



Vismandsrapporten (maj 2009): Danmark og euroen

TIL EUROPAUDVALGET

2009

DEN ØKONOMISKE KONSULENT
EU-SEKRETARIATET

8. juni 2009

Indledning og resume.

Vismændene anfører indledningsvist, at Danmarks fastkurspolitik har fungeret godt, og været stærkt medvirkende til, at fastholde et lavt og stabilt inflationsniveau. Den stabile valutakurs har gavnet samhandlen med Euroland, hvor halvdelen af dansk eksport afsættes.

Det faste kursforhold kan imidlertid videreføres enten ved fortsat at bevare kronen ligesom i dag (fastkurspolitik) eller ved, at Danmark indfører euroen.

Spørgsmålet spiller en stor rolle i den offentlige debat herhjemme. **Vismændene vurderer, at valget i højere grad er et spørgsmål om politiske overvejelser end om snævert økonomiske aspekter.** Men en tilslutning til euroen vil forandre vore fremtidige økonomiske vilkår. Derfor har vismændene udarbejdet en ny analyse.

Resume af analysen (skematisk).

Vismændene analyser nedenstående 11 punkter og ud fra vismændenes analyse af de enkelte punkter, kan følgende fordele og ulemper konstateres ved en tilslutning til euroen, som alternativ til en fortsat fast dansk valutakurspolitik.

Skematisk oversigt over fordele og ulemper ved tilslutning til euroen

	Fordele	Ulemper
(1) Sparede transaktionsomkostninger	√	
(2) Engangsomkostninger ved euro-omstilling		(√)
(3) Engangsprisstigninger ved euro-overgang		√
(4) Større møntningsgevinst	√	
(5) Større udenrigshandel	√	
(6) Ændret rentespænd, investerings- og opsparingsadfærd 1)	uklart	uklart
(7) Større indenlandsk konkurrence	√	
(8) Ændrede rammer for finanspolitikken	(√)	
(9) Danmark indgår i ECB's beslutninger	√	
(10) Sikring af fastkursgevinsten	√	
(11) Bortfald af optionsværdien ved at bevare en selvstændig valuta		(√)

Kilde: Vismandsrapporten (maj 2009), side 14 og side 305. Fordelingen på fordele og ulemper er **egen opstilling** og vurdering ud fra teksten i Vismandsrapporten.

¹⁾ Note: Vismændene anfører, at der er en uklar nettoeffekt på rentespænd, investeringer og opsparing, men en **entydig velfærdsgevinst** ved fjernelsen af valutarisikoen.

Det fremgår af ovenstående skematiske opstilling, at der ifølge vismændenes analyse, er en række fordele og ulemper ved overgang til indførelsen af euro i Danmark. De fleste punkter indebærer dog en fordel, ifølge vismændene.

Delkonklusionen for punkterne **1-9** er på side 6 i notatet og for punkterne **10-11** på side 8 i notatet.

Samlet vurderer vismændene derfor, at de økonomiske konsekvenser for Danmark ved at erstatte kronen med euroen er små, men at det er sandsynligt, at der er en beskeden økonomisk nettogevinst ved at tilslutte sig ØMU'en. Spørgsmålet om et fuldt dansk medlemskab af ØMU'en bør derfor i højere grad afgøres ud fra **politiske overvejelser** om hvilken rolle Danmark bør spille i det fremtidige europæiske samarbejde, end ud fra snævert økonomiske overvejelser.

Selve analysen (punkt 1-9).

Nedenfor gennemgås de enkelte punkter hver for sig.

1. Sparede transaktionsomkostninger

Ved at indføre euroen vil danske virksomheder og husholdninger fremover permanent spare forskellige transaktionsomkostninger i form af vekselgebyrer mv. Det er usikkert, hvor stor denne besparelse vil være. Et tidligere overslag fra før ØMU'ens dannelse har peget på godt 0,1 pct. af BNP. Gevinsten må isoleret set antages at være blevet mindre ved, at en række af vores samhandels partnere har fået en fælles valuta. Desuden formodes den teknologiske udvikling i betalingsformidlingen at have formindsket omkostningen ved valutaveksling. I modsat retning trækker, at omfanget af handel og internationale kapitalbevægelser er steget relativt til BNP i løbet af det seneste årti. *Altså: "fordel" i skemaet.*

2. Engangsomkostninger ved euroomstilling.

Selve indførelsen af euroen vil medføre forskellige engangsudgifter ved overgangen i form af omstilling af IT-systemer, pengeautomater osv. Forskellige undersøgelser i eurolande viser **engangsudgifter** på mellem 0,5 procent og 1,0 procent af BNP, så størrelsesordenen af disse omkostninger er usikker, men må under alle omstændigheder forventes at være mindre end **nutidsværdien** af de sparede transaktionsomkostninger. *Altså: "lille ulempe" i skemaet.*

3. Engangsprisstigning ved euroovergang.

En eventuel overgang til euro vil sandsynligvis blive ledsaget af en mindre engangsstigning i **forbrugerpriserne**, hvilket var erfaringerne i de nuværende eurolande. Det er, ifølge vismændene, ikke helt klart, hvordan dette skal tolkes. Det kan ses som et naturligt og for så vidt ønskværdigt fænomen. Da der er omkostninger forbundet med at foretage prisændringer, gør virksomheder ofte kun dette med længere mellemrum. Det kan derfor være hensigtsmæssigt at benytte anledningen, hvor de under alle omstændigheder skal ændre møntenheden på deres priser, til at foretage en tilpasning af priserne til ændrede omkostningsforhold, som de alligevel ville have foretaget før eller siden.

Den observerede engangsprisstigning i de nuværende eurolande kan imidlertid også skyldes, at den almindelige konkurrence på varemarkedet midlertidigt sættes ud af kraft ved euroovergangen, og at virksomhederne benytter sig heraf til at skaffe sig en ekstraordinær engangsprofit. Det anbefales derfor, at **konkurrencemyndighederne** er opmærksomme på at tage passende forholdsregler for at sikre konkurrencen i en eventuel overgangssituation. *Altså: "ulempe" i skemaet.*

4. Større møntningsgevinst.

Såvel Danmark som de enkelte eurolande får i dag en såkaldt møntningsgevinst ved at udstede pengesedler. **Det skyldes, at pengesedlerne reelt udgør et rentefrit lån til myndighederne**, som altså tjener en årlig indtægt svarende til forrentningen af den udestående seddelmængde. I tilfælde af fuldt ØMU-medlemskab vil den møntningsgevinst, som den danske stat får, blive ændret. Baseret på den nuværende udstedelse af sedler i såvel Danmark som Euroland

anslås den ekstra gevinst for Danmarks vedkommende at være godt 1 milliard kr. eller 0,07 pct. af BNP årligt. Denne størrelse vil formentlig stige fremover i takt med udbredelsen af euroen som international reservevaluta, selvom optagelsen af nye og fattigere lande i euroområdet samt eventuelt mindre brug af kontante betalinger fremover vil trække i modsat retning. *Altså: "fordel" i skemaet.*

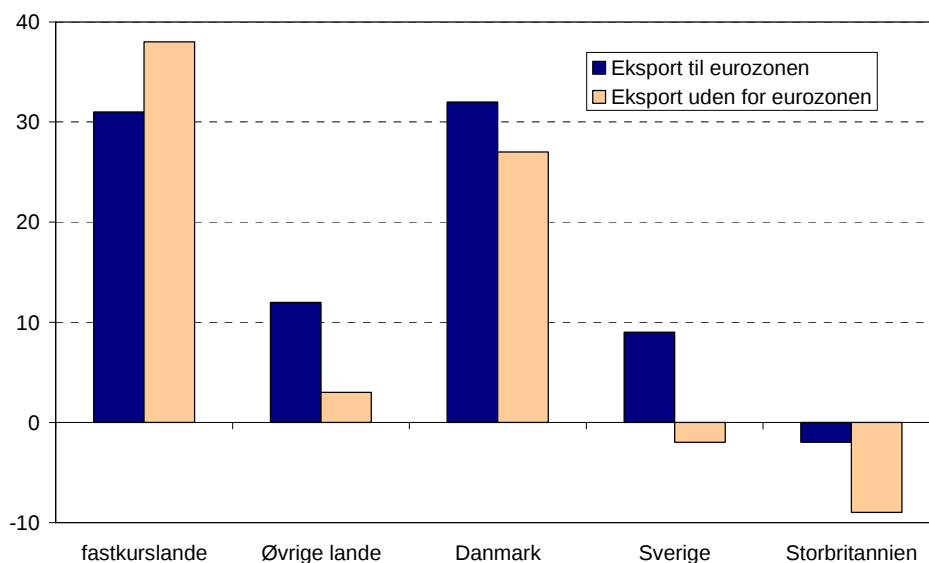
5. Større udenrigshandel.

Umiddelbart må man forvente, at handelen med de nuværende eurolande vil **stige**, hvis Danmark indfører euroen. Dels vil bortfaldet af vekselomkostninger gøre samhandelen billigere. Dels kan den fælles møntfod gøre priserne mere gennemskuelige på tværs af lande, selvom denne effekt næppe spiller nogen særlig rolle for de fleste erhvervsvirksomheder. Endelig kan det fuldstændige bortfald af usikkerhed om valutakursen fremme samhandelen, selvom denne usikkerhed i forvejen må vurderes at være ret lille for Danmarks vedkommende.

En analyse viser, at der siden ØMU'ens dannelse generelt har været en betydelig ekstraordinær stigning i eurolandenes eksport. Samhandlen mellem eurolandene er således alt andet lige steget med **20 procent** mere end handlen mellem en tilsvarende gruppe af andre OECD-lande uden for euroområdet, når perioden 2002-06 sammenlignes med 1995-98. Også eurolandenes eksport til og import fra lande uden for ØMU'en er steget ekstraordinært meget i samme periode. Stigningen i samhandlen har imidlertid været meget forskelligt fordelt mellem eurolandene.

Opdeles landene i euroområdet i henholdsvis den gruppe, der gennem 1990'erne havde et **konsekvent fastkurssamarbejde** centreret omkring Danmark (Tyskland, Belgien, Frankrig, Holland og Østrig), og den **øvrige gruppe** af eurolande, som havde skiftende valutakurser, fås, at disse fastkurslandes eksport til euroområdet er steget med **omtrent 30 procent** mere end handlen mellem gruppen af OECD-lande uden for EU (jf. figur 1). Eksporten til euroområdet fra lande i euroområdet, som førte en mindre stringent fastkurspolitik, er steget med godt **10 procent** mere end handlen mellem landene i kontrolgruppen. For eksporten **ud af euroområdet** er forskellen mellem de tidligere fastkurslande og de øvrige endog mere markant, idet den estimerede mervækst i eksporten ud af euroområdet fra de tidligere fastkurslande i euroen er på 37 procent.

Figur 1. Eksporteffekter for tidligere fastkurslande og øvrige lande i euroområdet samt for Danmark, Sverige og Storbritannien.



Kilde: Vismandsrapporten (maj 2009), side 257.

Anm.: Fastkurslande: Tyskland, Holland, Belgien, Frankrig og Østrig. Øvrige lande: Finland, Irland, Italien, Portugal og Spanien. Figuren viser stigningen i vareeksporten fra perioden 1995-98 til 2002-06, når der er kontrolleret for udviklingen i konjunkturer, relativ prisudvikling m.v.

Danmark, som også tilhørte gruppen af lande, der førte fastkurspolitik over for D-marken i 1990'erne, har opnået en merstigning i eksporten til eurolandene på samme niveau (32 procent) som de nævnte fastkurslande i euroen. Danmarks eksport til ikke-eurolandene er også steget ekstraordinært meget i den nævnte periode, nemlig med 27 procent. **Tages alle disse ændringer som udtryk for resultater af først fastkurs- og siden eurosamarbejdet, peger de på, at konsekvent fastkurspolitik kan medføre en betydelig stigning i samhandelen,** hvis fulde betydning først kan vise sig efter nogen tid. Derudover kan det være en ekstra handelseffekt fra selve dannelsen af møntunionen.

Et regneeksempel viser, at gevinsten ved denne ekstraordinære handelsstigning, som Danmark lader til at have opnået via sin fastkurspolitik, kan udgøre godt ½ pct. af BNP. Forskellen mellem Danmark på den ene side og Sverige og Storbritannien på den anden peger på, at Danmark kunne risikere at miste denne handelsgevinst, hvis vi opgav det faste kursforhold over for euroen. **Et fuldt ØMU-medlemskab, der endegyldigt fastlåste valutakursen, ville for Danmarks vedkommende kunne forsikre herimod. Altså: "fordel" i skemaet.**

6. Ændret rentespænd, investerings- og opsparingsadfærd.

Dansk medlemskab i ØMU'en vil eliminere den del af rentespændene over for euroområdet, der skyldes valutarisici. **Det pengepolitiske rentespænd vil således forsvinde.** Man kan dog ikke entydigt sige noget om, hvorvidt dette vil medføre højere, lavere eller uændrede danske markedsrenteniveauer på længere sigt. Baseret på de seneste års statsobligationsrenter i Danmark og sammenlignelige lande i euroen er der næppe udsigt til nogen mærkbar ændring.

Ligeledes kan det heller ikke afgøres entydigt, om det indenlandske kapitalapparat (dvs. investeringerne) eller den samlede opsparing vil stige på

længere sigt, hvis Danmark indfører euroen. **Uanset dette må fjernelsen af valutakursrisikoen formodes at give en entydig velfærdsgevinst**, idet den forbedrer mulighederne for at udnytte de fordele, placeringsmulighederne på det internationale kapitalmarked giver. Det må formodes at medføre en mere hensigtsmæssig resursefordeling såvel mellem Danmark og de nuværende eurolande som over tid, når det drejer sig om fordelingen mellem forbrug og opsparing i Danmark.

Samtidig vil fjernelsen af enhver kursrisiko i sig selv være til gavn for danske investeringer i euroaktiver. Vismændene anfører dog, at der er en **uklar nettoeffekt** på rentespænd, investeringer og opsparing, men entydig rentegevinst. *Altså: "uklar fordel/ulempe" i skemaet.*

7. Større indenlandsk konkurrence.

Hvis vi indfører euroen, vil nogle virksomheder, der i forvejen sælger varer på det danske hjemmemarked, blive udsat for en større konkurrence fra udenlandske virksomheder og vil **reagere med at nedsætte priserne for at beholde deres indenlandske kunder**. Her er der altså tale om, at de potentielle udenrigshandelsgevinster ikke realiseres direkte, men i stedet skaber større konkurrence på hjemmemarkedet. Dette kan bl.a. tænkes at være tilfældet i den finansielle sektor. **Det er gavnligt, fordi den større konkurrence for erhvervslivet i sidste ende kan føre til en lavere strukturledighed og dermed større produktion.** *Altså: "fordel" i skemaet.*

8. Ændrede rammer for finanspolitikken.

En forskel af en noget anden karakter er de mulige konsekvenser for den danske økonomiske politik af at indføre euroen i Danmark. Som udgangspunkt vil finanspolitik virke på samme måde i et land, hvis valutakurs er låst fast i forhold til en anden valuta, og i et delområde i en møntunion.

Som medlem af EU er Danmark også allerede underlagt de finanspolitiske regler i EU-traktaten og stabilitets- og vækstpakten. I modsætning til, hvad der gælder for ØMU-landene, kan Danmark dog ikke pålægges bøder, hvis underskuddet på den offentlige saldo overskrider bestemmelserne i EU-traktaten. Hidtil har håndhævelsen af bødereglerne i ØMU'en imidlertid været meget lempelig. Til gengæld er der et vist pres på det enkelte ØMU-land fra den samlede gruppe af ØMU-lande for at føre en ansvarlig finanspolitik.

Dette pres kan i sig selv være gavnligt for Danmark, da det kan være med til at forhindre en kommende uholdbar finanspolitisk udvikling herhjemme.

Ved fuld ØMU-deltagelse vil Danmark samtidig kunne deltage i den **konsultation**, der foregår mellem eurolandenes finansministre forud for møderne mellem EU-landenes finans- og økonomiministre.

I sin nuværende situation som fastkursland med selvstændig valuta oplever Danmark ikke på samme måde som eurolandene det kollektive pres for at føre en ansvarlig finanspolitik. **Derimod er de danske beslutningstagere af hensyn til fastkurspolitikken tvunget til at føre en økonomisk politik, der af de internationale valutamarkeder opfattes som grundlæggende sund.** Sidstnævnte begrænsning vil forsvinde, hvis vi bliver fuldgældigt ØMU-medlem. Dette pres fra valutamarkederne, som virker på grund af bekymringen for spekulative angreb mod kronen, har som udgangspunkt en positiv disciplinerende virkning på finanspolitikken under fastkursregimet.

Det kan dog ikke udelukkes, at hensynet til valutamarkedene også kan virke begrænsende ved at tvinge den danske regering til at tage hensyn til faktorer, som ikke i sig selv er centrale for en hensigtsmæssig finanspolitik. *Altså: "lille fordel" i skemaet.*

9. Danmark indgår i ECB's beslutninger.

Hvad pengepolitikken angår, er der den forskel, at i tilfældet med fuldt ØMU-medlemskab vil Danmarks økonomiske situation indgå i **beslutningsgrundlaget** for ECB. Den danske nationalbankdirektør vil kunne deltage i møderne i ECB's styrelsesråd, der tilrettelægger pengepolitikken.

En dansk repræsentation i styrelsesrådet har dog ifølge ECB's regler ikke i sig selv betydning for, i hvor høj grad pengepolitikken dermed vil tage hensyn til danske forhold. De deltagende centralbankdirektører må nemlig ikke tage nationale hensyn i deres beslutninger, men skal hver især tale og stemme ud fra de samlede forhold i euroområdet. **Betydningen for Danmark ligger derfor i, at alle medlemmerne af styrelsesrådet i tilfælde af dansk ØMU-medlemskab fremover også skal tage hensyn til inflationsforhold mv. i Danmark.** Denne fordel for dansk økonomi vil dog være begrænset, da Danmarks BNP kun udgør omkring 2½ pct. af det nuværende euroområdes. *Altså: "fordel" i skemaet.*

Delkonklusion for punkterne 1-9.

Vismændene udtaler, at "de fleste af disse ni punkter indebærer en fordel i tilfælde af ØMU-medlemskab. Selvom andre af punkterne isoleret kan trække i modsat retning eller har usikre konsekvenser for Danmark, vurderer formandskabet, at det sammenlagt må formodes at give Danmark en økonomisk nettofordel at træde ind i ØMU'ens tredje fase i forhold til at føre en permanent fastkurspolitik uden for euroen."

Selve analysen (punkt 10-11).

10. Sikring af fastkursgevinster.

De større kursudsving i forhold til landene i euroområdet vil formodentlig i sig selv medføre mindre samhandel og kapitalbevægelser over grænserne. Analysen af handelseffekter peger således på, at Sverige og Storbritannien **ikke** har opnået samme handelsgevinster ved euroens indførelse som fastkurslandet Danmark. **Dette giver i sig selv et velfærdstab, som ifølge Vismændene vil ramme Danmark, hvis vi bliver tvunget til at opgive fastkurspolitikken som følge af et uimodståeligt spekulativt angreb.**

Hidtil har Danmark gennemført fastkurspolitikken på trods af adskillige finansielle og valutariske kriser, og **herunder tilsyneladende også den aktuelle meget alvorlige krise.**

Det vurderes, at risikoen for, at den danske krone i fremtiden vil blive udsat for et spekulativt angreb, der er så voldsomt, at Danmark tvinges til at gå fra euroen, som værende meget lille. **Muligheden kan dog ikke fuldstændig udelukkes.**

Ved at gå fuldt ud med i ØMU'en vil Danmark forhindre fremtidige spekulative angreb. Et fuldgældigt ØMU-medlemskab kan derfor tjene som en **endelig sikring** af de gevinster mht. handel og international kreditformidling, som Danmark har opnået gennem sin mangeårige konsekvente fastkurspolitik.

Sikringsværdien vurderes imidlertid at være lille, fordi sandsynligheden for et uimodståeligt spekulativt angreb på kronen vurderes at være lille.
Altså: "fordel" i skemaet.

11. Optionsværdien af en selvstændig valuta.

Hvis Danmark går fuldt med i ØMU'en **mistes en optionsværdi** i den forstand, at det vil være enten umuligt eller i hvert fald meget omkostningsfuldt at skifte pengepolitisk regime, hvis det på et fremtidigt tidspunkt skulle vise sig fordelagtigt at opgive tilknytningen til euro. Selvom det ikke er særlig sandsynligt, er det principielt muligt at forestille sig fremtidige situationer, hvor Danmark kunne **overveje at opgive fastkurspolitikken** og i stedet overgå til en selvstændig inflationsmålsætning.

En sådan situation kunne eksempelvis opstå, hvis en systematisk lempelig finanspolitik blandt eurolandene førte til en stor opbygning af offentlig gæld. Det er muligt at forestille sig, at medlemslandene i en sådan situation ville presse på for en inflationær pengepolitik, og at ECB – i modstrid med statutterne for ECB – kunne blive presset til at acceptere en høj og dermed formentlig også ustabil inflation.

Med et tilstrækkeligt højt og ustabilt niveau for inflationen kan velstandsreduktionen mere end opveje den effektivitetsgevinst, der følger af valutaunionen. **Hvis dette er tilfældet vil optionsværdien være positiv.** For at gøre det fordelagtigt at fastholde den nuværende fastkurspolitik frem for fuld deltagelse i ØMU'en skal sandsynligheden for, at inflationen i ØMU'en bliver høj og ustabil, være tilstrækkelig stor.

Det er også tænkeligt, at Danmarks økonomiske vilkår kunne udvikle sig på en måde, der ville gøre fuld deltagelse i ØMU'en mindre ønskelig. Det er svært at give konkrete eksempler på en sådan udvikling, men et muligt eksempel er en **fundamental ændring i vores handelsmønster**, der reducerer den økonomiske tilknytning til euroområdet. Et sådant skift i handelsmønstrene vil reducere effektivitetsgevinsterne ved fastkurspolitikken og dermed øge værdien af at have muligheden for et skifte til en selvstændig pengepolitik.

Derimod er det vanskeligt at forestille sig, at den mulighed, at dansk økonomi kan blive ramt af et **stort asymmetrisk engangsstød**, vil give anledning til en positiv optionsværdi. Ganske vist vil en ændring i den nominelle valutakurs kunne reducere tilpasningsomkostningerne i en sådan situation, men de langsigtede realøkonomiske konsekvenser ville være de samme uanset valutakursregime. Da overgang til inflationsmålsætning vil indebære et permanent tab af effektivitetsgevinsterne, er det vanskeligt at forestille sig, at de reducerede tilpasningsomkostninger, som en flydende valutakurs vil kunne give, vil kunne modsvare dette permanente tab. **Implikationen af dette er, at muligheden for et stort asymmetrisk stød, næppe er nok til at gøre optionsværdien positiv.**

Ingen af de mulige omstændigheder, der kan gøre optionsværdien af kronen relevant, vurderes som særligt sandsynlige. Det måske mest relevante scenarie er det, hvor finanspolitikken og den offentlige gæld blandt **betydelige** euro-lande fører til, at ECB presses til at føre en pengepolitik, der i strid med statutterne

tillader en høj og ustabil inflation. Denne mulighed forekommer meget usandsynlig. Når den ikke fuldstændig kan udelukkes, skyldes det blandt andet, at mange af eurolandene har betydelige problemer med den finanspolitiske holdbarhed på grund af de kommende demografiske udfordringer. *Altså: en lille ulempe i skemaet ved bortfald af optionsværdien ved at bevare en selvstændig valuta.*

Delkonklusion for punkterne 10-11.

Den samlede vurdering af **sikringsværdien af euroen** (punkt 10) overfor **optionsværdien ved egen valuta** (punkt 11), er ifølge vismændenes udsagn, sandsynligvis positive gevinster ved at erstatte kronen med euroen, gevinsterne er små.

Hvad siger pressen?

Dagbladet **BØRSEN** skriver i en leder (fredag den 29. maj 2009) med overskriften "Ingen eurostøtte fra vismændene", at det er overraskende, at vismændene konkluderer som de gør, når der tilsyneladende er så mange fordele ved euro-medlemskab. BØRSENS holdning er, at indførelsen af euroen vil afskærme Danmark på effektiv vis fra kommende valutakriser – en afskærmning, der ikke er garanti for selv med den faste valutakurspolitik, der føres.

Professor Niels Thygesen skriver i BØRSEN samme dag (29. maj), at vismændene er overdrevent forsigtige, når de vurderer "optionsværdien" overfor "sikringsværdien". Vismændene burde konkludere, at optionsværdien er lig nul, og at der derfor er en klar fordel ved euroen.

Vismændene svarer i BØRSEN (tirsdag den 2. juni 2009), ved at gentage deres analyse jf. ovenfor, men at der nu "**vil være en sikker, om end beskeden økonomisk gevinst ved at gå over til euroen**", hvortil prof. Thygesen nu konkluderer, at vismændene er blevet noget mere sikre i deres sprogbrug, idet vismændene trods alt **undlader** at bruge betegnelsen "sandsynligvis" om gevinsterne. Men Thygesen mener stadig, at vismændene har "en jomfrunalsk holdning til faktorer, der er af væsentlig betydning for størrelsen af de nettogevinster, der er ved at opgive kronen" (BØRSEN 3. juni 2009).

Niels Hoffmeyer/Sara Larsen