

Euro-samarbejdet: succes eller fiasko?

Af Finn Østrup, Institut for Finansiering, Copenhagen Business School

1. Indledning

Med virkning fra januar 1999 etablerede 11 EU-lande (Benelux-landene, Finland, Frankrig, Irland, Italien, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig) en fælles pengepolitik, hvilket indebærer også en fastlåsning af valutakurserne mellem landene. Med virkning fra januar 2001 har også Grækenland deltaget i samarbejdet, og med virkning fra januar 2002 blev det pengepolitiske samarbejde befæstet ved, at de nationale pengeenheder blev afløst af en fælles møntenhed (euro). De pengepolitiske beslutninger i euro-samarbejdet træffes af Den Europæiske Centralbank (ECB).¹

Det er spørgsmålet, om euro-samarbejdet har været en succes. Det er i den sammenhæng særlig spørgsmålet, om de lande, som har deltaget i euro-samarbejdet, har klaret sig bedre end de lande, der har opretholdt den pengepolitiske selvstændighed baseret på et system med en flydende valutakurs.

Det vil være målet med artiklen at vurdere, om euro-samarbejdet rent faktisk har været en succes. Vurderingen vil blive set fra tre synsvinkler: (i) den praktiske implementering af euro-samarbejdet, (ii) de økonomiske resultater i euro-landene, samt (iii) de politiske konsekvenser af euro-samarbejdet, hvil-

ket ses ud fra et mål om at udbygge den europæiske integration. Det vil endvidere blive vurderet, om euro-samarbejdet er holdbart.

2. Den praktiske gennemførelse

Der er givet, at euro-samarbejdet med hensyn til den tekniske gennemførelse har været en succes. Bankerne har således generelt været tilfredse med den måde, hvorpå pengepolitikken praktisk er blevet implementeret. Gennem sin tilførsel af likviditet til bankerne i euro-området er det lykkedes ECB at stabilisere den korte rente, således at udsvingene i den korte europæiske rente ikke er større end de udsving, som bankerne i USA står overfor.² Det er også lykkedes at få erstattet de nationale pengeenheder uden problemer i form af mangel på sedler etc.

Ved starten af euro-samarbejdet var der kritik af, at der var for lidt information blandt markedsdeltagerne om ECBs overvejelser. Blandt andet blev det kritiseret, at der ikke sker en offentliggørelse af de overvejelser, som finder sted ved møderne i ECBs styrelsesråd, hvor der træffes beslutning om fastsættelse af den korte rente i euro-området. Kritikken synes gennem de seneste år at være forstummet, og det er tvivlsomt, om den er berettiget. Det bidrager således til en god information af markedsdeltagerne, at præsiden-

ten for ECB umiddelbart efter de månedlige møder i ECBs styrelsesråd, hvor den pengepolitiske situation drøftes, afholder en pressekonference, hvor han først gennem en indledende redegørelse forklarer ECBs beslutninger og derefter besvarer spørgsmål fra de fremmødte journalister. Der offentliggøres et referat fra pressemødet. En uge efter pengepolitiske møder i ECBs styrelsesråd fremlægges der i ECBs månedsrapport en grundig gennemgang af den økonomiske situation samt af ECBs pengepolitiske overvejelser.

Ved erstatningen af de nationale pengeenheder med euroen i januar 2002 var der kritik af, at euroen førte til store prishop, hvor virksomheder ved overgangen til den nye pengeenhed bl.a. benyttede lejligheden til at afrunde opad. Flere undersøgelser med detaljerede prissammenligninger tyder imidlertid ikke på, at der generelt har været en sådan ekstraordinær stigning i prisniveauet. En sammenligning med den danske prisudvikling tyder heller ikke på, at der i euro-landene har været markante prisstigninger i forbindelse med euroens indførelse.

3. De økonomiske resultater

(i) Målet om lav inflation

I henhold til Maastricht-traktaten er det mål for euro-samarbejdet i første række at skabe prisstabilitet samt derefter – i det omfang målet om prisstabilitet er nået – at understøtte de øvrige økonomiske politikker i EU. Som mål for inflationen ser ECB på stigningen i det harmoniserede forbrugerprisindeks (på engelsk: Harmonised Index of Consumer Prices, forkortet HICP).

Euro-samarbejdet har været en succes, fordi der fra starten har været troværdighed omkring ECBs vilje og mulighed for at fastholde en lav inflation. Dette er bemærkelsesværdigt, fordi man kunne have ventet, at der ville gå en tidsperiode, inden markedsdeltagerne opnåede et kendskab til den nye institution, og at troværdighed derved ville blive op-

bygget gradvist over en periode. Man kunne også have ventet, at ECBs troværdighed ville have svaret til den ”gennemsnitlige” troværdighed for de centralbanker, som indgår i euro-samarbejdet. Rent faktisk viste det sig, at rentesatserne på både korte og lange eurofordringer ved euro-samarbejdets begyndelse tilpassede sig til det tyske niveau, dvs. til det laveste niveau, hvilket indikerer, at ECB har overtaget den tyske centralbanks troværdighed med hensyn til inflationsbekæmpelse. Endvidere viser undersøgelser foretaget over forventningerne til den fremtidige prisudvikling, at markedsdeltageres forventninger stort set har svaret til det mål for inflationen, der har været sat af ECB.

Euro-samarbejdet har også været en succes i den forstand, at det er lykkedes at nå en bemærkelsesværdig stabilisering af inflationen. Stigningen i forbrugerpriserne målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks har således siden 2000 konstant ligget mellem 2 pct. og 2,5 pct. Udsvingene i prisstigningstakten i euro-området har været mindre end i andre industrilande.

Ved starten af euro-samarbejdet blev målet for stigningen i det harmoniserede forbrugerprisindeks sat til mellem 0 og 2 procent. I maj 2003 blev dette mål omdefineret til, at stigningen i forbrugerprisindekset skal ligge under, men tæt på 2 procent. Det er mindre tilfredsstillende, at stigningen i forbrugerpriser siden 2000 konstant har ligget over ECBs eget inflationsmål. Det er også utilfredsstillende, at man i maj 2003 efter konstante overskridelser ændrer definitionen af inflationsmålet. Det bidrager ikke til troværdighed, at ECB ændrer inflationsmålet i stedet for at stå fast på at få målet gennemført.

Har pengepolitikken i euro-landene været en succes i den forstand, at det er lykkedes at nå en lavere inflation end i andre lande? I tabel 1 er givet en oversigt over inflationen i euro-landene og i en række af de industrilande, der

har beholdt den pengepolitiske selvstændighed. Inflationen er (med undtagelse af Australien, Canada og Norge) opgjort som stigningen i priserne på de varer, der indgår i bruttonationalproduktet, hvorved den direkte effekt af udefra kommende prisstigninger – f.eks. prisstigninger på importeret olie – er holdt uden for opgørelsen. Det fremgår af tabel 1, at den gennemsnitlige prisstigning i euro-landene (undtaget Grækenland, Irland og Portugal) stort set har ligget på linie med ikke-euro-landene, ligesom der i syv-års-perioden 1998-2005 (dvs. perioden for den fælles europæiske pengepolitik) har været stort set samme udvikling i euro-landenes prisstigning som i den tidligere syv-års-periode. Generelt peger opgørelsen i tabel 1 således ikke i retning af, at euro-landene (med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal) har klaret sig specielt bedre end ikke-euro-landene. For Grækenland og Portugal viser opgørelsen i tabel 1, at det i perioden 1999-2005 er lykkedes at nå en stor nedgang i inflationen, hvilket tyder på, at deltagelsen i euro-samarbejdet for disse landes vedkommende med hensyn til målet om en lav inflation har haft positive konsekvenser.

(ii) Produktionsstigning

Før iværksættelsen af euro-samarbejdet blev det fremhævet, at den fælles valuta kunne føre til omfattende ressourcebesparelser, særlig inden for den finansielle sektor.³ Dette ville igen kunne give stødet til en ny europæisk dynamik med øget vækst i produktionen. Det må i dag konstateres, at disse forventninger ikke er blevet indfriet. Det fremgår således af tabel 2, at produktionsstigningen i euro-landene over syv-års perioden 1998-2005 har ligget lidt lavere end i den foregående syv-års periode. Det fremgår dog også af tabel 2, at euro-landene i syv-års-perioden 1998-2005 har klaret sig lidt bedre i forhold til ikke-euro-landene end i den foregående syv-års-periode, selv om den økonomiske vækst i euro-landene fortsat ligger under væksten i ikke-euro-landene.

Tabel 1. Prisudviklingen i udvalgte industrilande¹

	<i>Stigning i priser 1991-98 (procent)</i>	<i>Stigning i priser 1998-2005 (procent)</i>
Euro-lande:		
Belgien	15,0	14,8
Danmark ²	10,5	14,2
Finland	13,7	8,8
Frankrig	9,8	10,6
Grækenland	93,5	27,1
Holland	14,4	26,3
Irland	28,5	31,0
Italien	28,8	19,9
Portugal	46,6	24,3
Spanien	29,1	33,8
Tyskland	12,4	4,6
Østrig	11,2	11,8
Gennemsnit ³	16,1	16,1
Standardafv. ⁴	7,5	9,2
Andre lande:		
Australien	13,8	23,2
Canada	10,4	17,0
Norge	16,7	16,0
Schweiz	5,2	6,3
Storbritannien	20,3	17,0
Sverige	14,9	10,1
USA	13,8	17,1
Gennemsnit ⁵	13,6	15,2

1. Tabellen viser den samlede forøgelse af prisindekset for den indenlandske produktion (BNP-deflatoren) over perioden 4. kvartal 1991-4. kvartal 1998 samt over perioden 4. kvartal 1998-4. kvartal 2005. For Australien, Canada og Norge er dog vist stigningen i forbrugerprisindekset over de viste perioder. Kilde for statistik: OECD National Accounts.
2. Da Danmark siden 1999 har opretholdt en fast valutakurs over for euroen, er Danmark i tabellen opført under euro-lande.
3. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.
4. Standardafvigelsen af prisstigningen i de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.
5. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande.

Det er spørgsmålet, om det ville være muligt for de europæiske økonomier at nå en højere vækst, hvis euro-samarbejdet ikke eksisterede.

Det er formentlig den mest udbredte holdning blandt økonomer, at den manglende vækst i de europæiske lande særlig skyldes manglende fleksibilitet i de europæiske økonomier, og at midlet må være strukturreformer, der skaber større fleksibilitet på arbejdsmarkedet samt reformer, der øger konkurrencen på produktmarkederne. Dette har også været synspunktet i ECB, der ved flere lejligheder har kritiseret manglen på strukturelle reformer i de europæiske økonomier.⁴ Nogle økonomer og politikere har dog været mere kritiske, idet de har fremhævet, at det vil være muligt at nå en højere økonomisk vækst, hvis der bliver ført en mere ekspansiv økonomisk politik.⁵ I denne sammenhæng har der været peget på erfaringerne fra USA, hvor de pengepolitiske myndigheder har reageret mere aktivt med renteændringer i forhold til konjunkturbevægelserne, end det har været tilfældet i euroområdet, ligesom det også har været fremhævet, at der i USA under konjunkturafmatningen 2000-2003 blev gennemført en meget ekspansiv finanspolitik (se tabel 3).

Det er spørgsmålet, om euro-samarbejdet indirekte bidrager til målet om en højere produktion ved at tilskynde til strukturreformer. Et synspunkt er, at lande, som ikke længere har mulighed for at påvirke økonomien gennem pengepolitik, vil være mere tilskyndet til at gennemføre strukturreformer for på denne måde at øge produktionen. Modsat kan det dog også argumenteres, at lande med pengepolitisk selvstændighed har en stærkere tilskyndelse til at gennemføre strukturreformer. Dette skyldes, at strukturreformer kan føre til en reduktion i efterspørgslen, hvilket i lande med pengepolitisk selvstændighed kan imødegås gennem en mere ekspansiv pengepolitik.⁶

Det er en kendsgerning, at der gennem de seneste årtier i euro-landene er blevet gennem-

Tabel 2. Produktionsstigningen i udvalgte industrilande¹

	<i>Stigning i BNP 1991-98 (procent)</i>	<i>Stigning i BNP 1998-2005 (procent)</i>
Euro-lande:		
Belgien	12,0	16,8
Danmark ²	20,0	13,6
Finland	24,2	22,2
Frankrig	11,9	15,8
Grækenland	13,2	33,2
Holland	21,4	12,2
Irland	61,6	55,4
Italien	8,2	9,5
Portugal	18,1	11,3
Spanien	17,2	27,0
Tyskland	10,1	9,6
Østrig	15,9	15,7
Gennemsnit ³	15,7	15,8
Standardafv. ⁴	5,5	5,7
Andre lande:		
Australien	34,0	24,7
Canada	24,3	25,1
Norge	33,1	16,3
Schweiz	6,6	11,3
Storbritannien	22,5	19,7
Sverige	15,4	19,7
USA	29,1	21,8
Gennemsnit ⁵	23,6	19,8

1. Tabellen viser den samlede forøgelse af bruttonationalproduktet over perioden 4. kvartal 1991-4. kvartal 1998 samt over perioden 4. kvartal 1998-4. kvartal 2005. Kilde for statistik: OECD National Accounts.
2. Da Danmark har opretholdt en fast valutakurs over for euroen, er Danmark i tabellen opført under euro-lande.
3. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.
4. Standardafvigelsen af stigningen i bruttonationalproduktet i de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.
5. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande.

ført omfattende reformer både af arbejdsmarkederne og af produktmarkederne.⁷ Det er

imidlertid tvivlsomt, i hvilket omfang euro-samarbejdet har bidraget til disse reformer. Således er omfanget af gennemførte reformer gået ned efter euro-samarbejdets iværksættelse. En nylig undersøgelse gennemført af Duval og Elmeskov (2006) peger i retning af, at der for store økonomier er en større tilbøjelighed til at gennemføre reformer, hvis der er pengepolitisk selvstændighed.

(iii) Udvikling i offentlige budgetter

Det fremgår af tabel 3, at de europæiske lande gennem 1990'erne gennemførte en omfattende konsolidering af de offentlige budgetter, idet der skete en meget kraftig reduktion i underskuddene på de offentlige budgetter. En afgørende drivkraft bag denne konsolidering var landenes ønske om at kvalificere sig til deltagelse i euro-samarbejdet, og man kan derfor sige, at euro-samarbejdet på denne måde har bidraget til at skabe en mere holdbar situation for de offentlige finanser. Det fremgår dog samtidig af tabel 3, at også ikke-euro-landene gennem 1990'erne gennemførte en konsolidering af de offentlige finanser, og at ikke-euro-landenes stramning af de offentlige finanser var lige så omfattende som den konsolidering, der blev gennemført i euro-landene.

Det er målet med stabilitets- og vækstpagten vedtaget i 1997 at fastholde den finanspolitiske disciplin i euro-landene, idet landene som princip skal stile efter balance på de offentlige finanser, ligesom det offentlige budgetunderskud skal holdes under 3 procent af bruttonationalproduktet. Efter pres fra særlig Tyskland og Frankrig blev der i 2005 gennemført en ændring i stabilitets- og vækstpagten, således at der nu er indført mulighed for en række undtagelser. Det er en udbredt opfattelse, at stabilitets- og vækstpagten med disse ændringer i praksis har mistet betydning.⁸ Det kan dog konstateres, at der hidtil ikke har været tendens til, at de offentlige finanser i euro-området er kommet ud af kontrol. Således fremgår det af tabel 3, at der på

Tabel 3. Den konjunkturkorrigerede finanspolitik for udvalgte industrilande¹

	Stigning i netto-budgetoverskud som pct. af BNP 1992-99 (pct.point)	Stigning i netto-budgetoverskud som pct. af BNP 1999-2006 (pct.point)
Euro-lande:		
Belgien	8,3	0,1
Danmark ²	2,7	1,9
Finland	3,0	- 0,3
Frankrig	3,4	- 1,2
Grækenland	9,7	- 1,0
Holland	5,1	- 1,4
Irland	3,4	- 1,8
Italien	8,8	- 2,3
Portugal	2,2	0,6
Spanien	3,8	1,9
Tyskland	1,9	- 0,9
Østrig	- 0,2	2,0
Gennemsnit ³	4,1	0,3
Andre lande:		
Australien	5,5	- 0,8
Canada	8,9	0,3
Norge	4,6	- 0,4
Schweiz	2,3	0,0
Storbritannien	6,0	- 4,2
Sverige	8,4	- 1,2
USA	5,6	- 4,3
Gennemsnit ⁴	5,8	- 1,1

1. Tabellen viser den samlede forøgelse af nettooverskuddet i den konjunkturkorrigerede budgetsald (cyclically-adjusted general government balance) opgjort som procent af det potentielle bruttonationalprodukt over perioden 1992-1999 samt over perioden 1999-2006. En positiv ændring angiver en stramning af finanspolitikken, mens en ændring med negativt fortegn angiver en lempelse. Kilde for statistik: OECD Economic Outlook.
2. Da Danmark har opretholdt en fast valutakurs over for euroen, er Danmark i tabellen opført under euro-lande.
3. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.
4. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande.

trods af den lave økonomiske vækst som helhed i euro-landene ikke er sket nogen lem-

pelse af den konjunkturkorrigerede finanspolitik, idet den konjunkturkorrigerede budgetsaldo som gennemsnit for euro-landene har ligget stort set konstant siden 1999.

(iv) Integration af vare- og tjenestemarkeder samt af finansielle markeder

Et mål bag euro-samarbejdet har været at øge integrationen af de europæiske markeder for varer og tjenesteydelser. I en omfattende undersøgelse af tidligere valutaunioner nåede Rose (2000) frem til den konklusion, at valutaunioner fører til en meget stor stigning i samhandelen mellem deltagerne i unionen. Der har siden været en omfattende litteratur om spørgsmålet. Det er resultatet i de senere undersøgelser, at effekten ikke er så stor, og i flere undersøgelser stilles der endog spørgsmål ved, om der overhovedet er en virkning.⁹

Det kan konstateres, at der gennem det sidste tiår har været en stor stigning i samhandelen mellem euro-landene, hvilket kunne tyde på, at euro-samarbejdet har haft en betydelig effekt i form af større integration af markederne for varer og tjenester. Der kan dog rejses tvivl, om stigningen i samhandelen virkelig skyldes euro-samarbejdet. For det første ligger stigningen i samhandelen overvejende i årene 1997 og 1998, dvs. før iværksættelsen af euro-samarbejdet. For det andet er det muligt, at der er sket en oppustning af samhandelen bl.a. på grund af reeksport samt svindel med moms.¹⁰

Det kunne tyde på større integration af de europæiske vare- og tjenestemarkeder, hvis der er en tilnærmelse mellem priserne i de enkelte lande. Opgørelser over priser i de europæiske storbyer tyder på, at der gennem 1990'erne er sket en tilnærmelse mellem euro-landene, men at denne konvergens ikke er fortsat efter 1999.¹¹

Det har ligeledes været et mål bag euro-samarbejdet, at der skal skabes et integreret europæisk finansielt marked, hvilket bl.a. kan

skabe grundlag for en mere effektiv kapitalfremskaffelse i erhvervsvirksomheder. Endvidere er det målet med et integreret europæisk finansielt marked at bidrage til lige konkurrencevilkår ved at sørge for ensartethed med hensyn til erhvervsvirksomhedernes finansieringsomkostninger.

Det ser ud til, at målet om et integreret europæisk finansielt marked i stort omfang er blevet nået. Undersøgelser gennemført af ECB tyder således på, at pengemarkederne i euro-landene er blevet næsten fuldstændig integreret.¹² Der er også kun små renteforskelle mellem i øvrigt ens statsobligationer udstedt af forskellige regeringer, og ligeledes synes der at være nået en stor ensartethed i renten på erhvervsobligationer udstedt i euro, således at udsteders hjemland kun spiller en mindre rolle. Derimod har der ikke været tegn på integration af markederne for bankindsud og banklån til små erhvervs kunder og privatkunder.

På trods af finansiell integration er målet om ens konkurrencevilkår med hensyn til finansieringsomkostninger ikke blevet nået. I tabel 4 er der en opgørelse over den lange realrente for en række industrilande. Det fremgår, at der i perioden siden euro-samarbejdets iværksættelse har været en større spredning med hensyn til niveauet for realrenten i euro-landene end i den foregående periode, dvs. at der er blevet større forskelle mellem euro-landene med hensyn til finansieringsomkostninger. Den større spredning med hensyn til realrenten i euro-landene skyldes, at den nominelle rente på grund af den finansielle integration ligger på et meget ensartet niveau, mens der er blevet større forskelle mellem landene med hensyn til prisstigningstakt, jfr. tabel 1.

Tabel 4. Realrenten (10-årige statsobligationer) for udvalgte industrilande¹

	<i>Realrente (10-årige stats- obligationer) 1992-1998 (procent)</i>	<i>Realrente (10-årige stats- obligationer) 1999-2006 (procent)</i>
Euro-lande:		
Belgien	4,57	2,45
Danmark ²	5,49	2,33
Finland	6,13	3,02
Frankrig	5,32	3,02
Grækenland	–	1,34
Holland	4,50	1,18
Irland	3,59	0,61
Italien	5,52	1,93
Portugal	4,07	1,39
Spanien	4,60	0,23
Tyskland	4,25	3,67
Østrig	4,32	2,89
Gennemsnit ³	4,97	2,30
Standardafv. ⁴	0,66	1,06
Andre lande:		
Australien	6,45	2,52
Canada	5,79	2,44
Norge ⁵	4,89	3,08
Schweiz	3,25	2,11
Storbritannien	4,67	2,55
Sverige	5,98	3,36
USA	4,71	2,62
Gennemsnit ⁶	5,11	2,67
Standardafv. ⁷	1,07	0,41

1. Tabellen viser den lange realrente vist som et gennemsnit over perioden januar 1991-december 1998 samt over perioden januar 1999-juli 2006. Den lange realrente er opgjort som renten for 10-årige statsobligationer fratrukket stigningen i BNP-deflatoren. Kilde for statistik: Danmarks Nationalbank, OECD National Accounts.
2. Da Danmark har opretholdt en fast valutakurs over for euroen, er Danmark i tabellen opført under euro-lande.
3. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.
4. Standardafvigelsen af stigningen i bruttonationalproduktet i de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.
5. Den lange realrente er opgjort som renten på 10-årige statsobligationer fratrukket stigningen i forbrugerprisindekset.
6. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande.
7. Standardafvigelsen for de ovenfor viste lande.

4. De politiske konsekvenser

Det har været filosofien i den neofunktionalistiske tilgang til det europæiske samarbejde, at det europæiske samarbejde udvikler sig gennem 'spill-over' effekter, hvor samarbejde på et område øger nødvendigheden af samarbejde på andre områder, således at det europæiske samarbejde gradvist vil blive udstrakt til stadig flere områder. På forhånd kunne det forventes, at iværksættelsen af en fælles pengepolitik i euro-landene ville føre til en udvikelse af det europæiske samarbejde på andre områder.

Forventningen om 'spill-over' effekter fra euro-samarbejdet til andre europæiske samarbejdsområder er delvist blevet indfriet. På det finansielle område er der siden 1999 gennemført en række direktiver. Med fremlæggelsen af en grønbog i juli 2005 om realkredit og en hvidbog i december 2005 om finansielle tjenester har EU-Kommissionen taget initiativ til en række yderligere tiltag, der vil øge den finansielle integration. Der er også blevet iværksat et styrket samarbejde med hensyn til finansielt tilsyn. Med Lissabonstrategien fra 2000 er der indledt et forstærket samarbejde om strukturpolitik, men det er spørgsmålet, hvilken praktisk betydning dette samarbejde har.

Euro-samarbejdet har bidraget til, at der i de nye medlemslande, som blev optaget i EU i maj 2004, er blevet gennemført en mere stabilitetsorienteret politik med reduktion af budgetunderskud og inflation, idet det er målet for de nye medlemsstater at deltage i euro-samarbejdet. Slovenien vil deltage i euro-samarbejde fra 2007, mens der for de andre nye medlemsstater er forskellige mål om deltagelse i 2008-2010, dog har den polske regering endnu ikke fastsat en dato for forventet deltagelse.

Som en negativ konsekvens kan det nævnes, at der gennem de seneste år har været protektionistiske tendenser i EU-landene. Specielt

den franske regering har vendt sig mod udenlandske overtagelser af franske virksomheder. Det er spørgsmålet, om denne – endnu kun spirende – tendens kan have sammenhæng med euroen. Hvis et land ikke har mulighed for at påvirke økonomien gennem penge- og valutapolitik, kan et alternativ være en politik med støtte til nationale virksomheder.

Det er spørgsmålet, om euro-samarbejdet generelt har haft en positiv indflydelse på den videre udvikling af det europæiske samarbejde. Det fremgår af en undersøgelse foretaget af Eurobarometer i oktober 2005, at der i flere lande (Grækenland, Tyskland og Holland) fortsat er et flertal mod euroen. I euro-området som helhed har 38 pct. af de spurgte en negativ indstilling til euroen, mens 51 pct. synes, at euroen har været en fordel.¹³ Det er et udbredt synspunkt, at utilfredshed med euroen var en medvirkende årsag til særlig udfaldet af den hollandske folkeafstemning i juni 2005, hvor vælgerne stemte nej til den europæiske forfatningstraktat.

Politikerne fra euro-landene har formentlig bidraget til den negative stemning ved hyppigt at kritisere ECB for at føre en for restriktiv pengepolitik samt ved også at kritisere stabilitets- og vækstpakten. Mest opsigt vakte det, da formanden for EU-Kommissionen, Romano Prodi, i oktober 2002 betegnede stabilitets- og vækstpakten som ”dum”. Ved mange andre lejligheder har der været skarp kritik af ECB for at sætte renten for højt. Da ECB i december 2005 indledte en politik med renteforhøjelser, vakte det således skarp kritik fra en række af finansministrene i euro-landene. Formentlig er kritikken af ECB et fænomen, der vil fortsætte også i de kommende år. De valgte politikere har oplagte fordele ved at kritisere de europæiske institutioner, dels fordi de herved viser handlekraft i form af den fremførte kritik, dels fordi de herved over for vælgerne på en synlig måde kan fralægge sig ansvaret for dår-

lige økonomiske resultater. Det er på denne baggrund spørgsmålet, om euro-samarbejdet vil bidrage positivt til en videre udbygning af det europæiske samarbejde.

5. Er euro-samarbejdet holdbart?

Gennem de seneste år har der fra flere sider været stillet spørgsmål ved, om euro-samarbejdet er holdbart. Det har været fremhævet, at der siden 1999 har været tale om meget store forskelle med hensyn til prisudviklingen samt med hensyn til udviklingen i konkurrencestilling i euro-landene. Det fremgår således af tabel 5, at arbejdsomkostningerne per produceret vareenhed i Italien, Spanien og Grækenland er vokset med henholdsvis 20,9 pct., 13,7 pct. og 13,2 pct. i forhold til landenes samhandelspartnere, når der tages højde for valutakursændringer. Dette skal ses i sammenhæng med et fald i Tysklands relative enhedsarbejdsomkostninger på 12,3 pct. i forhold til landets samhandelspartnere. Det fremgår således, at særlig Italien, Grækenland og Spanien siden euro-samarbejdets start har oplevet en stor forringelse af konkurrencestillingen, mens særlig Tyskland har haft en stor forbedring. Forskellene med hensyn til udviklingen i landenes konkurrencestilling har været lige så store i perioden siden 1999 som i den foregående periode syvårsperiode 1991-98, hvor der var valutakursfleksibilitet.

I flere af de lande, som har oplevet en forringelse af konkurrencestillingen, har produktionen siden 1999 været holdt oppe af en stor stigning i det private forbrug, hvilket igen skyldes store stigninger i priserne på ejerboliger. Således har der særlig i Spanien, men også i Italien, været tale om store stigninger i priserne på ejerboliger.

Det har medvirket til stigningen i priserne på ejerboliger i Spanien og Italien, at realrenten i begge lande på grund af den højere inflation har været lav, jfr. tabel 4. Problemerne omkring den forskelligartede prisudvikling i

euro-landene kan herved ses som en bekræftelse af den kritik, som Margaret Thatchers økonomiske rådgiver, Alan Walters, i 1980'erne fremførte mod en valutaunion. Walters argumenterede, at en forskellig prisudvikling for landene i en valutaunion vil føre til forskellige realrenter, hvilket igen ville have en selvforstærkende effekt på den økonomiske udvikling.¹⁴ Lande med kraftig økonomisk vækst og høj inflation vil således opleve en lav realrente, hvilket yderligere vil bidrage til højkonjunktur i disse lande.

Det følger af teorien om optimale valutaområder, at lande kun bør indgå i en valutaunion med fælles pengepolitik, hvis landene har ens økonomiske strukturer. Forskellene mellem euro-landene med hensyn til pris- og lønudvikling samt med hensyn til prisudviklingen på ejerboliger kan ses som et udtryk for, at euro-området ikke udgør et optimalt valutaområde.

Spørgsmålet er, hvad der vil ske, hvis det kommer til et stort fald i ejerboligpriserne. Det er vurderingen bl.a. i ECB, at der i flere af euro-landene er en betydelig overvurdering af prisniveauet for ejerboliger. Resultatet af et fald i ejerboligpriserne vil blive en stor stigning i ledigheden i bl.a. Italien og Spanien. Vil en sådan stigning i ledigheden være politisk acceptabel? Eller vil der blive et stort politisk pres i de pågældende lande for at øge beskæftigelsen ved at forlade euro-samarbejdet og gennemføre en stor depreciering? Det har tidligere vist sig, at valutakriser ofte har fundet sted i forbindelse med en stigning i ledigheden. Der har også været flere eksempler på lande, som har opløst en valutaunion, f.eks. var dette tilfældet for Storbritannien og Irland i marts 1979, hvor det irske punt efter gennem mange år at have haft samme værdi som det britiske pund fik sin egen kurs.

Table 5. Konkurrencestillingen i udvalgte industrilande¹

	<i>Stigning i relative arbejdsomk. per produceret enhed 1991-98 (procent)</i>	<i>Stigning i relative arbejdsomk. per produceret enhed 1998-2006 (procent)</i>
Euro-lande:		
Belgien	- 1,7	4,1
Danmark ²	9,3	3,8
Finland	- 14,6	- 6,2
Frankrig	- 5,1	- 5,8
Grækenland	13,0	13,2
Holland	6,9	6,4
Irland	- 4,7	5,7
Italien	- 13,4	20,9
Portugal	6,6	5,4
Spanien	- 7,9	13,7
Tyskland	14,4	- 12,3
Østrig	- 13,1	- 5,0
Gennemsnit ³	- 2,8	2,2
Standardafv. ⁴	10,8	10,6
Andre lande:		
Australien	- 17,6	24,6
Canada	- 18,6	16,8
Norge	11,5	39,0
Schweiz	22,8	10,9
Storbritannien	14,8	7,3
Sverige	- 16,0	- 5,9
USA	2,4	- 0,8
Gennemsnit ⁵	- 0,1	13,1

1. Tabellen viser ændringen i landes konkurrencestilling opgjort ved landets enhedsarbejdsomkostninger opgjort i forhold til landets samhandelspartnere og justeret for valutakursændringer (relative normalized unit labour costs) opgjort over perioden 4. kvartal 1991-4. kvartal 1998 samt over perioden 4. kvartal 1998-2. kvartal 2006. Kilde for statistik: IMF Financial Statistics.
2. Da Danmark har opretholdt en fast valutakurs over for euroen, er Danmark i tabellen opført under euro-lande.
3. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.

4. Standardafvigelsen af stigningen i bruttonationalproduktet i de ovenfor viste lande med undtagelse af Grækenland, Irland og Portugal.
5. Gennemsnittet af de ovenfor viste lande.

6. Sammenfatning og konklusion

Har euro-samarbejdet været en succes? Der kan peges på en række områder, hvor euro-samarbejdet klart har været en succes, således med hensyn til den praktiske gennemførelse af pengepolitikken samt med hensyn til at øge den finansielle integration. Selv om inflationen konstant har ligget over ECBs officielle mål, er det også lykkedes inden for euro-området at skabe stabilitet omkring prisudviklingen. Det største problem for euro-samarbejdet har været, at der i medlemslandene har været en meget forskellig pris- og lønudvikling, hvilket har skabt store forskelle med hensyn til landenes konkurrencestilling. Dette kan gennem de kommende år give problemer, særlig hvis der bliver et fald i priserne på ejerboliger. Den endelige vurdering af euro-samarbejdet må derfor afvente den fremtidige økonomiske udvikling.

Noter

1. For at lette fremstillingen tales der i artiklen om, at pengepolitikken besluttes af Den Europæiske Centralbank (ECB), hvilket er i overensstemmelse med den almindelige sprogbrug. Dette er imidlertid ikke formelt korrekt. Med virkning fra 1999 blev kompetencen med hensyn til pengepolitik overtaget af Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB), der består af Den Europæiske Centralbank (ECB) samt af de nationale centralbanker, der deltager i euro-samarbejdet.
2. Se Bartolini og Prati (2003).
3. Se vurderingerne i Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber (1990).
4. Se f.eks. tale holdt den 5. maj 2006 af Jean-Claude Trichet, præsident for ECB, til Frankfurt Chamber of Industry and Commerce.
5. I Tyskland har der været en omfattende diskussion om spørgsmålet. Synspunktet om en mere ekspansiv økonomisk politik har bl.a. været fremført af Peter Bofinger, der er medlem af Sachverständigenrat (svarende til Det Økonomiske Råd i Danmark).
6. For en diskussion, se Duval og Elmeskov (2006).
7. Se Blanchard (2004) samt Duval og Elmeskov (2006).
8. Se f.eks. Feldstein (2005).
9. En oversigt over litteraturen findes i Baldwin (2006).
10. Se Baldwin (2006).
11. Se Engel og Rogers (2004).
12. Se European Central Bank (2005). En diskussion findes også Codogno, Favero og Missale (2003).
13. Se Eurobarometer (2005).
14. Se Walters (1990).

Litteratur

- Baldwin, R. (2006). The Euro's Trade Effects. *European Central Bank*, Working Paper Series, No. 594.
- Bartolini, L. og A. Prati (2003). The Execution of Monetary Policy: A Tale of Two Central Banks. *Economic Policy*, 37 (October), 435-467.
- Blanchard, O. (2004). The Economic Future of Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 18(4), 3-26.
- Codogno, L., C. Favero og A. Missale (2003). Yield Spreads on EMU Government Bonds. *Economic Policy*, 37 (October), 503-532
- Duval, R. og J. Elmeskov (2006). The Effects of EMU on Structural Reforms in Labour and Product Markets. *European Central Bank*, Working Paper Series, No. 596.
- Engel, C. og J. H. Rogers (2004). European Product Market Integration after the Euro. *Economic Policy*, 19, 347-384.
- Eurobarometer (2005). *The euro, 4 years after the introduction of banknotes and coins*.
- European Central Bank (2005). *Indicators of Financial Integration in the Euro Area*.
- Feldstein, M. (2005). The Euro and the Stability Pact. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 11249.
- Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber (1990). One Market, One Money – An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. *European Economy*, No. 44 (October).
- Rose, A. K. (2000). One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy*, 15, 7-45.
- Walters, A. (1990). *Sterling in Danger*. London: Fontana.