

# KRITISKE ANALYSER

Af Henrik Herløv Lund, økonom – cand.scient. adm.

[www.henrikherloevlund.dk](http://www.henrikherloevlund.dk)

[herloevlund@mail.dk](mailto:herloevlund@mail.dk)

Notat

## TID TIL EFTERTANKE OVER DANSK FASTKURSPOLITIK!

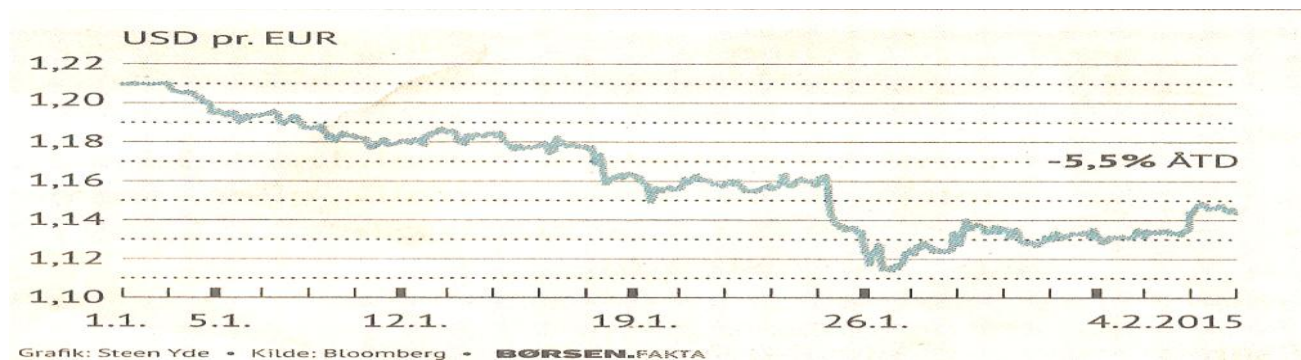
*Det var godt, at spekulanter ikke løb Nationalbanken over ende, men fastkurspolitikken er samlet set ikke et indiskutabelt gode for dansk økonomi.*

### Forspil i Schweiz.

Danmark har i den senere tid oplevet en spekulationsbølge mod den danske krone.

Anledning til spekulationsbølgen har været ECB masseudpumpning af 1,1 mia. euro i økonomien, som har tilsigtet og også medført et kraftigt fald i eurokursen navnlig overfor dollar.<sup>1</sup>

Figur: Eurokursen falder.<sup>2</sup>



Det igen har afstedkommet store kapitalstrømme ud af eurozonen mod lande med valutaer med mere stabil kurs.

Første mål herfor var Schweiz, der ligesom Danmark har haft fastkurspolitik overfor euroen. Stillet overfor et massivt pres mod Schweizerfranken endte den schweiziske nationalbank SNB med at give opgive sin hidtidige fastkurspolitik overfor euroen, hvorefter der indtil nu havde været lagt ”en

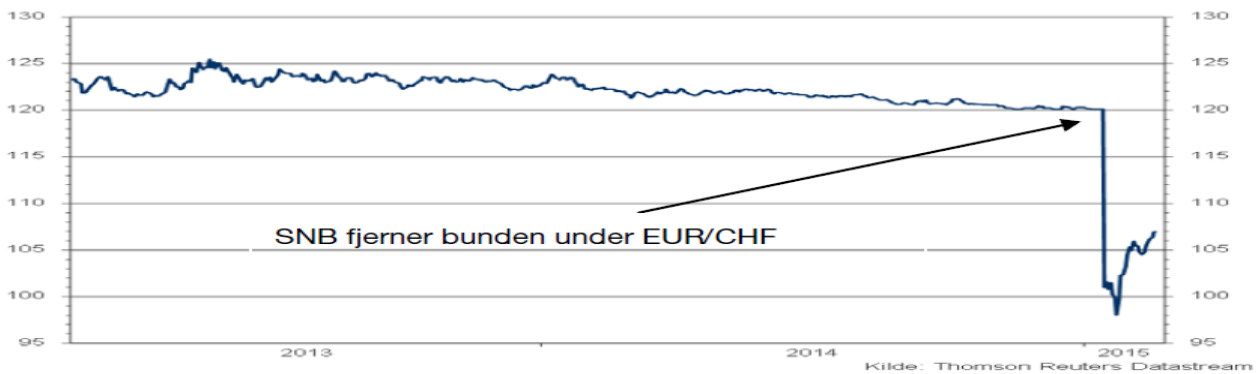
<sup>1</sup>) Jf. Lund, Henrik Lund: ECB´s opkøbsprogram – bazooka eller fuser?

<sup>2</sup>) Kilde: Redder, Hakon: Tysk optimisme uanset græsk krise. Børsen, 05.02.15

bund" under eurokursen i forhold til den stærke schweizerfrank. Årsagen var at spekulationskapital strømmede ind og lagde pres op på kursen på Schweizerfrank.

SNB vurderede til sidst at omkostningerne ved at forsvare schweizerfranken ville blive for store og gav valutakursen fri, hvilket øjeblikkeligt medførte en kraftig styrkelse af den schweiziske valuta og et modsvarende fald i eurokursen heroverfor (jf. figuren nedenfor).

Figur: Fald i eurokursen overfor schweizerfrank.<sup>3</sup>



## Næste mål: Danmark

Opjusteringen af kursen på schweizerfranken gav selvsagt en betragtelig gevinst til de fonde, som havde flyttet penge til de schweiziske banker.

Det gav blod på tanden og man fik kig på et muligt lignende offer også med fastkurspolitik overfor euroen, nemlig Danmark.

Spekulationsfondene startede nu en omfattende kapitalflytning til Danmark med det formål at presse kronkursen op overfor euroen. Kunne Danmark ligesom Schweiz presses til at give kursen fri, ville spekulanterne også kunne tjene tykt.

Nationalbanken valgte i den situation at forsvare kronens værdi mod det opadgående pres,

Det gjorde man for det første ved at kaste kroner på markedet gennem omfattende valutaopkøb. Over få dage købte man udenlandske valuta op for over 100 mia. kr.

<sup>3</sup>) Kilde: Sydbank: Makrokommentar Schweiz 23.02.15

Figur: Nationalbankens intervention i valutamarkedet i januar 2015.<sup>4</sup>



Forsvaret for kronkursen blev for det andet ført ved 4 på hinanden følgende gange at nedsætte indskudsrenten ned til -0,75 %, således forrentningen af den til strømmende udenlandske kapital blev minimal.

Figur: Nationalbankens indskudsrente frem til jan – februar 2015.<sup>5</sup>



I den aktuelle situation var dette godt og det eneste rigtige at gøre. For havde Danmark ladet kronkursen presse opad, ville det ikke alene have udløst store gevinster til udenlandske spekulanter, men også have medført en mærkbar svækkelse af Danmarks konkurrenceevne med tab af eksport og beskæftigelse til følge.<sup>6</sup>

### Overordnet perspektiv på fastkurspolitikken.

Nu synes spekulationsbølgen imidlertid ovre og det må igen være tilladt at anlægge et mere overordnet perspektiv på fastkurspolitikken: Er den – når alt kommer til alt – en fordel for dansk økonomi eller ej?

<sup>4</sup>) Kilde: Danske Bank – ugefokus 06.02.15

<sup>5</sup>) Kilde: Oven anførte.

<sup>6</sup>) Jf. Frank Aaen: Kronekrisen kan koste os dyrt. Arbejderen 19.02.15

Svaret er, at fastkurspolitikken ikke er et indiskutabelt gode. I den aktuelle situation var det rigtigt at kæmpe for kronens kurs i forhold til euroen, men det har det på ingen måde været til enhver tid.

For fastkurspolitikken argumenteres der ofte med lavere omkostninger til valutaveksling og kurssikring for virksomhederne.<sup>7</sup>

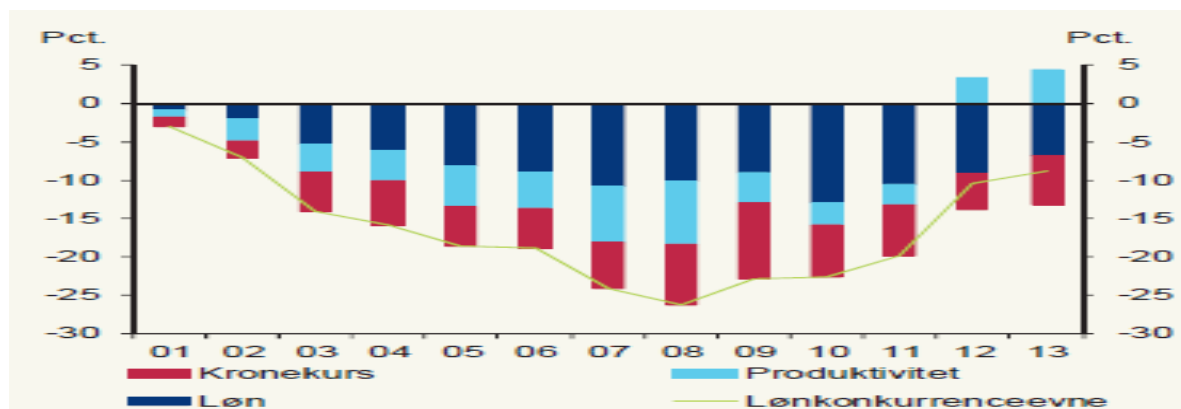
Og der peges endvidere på, at fastkurspolitik skulle være et værn mod netop valutaspekulation. Men som vi netop har set, er der altså ingen automatik i det sidste, her var det netop fastkurspolitikken, som udløste spekulatjonen imod kronen.

## Danmark mistet sin valutapolitiske selvstændighed.

Til gengæld er der også nogle mærkbare ulemper ved fastkurspolitikken. For det første kan Danmark hermed ikke føre den valutapolitik, som er den bedste set ud fra en dansk konkurrencerevnebetragtning, men må lade sin valutapolitik bestemmes af euroens kursudvikling. Og Euroens kursudvikling har langt fra altid været godt for konkurrenceevnen.<sup>8</sup>

Når dansk konkurrenceevne i store dele af 00'erne svækkedes, var en af årsagerne frem til 2009 blandt andet en stigning i den effektive kronekurs, jf. nedenstående figur.

Figur: Udviklingen i Danmarks samlede priskonkurrenceevne 2000 - 2009.<sup>9</sup>



Stigningen i kronekursen var primært foranlediget af en styrkelse af euroen overfor dollaren og forplantede sig altså til kronen takket være fastkurspolitikken,

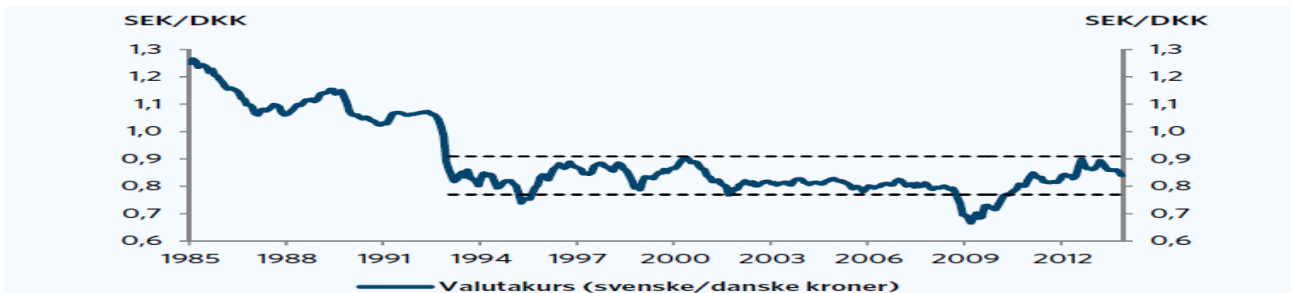
<sup>7</sup>) Jf. Beim, Jakob Hvide: Interview med "overvismand" Hans Jørgen Whitta-Jacobsen. Politiken, 08.02.15

<sup>8</sup>) Jf. Hinrichsen, Simon: På tide at droppe fastkurspolitikken. Børsen 24.02.2014

<sup>9</sup>) Kilde: Økonomisk Redegørelse december 2014, s. 12

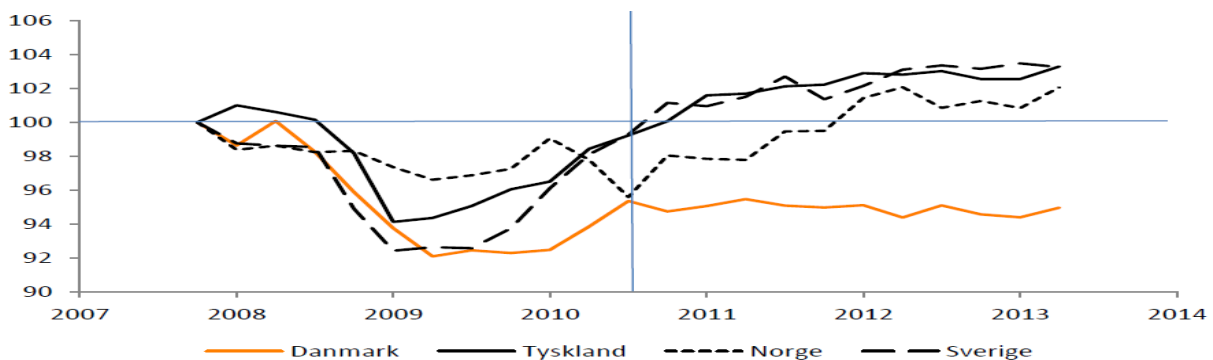
Alternativt kunne Danmark have gjort som Sverige. Sverige har som Danmark ikke euro, men har i modsætning til Danmark siden 1992 valgt at operere med flydende valutakurser. Det betød fx under finanskrisen, at den svenske krone faldt (i forhold til euro og dermed i forhold til danske kroner), hvilket bidrog til at forbedre den svenske konkurrenceevne og få Sverige fri af krisen.

Figur: Svensk krone overfor DKK.<sup>10</sup>



Og meget taler for, at det var en rigtig beslutning. For lande med flydende valutakurser såsom Norge og Sverige har generelt klaret sig bedre gennem krisen end Danmark.

Figur: Økonomisk vækst 2007 - 2014 i Danmark, Sverige, Norge og Tyskland (Indeks 2007 = 100)<sup>11</sup>



### **Danmark kan heller ikke føre sin egen rentepolitik.**

For det andet kan Danmark med fastkurspolitikken ikke længere føre den rentepolitik, som er optimal for den økonomiske udvikling og beskæftigelsen i Danmark, men

<sup>10)</sup> Kilde AE rådet: Danmark versus Sverige, s.15

<sup>11)</sup> Kilde: CEVEA – Er nedskæringskursus forudsætning eller hindring for væksten? 20.12.2013

har bundet sin rentepolitik til ECB 'S af hensyn til nødvendigheden af, at holde kronen tæt til euroen. Danmark.<sup>12</sup>

Heller ikke det har altid været godt for dansk økonomi. Således blev Danmark efter finanskrisens udbrud tvunget til at holde en høj rente, fordi ECB gjorde selvom det var stik imod al økonomisk fornuft, som netop tilsiger at stimulere økonomien gennem bl.a. at lempe pengepolitikken.

Også her tjener Sverige som eksempel på det modsatte og mere fornuftige – her kunne man uden binding til euroen frit nedsætte sin rente efter finanskrisen og gjorde det til fordel for svensk økonomi og beskæftigelse.

Da den økonomiske krise brød ud i 2008 var svenskerne blandt de første lande til at sænke renten markant. Fra et niveau på 4,75 % i efteråret 2008 blev renten i efteråret 2008 i flere omgange reduceret til rekordlave 0,25 % i sommeren 2009.<sup>13</sup>

Denne lempelse af pengepolitikken stimulerede investeringer og forbrug og bidrog dermed også til at få Sverige lettere gennem krisen. En mulighed som Danmark altså ikke selv havde – her måtte man indrette sig efter ECB's pengepolitik.

### **Fastkurspolitikken ikke indiskutabel fordel.**

Det er således ikke mindst i kraft af netop fraværet af en fastkursbinding til euroen at både Norge og Sverige er kommet betydeligt bedre gennem krisen end Danmark. Mens den danske fastkurspolitik gennem betydelige dele af 00'erne var til ulempe for dansk konkurrenceevne.

Det må nu, hvor spekulationsbølgen er ovre, kunne tages op til åben diskussion, at fastkurspolitikken således ikke er nogen indiskutabel og ubetinget økonomisk fordel for Danmark.<sup>14</sup> Først og fremmest fordi ikke længere har den økonomiske selvstændighed på valuta - og rentepolitikens område.

---

<sup>12)</sup> Jf. Andersen, Thomas Barnebeck, Nikolaj Malchow-Møller og Jens Nordvig (professorer): Vi skal ikke stå fast på fastkurspolitikken. Politiken kronik 12.02.14

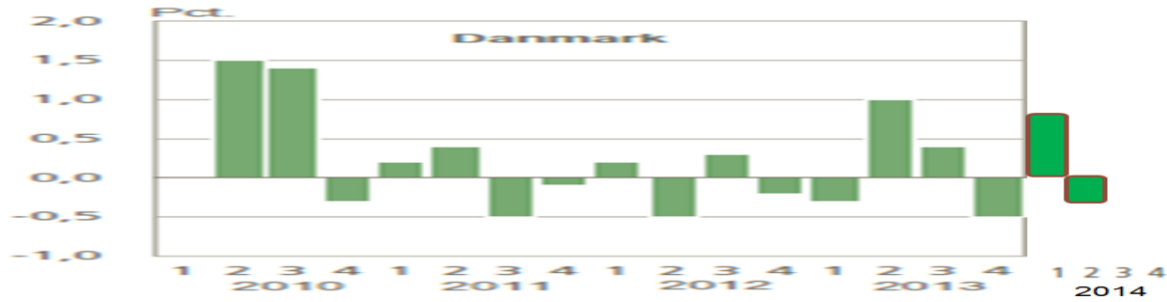
<sup>13)</sup> Jf. Ritzau: Sverige/økonomer – lav inflation nødvendiggør rentenedsættelse. 17.12.2013

<sup>14)</sup> Jf. Beim, Jakob Hvide: Interview med "overvismand" Hans Jørgen Whitta-Jacobsen. Politiken, 08.02.15

Og når Danmark ikke selv aktivt kan bruge de hurtigt virkende instrumenter: valuta - og rentepolitik, bliver vi i krisesituationer tvunget til at bedre konkurrenceevnen gennem lavere løn og prisstigninger, hvilket er en hård og langsom proces med årlig af lav vækst og høj arbejdsløshed.<sup>15</sup>

Hvilket netop har været tilfældet for dansk økonomi siden finanskrisen.

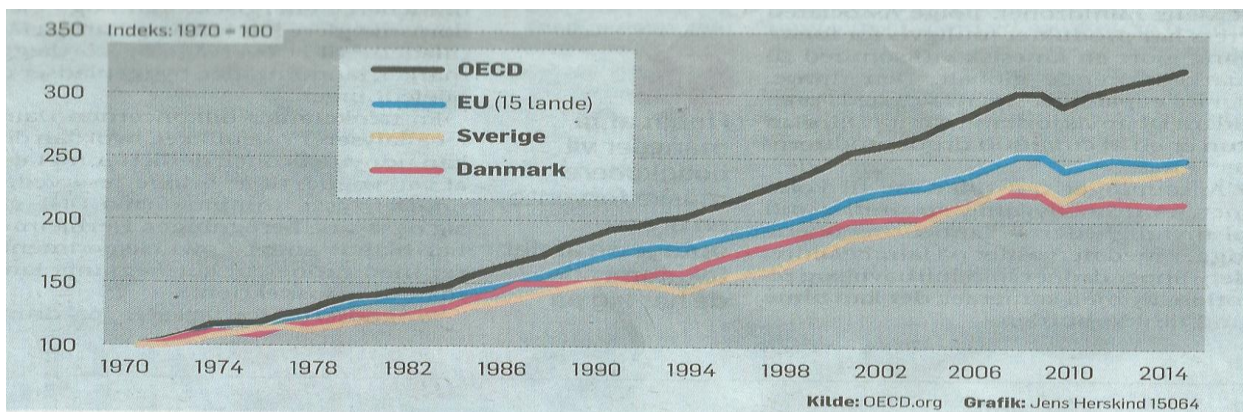
Figur: Kvartalvis økonomisk vækst i Danmark 2010 – 2014.<sup>16</sup>



Samtidig har vi ikke mindst gennem fastkurspolitikken samt gennem tilslutningen til EU's konvergens – og finanspagter bundet os økonomisk til, hvad der set over en længere tidshorisont må betegnes som en lavvækstregion.

Fra 1970 til 2014 voksede OECD – landene som helhed således til indeks 320, mens væksten i EU – landene kun steg til indeks 250. I Danmark endog kun til indeks 216.

Realvækst i BNP 1970 – 2014 (Indeks 1970 = 100)<sup>17</sup>



<sup>15)</sup> Jf. Andersen, Thomas Barnebeck, Nikolaj Malchow-Møller og Jens Nordvig (professorer): Vi skal ikke stå fast på fastkurspolitikken. Politiken kronik 12.02.14

<sup>16)</sup> Kilde: Danmarks Statistisk – nationalregnskab.

<sup>17)</sup> Kilde: Otkjær, Tage – Danmark har det svært med vækst. Politiken Økonomi, 11.02.15

Fastkurspolitikken er således samlet set ikke nogen økonomisk nødvendighed og ikke engang nogen indiskutabel økonomisk fordel. Den er da også snarere bestemt af et politisk ønske om snarest og så gnidningsfrit som muligt at få Danmark ind i euroen. Men set i lyset af eurokrisen forekommer det heller ikke nogen god ide.