falde til ro inden for EU. Herved kunne Spanien og Portugal nedskrive deres valutaer i midten af 1990'erne i kølvandet på den mexikanske krise og Irland opskrive sin valuta i efteråret 1998 uden den store dramatik. Altsammen noget der foregik uden den store dramatik. Valutakurssamarbejdet havde fået indbygget den fleksibilitet, der gjorde spekulative angreb langt mere omkostningsfyldte, hvilket har styrket de nationale centralbankers rolle på valutamarkedene.

³ EU-kommissionen foretog i foråret 2000 en undersøgelse af, hvorledes omkostningerne ved bankoverførsler mellem EU-lande, der havde indført den fælles valuta pr. 1. Januar 1999, havde udviklet sig. Kommissionen måtte konstatere, at der ikke var sket noget fald i omkostningerne ved disse overførsler, selv om den foregik i samme valuta. Dette tilskrev Kommissionen, at det stadig er begrænset, hvor effektiv konkurrence er mellem pengeinstitutter i detail-leddet.

2.3 Makroøkonomisk teori: Udgør EU optimalt valutaområde

Nobelpristageren Robert Mundell analyserede allerede tilbage i 1960'erne de forhold, der i teorien skal være opfyldt med hensyn til omfanget af den økonomiske integration, for at et geografisk område med fordel kan anvende én fælles valuta. Med andre ord forsøger teorien at afdække, hvilke faktorer der bestemmer for afgrænsningen af et såkaldt *optimalt valutaområde*. Udgangspunktet for denne teoridannelse er den åbenbare konstatering, at der er transaktionsomkostninger forbundet med at handle i forskellige valutaer, navnlig hvis vekselkursen kan variere. Så alt andet lige ville det naturligvis være en fordel med én og kun én valuta på europæisk - eller ligefrem på globalt plan. Men jo mere landene varierer i udvikling og indkomstniveau jo større vil de nationale/regionale omkostninger være ved at afskrive muligheden for at foretage nødvendige tilpasninger via valuta- og pengepolitikken. På globalt plan har tendensen da også, netop på grund af disse store forskelle, gået mod øget fleksibilitet i valutakursdannelsen. Et forhold der blev forstærket af den gradvise liberalisering af kapitalbevægelser fra slutningen af 1960'erne.

Teorien for det 'optimale valutaområde' angiver de forudsætninger, der skal være opfyldt, førend fraskrivelse af en selvstændig valuta ikke vil indebære et væsentligt tab af styringsinstrumenter ved tilrettelæggelsen af den økonomiske politik.

Mundells interesse for optimale valutaområder udsprang af, at han som canadier direkte blev konfronteret med spørgsmålet om, hvilke fordele og ulemper, der knyttede sig til Canadas fortsatte bevarelse af en selvstændig valuta vurderet på baggrund af den store samhandel med USA.

Mundells konklusion var kort fortalt, at hvis tabet af valutarisk handlefrihed ikke skulle forstærke risikoen for øgede spændinger og ulighed landene i mellem, så måtte der i udgangssituationen kræves et meget højt økonomisk integrationsniveau. Hermed sigtedes der ikke alene til, at varemærkerne skal være sammensmeltede i en grad, så landegrænserne ikke længere skaber handelsbarrierer. Teorien om *det optimale valutaområde* skærper denne konklusion, idet kravet om høj integration også skal gælde markederne for produktionsfaktorer. Det vil sige, at arbejdskraft og kapital i teorien skal kunne bevæge sig 'gribningsfrit' mellem de lande, der vælger at have en fælles valuta.

Den økonomiske teori synes helt undtagelsesvist at være enkel og entydig i sine konklusioner på dette punkt. Et optimalt valutaområde fordrer, at *både kapital og arbejdskraft inden for det betragtede geografiske område skal være så mobil, at eventuelle arbejdsløshedsøer forsvinder af sig selv gennem til- og fravandring eller også, at løndannelsen er så fleksibel, at arbejdsløshedsøerne forsvinder af sig selv via lønreduktion..*

På denne teoretiske baggrund bliver afgrænsningen af et optimalt valutaområde således grundlæggende et empirisk spørgsmål om produktionsfaktorerens faktiske bevægelighed. Her er det åbenbart, at der er en afgørende forskel på, hvorledes finansiel kapital, realkapital og så arbejdskraften i dag er integreret hen over de europæiske landegrænser. Navnlig arbejdsmarkedernes integration halter bagefter og må analyseres med henblik på graden af geografisk mobilitet og lønfleksibilitet kombineret med tal for størrelsen af regionale forskelle i arbejdsløshedens karakter og omfang. Uden tilstrækkelig mobilitet og/eller lønfleksibilitet vil arbejdsløsheden kunne bide sig fast regionalt. Omvendt vil dog en høj grad af mobilitet og lønfleksibilitet kunne skabe betydelige menneskelige (flytte)omkostninger, hvis øget indkomstmæssig ulighed mellem regioner skal undgås i fremtiden.

I dette teoretiske perspektiv er det således åbenbart, at et *optimalt valutaområde* sjældent vil kunne have en større geografisk udbredelse; for arbejdskraftens bevægelighed er - specielt i Europa - begrænset af en lang række faktorer,

hvoraf de kulturelle, sproglige, uddannelses- og familiemæssige ofte og med rette fremhæves som værende begrænsende for mobiliteten hen over landegrænserne.

2.4 Har teorien om et optimalt valutaområde praktisk relevans?

I lyset af Mundells præcise, men restriktive konklusion, er det rimeligt at spørge, om denne teori egentlig kan gives nogen praktisk relevans? For i følge teorien vil jo ikke en gang Danmark kunne siges at udgøre et optimalt valutaområde; alligevel synes landet at fungere uden afgørende indkomst- og arbejdsløshedsforskelle. Det ville nemlig være en overdrivelse at påstå, at det danske arbejdsmarked, uanset at de kulturelle og sproglige barrierer formentlig er begrænsede, er fuldt integreret blot inden for landets egne grænser. For der er mange andre forhindringer af rent praktisk karakter. Mobilitet i et moderne samfund kræver ikke ét men to nye jobs, plus institutionspladser til børnene, hvis familierne ikke skal splittes, foruden der ved flytningen skal gennemføres omkostningsfyldte salg og køb af ejerbolig.

Allerede i min studietid var det således en stående vittighed, når teorien om det optimale valutaområde blev gennemgået, at rent geografisk kunne der vist højst være tale om et område på størrelse med Bornholm - i dag, med de forbedrede transportforhold og det større antal biler, ville man vel sige, at et optimalt valutaområde kunne udvides til en diameter på størrelse med f.eks. Fyn og måske ad åre som Sjælland

Men hvorfor har man så alligevel valgt kun at have én valuta i hele Danmark? Det er der en række i første omgang politiske, dernæst økonomiske og endelig praktiske årsager til. Den økonomisk-politisk set vigtigste årsag er, at der - som erstatning for den åbenbare mangel på mobilitet mellem landsdelene - fra centralt politisk hold via lovgivningen er sikret en betydelig overførsel af indkomst mellem landsdelene - fra de velstående egne af landet med høj beskæftigelse til de mindre velstående egne. Når et område som f.eks. Bornholm bliver ramt af en beskæftigelseskrise p.gr.a. nedgang i fiskeriet, så udløses der automatisk via den nationale lovgivning en omfattende overførsel af købekraft til Bornholm i form af arbejdsløshedsdagpenge, reduceret skattebetaling og kommunaludligning. Herved holdes levestandarden på Bornholm så nogenlunde oppe på det hidtidige niveau. Hvis der ikke havde været en sådan automatisk overførsel mellem landsdelene, så ville bornholmerne have oplevet en helt anden og dramatisk indkomstnedgang. Den ville formentlig have fremtvunget en hurtigere fraflytning, end det er tilfældet i dag med deraffølgende fare for, at øen var blevet (delvist) affolket. Den forstærkede afvandring ville yderligere have presset ejendomsmarkedet i bund og derigennem forstærket den økonomiske nedtur.

Det i denne sammenhæng afgørende er, at selvom Danmark ikke udgør et teoretisk set optimalt valutaområde, så er der fra centralt politisk hold blevet opbygget økonomiske mekanismer, der kompenserer for den manglende mobilitet og lønflexibilitet og derigennem sikrer, at landet økonomisk hænger sammen.

Set i perspektiv af teorien om det optimale valutaområde er det åbenbart, at hele EU ikke tilnærmelsesvist kan siges at opfylde de opstillede krav. En situation, der vil blive yderligere cementeret i takt med, at de øst- og centraleuropæiske lande bliver medlemmer af EU. Da der næppe er politisk vilje til en forstærket udbygning af EU-budgettets størrelse med henblik på at udligne regionale forskelle, kan afvigelserne fra det optimale valutaområde ikke forventes at blive overvundet ad den vej. Så perspektivet for den monetære

union må vurderes 1) i forhold til sandsynligheden for, at de enkelte lande i fremtiden vil gennemleve en ensartet økonomisk udvikling (at de såkaldte asymmetriske stød til de europæiske økonomier ikke kommer til at dominere udviklingen) og 2) styrken af finanspolitikken, der fortsat vil være bestemt nationalt.

2.5 Pengepolitik i EU

Den amerikanske økonom Paul Krugman har ved flere lejligheder præciseret, at der er nogle bindinger på den økonomiske politik, som landene i et valutasamarbejde må respektere. Hvis landene indbyrdes har accepteret frie kapitalbevægelser hen over landegrænserne, så kan man ikke både have en fast valutakurs og en selvstændig pengepolitik. Det var det forhold som EU-landene i stigende grad måtte acceptere i takt med, at kapitalmarkederne blev liberaliseret i 1980'erne. De lande, der valgte en fast valutakurs måtte erkende, at deres pengepolitik måtte tilpasses udviklingen i det land, der havde den laveste inflation, hvilket ville sige den tyske pengepolitik.

Det fandt navnlig Frankrig utåleligt og ønskede derfor at fremme en udvikling i retning af en mere EU-orienteret pengepolitik. Det skete gennem forslaget om en fælles EU-mønt, der så naturligt måtte følges op af en fælles EU-centralbank. Den har fået til opgave at sikre en lav inflation i euro-landene. Pengepolitikken bliver derfor udformet på baggrund af forventningerne til den fremtidige prisudvikling, der beregnes som et vægtet gennemsnit af de enkelte landes inflation. Det tyske modkrav for at acceptere en fælles pengepolitik var, at 1) inflationsbekæmpelsen skulle gives forrang ved tilrettelæggelsen af pengepolitikken, 2) Den europæiske centralbank skulle være helt uden politisk indblanding ved udformningen af pengepolitikken og 3) de deltagende lande skulle acceptere en begrænsning på den nationale brug af finanspolitikken (Stabilitets- og vækstpagten).

I Maastricht-traktaten blev det præciseret, at Den europæiske Centralbank skal give prisstabilitet i euro-zonen absolut første prioritet, og at medlemmerne af bankens styrelsesråd ikke må tage nationale hensyn.

Hvis euro-zonen havde udgjort et optimalt valutaområde, så ville den økonomisk integration sikre, at de deltagende lande havde en fælles og ensartet inflationsudvikling. Det er endnu ikke tilfældet, hvilket fremgår af tabel 2.1. Den akkumulerede inflation for perioden 1999-2001, ØMUens første 3 år, vil ifølge OECD, Economic Outlook, Dec. 1999 variere fra 3,2 pct. i Østrig til 11,6 pct. i Irland. De tre outsider lande forventes at få en inflation, der ligger midt i dette variationsfelt.

Tabel 2.1 Akkumuleret inflation, lang (real)rente og automatisk stabilisatorer

	Akk. infl. pct.	realrente pct. p.a.	auto. stab. pct. af BNP
Tyskland	3,5	5,6 - 1,4 = 4,2	0,51
Frankrig	3,3	5,7 - 1,2 = 4,5	0,46
Italien	5,2	5,8 - 1,8 = 4,0	0,48
Østrig	3,2	5,6 - 1,2 = 4,4	0,31
Belgien	4,7	5,8 - 1,7 = 4,1	0,67
Finland	5,1	5,8 - 1,6 = 4,2	0,63

Tabel 2.1 viser, at der stadig er betydelige forskelle i inflationsraterne landene i mellem, der ikke længere inden for euro-zonen kan udlignes gennem valutakursændringer. Ydermere viser tabellen, at den fælles pengepolitik har ført til udligning af de nominelle renter, hvilket har resulteret i ikke uvæsentlige forskelle i realrenten mellem de deltagende lande. Det har den paradoksale konsekvens, at de lande med den højeste inflation - og derfor størst behov for stabilisering - har den laveste realrente!

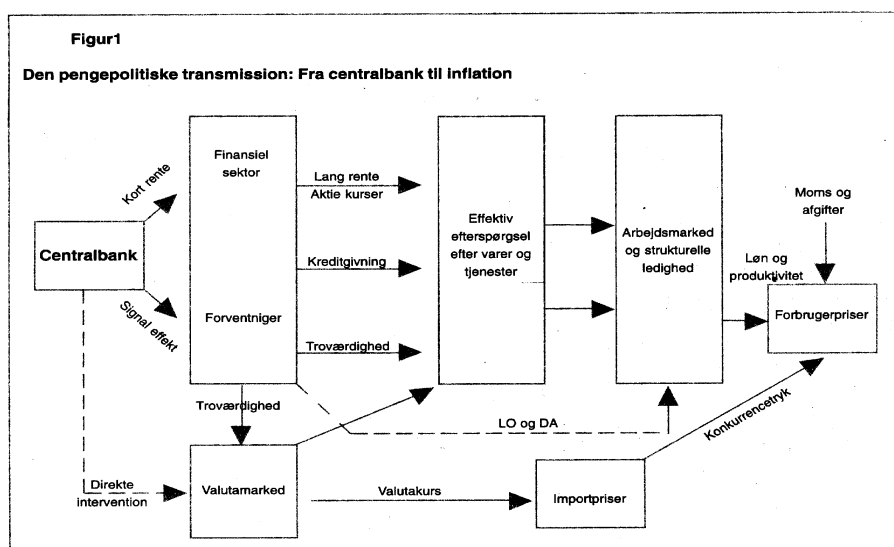
Endelig bemærkes det, at de tre lande, der har valgt at stå uden for møntunionen med hensyn til rente- og prisudvikling ligger nogenlunde 'midt i feltet' - og det på trods af at både Storbritannien og Sverige har flydende valutakursfastsættelse.

2.6 Den pengepolitiske transmission

Den pengepolitiske transmissionsmekanisme, der skal sikre at Den europæiske Centralbank kan styre inflationsudviklingen, er både usikker og ustabil. Det vanskeliggør opfyldelsen af målsætningen om en euro-zone inflation, der ligger mellem 0-2 pct. p.a.

Det styringsmæssige problem udspringer af det forhold, at centralbanken i realiteten kun har ét instrument til rådighed: fastsættelse af den helt korte udlånsrente. Den europæiske Centralbank bestemmer, hvad de private banker skal betale for at få stillet primær likviditet til rådighed.

Målet for Den europæiske Centralbank er et (BNP-vægtet) gennemsnit for inflationen i euro-landene. Som skitseret i figur 1, så er der en lang og usikker vej fra renten på de helt kortfristede lån i euro til den gennemsnitlige prisudvikling. Idéen med at give centralbanken ansvaret for prisudviklingen bygger på den alt for simple monetaristiske tankegang, at det er udviklingen i pengemængden, der determinerer prisudviklingen. Denne tankegang fører til den antagelse, at det er betydningsfuldt for centralbanken at kontrollere udviklingen i pengemængden. I praksis har det vist sig særdeles vanskeligt at styre pengemængden, ligesom den årsagsmæssige sammenhæng mellem pengeefterspørgsel og den økonomiske aktivitet har vist sig ustabil. Dette



forhold er illustreret i figur 1.

Centralbanken fastsætter som nævnt den korte rente. Den øver herigennem indflydelse på rente- og kreditvilkårene i de enkelte euro-landes finansielle sektorer. Empiriske undersøgelser har vist, at på dette punkt afviger de europæiske lande dog en del fra hinanden. Det spiller bl.a. en vigtig rolle om kreditgivningen overvejende går via pengeinstitutterne eller via værdipapirmarkederne. Ikke mindst med hensyn til påvirkningen af pengemængden er der her tale om en afgørende forskel, der i fremtiden vil gøre udviklingen i pengemængden opgjort som et europæisk gennemsnit ganske usikker. Noget tilsvarende gør sig gældende vedrørende transmissionen fra kreditgivning og til den reale efterspørgsel efter varer og tjenester. For det er prisudviklingen for forbrugsvarer og -tjenester, der udgør centralbankens inflationsmål. Forbrugerprisudviklingen er også under indflydelse af lønudviklingen dels direkte fra arbejdsmarkedet, hvor prisen på en række tjenesteydelser fastsættes, dels indirekte idet lønomkostningerne udgør en væsentlig del af de samlede omkostninger, der bestemmer varepriserne. Dette er den indenlandske - eller retter inden-euro'ske - prispåvirkning. Hertil kommer desuden den prispåvirkning, der når det europæiske marked via ændringer i kursen på euro overfor de væsentligste samhandelspartnere (dollar, pund, svenske kroner og yen). En ændring af den korte europæiske rente vil påvirke eurokursen over for disse valutaer, hvis omverdenen forholder sig rentemæssigt passivt. Den forholdsvis lave euro-rente har igennem 1999 været en medvirkende årsag til, at euro'en faldt i forhold til dollar, yen og pund. Selvom EU set under ét er en forholdsvis lukket økonomi, så har faldet i valutakursen dog alligevel via de øgede importpriser påvirket stigningstakten i forbrugerpriserne.

Det er således en særdeles krævende opgave, Centralbanken er blevet pålagt, da den fik overdraget hovedansvaret for inflationsudviklingen i *hele* euro-zonen. De betydelige forskelle, der er i de enkelte landes reaktion på hhv. rente- og valutakursændringer vil vanskeliggøre den fortsatte økonomiske konvergens, fordi centralbanken, som nævnt, er tvunget til at fokusere på et vægtet gennemsnit af udviklingen i de deltagende lande. Herigennem tillægges den økonomiske udvikling i de små EU-lande mindre vægt ved tilrettelæggelsen af den fælles penge- og valutapolitik.

I takt med at centralbanken anerkendes som en væsentlig europæisk institution, vil pengepolitikken dog i fremtiden kunne øve en mere direkte indflydelse på prisforventningerne i de *enkelte* lande på grund af den signaleffekt, som renteændringer indeholder. Det er dog en autoritet, som først opnås efter adskillige år med en succesfuld opfyldelse af inflationsmålsætningen. Centralbankens troværdighed vil således være afhængig af, at inflationen - navnlig i starten - holdes inden for den fastlagte overgrænse på 2 pct. Dette vil under indtryk af den usikre transmissionsmekanisme nødvendiggøre en i starten meget forsigtig pengepolitik.

2.7 Asymmetriske stød, finanspolitik og bufferfonde.

Inden for den monetære union vil penge- og valutakurspolitikken være centraliseret, hvorimod udformningen af finanspolitikken fortsat vil kunne tilrettelægges nationalt - dog under hensyntagen til den fælles europæiske målsætning om økonomisk stabilitet og vækst.

Den nationale finanspolitik (den offentlige sektors indtægter og udgifter) får herved 'eneansvaret' for stabiliseringspolitikken inden for hver af de deltagende lande, idet penge- og valutakurspolitikken ikke længere er et nationalt anliggende.

De lande, der ikke deltager i ØMUen, vil i varierende grad have mulighed for at understøtte finanspolitikken med en selvstændig penge- og valutapolitik. Dette gælder især for de lande (Storbritannien, Sverige - men også Norge og Schweiz), der har valgt at have en flydende valutakurs over for euro'en. Her står alle tre instrumenter til rådighed naturligvis inden for rammerne af en overordnet set troværdig økonomisk politik. De lande, der derimod har valgt at følge euro'ens internationale valutakurs gennem et fastkursarrangement (Danmark og Grækenland), vil ifølge sagens natur under normale omstændigheder skygge den europæiske pengepolitik, så fastkurspolitikken ikke kommer under pres. Kun i helt ekstraordinære situationer vil lande med en erklæret fastkurspolitik overveje at ændre udformningen af denne politik, således som det f.eks. skete under valutakrisen i 1992/93. Det betyder, at lande med en fastkurspolitik kun i situationer, hvor samfundsøkonomien rammes af et kraftigt stød, vil have anledning til at revurdere valutakursrelationen til euro-zonen. Hovedreglen for fastkurslande vil være, at pengepolitikken er bundet af hensynet til at opretholde den faste valutakurs. Fastkurslandenes mulighed for at føre en selvstændig økonomisk politik vil således lige som for euro-landene være bestemt af den finanspolitiske handlefrihed.

Behovet for at føre en sådan selvstændig og varierende finanspolitik udspringer af landenes forskellige økonomiske struktur og den forskellige påvirkning fra udlandet - de såkaldte 'indre og ydre stød'.

I den teoretiske litteratur sondres der imellem symmetriske og asymmetriske stød til valutaunionens økonomier og dernæst om der er tale om et (overvejende) efterspørgsels- eller udbudsstød. Som det vil fremgå af det efterfølgende er disse sondringer dog kun af begrænset relevans; for den monetære unions funktion er i første række bestemt af landenes forskellighed. Jo mere forskellig landenes økonomiske struktur og geografiske placering er, jo mere er der behov for at kunne føre en landespecifik stabiliseringspolitik, samtidig med at effekten af en central politik reduceres.

Symmetriske (ensartede) stød kan dog i teorien afhjælpes ved en fælles, centralt fastlagt økonomisk politik gennemført af den europæiske centralbank suppleret med en koordineret finanspolitik. Koordinationen vil her bestå i, at de enkelte lande skal tilrettelægge finanspolitikken under hensyntagen til afsmitningseffekterne via udenrigshandlen landene imellem. En tysk ekspansion påvirker eksempelvis Holland mere end Portugal.

I teorien antages det ydermere, at stød til efterspørgslen kun påvirker beskæftigelsen midlertidigt, hvorved behovet for at afhjælpe et symmetrisk fald i efterspørgslen i hele euro-zonen under alle omstændigheder vil være begrænset. Dette teoretiske synspunkt - at det kun er inflationen der påvirkes på lidt længere sigt - gøres dog i stigende grad til genstand for diskussion i lyset af den meget forskellige udvikling i arbejdsløsheden, der har været dels inden for EU dels mellem Europa, USA og Japan i 1990'erne. Hvilket bl.a. kan henføres til, at analysen af stød til hhv. efterspørgsels- og udbudsstrukturen vanskeligt kan holdes adskilt.

Hertil kommer, at de enkelte lande på grund af deres forskellige økonomiske struktur, geografiske placering og varierende integration af arbejdsmarkedene henover landegrænserne vil blive ramt forskelligt - det vil sige asymmetrisk - af den fælles politik. Når den europæiske centralbank ændrer sin pengepolitik, vil der således være tale om et (delvist) asymmetrisk stød, fordi landenes finansielle

sektorer reagerer forskelligt på en rentændring og de udlandskonkurrerende sektorer påvirkes forskelligt af ændringer i euroens internationale værdi.

Så længe den monetære union ikke er sammenfaldende med et optimalt valutaområde vil de forskellige - asymmetriske - stød være betydelige.

To historiske eksempler vil kan illustrere disse forhold: 1) Sammenbruddet i handlen med Sovjetunionen og 2) den tyske genforening i begyndelsen af 1990'erne, jfr. tabel 2.2.

Tabel 2.2 Den Offentlige sektors budgetsaldo og arbejdsløsheden i hhv. høj- og lavkonjunktur.

	Off. Budgetsaldo				Arbejdsløsheden			
	1982	1986	1993	1999	1982	1986	1993	1999
	---- pct. af BNP -----				----- pct. -----			
Danmark	- 9.1	3.4	-3.9	2.9	9.8	7.7	12.1	5.7
Sverige	- 7.0	-1.2	-12.3	2.3	3.1	2.5	8.2	5.5
Finland	1.9	3.4	-7.9	3.0	5.4	5.4	16.3	10.1
Storbritannien	-2.5	-2.4	-7.8	0.7	9.7	11.8	10.3	6.1
Tyskland	-3.3	-1.3	-3.5	-1.6	6.4	7.7	7.8	9.0
Frankrig	-2.8	-2.7	-5.6	-2.2	8.0	10.4	11.7	11.1
Italien	-11.4	-11.7	-9.7	-2.3	6.9	9.9	10.2	11.6
USA	-3.5	-3.5	-3.6	1.0	9.7	7.0	6.9	4.2
Japan	-3.6	-0.9	-1.6	-7.6	2.3	2.8	2.5	4.7

Kilde: OECD, Economic Outlook, June 1997 og Dec, 1999

Som det fremgår af tabellen var udviklingen i begyndelsen af 1990'erne dramatisk både med hensyn til påvirkning af de offentlige budgetter og arbejdsløsheden. Det var en på mange måder ekstraordinær situation, men dog ikke mere ekstraordinær, end at problemernes størrelsesorden havde klare mindelser om udviklingsmønstret under og efter olieprisstigningerne i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne. Tabellen viser, at de offentlige budgetter ikke mindst på grund af de automatiske stabilisatorer, jfr. nedenfor, i en række EU-lande blev så overbelastede af disse asymmetriske chok, at de i en periode frigjorde den nationale penge- og valutakurspolitik til fordel for nedbringelse af arbejdsløsheden.

Den nytiltrådte regering i Danmark i 1993 valgte alternativt at fastholde valutakursen og i stedet at lempe finanspolitikken (og pengepolitikken gennem ændrede regler for konvertering af realkreditlån til lavere rente og længere løbetid), hvilket ligesom i de øvrige nordiske lande og Storbritannien havde en ekspansiv virkning. Et udviklingsforløb, der i øvrigt blev understøttet af en række udbudsorienterede ændringer i arbejdsmarkedspolitikken.

Som det fremgik af tabel 1 er størrelsen af de automatiske stabilisatorer væsentligt forskellige i de enkelte EU-lande. Det er primært bestemt af velfærdsstaternes udformning og ambitionsniveau. Det er åbenbart, at de nordiske lande plus Holland og Belgien skiller sig ud med hensyn til karakteren af velfærdsstaten og dermed de automatiske stabilisatorers påvirkning af de offentlige budgetter - selv ved et symmetrisk stød, f.eks. i form af forhøjede energipriser.

Som en del af ØMU-aftalen er der mellem de deltagende lande aftalt begrænsninger på, hvor stort et budgetunderskud det enkelte land på have. Den såkaldte *Stabilitets- og vækstpagt*, der blev indgået på tysk initiativ, kræver, at landene sigter mod balance på de offentlige budgetter, samtidig med at de ikke -

bortset fra en ekstraordinær lavkonjunktur - på noget tidspunkt må have et underskud, der overstiger 3 pct. af BNP. Set i et historisk perspektiv forekommer tre procents kriteriet snærende. De fleste EU-lande (samt USA og Japan) oplevede både i begyndelsen af 1980'erne (energikrisen) og begyndelsen af 1990 (sammenbruddet i Østeuropa, jfr. tabel 3.2), at de automatiske stabilisatorer tvang budgetunderskuddet op over de tre procent. Den økonomiske udvikling på såvel europæisk som globalt plan synes således at være så urolig, at det er vanskeligt at forestille sig, at stabilitetspagtens tre-procents grænse ikke også i fremtiden vil kunne stille sig begrænsende for enkelte landes stabilitetsorienterede finanspolitik.

Hertil kommer, at der netop i disse år af demografiske årsager vil være store årgange af erhvervsaktive, der gennem privat pensionsopsparing forbereder deres tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet. En opsparing, der således rent strukturelt vil tendere mod overopsparing i den private sektor med et deraf afledt budgetunderskud som en uundgåelig konsekvens.

Som en konsekvens af den snærende budgetrestriktion i stabilitetspagten har det finske arbejdsmarked draget den konsekvens, at påbegynde opbygning af nogle 'off-the-budget' stabiliseringsfonde - såkaldte *buffer-fonde*. Sigtet med disse fonde er at kunne 'omgå' 3 pct.s kravet i en situation, hvor finsk økonomi udvikler sig 'asymmetrisk' og har brug for et yderligere 'vitamintilskud'. Omvendt betyder opbygningen af disse fonde, at der i opgangstider udskrives en ekstra konjunkturskat, der vil lægge en dæmper på ekspansionen. Behovet for disse bufferfonde vil dog mindskes, når/hvis den økonomiske integration lever op til de krav, der skal være opfyldt, for at den monetære union udgør et optimalt valutaområde.

Ser vi for eksempel på udviklingen i dansk økonomi i perioden fra 1986 -1992, så indebar det mindskede væksttempo, at arbejdsløsheden voksede og hermed også budgetunderskuddet, indtil det i 1993 udgjorde 3,9 pct. af BNP, jfr. tabel 2.2. Her gennemførte regeringen så en finanspolitisk ekspansion i størrelsesordenen 1 pct. af BNP, hvilket i dag ville have ligget udover det af Stabilitetspagten acceptable. Hvis arbejdsmarkedets parter i fremtiden opbygger en konjunkturpolitisk fond uden for det offentlige budget, så vil den kunne benyttes som en supplerende arbejdsløshedsunderstøttelse/kontingtnedsættelse, der i så fald ikke belaster budgetsaldoen.

Opbygningen af disse off-budget fonde er dog i første række et udtryk for, at stabilitetspagten - speciel for de lande, der har store budgetmæssige stabilisatorer - med fordel kunne have været udformet mindre rigoristisk. Ikke mindst set i lyset af, at det er finanspolitikken, der i fremtiden skal trække det stabiliseringspolitiske læs i de enkelte lande - navnlig når der er tale om asymmetriske stød.

2.8. Afslutning

Den åbenbare, men forholdsvis beskedne fordel, der ligger i de sparede vekselomkostninger ved Danmarks eventuelle overgang til euro'en skal opvejes mod den reducerede stabiliseringspolitiske handlefrihed. En overgang til den europæiske valuta betyder, at penge- og valutapolitikken definitivt vil blive afpasset udviklingen i den vægtede europæiske inflation, hvor de store lande vejer tungt. Sålænge Europa ikke udgør et optimalt valutaområde vil der fortsat i de enkelte lande være behov for, at der kan føres en individuelt tilpasset stabiliseringspolitik. Denne vil i en monetær union være overladt alene til finanspolitikken. De lande, der er medlemmer af euro-zonen har dog på grund af Stabilitetspagten måtte acceptere en yderligere begrænsning i

finanspolitikens stabiliseringsmæssige effekt, idet budgetunderskuddet ikke må overstige 3 pct. af BNP.

Den endelige vurdering af de økonomiske fordele og ulemper ved dansk optagelse i euro-zonen må således baseres på en analyse af 1) den allerede etablerede ØMU's stabilitet og 2) i lyset heraf at vurdere behovet og mulighederne for at føre den nødvendige finanspolitik, navnlig i de situationer, hvor dansk økonomi bliver ramt af et asymmetrisk.

2.9 Litteratur

Som nævnt i den indledende fodnote er ovenstående artikel en sammenskrivning af indholdet i nogle af mine tidligere og mere omfattende arbejder om den europæiske monetære union. Heri findes også en angivelse af den teoretiske litteratur og de empiriske analyser, der understøtter mine vurderinger. Her har jeg i høj grad trukket på en række nordamerikanske økonomers vurdering af kravene til et optimalt valutaområde. Disse økonomer har den umiddelbare fordel, at de ikke personligt er 'parthavere i det europæiske projekt' gennem varierende former for tilknytning til organisationer mv. med en erklæret politisk holdning til udformningen af det europæiske samarbejde.

En fagøkonomisk vurdering af ØMU'ens tredje fase, arbejdspapir fra Institut for Samfundsøkonomi, januar 1999 Research paper no. 8/00.

Introduktion til makroøkonomisk teori, DJØFs Forlag, 2000

Økonomi og Virkelighed, (2.udg.) Fremad, 1998

ØMUen skaber spændinger i EU, bidrag til 'Euro eller Krone' redigeret af Frank Dahlgaard og Mette Koefoed Bjørnsen, Vindrose, 1999

RESEARCH PAPERS from the Department of Social Science

To obtain a copy:

The papers can be downloaded free from the following address:

<http://www.ssc.ruc.dk/>

Paper-ready copies can also be obtained at a price of 40 DKK

Request and order for paper-ready copies can be made to the following address:

Secretary Janni Villadsen

Department of Social Sciences

Roskilde University

P.O box 260

4000 Roskilde

Phone +45 4674 2597

Fax + 45 4674 3080

Research Paper no. 1/99

Jesper Jespersen, Jørgen Birk Mortensen and Rasmus Rummel:
Bæredygtig energianvendelse og økonomisk vækst 'Hvad skal der til? – Hvad koster det?'
Nogle konsekvensberegninger gennemført ved hjælp af Makro og miljømodellerne Adam og Emma.

Research Paper no. 2/99

Jakob Torfing:
Velfærdstatens ideologisering

Research Paper no. 3/99

Eva Sørensen:
Democratic governance and the changing role of users of public services

Research Paper no. 4/99

Gunnar Skogmar:
The United States, Euratom and European Integration 1955-1957.

Research Paper no. 5/99

Peter Bogason:
Public Administration and the Unspeakable:
American Postmodernism as an Academic Trail of the 1990s.

Research Paper no. 6/99

Susana Borrás
The Cognitive Turn(s) in EU Studies

Research Paper no. 6/00

Lars A. Engberg
Social housing in Denmark

Research Paper no. 7/99

Helle Sundgaard Andersen, Lotte Jensen, Birgit Jæger, Karina Sehested, Eva Sørensen
Roles in transition! Politicians and Administrators between hierarchy and network.

Research Paper no. 7/00

John Andersen
Køn, klasse og ligestilling

Research Paper no. 8/99

Catharina Juul Kristensen & Søren Vøxted
Hvorfor tager faglærte ufaglært arbejde?

Research Paper no. 8/00

Anne Reff Pedersen, Svend Bayer og Nina Middelboe
En præsentation af KIT
- At arbejde med kvalitative interview via lyd

Research Paper no. 1/00

Birgit Jæger
SCOT in Action

Research Paper no. 9/00

Povl A. Hansen och Göran Serin
Industrins teknologistruktur i Öresundsregionen

Research Paper no. 2/00

Leopold Galicki
Det Sociologiske Værksted

Research Paper no 10/00

Jesper Jespersen
ØMUéns politiske økonomi

Research Paper no. 3/00

Anders Mathiesen
Nyliberalismen – og de 'stærke' ledere

Research Paper no. 4/00

Eva Sørensen & Jacob Torfing
Kompetenceudvikling i Danmark

Research Paper no. 5/00

Susana Borrás
Science, technology and innovation in European Politics