

# Finansministeriets skriftlige kommentarer til DØRs forårsrapport 2009 - kapitel II: Danmark og euroen

28. maj 2009

---

DØR har i lyset af de nu ca. 10 års erfaringer med euroen udarbejdet en fagøkonomisk analyse af meget høj kvalitet vedrørende de økonomiske konsekvenser af en eventuel dansk deltagelse i euroen. Der er i både dansk og internationalt perspektiv tale om en fagligt god og dybtgående analyse af de økonomiske forskelle på fastkurspolitik og eurodeltagelse. Det er et spændende stykke arbejde, som alle opfordres til at læse.

Finansministeriet deler overordnet DØR's analyse og er meget enig i analysens hovedkonklusioner. Det gælder især følgende punkter:

## Den danske fastkurspolitik

- DØR konstaterer som grundpræmis for analysen, at det danske politiske system over et meget langt tidsrum har vist en præference for at føre fastkurspolitik (s. 27). Fastkurspolitikken indebærer, at "Danmark ikke kan føre selvstændig pengepolitik" (s. 13), men at Nationalbanken følger ECB's renter, og den faste kurs kan "videreføres enten ved fortsat at bevare kronen ligesom i dag eller ved, at Danmark tilslutter sig ØMU'ens tredje fase" (s. 13). DØR vurderer, at "Danmarks fastkurspolitik har fungeret godt" (s. 13), og fastslår, at det "klart frarådes at indføre en selvstændig dansk inflationsmålsætning, så længe der ikke er indtruffet et skift i de økonomiske omstændigheder, der gør, at det håndfast kan vises, at Danmark faktisk ville stå sig bedre ved at gøre det" (s. 293).

Finansministeriet finder, at DØR-analysens kvalitet hænger sammen med analysens forankring i den korrekte grundpræmis, Danmarks konsekvente fastkurspolitik, og analysens vurdering af de økonomiske forskelle på denne politik og eurodeltagelse. Danmark har i et kvart århundrede ført fastkurspolitik, og den har været en succes, netop fordi vi konsekvent har fundet det fordelagtigt at forsvare kronens faste kurs under diverse danske og internationale stød og kriser, og dermed har opbygget stor troværdighed. Der er meget stor politisk støtte til fastkurspolitikken, enhver tænkelig dansk regering vil forsvare den, og brud på den indgår ikke i overvejelserne om den økonomiske politik.

- DØR's analyse indebærer en overordnet opdeling af de økonomiske forskelle på fastkurspolitik og eurodeltagelse, hvor euroen indebærer 1) effektivitetsgevinster, 2) sikring af gevinster ved fastkurspolitik, samt 3) tab af den såkaldte 'optionsværdi' af egen valuta, som i DØR's definition kan være nul eller positiv i det omfang der eksisterer tilfælde, hvor det kunne være en fordel for Danmark at opgive fastkurspolitikken (s. 25).

## 1. De økonomiske effektivitetsgevinster ved dansk eurodeltagelse

- DØR vurderer som en central delkonklusion, at ”det sammenlagt må formodes at give Danmark en økonomisk nettofordel at træde ind i ØMU’ens tredje fase i forhold til at føre permanent fastkurspolitik uden for euroen” (s. 22), og at der med andre ord er en ”positiv, men formentlig beskedent årlig effektivitetsgevinst ved at opgive fastkurspolitikken til fordel for euroen” (s. 25).

Finansministeriet er enig i, at fortegnet på de økonomiske nettofordele ved euroen frem for fastkurspolitikken er *entydigt* positivt, og at størrelsen af de sikre årlige gevinster formentlig er moderat. Finansministeriet finder videre, at nutidsværdien af gevinster, som er moderate, men som netop er entydigt positive og vil optræde hvert år i fremtiden, indebærer en signifikant økonomisk fordel ved eurodeltagelse sammenholdt med fortsat fastkurspolitik.

Finansministeriet er i det store hele også enig i elementerne i denne delkonklusion, herunder, at engangsomkostningerne ved at gå over til euroen er mindre end nutidsværdien af de årlige sparede transaktionsomkostninger i form af vekselomkostninger m.v. (s. 14-15), at euroen giver en ekstra møntningsgevinst (s. 15-16), og at den endegyldige fjernelse af valutakursrisikoen – der i kraft af den troværdige fastkurspolitik er meget lille – må formodes at give en ”entydig velfærdsgevinst” (s. 19).

- DØR præsenterer i denne sammenhæng en spændende analyse af euroens effekter på *handel*, som viser, at ”der siden ØMU’ens dannelse har været en betydelig ekstraordinær stigning i eurolandenes eksport” (s. 17), og at ”Danmark har opnået en merstigning i eksporten på samme niveau” (s. 18), mens dette ikke er tilfældet for Sverige og Storbritannien (s. 19). Det anføres som eksempel, at den handelseffekt, som Danmark har opnået i kraft af fastkurspolitikken, kan have givet en velfærdsgevinst på godt ½ pct. af BNP, og at eurodeltagelse er en sikring af denne gevinst, som Danmark omvendt risikerer at miste, hvis vi opgav fastkurspolitikken (s. 19). DØR når også den interessante konklusion, at euroen vil medføre, at nogle virksomheder vil ”blive udsat for en større konkurrence fra udenlandske virksomheder og vil reagere med at nedsætte priserne”, herunder i den finansielle sektor, og at ”den større konkurrence for erhvervslivet i sidste ende kan føre til en lavere strukturledighed og dermed en større produktion” (s. 20).

Finansministeriet noterer analyserne af handel og konkurrence med interesse, og vurderer, at de mekanismer vedrørende øget prisgennemsigtighed m.v. i euroen, som ifølge DØR leder til øget konkurrence, også vil lede til øget handel. Danmark har med andre ord i kraft af fastkurspolitikken opnået mange – men ikke alle – de handelsgevinster, som deltagelse i euroen medfører.

- I forhold til *finanspolitikken* konstaterer DØR, at Danmark som EU-land allerede er ”underlagt de finanspolitiske regler i EU-traktaten og stabilitets- og vækstpagten” (s. 20). DØR finder det ”ikke helt oplagt, om presset i retning af en disciplineret dansk finanspolitik er stærkest uden for eller inden for ØMU’en”. Man vurderer, at ”de finanspolitiske restriktioner inden for ØMU’en grundlæggende tjener et fornuftigt formål”, og finder, at ”som udgangspunkt er det disciplinerende pres fra de finansielle markeder [uden for eu-

roen] også positivt, men det kan dog ikke udelukkes, at der også er irrationelle elementer i finansmarkedernes adfærd, der tvinger politikerne til at tage hensyn hertil” (s. 231).

Finansministeriet er enig i den grundlæggende forskel, at det politiske pres for sund finanspolitik er relativt større i euroen, mens markedets pres er større under fastkurspolitik. Finansministeriet udleder, at restriktionerne på finanspolitikken reelt er større uden for euroen, hvor store underskud i højere grad leder til stigende rentespænd, som i praksis indebærer større omkostninger end de teoretiske sanktioner i euroen. Den afgørende forskel er, at sund finanspolitik i euroen primært er et spørgsmål om politisk disciplin, som regering og Folketing selv bestemmer, mens det uden for euroen i højere grad er et spørgsmål om finansmarkedernes disciplin, der – som anført af DØR – kan være mere eller mindre rationel.

- I forhold til *pengepolitikken* konstaterer DØR, at ”Danmarks økonomiske situation vil indgå i beslutningsgrundlaget for ECB”, der fastsætter den pengepolitiske rente (s. 21).

Finansministeriet er enig i, at denne fordel ved euroen er begrænset, og netop igen entydigt positiv i forhold til situationen under fastkurspolitikken, hvor Danmark følger ECB’s rente, men hvor Danmarks økonomiske situation slet ikke indgår i beslutningsgrundlaget for renten.

## 2. Sikringsværdien: euroens sikring af gevinsterne ved fastkurspolitik

- DØR anlægger den analytiske betragtning, at deltagelse i euroen vil give en sikring af de gevinster, som fastkurspolitikken ifølge DØR giver, og at Danmark omvendt vil blive ramt af et ”velfærdstab ... hvis vi bliver tvunget til at opgive fastkurspolitikken ... Sikringsværdien vurderes imidlertid at være lille, fordi sandsynligheden for et uimodståeligt angreb på kronen vurderes at være lille”.

Finansministeriet er enig i, at sandsynligheden for at blive tvunget til at opgive fastkurspolitikken er lille, men lægger samtidig vægt på, at omkostningerne ved at forsvare fastkurspolitikken med pengepolitiske rentestigninger kan være store under kriser med pres mod kronen, især i det omfang Danmark også befinder sig i en konjunkturkrise. Sikringsværdien kan derfor opfattes sådan, at den omfatter den forventede værdi af dels at undgå en tvungen opgivelse af fastkurspolitikken og dels at undgå omkostningerne ved at forsvare fastkurspolitikken.

## 3. Optionsværdien ved at have egen valuta

- DØR’s analytiske set-up indebærer, at de entydigt positive fordele fra effektivitetsgevinster og sikringsgevinster skal afvejes i forhold til den såkaldte optionsværdi ved at have egen valuta, der i kraft af DØR’s definition er enten nul eller positiv. DØR vurderer, at det mest relevante scenario i forhold til en mulig positiv optionsværdi er et scenarie, hvor ”ECB presses til at føre en pengepolitik, der i strid med statutterne tillader en høj og ustabil inflation” i euroområdet (s. 25). I givet fald ”kan velstandsreduktionen mere end opveje den effektivitetsgevinst, der følger af valutaunionen” (s. 24), og hvis dette er tilfældet, vil optionsværdien være positiv ifølge DØR. En positiv optionsværdi er imidlertid kun en nødvendig – og ikke en tilstrækkelig – betingelse for, at egen valuta er en

økonomisk fordel frem for euroen. DØR anfører således, at ”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” (s. 24). DØR vurderer i relation til dette tænkte scenario med høj og ustabil inflation i euroområdet, at ”denne mulighed forekommer meget usandsynlig” (s. 25).

Finansministeriet deler denne helt centrale konklusion. DØR’s analyse er konsistent med Finansministeriets analyse<sup>1</sup>, der er, at den forventede nutidsværdi af både at have og at bruge fastkurspolitikens option på at skifte penge- og valutakurspolitik er *negativ*, når man tager højde for alle effekter, herunder tabte effektivitetsgevinster, effekter på rentespænd før og efter brug af optionen eller forventet brug af optionen, og sandsynligheden for en situation, hvor brug af optionen er en fordel.

Finansministeriet finder, at netop scenariet med høj og ustabil inflation i euroområdet er det eneste relevante i forhold den principielle mulighed for en positiv optionsværdi, og er enig i, at scenariet er endog *meget* usandsynligt. Selve hovedformålet med ØMU’en er således at sikre en stabilitetsorienteret økonomisk politik, hvor lav og stabil inflation skaber det bedste grundlag for vækst og beskæftigelse, og ECB’s uafhængighed og primære mål om sikring af prisstabilitet er kernepunktet i ØMU-reglerne i Traktaten, som det kræver enstemmighed blandt alle EU-lande at ændre.

En ØMU med høj og ustabil inflation vil udgøre samme problem for dansk økonomi, uanset om vi fører fastkurspolitik eller er med i euroen – den store forskel er, at vi bedre kan forhindre scenariet, hvis vi er med i euroen. Men i den hypotetiske situation, hvor prisstabiliteten og dermed rationalet for euroen er væk, så er rationalet for fastkurspolitikken også væk, og så er det – per definition – relevant at skifte penge- og valutakurspolitik. Det vil imidlertid netop være relevant både for Danmark og for eurolandene, der alle skal overgå til et nyt penge- og valutapolitisk regime, som i bedste fald kan levere samme prisstabilitet og afledte velfærdsgevinster som euroen, men som ikke kan levere noget bedre, og det er især derfor, at scenariet er usandsynligt. De europæiske lande har skabt euroen, fordi de ville opnå velfærdsgevinsterne fra prisstabilitet og valutakursstabilitet. De havde i årtier prøvet alternativerne, der inderbar høje og ustabile inflationsrater og renter samt destabiliserende valutakursudsving som følge af devalueringer eller markedsbevægelser.

Fastkurspolitik og eurodeltagelse er to udtryk for samme penge- og valutakurspolitik, ligesom det at opgive fastkurspolitik og det at forlade euroen er to udtryk for en anden politik. Det vurderes i praksis at være lige så svært at opgive fastkurspolitikken som at forlade euroen. Det er umuligt at opgive fastkurspolitikken – eller forlade euroen – i god ro og orden inden for rammerne af en moderne demokratisk proces, hvor alle økonomisk-politiske beslutninger træffes med det bredest mulige flertal og baseres på grundig faglig forberedelse og diskussioner i Folketing og offentlighed.

---

<sup>1</sup> Analysen i Finansministeriets arbejdsrapport, ”Har fastkurspolitikens option en positiv eller negativ værdi?” har som præmis, at fastkurspolitik indebærer en option på at skifte penge- og valutakurspolitik. Værdien af denne option er *negativ*: Værdien af at have optionen er negativ i kraft af nutidsværdien af de tabte effektivitetsgevinster samt korte og lange rentespænd, som i normale tider er lidt større, og som i krisetider kan blive meget større i kraft af selve optionens eksistens, der giver risiko for spekulation mod kronen. Værdien af at *bruge* optionen er som klar hovedregel også negativ, herunder i situationer med kriser i Danmark. Værdien af at bruge optionen kan dog i princippet blive positiv i situationen med en høj og ustabil inflation i euroområdet, der dog netop er så usandsynlig, at den forventede værdi af at bruge optionen er negativ. Den samlede forventede værdi af optionen, inklusive en vis sandsynlighed for at den bliver brugt, er således negativ.  
[http://www.fm.dk/Temaer/Danmark%20og%20euroen/~media/Files/Danmarks%20og%20Euroen/Fastkurspolitikens%20option\\_positiv\\_%20eller\\_negativ.ashx](http://www.fm.dk/Temaer/Danmark%20og%20euroen/~media/Files/Danmarks%20og%20Euroen/Fastkurspolitikens%20option_positiv_%20eller_negativ.ashx)

Finansministeriet konkluderer om DØR's samlede analyse af forskellene mellem fastkurspolitik og euro, herunder optionsværdien, at analysen er et afgørende bidrag til de danske eurodiskussioner. Dét, som eurodiskussionerne fuldstændigt mangler, er argumenter og et konkret eksempel på en situation, hvor det er en fordel at opgive fastkurspolitikken og gå over til devalueringspolitik eller flydende kurser, en fordel, som - vægtet med sin sandsynlighed - er så stor, at den kan opveje ulemperne, herunder tabte effektivitetsgevinster og omkostningerne ved at skulle opbygge troværdighed om et nyt regime. Finansministeriet noterer, at der i løbet af det kvarte århundrede med fastkurspolitik fortsat ikke er fremlagt et sådant eksempel.

### Rentespænd

Finansministeriet lægger relativt stor vægt på betydningen af rentespænd i vurderingen af forskellene mellem eurodeltagelse og fastkurspolitik.

Finansministeriet deler DØR's vurderinger i relation til det *pengepolitiske* rentespænd. Fastkurspolitikken indebærer, at Danmark følger euroområdet's pengepolitiske renter i normale tider, men kan være nødt til at øge rentespændet for at forsvare kronens faste kurs, typisk i krisetider, jf. den aktuelle krise, hvor det pengepolitiske rentespænd har været oppe 1,75 procentenheder, aktuelt 0,65 procentenheder, dvs. stadig ca. dobbelt så højt som inden krisen. DØR konstaterer således, at hvis valutakriser "indfinder sig samtidig med, at der er en efterspørgselsbaseret lavkonjunktur herhjemme, vil det forøgede rentespænd i sig selv virke ugunstigt på konjunktursituationen", samt at der kan være "en tendens til, at valutakriserne hyppigst optræder i efterspørgselsbaserede lavkonjunkturer", og at dette i så fald giver et "selvstændigt argument for, at et dansk ØMU-medlemskab kan være konjunkturstabiliserende" (s. 227), ligesom DØR konkret i forhold til den aktuelle situation konstaterer, at "mens ECB sænkede renterne, var Nationalbanken, for at forsvare fastkurspolitikken, nødt til at hæve rente på et tidspunkt, hvor det modsatte, ud fra et konjunkturmæssigt hensyn, ville have været hensigtsmæssigt" (s. 268).

Finansministeriet finder endvidere, at det *lange* rentespænd i gennemsnit også vil være højere uden for euroen end i euroen. I normale tider vurderes det lange rentespænd at være lidt højere uden for euroen, hvor spændet indeholder en valutakursrisikopræmie, som dog er lille i kraft af markedernes tillid til fastkurspolitikken. I krisetider, særligt kraftige danske lavkonjunkturer, kan det lange rentespænd imidlertid stige i det omfang markederne indregner en øget sandsynlighed for, at Danmark opgiver fastkurspolitikken.

Risikoen for stigende lange rentespænd, særligt under kriser, bekræftes af de historiske erfaringer fra Danmark og andre lande, herunder EMS-krisen i 1992-1993, og en række andre tilfælde med finansiell uro. Når Danmark i de seneste år, også under den aktuelle krise, har haft et rentespænd, som har været meget lavt og i korte perioder tæt på eller under nul, skyldes det de relativt gode danske makroøkonomiske nøgletal, herunder de stærke offentlige finanser. Danmarks gennemsnitlige lange rentespænd i de godt 10 år siden indførelsen af euroen har imidlertid været ca. ¼ procentenhed, selv om der er høj troværdighed om fastkurspolitikken, selv om perioden dækker over mange år med stærk dansk økonomi, og selv om den aktuelle finanskrise indtraf i en situation med relativt gode danske nøgletal. Den samlede vurdering er, at det gennemsnitlige lange rentespænd over årene – der dækker over et spænd tæt på nul i

gode tider, et moderat spænd i normale tider, og et udvidet eller potentiel højt spænd i dårlige tider for Danmark – vil være moderat, men klart positivt.

Både det korte og det lange rentespænds tendens til at stige under økonomiske og finansielle kriser spiller en central rolle i Finansministeriets vurdering af, at den forventede nutidsværdi af at have og at bruge fastkurspolitikens option på at skifte penge- og valutakurspolitik er negativ.

### **Afsluttende bemærkninger**

- DØR konkluderer i sine afsluttende bemærkninger, at ”de økonomiske konsekvenser for Danmark ved at erstatte kronen med euroen er små, men at det er sandsynligt, at der er en beskedent økonomisk nettogevinst ved at tilslutte sig ØMU’en”. DØR vurderer i øvrigt, at spørgsmålet om eurodeltagelse i højere grad bør afgøres ud fra politiske overvejelser end økonomiske overvejelser.

Finansministeriets overordnede vurdering er – på linje med DØR’s konklusion – at de politiske konsekvenser af valget mellem fastkurspolitik og dansk deltagelse i euroen er vigtigere end de økonomiske konsekvenser. Det er især et politisk spørgsmål om at bruge de kanaler for politisk indflydelse, Danmark kan få som et lille land, og baseret på 10 års erfaringer er vurderingen, at et lille land med sund økonomisk politik og gode argumenter kan få relativt stor indflydelse i eurosamarbejdet.

Finansministeriet deler grundlæggende DØR’s fagøkonomiske analyse og udleder den samlede konklusion, at de økonomiske fordele ved euroen i forhold til fastkurspolitikken er moderate, men sikre, i normale tider, men kan være større under finansielle og økonomiske kriser, hvor Danmark risikerer pres mod kronen og stigende korte og lange renter, der forværrer kriserne, og endelig, at de økonomiske fordele ved euroen er væsentlige målt i forhold til brug af fastkurspolitikens option på at skifte penge- og valutakurspolitik.