



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, 19.6.2002
KOM(2002) 332 endelig

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN

**Euroområdet i verdensøkonomien
– udviklingen de første tre år –**

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN

INDHOLDSFORTEGNELSE

MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN.....	3
1. DEN ØKONOMISKE SITUATION OG DE POLITISKE RESULTATER.....	8
1.1 Det tredje år med den fælles valuta: Konsekvenserne af nedgangen i væksten på verdensplan	8
1.2 Eurokursen og udlandsbalancerne.....	10
1.3 Makroøkonomiske politikker i euroområdet.....	12
1.4 Samordning af de økonomiske politikker i ØMU.....	15
2. TILSYN MED LØNUDBIKLINGEN I ØMU	17
2.1 Indledning	17
2.2 Den samlede lønudvikling: nogle enkelte facts	18
2.3 Faktorerne bag løntilbageholdenheden i de seneste år.....	20
3. INVESTERINGER OG VÆKSTPOTENTIALE I EUROOMRÅDET	23
3.1 Udviklingen i investeringerne i euroområdet i 1990'erne	23
3.2 Afgørende faktorer for investeringer i euroområdet	25
4. DET FINANSIELLE SYSTEM I EUROOMRÅDET	28
4.1 Den generelle udvikling i EU's finansielle system.....	28
4.2 Penge- og derivatmarkedet.....	29
4.3 Obligationsmarkeder	30
4.4 Aktiemarkeder.....	32
4.5 Venturekapital	34
4.6 Finansielle formidlere	34
4.7 Udfordringer for de politiske beslutningstagere	35
5. EUROEN SOM INTERNATIONAL VALUTA.....	37
5.1 Indledning	37
5.2 Den private sektors brug af euroen i internationale transaktioner	37
5.3 Den offentlige sektors internationale anvendelse af euroen	39
5.4 Kandidatlandene og euroens indførelse	40
5.5 Euroområdets bidrag til den politiske samordning på verdensplan	41

Euroområdet i verdensøkonomien - Resumé

Tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) blev indledt den 1. januar 1999 med deltagelse af de 11 medlemsstater, der havde opnået en høj grad af nominal konvergens, således som det kræves i henhold til EF-traktaten. Grækenland blev efterfølgende vurderet til at have opfyldt betingelserne for at kunne deltage og kom med i ØMU den 1. januar 2001. Indførelsen af eurosedler og -mønter den 1. januar 2002 var et vanskeligt logistisk forehavende, men lykkedes så godt, som man overhovedet havde kunnet håbe. Euroen er en realitet.

Fordelene ved den fælles valuta, som bygger på et sundt institutionelt politisk grundlag af ansvarlige makropolitikker kombineret med strukturreformer, er slået tydeligt igennem i de tre første år af ØMU's tredje fase. De første to år voksede BNP med ca. 3%, hvilket var noget højere end forventet, uden at det medførte den form for ubalancer, som mange steder i verden truer bæredygtigheden i væksten. Den private opsparing er forblevet på et tilfredsstillende niveau på ca. 15% af den disponible indkomst, underskuddene på statsbudgetterne er fortsat faldet, men dog ikke helt så markant som i konvergensfasen 1990-1998, og det har øget den offentlige nettoopsparing, medens investeringerne har været sunde, men stabile, så der ikke er opstået overinvesteringsproblemer. Resultatet er, at der stort set har været i balance i de løbende poster på betalingsbalancerne i euroområdet.

Det tredje år med den fælles valuta: Konsekvenserne af nedgangen i væksten på verdensplan

I 2001 neddæmpedes verdensøkonomien meget hurtigt, og verdenshandelen gik tilbage fra en stigningstakt på ca. 12% det foregående år til en stigningstakt på næsten nul. Selv om euroområdet er en væsentligt tættere økonomisk enhed end de deltagende medlemsstater, er handelen fortsat ganske omfattende, således at det mærkbare fald i verdenshandelen nødvendigvis måtte få ganske alvorlige konsekvenser. Desuden er euroområdet stærkt integreret i verdensøkonomien, og derfor vil virkningerne af udviklingen på internationalt plan også afspejles i de finansielle relationer, de multinationale virksomheders aktiviteter og tilliden. Rystelser, der påvirkede alle lande – stigningen i oliepriserne, terrorangrebene den 11. september og korrigeringen af aktiekurserne – har bidraget til den økonomiske opbremsning på verdensplan. Men også indenlandske faktorer har spillet en rolle. Væksten i BNP i euroområdet svækkedes i årets løb og gik næsten helt i stå i sidste kvartal af 2001.

På trods af dæmpningen af aktiviteten lykkedes det i overraskende grad at skabe øget beskæftigelse, hvilket formentlig kan tilskrives de arbejdsmarkedsreformer, som blev gennemført i forbindelse med forberedelserne til den fælles valuta, og som siden er videreført. I de tre første år med den fælles valuta blev der skabt ca. 6 mio. nye job i euroområdet. Lidt mindre positivt er det, at inflationen steg fra det meget lave niveau på lige godt 1% det første år i ØMU's tredje fase til 2,5% i 2001. Det skyldes primært en række uheldige faktorer, som spillede ind efter hinanden: to gange var oliepriserne på himmelflugt, og konsekvenserne heraf blev yderligere forstærket af euroens svage stilling i forhold til de vigtigste handelspartners valutaer og stigninger i flere omgange i fødevarepriserne forårsaget af sygdomme og ugunstige vejrforhold.

Eurokursen og stillingen over for udlandet

Efter at euroen blev lanceret i 1999, faldt kursen med ca. 20% i forhold til USD. Rent nominelt havde den i foråret 2001 i realiteten mistet over 10% af sin værdi, men har siden ligget nogenlunde stabilt¹. Euroens reelle kurs udtrykt i arbejdskraftomkostninger pr. produceret enhed ligger langt under

¹ Den foreliggende meddelelse er udarbejdet pr. 21. marts 2002.

gennemsnitskursen på lang sigt (1980–2000). Resultatet er, at producenterne i euroområdet har en fordelagtig position i konkurrencen med leverandører fra tredjelande. Den indenlandske produktions konkurrencemæssige forspring i forhold til udenlandske leverancer er en af forklaringerne på, hvorfor nettoeksporten kunne bidrage positivt til BNP i 2001 på trods af et kraftigt fald i verdenshandelen. Den kendsgerning, at det ikke lykkedes at styrke euroen til et niveau, som bedre afspejlede de faktiske økonomiske forhold, gjorde det samtidig vanskeligere at holde inflationen nede.

Set i den globale sammenhæng består der fortsat væsentlige ubalancer i forhold til omverdenen. Et stort underskud i USA på betalingsbalancens løbende poster opvejes af et stort overskud i Japan og visse andre asiatiske lande, medens de løbende poster i euroområdet som helhed var tæt på at være i balance. Det er et spørgsmål, i hvilket omfang konjunkturbetingede faktorer bidrager til ubalancer på verdensplan, men de burde klinge af, når den økonomiske vækst i de respektive områder vender tilbage til en mere normal udvikling.

Finans- og pengepolitikker

Med en situation præget af manglende balance på budgetterne som udgangspunkt er der i de seneste seks år sket betydelige fremskridt i retning af større konsolidering af de offentlige finanser. Siden starten af 1999 har finanspolitikkerne været underlagt stabilitets- og vækstpakten og har i fuldt omfang overholdt referenceværdien på 3%. Den finanspolitiske tilpasning er fortsat i de fleste lande, men går langsommere. Allerede vedtagne skattnedsættelser og den konjunkturbetingede neddæmpning i 2001 har øget de faktiske budgetunderskud, hvorimod de strukturbetingede underskud har været nogenlunde uændrede. Automatiske stabilisatorer har til en vis grad gjort det muligt at afbøde virkningerne af den økonomiske neddæmpning i de fleste medlemsstater.

På trods af fremskridtene er der fortsat tale om betydelige budgetunderskud i Tyskland, Frankrig, Italien og Portugal. Der er behov for yderligere konsolideringsbestrebelse for at komme tættere på balance på budgetterne i 2004. De opdaterede stabilitetsprogrammer, der blev forelagt i 2001, indeholder tilsagn om en sådan indsats. Medlemsstaternes vilje til at nå dette mål på mellemlang sigt blev bekræftet på Det Europæiske Råd i Barcelona. Drøftelsen i Rådet af Kommissionens udkast til henstillinger vedrørende et tidligt varsel resulterede i, at Tyskland og Portugal afgav klare politiske tilsagn, som i det store og hele imødekom Kommissionens ønsker.

Den monetære politik har fortsat fokuseret på det primære mål om prisstabilitet i euroområdet, der af Den Europæiske Centralbank, ECB, er defineret som en inflation på under 2% på mellemlang sigt målt i forhold til det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP). ECB's fremadrettede mellemsigtede strategi tillod fire rentenedsættelser i 2001 med i alt 150 basispoint til 3,25% på grund af opbremsningen af økonomien, der udøver et nedadgående pres på inflationen. Finansieringsvilkårene har fortsat være befordrende for væksten. Samtidig har forventningerne til inflationen været forenelige med ECB's kvantitative definition af prisstabilitet. Inflationstakterne varierer fortsat mellem medlemsstaterne, og de monetære vilkår er generelt for stramme i de lande, hvor inflationspresset er lavt, og for lempelige i de lande, hvor den endelige efterspørgsel overstiger det potentielle output. Finanspolitikken kan tages i brug som et af flere instrumenter, men kan blive overbelastet, hvis ikke der indføres et mere fleksibelt løn- og prissystem.

Politisk samordning

De tre første år af ØMU har været præget af sunde økonomiske politikker. Denne situation er karakteriseret ved en række principper, som er fastsat i traktaten – målet om en åben markedsøkonomi med fri konkurrence, stabile priser og sunde offentlige finanser – og som bidrager til bæredygtig vækst og høj beskæftigelse. Den fælles monetære politik er overladt til den uafhængige ECB, og dens primære mål er at fastholde prisstabiliteten. Ansvar for de fleste økonomiske politikker, dvs. den nationale budgetpolitik og strukturpolitikkerne, ligger fortsat hos medlemsstaterne.

Traktaten indeholder bestemmelser om samordning af de økonomiske politikker, der fremmer positive afsmittende virkninger og tager hensyn til eventuelle negative eksterne forhold, der vil kunne gøre sig gældende, hvis beslutningstagningen ikke samordnes. De såkaldte "overordnede retningslinjer for medlemsstaternes og Fællesskabets økonomiske politikker" er det centrale element i dette system. Den kraftige vækst i beskæftigelsen, der har kunnet registreres siden 1997, kan ligeledes tilskrives de arbejdsmarkedsreformer, medlemsstaterne har gennemført, bl.a. i forbindelse med den europæiske beskæftigelsesstrategi. De årlige retningslinjer for medlemsstaternes beskæftigelsespolitik er det traktatbaserede instrument for samordningen af beskæftigelsespolitikken. Et andet vigtigt element, som ligeledes bygger på traktaten, er den multilaterale overvågning af de økonomiske politikker.

Samordningen af de økonomiske politikker (dvs. finans- og strukturpolitikkerne) kunne gøres endnu mere effektiv ved i givet fald at gøre processerne mere strømlinede og iværksætte de foranstaltninger, som Kommissionen har foreslået, og som er godkendt af Det Europæiske Råd i Barcelona. Hvis man vil have en bedre fælles vurdering af den økonomiske situation, er det desuden nødvendigt at arbejde mere ihærdigt på at opfylde de statistiske krav i relation til ØMU. Med henblik på at skabe bredere forståelse for, hvad der er god økonomisk politik i ØMU, vil Kommissionen foreslå et sæt fælles normer for gennemførelsen af økonomiske politikker for at gøre det lettere at opnå konsensus, bedre økonomisk styring og større åbenhed.

Løndannelsen under ØMU

Den Monetære Union har på mange måder ændret det makroøkonomiske klima for løn- og prissætningen i euroområdet. Lønforhandlingerne må tilpasses de nye politiske rammer, som kræver mere omfattende nominallønsfleksibilitet for at sikre konkurrenceevnen i euroområdet. Samtidig må der ved lønstigninger på nationalt plan tages hensyn til de inflationsmæssige virkninger i hele euroområdet.

I euroområdet som helhed er der i det seneste tiår gjort imponerende fremskridt i retning af nominal stabilisering af både priser og lønninger. I 1990'erne var der rent faktisk tale om en bemærkelsesværdig inflationsdæmpende proces, og i 1997 var inflationstakten faldet til under målet på 2%. På trods af en stigning i 2001 er den nominelle inflation i enhedslønomkostningerne faldet kraftigt i euroområdet. Desuden har der på trods af en markant nedgang i arbejdsløsheden i de seneste år ikke været tegn på nogen større stigning i de nominelle enhedslønomkostninger. Alt i alt kan der ikke herske megen tvivl om, at der i ØMU's første år og endog i nogle af årene forud for ØMU's indførelse blevet udvist imponerende nominal løntilbageholdenhed, hvilket vanskeligt kan tilskrives andet end ændringer i de underliggende adfærdsmæssige relationer.

Tilbageholdenheden med hensyn til reallønnen har båret frugt og bidraget til den dynamiske udvikling i beskæftigelsen i de seneste år. Ifølge forskellige overslag er NAIRU (den "naturlige arbejdsløshed", hvor inflationen er konstant) i euroområdet faldet med ca. halvdelen procentpoint, hvilket er tegn på, at ca. halvdelen af forbedringen i den faktiske arbejdsløshed kan anses for at være strukturelt betinget. Den løndisciplin, der afspejles i nedgangen i NAIRU, kan forklares med de relativt omfattende reformer på varemarkedet og arbejdsmarkedet i de fleste lande i euroområdet. Det har skærpet konkurrencen på markederne for varer og tjenesteydelser og gjort det lettere at komme ind på arbejdsmarkederne i anden halvdel af 1990'erne.

Det må dog også erkendes, at fremskridtene på reformområdet har været ganske ujævnt fordelt mellem landene, idet alle de større økonomier i euroområdet fortsat kæmper med relativt høj strukturel arbejdsløshed. Reformerne har også været forholdsvis spredte og usammenhængende, hvilket tyder på, at der er behov for en yderligere reformindsats, hvis nedgangen i NAIRU skal fortsætte.

Det er således vanskeligt at forklare den udbredte løntilbageholdenhed uden at se på indkomstpolitikken i en række lande. Opgaven består i at forene behovet for at holde lønningerne i hele euroområdet på et niveau, som er foreneligt med ECB's målsætning om prisstabilitet, med behovet for større fleksibilitet, som afspejler forskelle i niveauet og stigningstakterne for produktiviteten, så man kan reagere effektivt på ændringer i efterspørgslen i bestemte regioner eller sektorer og forbedre mulighederne for rentabel beskæftigelse.

Investerings- og vækstpotentialer i euroområdet

Offentlige og private investeringer er afgørende for udviklingen af euroområdets vækstpotentialer på mellemlang og lang sigt. ØMU og det politiske grundlag, den bygger på, må forventes at have en positiv indvirkning på de vigtigste afgørende faktorer for investeringerne, dvs. rentabiliteten og realrenten: øget finansiel integration vil give bedre finansieringsvilkår, og mindre valutakursrisici vil gøre det muligt at fordele investeringerne mere effektivt. Endelig vil der med den fornødne finansdisciplin være mindre risiko for, at de private investeringer skal blive fortrængt.

Det er endnu for tidligt at drage endelige konklusioner af ØMU's virkninger for investeringerne, eftersom det er så kort tid siden, euroen blev indført. Der er dog visse opmuntrende tegn, der peger i den rigtige retning. Hvis man medregner forberedelsesfasen på ØMU fra midten af 1990'erne, er realrenten og variationen i den reelle valutakurs faldet, og rentabiliteten efter skat har kunnet fastholdes på et ganske højt niveau. Også økonomierne i euroområdet udviser betydelig konvergens med hensyn til investeringsrater og økonomiske vilkår såsom rentabilitet og rentesatser, hvilket skyldes dels den tættere markedsintegration, dels mere harmoniserede institutionelle rammer. Tallene for de direkte udenlandske investeringsstrømme er mindre overbevisende. Fusioner og overtagelser, som muligvis afspejler virksomhedernes langsigtede strategiske målsætninger, har domineret de direkte udenlandske investeringsstrømme i de seneste år.

Euroen og det finansielle system i euroområdet

Integrationen på kapitalmarkederne i euroområdet er helt klart gået hurtigere siden overgangen til euro i januar 1999. Euroen er naturligvis ikke den eneste forklaring: globaliseringen – yderligere underbygget af liberaliseringen af internationale kapitalbevægelser – finansiell deregulering, teknologiske fremskridt og fremskridt med hensyn til etableringen af et fælles lovgivningsgrundlag i hele EU (som led i bestræbelserne på at fuldføre det indre marked for finansielle tjenesteydelser) har også været afgørende, og det samme gælder de finansielle reformer, de enkelte medlemsstater har gennemført.

Euroen har elimineret valutakursrisikoen som en kilde til opdeling af det finansielle system i euroområdet, og samtidig viser den de fulde offeromkostninger ved de resterende hindringer for integrationen. En tættere integration som følge af euroen afspejles i mere homogene markeder, en konsolideringsbølge hos de finansielle formidlere samt udveksling og udvikling af nye og innovative produkter og teknikker.

Efterhånden som aktørerne på markedet har anlagt mere europæisk dækkende strategier, har de politiske beslutningstagere på EU-plan reageret ved at udarbejde en sammenhængende politisk strategi for fuldførelsen af det indre marked for finansielle tjenesteydelser og arbejder på at få strategien hurtigt gennemført (jf. f.eks. konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Barcelona i marts 2002). Som det første – og vigtigste – har EU fastsat en ambitiøs tidsfrist, nemlig 2005, for gennemførelsen af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser – en pakke på 42 politiske initiativer med det formål at få EU's finansielle system til at fungere bedre. Der er fastsat en endnu kortere frist, 2003, for foranstaltninger vedrørende værdipapirmarkederne og handlingsplanen for risikovillig kapital.

Sidstnævnte er en regulær model for, hvordan man skal udvikle et integreret og effektivt marked for aktiefinansiering af nystartede og innovative virksomheder. Det andet er, at handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser skal omfatte alle medlemsstaterne, således at der bliver tale om en reel og ikke blot nominel integration af de nationale kapitalmarkeder. De nye rammer for beslutningstagningen i relation til lovgivningen om værdipapirer, som er vedtaget på grundlag af forslag fra Lamfalussy-udvalget, skulle bidrage til opfyldelsen af denne målsætning og sikre, at lovgivningen tilpasses hurtigere til udviklingen på kapitalmarkederne. Det tredje er, at konkurrencepolitikken skal være mere fremsynet i takt med den finansielle integration for at sikre, at de økonomiske fordele kan udnyttes i fuldt omfang. Det fjerde er, at forbrugere og investorer skal have den fornødne beskyttelse, så de kan have tillid til at operere på – og dermed få de fulde fordele af – et indre marked, der dækker hele EU.

Euroen som international valuta

Den amerikanske dollar er fortsat den vigtigste internationale valuta, men euroen blev verdens næstvigtigste valuta, da den først var indført. Der er flere faktorer, som støtter brugen af euroen som international valuta. Den første er det faktum, at euroområdet økonomi er meget stor. Den tegner sig for ca. 16% af verdens BNP, dvs. en smule mindre end den amerikanske (21%), men væsentligt større end den japanske (8%). De tre store områders respektive andele af verdenshandelen med varer og tjenesteydelser er på linje hermed. Den anden faktor, som gør euroen attraktiv som international valuta, er dens stabilitet, der afspejler de grundlæggende sunde økonomiske forhold i euroområdet understøttet af det stabilitetsorienterede økonomisk-politiske grundlag for ØMU. Den tredje faktor er den igangværende integration af de nationale kapitalmarkeder i Europa til brede, dybe og likvide paneuropæiske kapitalmarkeder, som vil styrke euroens betydning inden for international låntagning og långivning. Den amerikanske dollar vil dog på grund af netværks- og stordriftsvirkninger formentlig vedblivende være den dominerende valuta. Under alle omstændigheder er internationaliseringen af euroen en proces, der drives frem af den private sektor, og eurosystemet er hverken en hindring eller aktiv fordel for euroens internationalisering som en politisk målsætning.

Det er euroområdet – og ikke længere dets medlemsstater – resten af verden nu regner med, når internationale makroøkonomiske spørgsmål er til drøftelse. Internationale institutioner med ansvar for den multilaterale overvågning, bl.a. IMF og OECD, har erkendt konsekvenserne af disse ændringer og er begyndt med jævne mellemrum at vurdere den samlede makroøkonomiske udvikling i euroområdet. Udviklingen afspejles også i G7-finansministrenes erklæringer, som ikke længere refererer til den makroøkonomiske udvikling i de enkelte medlemsstater i euroområdet, men til hele euroområdets samlede stilling.

ØMU har bidraget til udviklingen af fælleseuropæiske holdninger, som giver EU mulighed for at begynde at spille en international rolle, der står mål med dets finansielle og økonomiske vægt. Det bør følges op med en styrkelse af dets repræsentation i internationale fora.

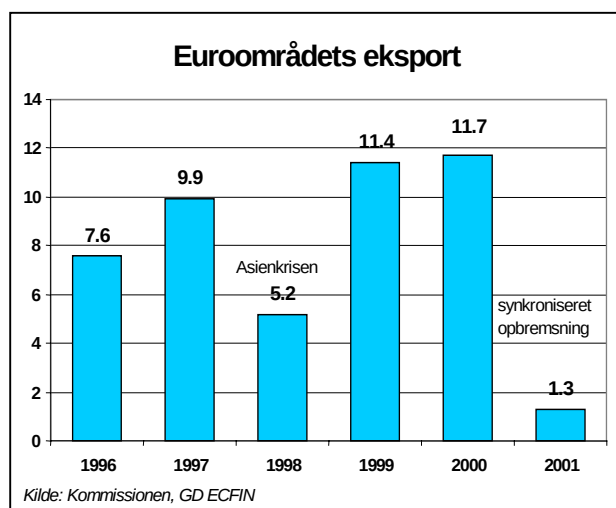
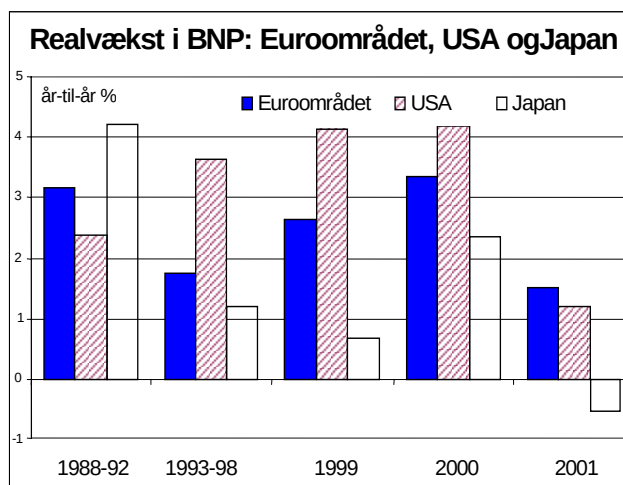
1. DEN ØKONOMISKE SITUATION OG DE POLITISKE RESULTATER

1.1 Det tredje år med den fælles valuta: Konsekvenserne af nedgangen i væksten på verdensplan

De to første år i tredje fase af ØMU voksede BNP mere end forventet med gennemsnitligt 3% om året, efterfulgt af en brat, men kortvarig opbremsning det tredje år. I 2001 dæmpedes væksten i BNP, og den forventes at forblive på et lavt niveau de første måneder af 2002. Der var både indenlandske og udefra kommende årsager til denne opbremsning. Det private forbrug har været trægt siden efteråret 2000, da husholdningernes købekraft i euroområdet blev svækket af de voldsomme stigninger i energi- og fødevarepriserne og opskrivningen af den amerikanske dollar i forhold til euroen. Desuden svækkedes forbrugertilliden af stigende usikkerhed omkring indkomstudviklingen og de faldende aktiekurser. Også investeringerne gik tilbage, da afkastet blev mindre, og forventningerne til efterspørgslen svækkedes.

Der har været tale om en voksende synkronisering med verdensøkonomien. Siden den fælles valuta blev indført, har væksten i BNP i euroområdet reduceret forskellen til USA, samtidig med at konjunkturmønstret er blevet stærkt synkroniseret med andre større økonomier. Det står i kontrast til konvergensperioden (1990–1998). Den omfattende synkronisering under recessionen sidste år kan forklares med en række alvorlige forstyrrelser, der berørte hele verden: olieprisernes himmelflugt, IT-boblen, der bristede, og begivenhederne den 11. september. Men den kan også ses som tegn på, at euroen er begyndt at opføre sig mere, som man kunne forvente af valutaen for en økonomi, som er stærkt integreret i verdensøkonomien, således som euroområdet er.

Hvad angår forholdet til omverdenen, dykkede den udenlandske efterspørgsel på grund af den bratte nedgang i aktiviteten på verdensplan. Væksten i verdenshandelen faldt kraftigt, og på trods af den svage euro faldt den reelle vækst i eksporten fra euroområdet ganske brat fra 12,5% i 2000 til lidt over 2% sidste år. Men eftersom importen faldt endnu hurtigere end eksporten, bidrog udlandssektoren alligevel positivt til væksten. Opsvinget i aktiviteten kan være drevet af øget forbrugertillid kombineret med stigninger i den disponible realindkomst, opbrugte lagerbeholdninger, vækstunderbyggende monetære vilkår og et gunstigere økonomisk klima i udlandet.

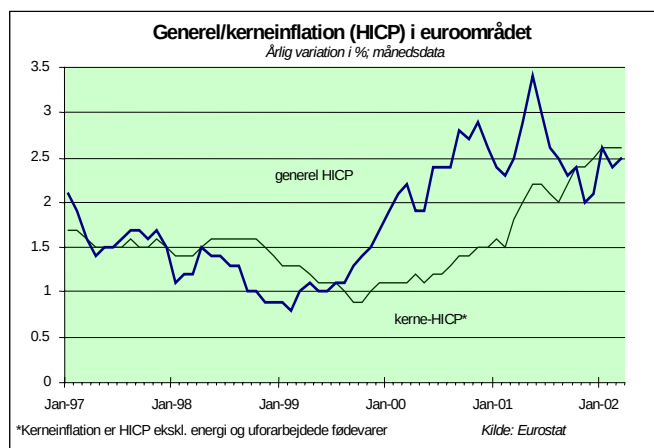
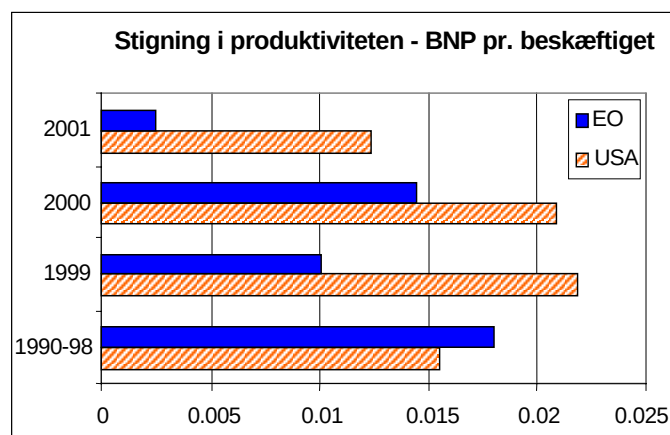
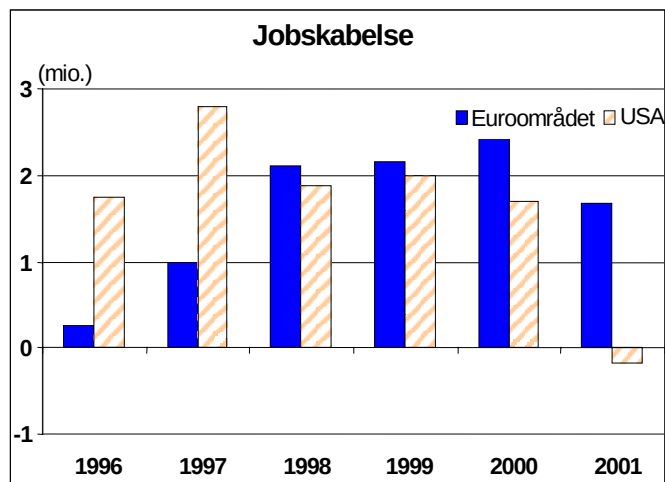


Opsvinget i den økonomiske aktivitet de første to år havde en positiv indvirkning på beskæftigelsen. Det interessante er imidlertid, at det nogenlunde lykkedes at fastholde jobskabelsen, selv i den efterfølgende nedgangsperiode. I løbet af de første tre år med den fælles valuta er der skabt ca. 6 mio. nye job i euroområdet mod 3,5 mio. i USA. Arbejdsløsheden faldt fra 11,3% i 1997 til 8,3% i 2001. Væksten i BNP har således udmøntet sig i en højere vækst i beskæftigelsen.

Forklaringen på denne beskæftigelsesfremmende vækst ligger i strukturændringer på arbejdsmarkedet. En længere periode med løntilbageholdenhed knækkede den tendens til at erstatte arbejdskraft med kapital, som havde en meget negativ indvirkning på beskæftigelsen i starten af 1990'erne. På efterspørgselssiden er det navnlig kvindernes erhvervsfrekvens, der er steget mærkbart, tilligemed deltidsjobbenes og de midlertidige ansættelsers andel af den samlede beskæftigelse. De gennemsnitlige erhvervsfrekvenser er dog stadigvæk lavere end i USA og de skandinaviske lande.

Stigningen i produktiviteten var gennemsnitligt stort set den samme i euroområdet og USA i første halvdel af 1990'erne, men siden anden halvdel af 1990'erne har produktiviteten i USA været væsentligt højere end normalt på det modne stadium i konjunkturforløbet, medens produktiviteten i euroområdet har fulgt et mere traditionelt og procyklisk mønster. En anden væsentlig forskel har været den kraftigere stigning i udbuddet af arbejdskraft i USA, der til en vis grad kan tilskrives migration og den amerikanske økonomis evne til at absorbere en voksende arbejdsstyrke. Begge faktorer forklarer, hvorfor væksten i BNP har været højere i USA end i euroområdet.

Efter en meget lav inflation i begyndelsen af tredje fase af ØMU har stigningerne i forbrugerpriserne siden starten af 2000 ligget over ECB's øvre grænse på 2%. Den generelle forbrugerpris-inflation (målt efter det harmoniserede forbrugerprisindeks) steg fra kun 1,1% i 1999 til 2,3% i 2000 og 2,5% i 2001. Stigningen kan i vidt omfang forklares med en række specielle faktorer, som har presset omkostningerne i vejret, samtidig med at produktionsgabet hovedsagelig har været negativt siden midten af 1990'erne.

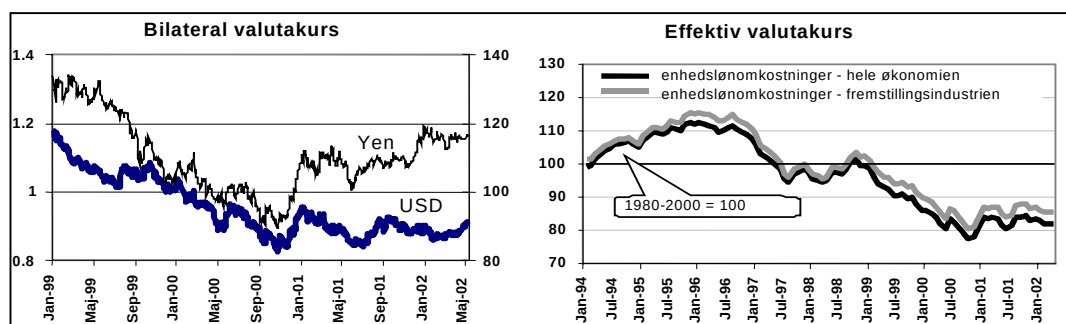


To væsentlige omkostningsfremmende faktorer har præget udviklingen i forbrugerprisinflationen: voldsomme stigninger i importpriserne og de indenlandske fødevarepriser. Højere importpriser – primært en kombination af højere verdenspriser på olie og en svagere euro – var hoveddrivkraften bag stigningen i inflationen i 1999 og det meste af 2000. I slutningen af 2000 var det BSE-frygten, udbruddet af mund- og klovesyge og usædvanligt dårligt vejr, der gjorde sig gældende og bidrog til den stadigt stigende forbrugerprisinflation indtil midt på foråret i 2001. I starten af 2002 var yderligere stigninger i priserne på uforarbejdede fødevarer som følge af usædvanligt koldt vejr visse steder i Europa samt mindre gunstige udviklinger i energipriserne igen med til at presse den generelle inflation opad.

1.2 Eurokursen og udlandsbalancerne

Euroområdet

Straks efter at euroen blev indført i 1999, faldt eurokursen med over 20% i forhold til USD, men er igen steget ca. 10% fra det laveste niveau i oktober 2000. Rent nominelt var den faldet med mere end 10% i foråret 2001, men har siden ligget nogenlunde stabilt. Denne stabilitet de seneste måneder skyldes, at USD og GBP har flydt uden nogen klar tendens inden for en bredere margen i forhold til euroen, medens euroens nedskrivning i forhold til CHF stort set blev opvejet af opskrivningen i forhold til JPY. Den relative stabilitet i den effektive valutakurs i denne periode er overraskende i betragtning af de dramatiske udsving i verdensøkonomien og den generelle opfattelse af, at euroen grundlæggende er undervurderet.



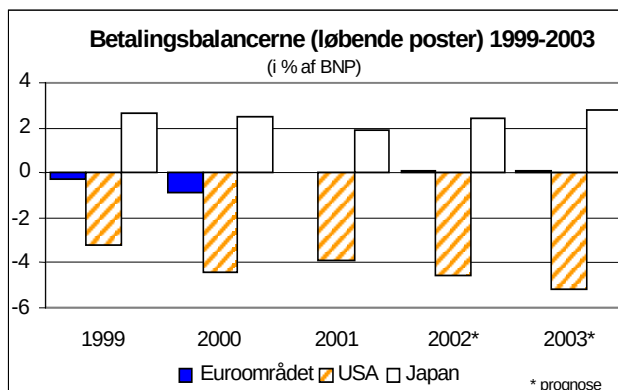
Euroens reelle effektive kurs udtrykt i arbejdskraftomkostninger pr. produceret enhed ligger væsentligt under gennemsnitskursen på lang sigt (1980–2000). Producenterne i euroområdet har en gunstig og stærk position i konkurrencen med leverandører fra tredjelande. Den indenlandske produktions konkurrencemæssige forspring i forhold til udenlandske leverancere er en af forklaringerne på, hvorfor nettoeksporten kunne bidrage positivt til BNP i 2001 på trods af et kraftigt fald i verdenshandelen. Den kendsgerning, at det ikke lykkedes at styrke euroen til et niveau, som bedre afspejlede de faktiske økonomiske forhold, gjorde det samtidig vanskeligere at holde inflationen nede.

Den reelle effektive valutakurs er en afgørende faktor for handelsstrømmene over grænserne. Ændringer i direkte skatter og afgifter, lønftaler og landespecifikke omkostningsfaktorer indvirker på de indenlandske producenters position på verdensmarkederne². En reel nedskrivning vil normalt forbedre de indenlandske producenters konkurrencemæssige stilling, men samtidig mister forbrugerne købekraft. Det har også en ugunstig indvirkning på inflationspresset. Spørgsmålet om, "hvor stor en konkurrenceevne" der er mest hensigtsmæssig, vil afhænge af økonomiske omstændigheder på et givet tidspunkt.

²

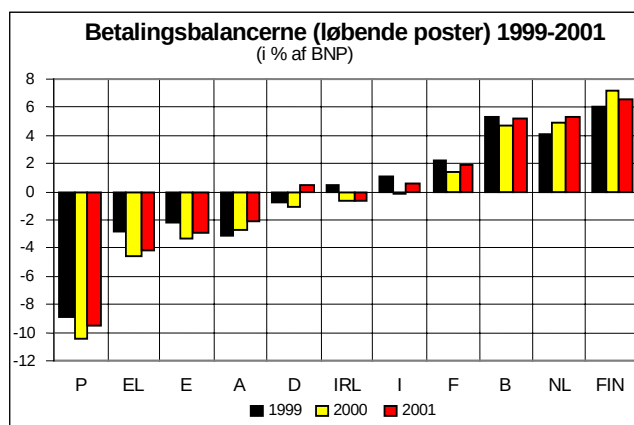
Prismæssig konkurrenceevne er et snævert begreb, for også andre faktorer såsom produktkvalitet, service og præcision har betydning for, hvor stærkt et lands eksportsektor står. I *World Economic Forum's Global Competitiveness Report* rangerer landene efter deres "current competitiveness" og "growth competitiveness". Europa-Kommissionen offentliggør også en rapport hvert år om erhvervslivets konkurrenceevne. Se desuden *Competitiveness: A Dangerous Obsession* af P. Krugman, Foreign Affairs, marts-april 1994

Euroområdet løbende betalingsbalance blev fortsat bedre i hele 2001. Den makroøkonomiske situation på årsbasis udviste et meget lille overskud, og ifølge de seneste prognoser forventes der et mindre overskud frem til 2003. I den globale sammenhæng var der fortsat tale om ganske store ubalancer i forhold til udlandet. Den amerikanske økonomis store underskud på betalingsbalancens løbende poster opvejes delvist af et stort overskud i Japan og visse andre lande i Asien, medens de løbende poster var næsten i balance i euroområdet som helhed. Det er vanskeligt at sige, i hvilket omfang konjunkturbetingede faktorer bidrager til globale ubalancer, men de burde blive mindre eller helt forsvinde, når den økonomiske vækst i de respektive områder vender tilbage til en mere normal udvikling. Alt andet lige vil konjunkturbetingede faktorer medføre underskud på de løbende poster i perioder med indkomststigninger over gennemsnittet og overskud i perioder med indkomststigninger under gennemsnittet.



Medlemsstaterne

Medens der ikke har været tale om nogen væsentlig ubalance på de løbende poster i euroområdet som helhed de første tre år, har udviklingen været meget uensartet i medlemsstaterne. Eksterne ubalancer inden for euroområdet giver anledning til at overveje, hvorvidt det overhovedet er acceptabelt, at der forekommer eksterne ubalancer i ØMU. Selv om der altid tidligere har været tale om ubalancer på de løbende poster i de enkelte medlemsstater, har euroen ændret situationen markant, fordi det indre kapitalmarked gør det lettere at finansiere underskud. Lande kan således operere med ubalancer i lang tid og dermed akkumulere store negative nettostillinger over for udlandet. Det er ikke i sig selv u hensigtsmæssigt. Der kan være gode grunde til at have underskud på betalingsbalancens løbende poster (f.eks. i forbindelse med indhentning af efterslæb), som afspejler aktiviteten i den private sektor. Ubalance på de løbende poster i forhold til udlandet i en medlemsstat vil imidlertid i sidste ende medføre en ændring af dets nettostilling over for udlandet. Selv uden at komme ind på det teoretiske grundlag for balance på de løbende poster må det erkendes, at akkumuleringen af udlandsgæld på et eller andet tidspunkt vil ramme mod loftet. Eftersom der ikke længere kan foretages korrigeringer ved hjælp af ændringer i den nominelle valutakurs, har andre kanaler, der påvirker konkurrenceevnen, fået større betydning. For et land, som er nødt til at forbedre sin prismæssige konkurrenceevne, er løntilbageholdenhed eller strukturreformer for at øge produktiviteten de eneste muligheder. Strukturreformer er blevet særligt påkrævede, fordi relativ løntilbageholdenhed er vanskeligere i euroområdets lavinflationsklima.



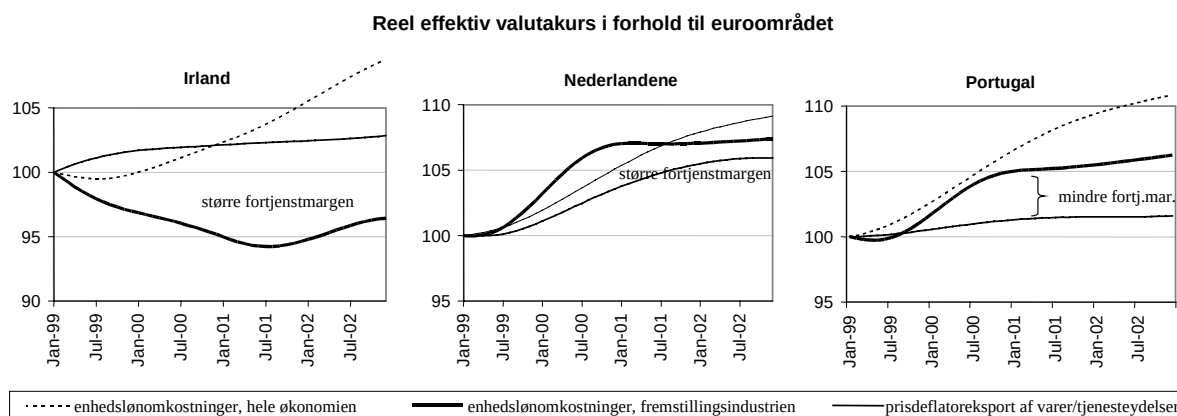
Den konkurrencemæssige situation varierer mellem medlemsstaterne både med hensyn til niveau og med hensyn til udviklingen i de seneste år. I de enkelte medlemsstater har udviklingen siden ØMU's start været følgende, sammenholdt med gennemsnittet i euroområdet³: i nogle lande forringedes den prismæssige konkurrenceevne – Portugal (-10%), Nederlandene (-8%), Irland (-6%) og Spanien (-3%) – medens andre forbedrede deres prismæssige konkurrenceevne – Tyskland (+5%), Grækenland (+5%) og Østrig (+2%). I de øvrige lande var den prismæssige konkurrenceevne stort set uændret – Frankrig (+0,6%), Belgien-Luxembourg (-0,4%), Italien (-1%) og Finland (-1%).

³

Målt som den reelle effektive valutakurs udtrykt i enhedslønomkostninger i fremstillingsindustrien.

Den udvikling, der har kunnet registreres siden indførelsen af den fælles valuta, er ikke nødvendigvis udtryk for bevægelser væk fra det mest hensigtsmæssige niveau for konkurrenceevnen, eftersom der muligvis ikke var ligevægt i udgangspositionerne. Divergerende udviklinger i den reelle effektive valutakurs i medlemsstaterne kan forklares med forskelle i produktivitetsstigning og inflationstakt samt strukturbetingede faktorer såsom åbenheden i økonomien og sammensætningen af handelen. En mere dybtgående vurdering af bevægelserne i de reelle valutakurser kræver således en omfattende analyse af den økonomiske situation i hvert enkelt land.

En måde, hvorpå man kan vurdere de potentielle konsekvenser, ville være at se på variationen i eksportpriser minus variationen i enhedslønomkostninger i fremstillingsindustrien som en model for udviklingen i fortjenstmargenerne. Hvis omkostningsstigninger ikke kan skubbes over på eksportpriserne, fordi producenterne ikke er tilstrækkeligt stærke til at styre priserne på deres eksportmarkeder, vil fortjenstmargenerne komme under stigende pres. Hvis man som eksempel tager de tre lande, der har mistet mest i konkurrenceevne i euroområdet, har Portugal og Nederlandene den samme geografiske fordeling af deres udenrigshandel – ca. en tredjedel af handelen foregår med lande uden for euroområdet og to tredjedele inden for euroområdet – medens fordelingen for Irlands vedkommende er 55% uden for euroområdet og 45% inden for. Det betyder, at Irland har mistet mindre konkurrenceevne inden for euroområdet og har haft større fordel af den svage euro end de to andre lande.

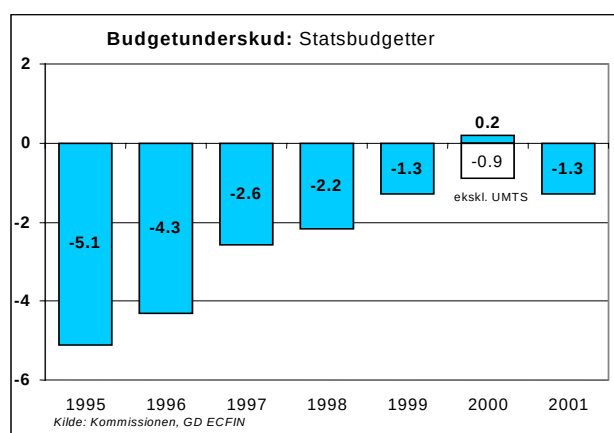


Ud fra et politisk perspektiv er det vigtigt, at man ud over at følge eurorådets samlede balance over for udlandet også holder øje med de enkelte deltagende medlemsstaters udlandsbalancer, fordi de kan være fingerpeg om landespecifikke problemer. Den prismæssige konkurrenceevne kan blive forringet i takt med, at landet bevæger sig i retning mod eller fra ligevægtpunktet. Den monetære politik er rettet mod euroområdet og kan derfor ikke anvendes effektivt til at håndtere landespecifikke situationer med for kraftig efterspørgsel eller for stort udbud. Der er behov for en finanspolitik – og specielt struktur-reformer – som tager sigte på at øge udbuddet for at forhindre, at ubalancer på de løbende poster over for udlandet akkumulerer, hvilket i sidste ende kan true den finansielle stabilitet.

1.3 Makroøkonomiske politikker i euroområdet

Resultater

Hvad angår *finanspolitikken*, blev der med stabilitets- og vækstpakten etableret en omfattende overvågningsprocedure for at gøre det muligt at følge budgetpolitikkerne i ØMU. Formålet er at sikre budgetdisciplinen og hjælpe ECB til at opretholde prisstabiliteten. Eftersom en fælles valuta betyder, at nationale finanspolitikker får større betydning for tilpasningen til landespecifikke udviklinger, er der i stabilitets- og vækstpakten opstillet "en



mellemfristet målsætning ... om en budgetsaldo tæt på balance eller i overskud", som "vil gøre det muligt for medlemsstaterne at klare normale konjunkturudsving, samtidig med at de holder underskuddet på deres offentlige finanser inden for referenceværdien på 3% af BNP". Ifølge stabilitets- og vækstpagten skal medlemsstaterne i euroområdet hvert år ajourføre deres budget- og finanspolitik på mellemlang sigt ved hjælp af stabilitetsprogrammer⁴. Stabilitetsprogrammerne er de vigtigste instrumenter i budgetovervågningen i ØMU og vurderes af Kommissionen og Rådet.

Udgangssituationen var præget af manglende balance på de offentlige budgetter, men i de seneste seks år er der gjort ganske gode fremskridt i retning af større finansdisciplin. De faktiske budgetsaldi i euroområdet forbedredes frem til 1999, til dels som følge af ihærdige konsolideringsbestræbelser, og mange medlemsstater har nu overskud på budgettet. Siden har de positive resultater i visse lande i vidt omfang kunnet tilskrives kraftig vækst, eftersom der kun har været tale om meget beskedne forbedringer i de underliggende forhold i relation til de offentlige finanser. I 2001 er budgetunderskuddene blevet større på grund af skattenedsættelser, som ikke blev fuldt opvejet af udgiftsnedskæringer og virkningerne af de automatiske stabilisatorer i forbindelse med konjunkturedgangen.

Finanspolitikkerne har siden starten af 1999 været fastlagt inden for rammerne af stabilitets- og vækstpagten. Referenceværdien på 3% er rent faktisk blevet et "hårdt loft", som ingen medlemsstat endnu har brudt. Tilpasningen af de offentlige finanser er fortsat i de fleste af landene, men i et noget langsommere tempo. I 2001 havde de fleste medlemsstater budgetsaldi, som opfyldte kravet i stabilitets- og vækstpagten om "tæt på balance eller i overskud".

Det er klart, at stabilitets- og vækstpagten har spillet en betydelig rolle for disse resultater, men på trods af disse skridt i den rigtige retning er budgetunderskuddene stadigvæk for store i Tyskland, Frankrig, Italien og Portugal, og det har indvirkning på hele euroområdets makroøkonomiske størrelser. Der er behov for yderligere konsolideringsbestræbelser for at komme tæt på balance senest i 2004. Der blev i forbindelse med forelæggelsen af ajourførte stabilitetsprogrammer i 2001 givet tilsagn herom. Eftersom budgetunderskuddene i 2001 i Tyskland og Portugal oversteg målene i deres respektive stabilitetsprogrammer ganske meget og nærmede sig referenceværdien på 3% af BNP, rettede Kommissionen henstilling til Rådet om at give et "tidligt varsel" i henhold til bestemmelserne i stabilitets- og vækstpagten. Efter at Kommissionens udkast til henstillinger vedrørende et tidligt varsel var blevet drøftet i Rådet, gav Tyskland og Portugal stærkt forpligtende politiske tilsagn, som i alt væsentligt imødekom Kommissionens ønsker.

Som helhed er budgettilpasningens sammensætning et positivt træk ved forbedringen af budgetsituationen. Mindskelse af skattebyrden i fornødent omfang (især marginalskatten på arbejdskraft), fjernelse af skattemæssige uligheder og begrænsning af de løbende udgifter er den mest effektive metode til at sikre en varig tilpasning af de offentlige finanser. Den seneste udvikling på de offentlige budgetter viser, at de fleste lande bevæger sig i denne retning. Den nuværende tilpasning er primært baseret på begrænsning af udgifterne, samtidig med at den samlede skattebyrde er blevet mindre målt i forhold til BNP. De igangværende skattereformer må forventes at bidrage til at mindske den usædvanligt høje skattebyrde, der stadig gør sig gældende i mange EU-lande. Nedsættelse af skatterne på både kapital og arbejdskraft, især lavtlønnet arbejdskraft, burde medføre en større akkumulering af fysisk og menneskelig kapital, skaffe flere ind på arbejdsmarkedet og øge efterspørgslen efter arbejdskraft.

Euroområdet står imidlertid over for to væsentlige problemer i relation til den fremtidige finanspolitik:

- *Fjernelse af de tilbageværende ubalancer og opretholdelse af en neutral udvikling i de offentlige finanser:* Hvis euroområdet skal nyde godt af gunstig vækst og lav inflation, er det afgørende at få fjernet de tilbageværende ubalancer og opretholde en neutral udvikling i de offentlige finanser. Fortsat finansdisciplin vil også gøre det lettere for ECB at opfylde målet om prisstabilitet. Ved at sikre, at budgetsituationerne opfylder målsætningen på mellemlang sigt i stabilitets- og vækstpagten om "tæt på balance eller i overskud", vil medlemsstaterne også være i stand til at klare normale konjunkturudsving, reagere på landespecifikke fænomener og skaffe tilstrækkelig luft på budgettet til at kunne gennemføre de nødvendige strukturreformer.

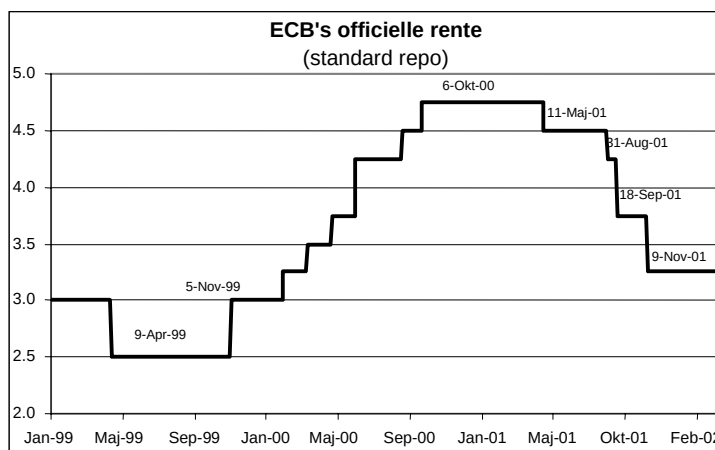
⁴

De medlemsstater, som ikke deltager i euroområdet, skal fortsat fremlægge konvergensprogrammer.

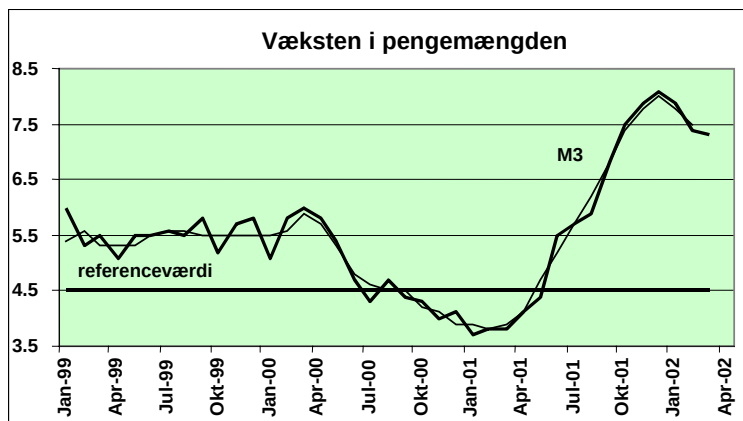
- *Problemet med den stigende gennemsnitsalder i befolkningen:* Bæredygtigheden i de offentlige finanser indgår nu som led i overvågningen inden for rammerne af stabilitets- og vækstpagten. Der er afdækket visse risici i flere medlemsstater. Det kan gøre det nødvendigt at fastsætte mere ambitiøse budgetmål på mellemlang sigt for at sikre en mere jævn gældsudvikling fremover.

Hvad angår den *monetære politik*, er ECB's primære målsætning ifølge traktaten at sikre prisstabiliteten. Den monetære politik skal også støtte de økonomiske politikker i euroområdet, uden at det dog må svække målet om prisstabilitet. ECB's strategi for den monetære politik består af tre elementer: en kvantitativ definition af prisstabilitet og "to søjler", der anvendes til at vurdere risici, som truer prisstabiliteten. Prisstabilitet blev af ECB defineret som en stigning på under 2% fra år til år i det harmoniserede forbrugerindeks i euroområdet, som skal fastholdes på mellemlang sigt. Definitionen på prisstabilitet er målestok for vurderingen af, hvorvidt ECB's monetære politik opfylder sit primære formål. Desuden har ECB erklæret, at den fælles monetære politik skal tage sigte på udviklingen i hele euroområdet og derfor ikke skal reagere på specifikke regionale eller nationale udviklinger. Den første søjle i ECB's strategi for den monetære politik tillægger pengemængden stor betydning, hvilket fremgår af den meddelte referenceværdi for forøgelsen af den brede pengemængde, M3. Siden december 1998 har ECB's referenceværdi ligget på en vækstrate på 4,5%. Den anden søjle består af en analyse af en lang række andre økonomiske indikatorer, bl.a. omkostnings- og prisindekser, valutakursen, indikatorer for realøkonomien og indikatorer for kapitalmarkedet, så man kan få en bredt baseret vurdering af inflationsudsigterne og de risikomomenter, der kan true prisstabiliteten.

I foråret 1999 satte ECB renten ned med henvisning til faldende inflation og usikre globale vækstudsigter i kølvandet på de finansielle kriser i Sydøstasien, Rusland og Brasilien. Da væksten tog til igen senere på året, og inflationspresset steg, hævede ECB atter renten. I 2000 ændrede de store stigninger i oliepriserne kombineret med en faldende eurokurs balancen i truslerne mod prisstabiliteten til et pres opfejer. Samtidig lå væksten i pengemængden hele tiden over referenceværdien på 0,5%, og låntagningen i den private sektor fortsatte med at vokse ganske kraftigt. ECB reagerede på det øgede inflationspres ved at hæve renten i flere omgange. De forringede økonomiske udsigter for verdensøkonomien og navnlig den amerikanske økonomi udløste en række rentesænkninger i de større økonomier i løbet af 2001. ECB sænkede renten fire gange sidste år med i alt 150 basispoint til 3,25%. Det skete på trods af en inflationstakt over den øvre grænse på 2%, fordi en stor del af prisstigningerne var af midlertidig karakter, medens den svagere økonomi pressede inflationen ned. Udsigterne til, at en midlertidigt højere inflationstakt ikke ville slå igennem i inflationsforventningerne, bidrog til at fastholde løntilbageholdenheden.



Det meste af tiden de første tre år, den fælles valuta har eksisteret, lå væksten i pengemængden over ECB's referenceværdi, og i sidste kvartal af 2001 og første kvartal af 2002 lå den langt over de 4,5%. ECB mente dog ikke, at den seneste kraftige vækst i pengemængden ville true prisstabiliteten, fordi den primært blev vurderet som værende forårsaget af ændringer i beholdningerne af monetære aktiver i et klima præget af voksende usikkerhed. I denne



sammenhæng forhindrede en vækst i M3 over referenceværdien ikke ECB i at foretage yderligere rentenedsættelser efter terrorangrebene i USA i september 2001.

Det er helt afgørende, at ECB baserer sine beslutninger om renten på de økonomiske forhold i euroområdet som helhed, men der er samtidig forskel på inflationstakten i de forskellige medlemsstater. Det er imidlertid også tilfældet mellem f.eks. de enkelte stater i USA. De økonomiske politikker må tilpasses for at rette op på indenlandske ubalancer i de enkelte lande i euroområdet.

1.4 Samordning af de økonomiske politikker i ØMU

Traktaten sikrer det nødvendige grundlag for en sund økonomisk politik. Den forpligter medlemsstaterne til at arbejde for en åben markedsøkonomi med fri konkurrence, stabile priser og sunde offentlige finanser, som kan medvirke til at skabe bæredygtig vækst og høj beskæftigelse. Traktaten pålægger de forskellige politiske beslutningstagere en række opgaver, men blander sig i øvrigt ikke i deres beslutninger (en kombination af principperne om subsidiaritet og samordning). Den uafhængige ECB har til opgave at gennemføre den fælles monetære politik. Dens vigtigste målsætning er at sikre prisstabiliteten. Ansvar for de fleste andre økonomiske politikker, dvs. den nationale budgetpolitik og strukturpolitikkerne, ligger fortsat hos medlemsstaterne.

Traktaten indeholder bestemmelser om en samordning af de økonomiske politikker, som fremmer positive afsmittende virkninger og tager hensyn til alle eventuelle negative eksterne forhold, der vil kunne gøre sig gældende, hvis beslutningstagningen ikke samordnes. De "overordnede retningslinjer for medlemsstaternes og Fællesskabets økonomiske politik" er det centrale element i dette system. De årlige retningslinjer for medlemsstaternes beskæftigelsespolitik er det traktatbaserede instrument for samordningen af beskæftigelsespolitikken. Et andet vigtigt element, der ligeledes bygger på traktaten, er den multilaterale overvågning af de økonomiske politikker.

Disse overordnede retningslinjer er en vejledning for de relevante politiske beslutningstagere både på det makroøkonomiske og det strukturelle område. Retningslinjerne er meget omfattende, fordi de har til formål at sikre den nødvendige sammenhæng både i politikernes gennemførelse, mellem politikkerne indbyrdes og i geografisk henseende. Den multilaterale overvågning foregår i praksis på grundlag af nogle procedurer og processer, som har til formål at sikre en sund budgetpolitik (stabilitets- og vækstpakten), der kan fremme strukturreformer på arbejdsmarkedet, på varemarkedet og på kapitalmarkedet (Luxembourg- og Cardiff-processerne). I juni 1999 introducerede Det Europæiske Råd i Köln den makroøkonomiske dialog. Den omfatter både politiske beslutningstagere og repræsentanter for arbejdsmarkedets parter og giver dem mulighed for at udveksle synspunkter om økonomiske tendenser og politiske behov inden for ØMU. I marts 2000 indarbejdede Det Europæiske Råd i Lissabon målsætningerne om økonomiske og sociale reformer i en tiårs dagsorden med det mål at gøre EU til den mest konkurrencedygtige og dynamiske videnbaserede økonomi i verden – i stand til at skabe bæredygtig økonomisk vækst med flere og bedre job og større social samhørighed.

Både graden af samordning af de økonomiske politikker og formen for denne samordning varierer ganske betydeligt mellem de politiske områder. Under alle omstændigheder bygger en succesrig samordning på tre elementer: (i) en fælles vurdering af den aktuelle økonomiske situation og de økonomiske udsigter, (ii) bedre forståelse af, hvordan ØMU og dens medlemsstaters økonomier fungerer, og (iii) de politiske beslutningstageres vilje til at give og tage imod åbne og direkte råd, acceptere princippet om pres fra de øvrige medlemsstater og tilpasse politikkerne i fornødent omfang.

Samordningen af den økonomiske politik i ØMU har været genstand for vurderinger, som konkluderer, at der ikke er behov for nye processer, og disse konklusioner blev godkendt af Det Europæiske Råd i henholdsvis Helsinki og Lissabon. Desuden blev det på Det Europæiske Råd i Barcelona understreget, at man primært skal fokusere på selve gennemførelsen. Der er blevet lagt vægt på "learning-by-doing" med henblik på gradvise forbedringer. De tre første år er der gjort mærkbare fremskridt på følgende tre områder:

De overordnede retningslinjer for den økonomiske politik

Disse retningslinjer bidrager fortsat til at skabe konvergens i ØMU og det primære sigte er – i overensstemmelse med konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Lissabon – at forbedre EU's vækstpotentiale gennem økonomiske reformer. Retningslinjerne er blevet styrket på forskellig måde. De er blevet mere operationelle via konkrete og specifikke henstillinger på både det generelle og det landespecifikke område. Man er også blevet mere opmærksom på selve gennemførelsen. Til dette formål har Kommissionen besluttet, at der skal udarbejdes en omfattende gennemførelsesrapport, hvori det vurderes, i hvilket omfang medlemsstaterne har fulgt henstillingerne.

De overordnede retningslinjer for den økonomiske politik har fået endnu større betydning, efter at det i Lissabon blev besluttet i højere grad at inddrage Det Europæiske Råd. På Det Europæiske Råds forårssamling, hvor man drøfter økonomiske og sociale spørgsmål, bliver de politiske retningslinjer udbygget og præciseret. Desuden tages der nu også hensyn til og trækkes på arbejdet under andre relevante rådssamlinger, som har ansvaret for implementeringen på deres respektive områder og bidrager til udarbejdelsen af de efterfølgende overordnede retningslinjer for den økonomiske politik

Stabilitets- og vækstpakten

Pakten er udformet med det formål at tilvejebringe sunde budgetsituationer i medlemsstaterne som en forudsætning for, at ØMU kan fungere effektivt. Der blev med henblik på paktes gennemførelse i 2001 vedtaget en ny adfærdskodeks, som også omfatter udformningen og indholdet af de stabilitetsprogrammer, medlemsstaterne i euroområdet fremlægger. Den nye kodeks gør det lettere at sammenligne programmer ved hjælp af fælles eksterne forudsætninger for prognoserne og ved at forlange alle de nationale programmer forelagt nogenlunde samtidig hvert efterår. Desuden skal medlemsstaterne nu afgive flere og mere detaljerede oplysninger for at gøre det lettere at analysere spørgsmål vedrørende de offentlige finansers bæredygtighed på lang sigt.

Eurogruppen

Eurogruppen omfatter ministre fra de medlemsstater, der har indført euroen. Kommissionen og i givet fald også ECB inviteres til at deltage i møderne. Gruppen fungerer som et uformelt forum for åbenhjertige drøftelser af ØMU-relaterede spørgsmål. Dette uformelle forum har gjort det lettere at fastlægge fælles holdninger hos ministrene om emner af fælles interesse. De emner, der drøftes, er udvidet fra oprindeligt kun at vedrøre f.eks. konjunkturforløb, budgetopstillinger og udviklingen i valutakurser og på kapitalmarkedet til også at omfatte strukturanliggende, som har indvirkning på væksten og de offentlige finanser. Desuden er Eurogruppen gjort endnu mere effektiv, efter at dens arbejdsprocedurer er blevet forbedret, og den er gjort mere synlig.

Der er gjort fremskridt de tre første år, den fælles valuta har fungeret, men det er nødvendigt at styrke den politiske samordning yderligere. Til dette formål godkendte Det Europæiske Råd i Barcelona en række foranstaltninger, som skal sikre en bedre fælles vurdering af den økonomiske situation. Der må også gøres en mere ihærdig indsats for at opfylde de statistiske krav i relation til ØMU. Kommissionen startede desuden i marts 2002 udsendelsen af en kvartalsrapport med en redegørelse for det løbende analysearbejde. For at skabe bedre fælles forståelse af, hvad der er god økonomisk politik i ØMU, vil Kommissionen om kort tid fremsætte forslag til et sæt fælles normer for, hvordan de økonomiske politikker bør gennemføres.

2. TILSYN MED LØNUDVIKLINGEN I ØMU

2.1 Indledning

Oprettelsen af ØMU forventedes at få kraftig indvirkning på markedsaktørerne og navnlig påvirke prissætningen og lønforhandlingsadfærden. ØMU har på væsentlige områder ændret det makroøkonomiske klima, som i dag er karakteriseret ved en fælles stabilitetsorienteret monetær politik for euroområdet og sunde nationale finanspolitikker. Debatten om ØMU's indvirkning på løndannelsen har været centreret omkring tre forskellige, men indbyrdes forbundne aspekter: (i) den nødvendige grad af nominallønsfleksibilitet for at tage hensyn til, at lønningerne nu påvirker den prismæssige konkurrenceevne mere direkte, (ii) den direkte indvirkning på forventningerne til reallønnen (lønfastsættelseskurven) og dermed på ligevægtpunktet i relation til arbejdsløsheden, og (iii) indvirkningen på arbejdsmarkedsinstitutionerne, navnlig lønforhandlingsmekanismerne.

Det har været en udbredt opfattelse, at ØMU generelt ville skabe bedre grundlæggende forudsætninger for en beskæftigelseskompatibel lønforhandlingsadfærd, når sammenhængen mellem lønudviklingen og beskæftigelsen blev mere indlysende og stringent. Nu, hvor der ikke længere er mulighed for at klare problemerne med en devaluering af den nominelle valutakurs, vil enhver væsentlig fejl i lønfastsættelsen i sidste ende give sig udslag i tab af konkurrenceevne, forringede arbejdsmarkedsvilkår og behov for efterfølgende smertefulde justeringer.

I ØMU er det derfor endnu vigtigere end tidligere, at lønudviklingen er i overensstemmelse både med det makroøkonomiske grundlag, der fastlægges på EU-plan, og med de individuelle landespecifikke behov. Lønforhandlingsadfærden viser således følgende:

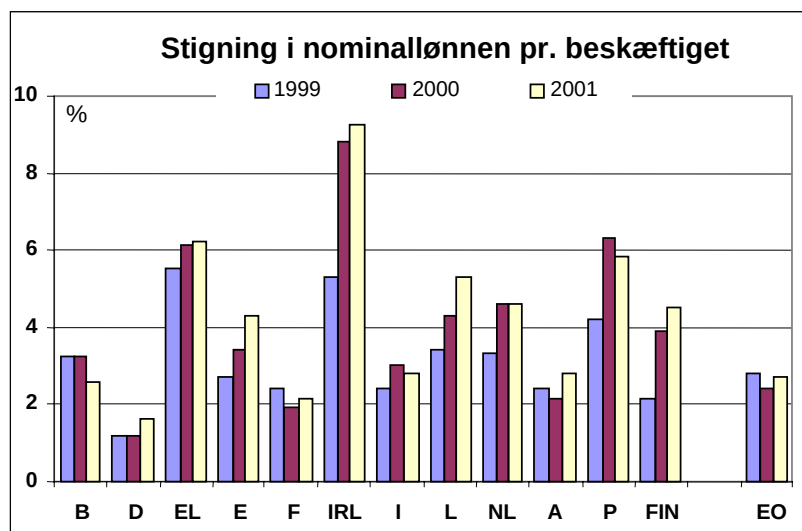
- Hvis den generelle udvikling i nominallønnen ikke kan forenes med prisstabilitet, vil alt for store lønstigninger indebære inflationsrisici for euroområdet som helhed med deraf følgende negative virkninger for væksten og beskæftigelsen i hele ØMU.
- En udvikling i reallønnen, som følger stigningen i arbejdskraftens produktivitet og om nødvendigt tager hensyn til behovet for at gøre kapacitetsfremmende og beskæftigelsesskabende investeringer mere rentable, vil ikke forringe konkurrenceevnen og arbejdsmarkedsvilkårene.
- Den fælles valuta giver større åbenhed og gør det lettere at foretage lønsammenligninger, som kan resultere i "lønefterligning". Konvergens med hensyn til levestandard er en målsætning for EU, som kan forventes opfyldt lidt efter lidt, hvorimod bestræbelser på alt for hurtigt at indhente andre landes forspring med hensyn til lønniveau rent faktisk kan bremse eller endog standse processen i retning af reel konvergens.
- Lønftaler, som tager hensyn til produktivitsforskelle på grundlag af kvalifikationer, færdigheder og geografiske områder, er ikke blot med til at bevare arbejdspladser og styrke jobskabelsen generelt, men kan også give bedre beskæftigelsesmuligheder for bestemte grupper såsom unge, lavtuddannede eller langtidsledige og bidrage til en mere effektiv omfordeling af arbejdskraften på tværs af erhverv, sektorer og regioner.

Ansvaret for lønfastsættelsesprocedurerne og for, at de giver resultater, som er forenelige med målet om opnåelse og fastholdelse af høj beskæftigelse, ligger fortsat primært hos den private sektor. Som nævnt ovenfor kan en uhensigtsmæssig lønudvikling – eller, mere generelt, uhensigtsmæssige arbejdsmarkedsstrukturer – i bestemte lande eller regioner, navnlig hvis de er så store, at der bliver behov for en vis udligning via den monetære politik, også få skadelige konsekvenser for andre medlemmer af ØMU. En tættere samordning af den økonomiske politik vil kunne bidrage til at internalisere disse virkninger.

2.2 Den samlede lønudvikling: nogle enkelte facts

Vi har det seneste tiår oplevet en bemærkelsesværdig inflationsdæmpende proces. De noget matte samlede økonomiske resultater i den pågældende periode har været med til at mindske inflationspresset, men noget tyder på, at den høje grad af prisstabilitet, der har kunnet registreres, også kan tilskrives systemændringer i tilslutning til forberedelserne til tredje fase af ØMU. Med prisstabilitet og en høj grad af bæredygtig konvergens som de afgørende krav for at kunne deltage i euroområdet er også forskellene mellem inflationstakten i de enkelte lande kraftigt indsnævret under denne proces. For euroområdet som helhed bremsedes stigningen i nominallønnen pr. beskæftiget næsten parallelt med prisstabiliseringen, og den nominelle kompensation pr. arbejdstager forventes på nuværende tidspunkt at stige med gennemsnitligt ca. 3% om året. Ved første øjekast ser det derfor ud til, at aktørerne i lønforhandlingsprocessen generelt erkender behovet for at holde sig på linje med prisstabiliteten.

Som et biprodukt af den nominelle stabilisering er den absolutte spredning i stigningen i nominallønnen mellem landene også mindsket ganske væsentligt i det sidste tiår, hvilket har resulteret i en nogenlunde ensartet udvikling i nominallønnen i de seneste år. I 2001 udgjorde den absolutte spredning i stigningen i nominallønnen pr. arbejdstager i de "fire store" eurolande dog stadigvæk 2,7 procentpoint (fra 1,6% i Tyskland til 4,3% i Spanien). Pengelønningerne steg dog noget hurtigere i Finland og Nederlandene, hvilket kan tilskrives forskellige placeringer i konjunkturforløbet; de højeste stigninger i nominallønnen kunne registreres i Irland, Portugal og Grækenland. Resultatet er, at der fortsat er en betydelig spredning i stigningstakterne i pengelønnen i euroområdet⁵.



Der er således behov for konvergens i retning af en lønadfærd, som tager sin indvirkning på den samlede prisinflation alvorligt, men forskelle mellem landene med hensyn til produktivitetsniveauer og vækstrater sætter i realiteten grænser for, hvor stor en lønsynkronisering der er hensigtsmæssig. At lade lønningerne afspejle forskelle mellem lande, regioner og sektorer er et middel til at få reallønsniveauerne til at konvergere over tid på vedvarende eller højere beskæftigelsesniveauer. Kraftigere stigninger i nominallønnen i visse lande, der samtidig oplever hurtigere vækst i arbejdskraftens produktivitet, behøver således ikke nødvendigvis at være et problem.

⁵ Hvis koefficienten for variationen i stigningstakterne i nominallønnen tages som målestok, synes spredningen i stigningen i nominallønnen at være blevet noget større over tid. Man kan dog fortsat hævde, at der er tale om en tættere synkroniseret nominallønsadfærd, hvis man ser på målene for den relative spredning.

Stabiliseringen af udviklingen i de nominelle enhedslønomkostninger har været ledsaget af en vis udjævning af spredningen mellem medlemsstaterne på dette felt. I 2001 skete der dog et vist skred i stigningen i de nominelle enhedslønomkostninger, og der er ligeledes tydelige tegn på lidt for kraftige stigninger i en række mindre lande.

Neddæmpningen af den økonomiske aktivitet i 2001 var ledsaget af en kraftigere stigning i de nominelle enhedslønomkostninger. For euroområdet som helhed steg disse omkostninger med ca. 2,5% sidste år. Det kan i et vist omfang tilskrives, at stigningen i arbejdskraftens produktivitet var svagere end forventet, men flere lande – primært uden for euroområdet – har helt klart vist tegn på overophedning. For euroområdet som helhed går de aktuelle forventninger dog i retning af en svagere stigning i de nominelle enhedslønomkostninger, og stigningstakten forventes at vende tilbage til niveauet under 2% i 2002.

Det vil altså sige, at på trods af en stigning i 2001 er inflationen i de nominelle enhedslønomkostninger i euroområdet som helhed faldet. Desuden har der, på trods af en markant nedgang i arbejdsløsheden i de seneste par år, hidtil ikke været klare tegn på, at disse omkostninger atter vil begynde at stige kraftigt i euroområdet som helhed. Det skal indrømmes, at flere lande, som har oplevet nogle år med vedvarende vækst, og hvor arbejdsmarkedet er blevet forholdsvis stramt (Irland, Nederlandene og Portugal), synes at være relativt mere udsat for efterfølgende lønpres. Desuden vil arbejdstidsnedsættelsens virkninger for lønomkostningerne i Frankrig muligvis slå stærkere igennem, når først de kompenserende produktivitetsstigninger begynder at klinge af. Alt i alt har der i ØMU's første år, som også omfatter den lange forberedelsesperiode, kunnet konstateres en imponerende løntilbageholdenhed, som helt sikkert også kan tilskrives ændringer i underliggende adfærdsmæssige relationer⁶.

Yderligere bekræftelse på den generelle løntilbageholdenhed finder vi i udviklingen i reallønnen justeret for produktivitet. Det er klart, at dette i sin enkleste form blot går ud på at analysere udviklingen i de reelle enhedslønomkostninger som udtryk for ændringer i arbejdsindkomstens andel af den samlede indkomst. For euroområdet som helhed har arbejdsindkomstens andel rent faktisk været nogenlunde konstant de tre første år af ØMU efter at være faldet vedvarende de fem forudgående år.

Ser man nærmere på udviklingen i de reelle enhedslønomkostninger i de sidste tre år, kan man dog udlede følgende mønster:

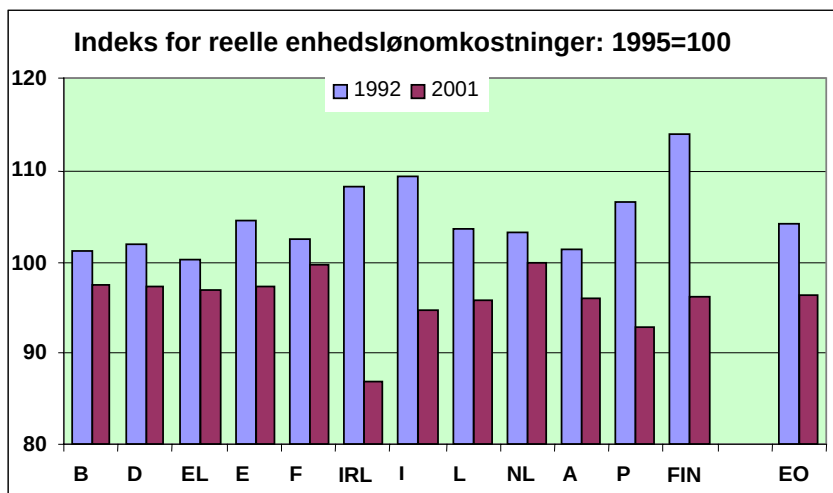
- Der har i næsten samtlige lande i euroområdet været tale om reallønstilbageholdenhed. Kun i Frankrig, Luxembourg og Portugal var de reelle enhedslønomkostninger højere i 2001 end tre år før.
- I landene i den tidligere DM-blok plus Italien har der stort set ikke været nogen stigning i de reelle enhedslønomkostninger i de seneste tre år, og det første år oplevede Spanien en pause i den faldende tendens for lønningernes andel.
- I Irland og Finland, som begge har kunnet registrere betydelige fald i de reelle enhedslønomkostninger i årene forud for ØMU, er denne udvikling nu standset, og de reelle enhedslønomkostninger er begyndt at stige.

⁶ Udtrykt mere formelt synes prognoserne for lønadfærdighederne frem til starten af 1990'erne generelt at overvurdere lønudviklingen de følgende år (OECD 2000).

- Grækenland, som først kom til senere, har de seneste tre år kunnet registrere et markant fald i de reelle enhedslønomkostninger, som kompenserer for den kraftige reallønsstigning i årene forud for ØMU.

Det er tydeligt, at tilbageholdenheden i relation til reallønnen har båret frugt og bidraget til den dynamiske udvikling i beskæftigelsen i de senere år. Arbejdsløsheden i euroområdet er faldet markant fra det højeste niveau på 11,5% til under 8,5%, og alligevel har lønudviklingen været afdæmpet. NAIRU i euroområdet kan således være faldet med ca. halvandet procentpoint og fortsætter nedad, hvilket tyder på, at ca. halvdelen af

nedgangen i den faktiske arbejdsløshed formentlig er strukturbetinget. Andre internationale organer, bl.a. OECD og IMF, er i det store og hele nået til samme konklusioner. Det er klart, at man må vide noget mere om de underliggende mekanismer bag løntilbageholdenheden, før man kan udtale sig om, hvorvidt denne proces præget af løntilbageholdenhed kan fastholdes.



2.3 Faktorerne bag løntilbageholdenheden i de seneste år

For bedre at forstå karakteren af løntilbageholdenheden, således som den afspejles i nedgangen i NAIRU, bør man også se på de relativt omfattende reformer på varemarkedet og arbejdsmarkedet i de fleste lande i euroområdet, som har skærpet konkurrencen på markederne for varer og tjenesteydelser og fjernet den skarpe opdeling af arbejdsmarkederne i anden halvdel af 1990'erne mellem dem, der var "inde i varmen", og dem, der stod udenfor. De beskæftigelsesfremmende reformer⁷ har bl.a. taget sigte på skatte- og overførselssystemer, f.eks. i form af nedsættelser af indkomstskatten for bestemte grupper eller økonomisk støtte til lavtlønnede i beskæftigelse, samt modernisering af arbejdets tilrettelæggelse, herunder øgede muligheder for deltidsarbejde og mere fleksible arbejdskontraktordninger.

Desuden vil indførelsen af den fælles valuta nødvendigvis medføre skærpet konkurrence på markederne for varer og tjenesteydelser på grund af den større prisgennemsigtighed mellem ØMU-medlemsstaterne⁸. ØMU underbygger således de bestræbelser, som er i gang i forbindelse med programmet for det indre marked, og som tager sigte på at få markederne for varer og tjenesteydelser til at fungere bedre. Resultatet er, at potentialet for overskudsdelingsadfærd mellem arbejdstagere og virksomheder vil blive stærkt reduceret.

⁷ Mere aktive og forebyggende arbejdsmarkedspolitikker kan også have været med til at forbedre beskæftigelsessituationen, men deres indvirkning på løntilbageholdenheden og NAIRU er mere tvivlsom.

⁸ Man skal dog være opmærksom på, at flere kommentatorer stiller sig mere skeptiske til, hvorvidt integrationen nødvendigvis vil indebære skærpet konkurrence, fordi integration også gør det lettere for multinationale virksomheder at forfølge strategier, som potentielt kan sætte dem i stand til at dominere bestemte varemarkeder i hele Europa.

Centralisering, samordning og makroøkonomiske resultater

Diskussionen om, hvordan forhandlingsstrukturer påvirker lønudviklingen er i vidt omfang baseret på Calmfors' og Driffills hypotese, ifølge hvilken der er et "omvendt U-forhold" mellem arbejdsløshed og graden af centralisering af lønforhandlingerne. Fuldt centraliserede og fuldt decentrale forhandlinger giver de mest beskæftigelsesbefordrende resultater, primært fordi forhandlinger inden for de enkelte virksomheder tager hensyn til virksomhedens konkurrenceevne, og forhandlinger, der gælder for hele økonomien, tager sigte på de makroøkonomiske beskæftigelsesvirkninger. Imellem disse to yderpunkter tages der ikke i fuldt omfang hensyn til lønstigningers eksternalitetskonsekvenser for beskæftigelsen, og det giver dårligere resultater. Der er imidlertid kun begrænset empirisk belæg for det omvendte U-forhold. Effektiv samordning, den være sig formel (f.eks. via lønnormer, der vedtages med regeringens mellemkomst) eller uformel (f.eks. via "pattern bargaining") kan opfattes som en metode til at overvinde de potentielle ulemper ved lønforhandlinger på et mellemliggende niveau.

Det er vanskeligt at vurdere præcist, hvor meget de forskellige reformbestrebelse har bidraget til udviklingen, men der kan ikke herske tvivl om, at de har haft en vis betydning for nedbringelsen af NAIRU ved at medvirke til at holde lønkravene nede. Samtidig må det dog også erkendes, at der er stor forskel på, hvor langt landene er nået med reformerne. Alle de større økonomier i euroområdet har fortsat en relativt høj strukturbetinget arbejdsløshed.

Det er således vanskeligt at forklare den udbredte løntilbageholdenhed uden at se på de uformelle indkomstpolitikkers betydning i en række lande⁹. I de sidste par år er der i Belgien, Danmark, Finland, Tyskland, Grækenland, Spanien, Irland, Italien, Nederlandene og Portugal indgået to- og treparts-aftaler om lønpolitik, som typisk har forpligtet de parter, der deltager i kollektive forhandlinger, til en eller anden form for løntilbageholdenhed, som er forenelig med målsætningen om prisstabilitet, og som kan bidrage til at forbedre konkurrenceevnen. Regeringens inddragelse i "trepartssocialpagter" kan have forskellig form, f.eks. kan den tilbyde skattenedsættelser og/eller specifikke arbejdsmarkedspolitiske foranstaltninger til gengæld for løntilbageholdenhed, således som det var tilfældet for nylig i Finland og Irland. Finland har også gjort forsøg på at øge nominallønsfleksibiliteten ved at indføre såkaldte "ØMU-stødpudefonde"¹⁰, men de vil sandsynligvis kun få relativt begrænset effekt.

Belgien er formentlig det tydeligste eksempel på, hvordan der tages direkte hensyn til konkurrenceevnen. I 1996 vedtog regeringen en "lov vedrørende beskæftigelse og konkurrenceevne", som omfattede en lovfæstet lønnorm for 1997–1998, ifølge hvilken lønstigningerne ikke måtte være større end de gennemsnitlige lønstigninger i Belgiens nabolande, dvs. Frankrig, Tyskland og Nederlandene. Arbejdsmarkedets parter indgik rent faktisk nye tværfaglige aftaler i 1998 og 2000, som atter omfattede en lønnorm relateret til lønudviklingen i nabolandene som den afgørende reference for de gennemsnitlige lønstigninger i Belgien¹¹.

⁹ Vedrørende en mere detaljeret redegørelse henvises til f.eks. Det Europæiske Observationsorgan for Forbindelserne på Arbejdsmarkedet (EIRO) EIROonline (2000).

¹⁰ I perioder med økonomisk opsving forhøjes socialsikringsbidragene, så der indbetales lidt mere, end det er nødvendigt. I perioder med konjunkturedgang kan de akkumulerede midler derefter anvendes til at dække de øgede socialsikringsomkostninger.

¹¹ Den seneste rammeaftale, der blev indgået i december 2000, lægger et loft over stigningerne i nominal-lønnen pr. beskæftiget på i alt 6,4% for perioden 2001–2002.

Socialpagter

I 1980'erne og 1990'erne genopstod trepartssocialpagterne i en række medlemsstater; denne erhvervsvenlige strategi blev i de fleste tilfælde valgt, fordi situationen var præget af høj arbejdsløshed og stive arbejdsmarkedsstrukturer. For en regering indebærer trepartsforhandlinger om strukturreformer den fordel, at man på et tidligt tidspunkt kan få et indtryk af, hvad der er politisk realistisk, og i sidste ende kan få arbejdsmarkedets parter aktive støtte til gennemførelsen af en overenskomst. Desuden giver trepartsforhandlinger mulighed for at indgå pakkeaftaler, hvorefter de enkelte deltagere kan hævde i hvert fald delvist at have nået deres mål. Ofte tilskynder regeringerne til pakkeaftaler ved at lokke med belønninger (f.eks. i form af skattenedsættelser), hvis forhandlingerne lykkes. For arbejdsmarkedets parter indebærer trepartsforhandlinger mulighed for at kunne påvirke politikkerne på et tidligt stadium og opnå større legitimitet.

Under forberedelserne til tredje fase af ØMU kom der nye dimensioner ind i samordningsprocessen: på det finanspolitiske område var det nødvendigt at opfylde Maastricht-kriterierne, og på det monetære område var det nødvendigt at holde inflationen nede, hvilket også satte øget fokus på lønudviklingen. Det pres, der oprindeligt gjorde det fordelagtigt at operere med socialpagter, er dog formentlig lettet noget med indførelsen af den fælles valuta og de gunstige vækstbetingelser i 1999/2000.

Samordnede lønforhandlinger på nationalt plan har bidraget til at fastholde løntilbageholdenheden. Sådanne ordninger slås imidlertid med et grundlæggende problem i relation til "tidskonsistens", som gør det vanskeligt at isolere aftalen. Navnlig de frie kapitalbevægelser betyder, at de mekanismer, der skal binde arbejdsgiverne til at foretage flere investeringer, er relativt ineffektive. Det svækker igen incitamentet for arbejdstagerne til at udvise løntilbageholdenhed i forventning om fremtidige investeringer. Regeringerne kan derfor få stadigt vanskeligere ved at udforme støttepolitikker, som hovedaktørerne i lønforhandlingerne finder acceptable.

I en situation, hvor inflationen i euroområdet konvergerer på forholdsvis lave niveauer, har generel løntilbageholdenhed imidlertid fået mindre betydning, hvorimod større nominallønsfleksibilitet for at få ØMU til at fungere bedre er blevet vigtigere. Erfaringerne tyder på, at samordnede lønforhandlinger på nationalt plan ofte giver resultater, som tager sigte på en række generelle indikatorer, der gælder for hele økonomien, i stedet for på regionale behov, virksomhedernes behov og kvalifikationsrelaterede behov. Under forudsætning af, at samordnede lønforhandlinger giver mulighed for fleksibel tilpasning på lavere forhandlingsniveauer, kan denne forhandlingsform give ganske forskelligartede resultater. I de senere år har der i flere lande været en udvikling i retning af "centraliseret decentralisering" af lønforhandlingerne, f.eks. i form af "åbningsklausuler", som tillader en vis grad af differentiering på virksomhedsniveau. Centraliserede forhandlinger har imidlertid i visse tilfælde vist sig uegnede til hurtigt at korrigere en lønudvikling, som var ude af trit med produktiviteten. I sådanne tilfælde kan det medfølgende tab af konkurrenceevne akkumuleres over ganske lang tid, før den uundgåelige og smertefulde tilpasning sætter ind.

Med en arbejdsmarkedspolitik, som tager sigte på at mobilisere arbejdsstyrkepotentialer ved hjælp af omfattende strukturreformer med det formål at øge erhvervsfrekvensen, kan det samlede lønpres i realiteten forblive begrænset. De ledsagende strukturreformer letter også overgangen til en større grad af indbygget løndifferentiering.

Hidtil er der gjort fremskridt med at gennemføre reformer af arbejdsmarkedsinstitutionerne i euroområdet, og der er ingen tvivl om, at lønforhandlingsinstitutioner og lønfastsættelsespraksis generelt har reageret ganske positivt på det nye økonomiske klima både i forberedelsesperioden forud for tredje fase af ØMU og i de følgende tre år. På mellemlang sigt vil drivkræfterne i form af prisgennemsigtighed, øget mobilitet for kapitalen, handelsintegration og konkurrence formentlig betyde, at efterspørgslen efter arbejdskraft vil skabe større reallønselasticitet. Det burde tilskynde til en beskæftigelsesfremmende lønforhandlingsadfærd, efterhånden som sammenhængen mellem lønudvikling og udvikling i beskæftigelsen bliver langt tydeligere og mere stringent.

3. INVESTERINGER OG VÆKSTPOTENTIALE I EUROOMRÅDET

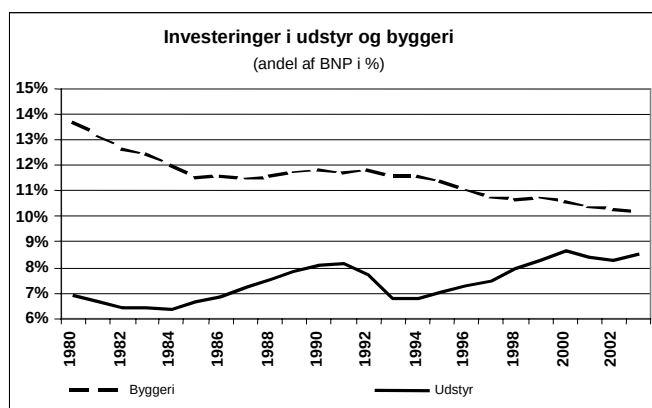
3.1. Udviklingen i investeringerne i euroområdet i 1990'erne

Offentlige og private investeringer er afgørende for udviklingen af euroområdets vækstpotentiale på mellemlang og lang sigt, fordi de er bestemmende for kapitalmængdens struktur og størrelse og bidrager afgørende til udbredelsen af ny teknologi. Der foreligger endnu ingen entydige empiriske beviser¹², men det står dog klart, at ØMU indebærer et betydeligt investeringsfremmende potentiale i euroområdet af følgende tre grunde:

- ved at virke som et supplement til programmet for gennemførelsen af det indre marked fremmer euroen konkurrencen og reducerer valutakursrisiciene;
- efterhånden som tendensen i retning af øget integration på kapitalmarkedet styrkes, kan der forventes en generel bedring af virksomhedernes finansieringsvilkår, og det bliver lettere at foretage investeringer på tværs af grænserne;
- i relation til den økonomiske politik forventes det, at ØMU vil virke som katalysator for struktur-reformer, navnlig på arbejdsmarkedet. På det finanspolitiske område vil mindre underskud og faldende gældsrate få indvirkning på renten og skabe plads til øget aktivitet i den private sektor.

Selv om der ikke kan herske tvivl om, at ØMU rummer et investeringsfremmende potentiale, skal det dog understreges, at realiseringen af dette potentiale vil kræve en betydelig politisk indsats i de kommende år både på det makroøkonomiske og det mikroøkonomiske område. Man får et indtryk af problemernes omfang ved at analysere tidligere tendenser. Euroområdets lidet imponerende investeringsindsats i 1990'erne anses af mange for at være en væsentlig del af forklaringen på de relativt ringe faktiske og potentielle vækstresultater. I det følgende vil man forsøge at isolere de faktorer, som er afgørende for investeringstendenserne, med særlig vægt på dem, som ØMU må forventes at påvirke direkte eller indirekte.

Euroområdets investeringsaktiviteter var meget begrænsede det meste af 1990'erne. Investeringsopsvinget i slutningen af 1990'erne var langsomt sammenholdt med den foregående investeringscyklus, som begyndte i 1986, varede i fem år og nåede op på en stigningstakt for de samlede investeringer på 7%. I modsætning hertil var opsvinget i slutningen af 1990'erne både kortere og mindre udtalt, og de årlige stigningstakter oversteg ikke 5%. Investeringsforeningerne viser et tilsvarende billede af et mere dæmpet opsving i 1990'erne med fortsatte stigninger fra 1997 til 2000, men stadigvæk under det højeste niveau i slutningen af 1980'erne. Investeringerne steg usædvanligt kraftigt i anden halvdel af 1980'erne¹³.



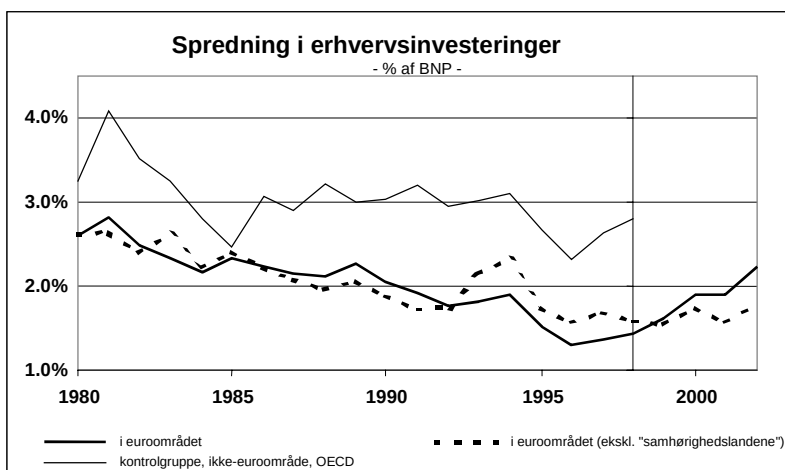
¹² Eftersom det er så kort tid siden, ØMU-processen startede, er det helt klart for tidligt at forsøge sig med en komplet, empirisk vurdering af ØMU's indvirkning på investeringerne i euroområdet.

¹³ Denne kraftige stigning kan – i hvert fald delvist – tilskrives forventningerne til fuldførelsen af det indre marked.

Udviklingen i de samlede investeringer kan opdeles i investeringer i byggeri og anlæg og investeringer i udstyr eller, som en anden mulighed, i offentlige og private investeringer. Bygge- og anlægssektoren, der tegner sig for over halvdelen af de samlede investeringer, spillede en vigtig rolle for de afdæmpede investeringsaktiviteter i euroområdet efter recessionen i 1992–1993. I modsætning hertil forekommer de to perioder i henholdsvis 1980'erne og 1990'erne, hvor investeringerne i udstyr ekspanderede, nogenlunde ensartede med hensyn til både varighed og stigningstakt. De gennemsnitlige stignings-takter var en smule lavere under ekspansionen i 1990'erne, men i 2000 var realinvesteringerne i udstyr væsentligt højere målt i % af BNP end i den gunstigste periode i den foregående investeringscyklus. Ca. tre fjerdedele af erhvervslivets samlede investeringsudgifter går til udstyr, hvilket også fremgår af det vedvarende vækstmønster i det meste af anden halvdel af 1990'erne. Også IKT-udgifternes andel af det samlede BNP er steget i de senere år¹⁴. I modsætning til erhvervsinvesteringerne faldt de offentlige investeringers andel i BNP støt fra 1991 til 1998 (til dels som følge af privatisering), hvorefter de har ligget nogenlunde stabilt. Hvis man ser bort fra byggeri og anlæg og offentlige investeringer, er billedet for 1990'erne med hensyn til investeringer i udstyr således opmuntrende, idet erhvervsinvesteringerne på dette område er steget siden midten af 1990'erne, navnlig i faste priser, medens priserne i IKT-sektoren er faldet drastisk. Erhvervsinvesteringerne er (i % af BNP) nu oppe på et niveau, der svarer til højdepunktet i slutningen af 1980'erne.

I 1990'erne var der tale om en kraftig indsnævring af forskellene mellem landene med hensyn til investeringsrate, medens spredningen i investeringsraterne i resten af OECD-landene¹⁵ stort set er uændret. Det varslede øget konvergens i de økonomiske vilkår og strammere synkronisering af politikkerne under forberedelserne til tredje fase af ØMU. Overraskende nok var udviklingen i den reelle konvergens endnu mere markant for de mere avancerede økonomier end for "samhørighedslandene".

Siden 1999 er spredningen i erhvervsinvesteringsraterne ikke blevet mindre, og i de seneste år er den oven i købet blevet en smule større, hvilket til en vis grad skyldes det kraftigere investeringstempo i de lande, der har noget at indhente.



¹⁴ I en undersøgelse for nylig skønnede ECB (ECB WP 122, *New Technologies and Productivity Growth in the Euro Area*, Vijselaar et Albers), at IKT-investeringernes bidrag til stigningen i output i euroområdet er øget fra 0,37 procentpoint i perioden 1991-1995 til 0,74 procentpoint i 1996-1999.

¹⁵ Inkl. Danmark, Sverige og Storbritannien.

Direkte udenlandske investeringer

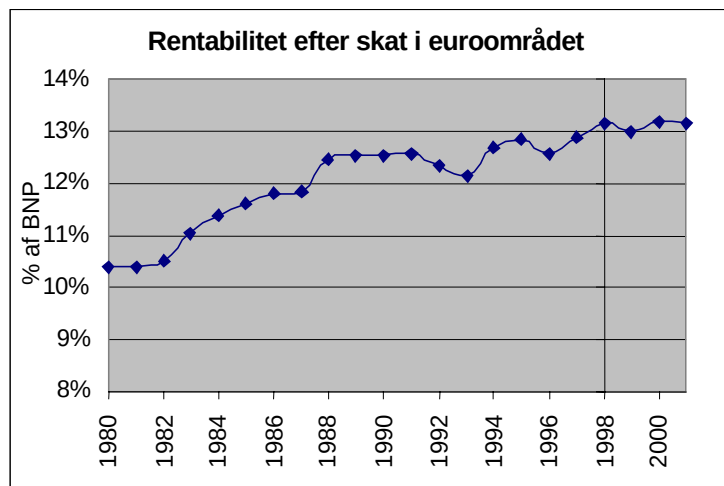
Gennem 1990'erne betød den europæiske integration gradvis fjernelse af hindringer for direkte udenlandske investeringer og udenlandske virksomheders direkte ejerskab. Indførelsen af euroen har yderligere reduceret de hindringer for investeringsstrømme inden for euroområdet, der lå i risikoen for valutakursudsving og i den private sektors hidtidige præference for indenlandske investeringer. Samtidig er handelshindringerne reduceret, og i det omfang, direkte udenlandske investeringer træder i stedet for handelsstrømme, er det derfor et spørgsmål, hvor stor samlet indvirkning integrationen har haft.

Både udgående direkte investeringer fra euroområdet og indgående investeringer i området steg markant i anden halvdel af 1990'erne. Det høje nettoniveau for udgående direkte investeringer i de senere år kræver en kommentar. De udgående direkte udenlandske nettoinvesteringer fra euroområdet steg voldsomt i anden halvdel af 1990'erne og udgjorde gennemsnitligt over 1% af BNP fra 1996 til 1999. Data for de direkte udenlandske investeringer viser, at investeringer foretaget af virksomheder etableret i euroområdet rent faktisk steg langt stærkere i andel halvdel af 1990'erne, end det fremgår af nationalregnskabernes tal for erhvervsinvesteringer. En analyse af geografiske og sektormæssige data bekræfter, at den kraftige stigning i nettostrømmene i de direkte udenlandske investeringer i de seneste år i vidt omfang kunne tilskrives strategiske beslutninger hos multinationale virksomheder i nogle få sektorer og geografiske områder, som formentlig i højere grad var begrundet i global ekspansion end i forskelle i forventet rentabilitet. Data for 2000 viser store indgående investeringsstrømme i Tyskland og store udgående strømme fra Storbritannien til fusioner og overtagelser i telesektoren. Der foreligger ikke noget entydigt empirisk bevis for, at de direkte udenlandske investeringer har reageret kraftigt på forskelle i konkurrenceevne inden for euroområdet.

3.2 Afgørende faktorer for investeringer i euroområdet

De økonomiske teorier peger på tre væsentlige makroøkonomiske faktorer som bestemmende for investeringerne: den samlede efterspørgsel, prisen på kapital og rentabiliteten. I betragtning af produktivitetens og den potentielle væksts særlige betydning har man foretaget en enkelt og direkte test af de vigtigste makroøkonomiske variablers relative betydning, idet man har anvendt rentabilitet, relative investeringspriser og realrenten som variabler til at forklare investeringerne i udstyr. Som forventet viser undersøgelsesresultaterne, at højere afkast, lavere relative investeringspriser, lavere realrente og lavere skat har en positiv indvirkning. En vedvarende stigning i rentabiliteten på 1 procentpoint øger investeringerne i udstyr målt i forhold til BNP med mellem 0,10 og 0,15 procentpoint. Et tilsvarende fald i de relative investeringspriser eller realrenten ville øge disse investeringers andel med ca. 0,05 procentpoint.

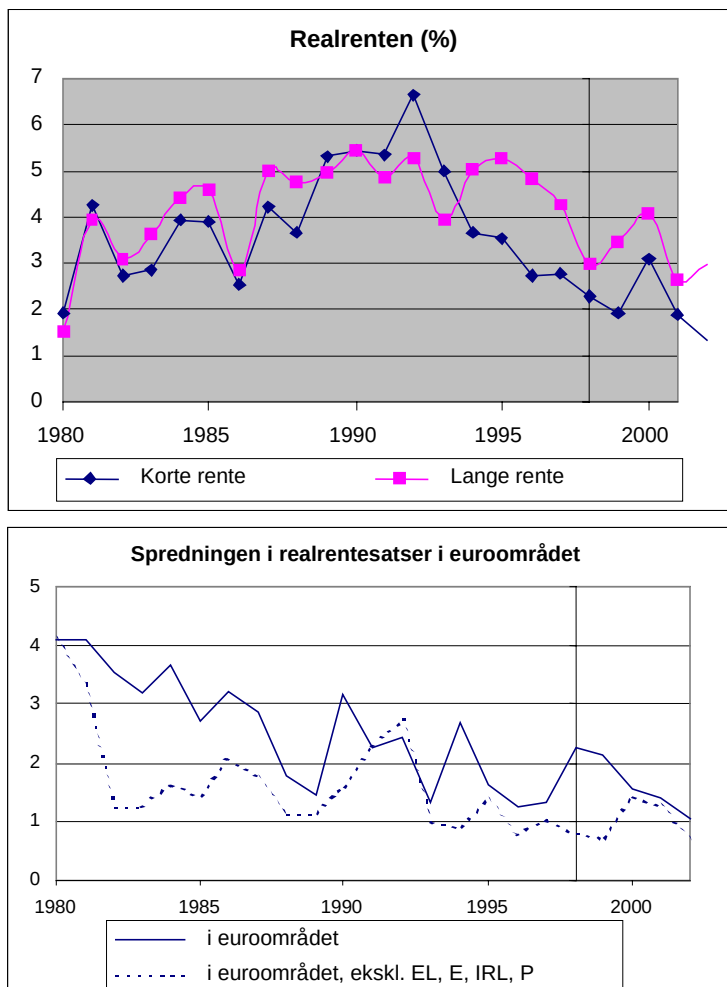
Siden starten af 1990'erne har der været tale om en mærkbar og vedvarende udvikling i euroområdet i retning af øget rentabilitet efter skat¹⁶. Samtidig er væksten blevet mere arbejdskraftintensiv, hvilket tyder på, at arbejdskraft ikke længere i samme grad erstattes med kapital. Denne tendens afspejler både den langsigtede udvikling i retning af en mere servicesektordomineret økonomi og den lange periode med vedvarende



¹⁶ Målt som BNP i markedspriser minus arbejdsindkomst (ekskl. selvstændige) gange én minus effektiv selskabsskat, alt i procent af kapital.

løn tilbageholdenhed. Desværre synes den relativt kraftige stigning i rentabiliteten foreløbig ikke at have udmøntet sig i en tilsvarende stigning i de samlede investeringer. Det er derimod opmuntrende at se, at ØMU har haft positive virkninger for investeringerne ved at reducere usikkerheden, efter at valutakursudsving mellem medlemsstaterne i euroområdet nu er noget, der hører fortiden til, og det samme gælder lavere korte og lange renter på grund af ØMU's sunde finanspolitiske grundlag.

Som forventet har de grundlæggende makroøkonomiske determinanter for investeringerne ligeledes vist en betydelig grad af konvergens i de senere år. Spredningen i rentabiliteten efter skat, målt efter standardafvigelsen, er næsten halveret siden slutningen af 1980'erne med et særligt markant fald i starten af 1990'erne. Også realrentesatserne viser tegn på konvergens. Konvergens i rentabiliteten kan tilskrives øget konkurrence på varemarkedet og arbejdsmarkedet, men også øget mobilitet for kapitalen som følge af finansiel liberalisering. Dette tilligemed øget synkronisering af de finanspolitiske og monetære vilkår inden for euroområdet forklarer konvergens mellem realrentesatserne. Ikke desto mindre spiller landespecifikke faktorer fortsat en rolle. Den bemærkelsesværdige stigning i de irske investeringer har været ledsaget af en kraftig stigning i rentabiliteten efter skat. Portugal er det eneste land, hvor rentabiliteten har været faldende de sidste tre år, men eftersom realrenten også er faldet, har investeringsraten kun ændret sig ganske lidt.



De traditionelle makroøkonomiske variabler synes til en vis grad at kunne forklare investeringsadfærden i euroområdet, men også makroøkonomiske faktorer spiller ind. Det er klart, at den strukturbetingede stivhed på kapitalmarkedet, arbejdsmarkedet og varemarkedet må afhjælpes, hvis ØMU skal kunne udnytte sit fulde potentiale med hensyn til at styrke det økonomiske investeringsklima. Aktiemarkedsvariabler er positivt korreleret med stigningen i investeringer i sammenligninger mellem landene. Tilsvarende sammenhænge gør sig gældende for indikatorer for aktiemarkedets størrelse, likviditet og kurser. Det er ikke overraskende, eftersom virksomhederne investerer for at få øget afkast, og aktionærerne vurderer virksomhedernes værdi efter det forventede fremtidige afkast. De hidtidige erfaringer tyder på, at aktiemarkederne er særligt vigtige som finansieringskilde for virksomheder i IKT-sektoren, der har været en afgørende drivkraft for stigningen i investeringerne i USA. Lovgivning omkring varemarkedet synes at være en anden strukturel determinant, som har betydelig indvirkning på investeringsadfærden. Indikatorer udarbejdet af OECD til at måle forskelle i lovgivningsmønstre mellem landene viser konsekvent, at en mere restriktiv lovgivning går hånd i hånd med lavere stigningstakter for investeringerne. Navnlig indikatorer vedrørende omfanget af offentligt ejerskab (offentlige virksomheders absolutte og aktivitetsmæssige størrelse og kontrollen med deres ledelse), statens involvering i forretningstransaktioner (priskontrol, brugen af styrings- og kontrollovgivning) og hindringer for iværksætteraktiviteter (uoverskuelig lovgivning, store administrative byrder for nystartede virksomheder og hindringer for konkurrencen) er negativt relateret til investerings-

aktiviteten. Endelig kan stive arbejdsmarkeder have bremsset investeringerne i euroområdet. OECD's "Employment Protection Legislation Indicator" er således negativt relateret til stigningen i realinvesteringerne. Andre kvantitative strukturbetingede arbejdsmarkedsvariabler peger i samme retning, f.eks. "skatten på lavindkomster" og "varigheden af arbejdsløshedsydelse".

Ud fra det foreliggende materiale ser det ud til, at det både er nødvendigt og muligt at forbedre investeringsklimaet i euroområdet, og at ØMU rummer det fornødne potentiale til, at det kan lade sig gøre. En vedvarende stigning i de faste bruttoinvesteringer ville bidrage til permanent højere levestandarder i euroområdet. En stigning i investeringernes andel af BNP ville øge euroområdets vækstpotentiale på meget kort sigt – men også på længere sigt, hvis teknologiske fremskridt kan omsættes til et mere moderne produktionsapparat. Analyser af de afgørende faktorer for investeringerne viser, at det er nødvendigt at få afhjulpet forskellige former for strukturbetinget stivhed i euroområdet for at forbedre investeringsklimaet. I denne henseende overvejes en lang række mulige strukturelle reformforanstaltninger i form af arbejdsmarkedsreformer, nedsættelse af selskabs- og erhvervsskatter samt reformer på varemarkedet og kapitalmarkedet, som kan skærpe konkurrencen og mindske fordelene ved monopolstillinger.

Det kan konkluderes, at ØMU har potentiale til at forbedre investeringsklimaet ganske betydeligt i euroområdet og fungere som en stærk modvægt til andre faktorer, bl.a. faldende befolkningstal, negative indvirkning på væksten. ØMU forventes at spille denne positive rolle (a) ved at fremme konkurrencen og mindske valutakursrisiciene og dermed influere på en række investeringsdeterminanter, (b) ved at virke som katalysator for udviklingen på kapitalmarkedet og (c) ved at tilskynde til en række makro- og mikroøkonomiske reformer, som kan fremme investeringerne.

4 DET FINANSIELLE SYSTEM I EUROOMRÅDET

4.1 Den generelle udvikling i EU's finansielle system

I de seneste år er udviklingen og integrationen på EU's kapitalmarkeder gået mærkbart hurtigere. Tre væsentlige indbyrdes forbundne faktorer ligger til grund herfor: (i) øget globalisering som følge af liberaliseringen af de internationale kapitalbevægelser, finansiell deregulering og teknologiske fremskridt, (ii) fremskridt med hensyn til etableringen af et fælles lovgivningsgrundlag i hele EU (som led i bestræbelserne på at fuldføre det indre marked for finansielle tjenesteydelser), ledsaget af finansielle reformer i medlemsstaterne, og (iii) overgangen til euroen.

Før januar 1999 var behovet for at operere med mange forskellige nationale valutaer en væsentlig hindring for den finansielle integration i EU. Valutakursrisici gjorde det mindre attraktivt at investere på tværs af grænserne, begrænsede incitamentet til at gennemføre harmonisering af lovgivningen på EU-plan og dæmpede konkurrencepresset på medlemsstaternes hjemmemarkeder. Overgangen til euroen som den fælles valuta for tolv medlemsstater har ændret denne situation. Euroen har betydet, at der ikke længere er nogen valutakursrisiko, som tidligere var en af de medvirkende årsager til den skarpe opdeling af det finansielle system i euroområdet, og euroen har samtidig tydeliggjort offeromkostningerne ved de øvrige årsager til opdelingen af systemet. Tættere integration som følge af euroen afspejles i mere homogene markeder, en bølge af konsolidering blandt de finansielle formidlere og udveksling og udvikling af nye og nyskabende produkter og teknikker. Markedsaktørerne forfølger nu mere europæisk dækkende strategier, og de politiske beslutningstagere har reageret ved at tillægge fuldførelsen af det indre marked for finansielle tjenesteydelser høj politisk prioritet. Desuden er der nu et større incitament til at sætte mere ihærdigt ind med indenlandske reformer som et middel til at sikre, at de tidligere beskyttede nationale finansielle systemer fortsat kan være konkurrencedygtige.

Finansielle strukturer i euroområdet og USA (ultimo 2001, i % af BNP)

	euroområdet	USA
Bankindskud	64,3	60,6
Bankudlån	108,2	50,7
– til virksomheder	42,7	16,1
– til private	45,7	34,6
– til det offentlige	12,4	0,0
Gældsbeviser	90,6	148,6
udstedt af		
– virksomheder	5,8	24,2
– finansielle institutioner	28,7	43,1
– det offentlige	52,7	84,4
Aktiemarkedets kapitalværdi	73,3	138,7

Kilder: ECB (bankindskud og -udlån i euroområdet), Federal Reserve (bankindskud og -udlån i USA), Eurostat (BNP i euroområdet og USA, aktiemarkedets kapitalværdi), BIS (gældsbeviser). For USA er bankindskud og -udlån samlede tal for forretningsbanker, kreditforeninger, sparekasser m.m. (data fra Federal Reserve, *Flow of Funds*). For USA omfatter offentlige værdipapirer også værdipapirer udstedt af regeringssponsorerede virksomheder og de såkaldte "Federally Related Mortgage Pools".

Det fremgår, at de finansielle systemer i USA hovedsagelig er markedsbaserede, medens systemet i euroområdet primært er bankbaseret¹⁷. Det gælder fortsat, og navnlig bankfinansieringen spiller en langt større rolle for virksomhedsfinansiering i euroområdet end i USA. I USA er direkte udstedelse af værdipapirer det vigtigste middel til at sikre erhvervsfinansiering, hvilket fremgår af de store udestående beløb i gældsbeviser samt aktiemarkedets kapitalværdi. På trods af disse forskelle er det bemærkelsesværdigt, at hele spektret af instrumenter og formidlere spiller en vigtig rolle begge steder.

I euroområdet er fremskridtene inden for informationsbehandling, liberalisering og markedsintegration (bl.a. gennem fjernelsen af tolv forskellige valutaer) med til at fremme udviklingen af kapitalmarkeder på bekostning af bankfinansiering. Der foreligger dog ingen teoretiske eller konkrete beviser på, at et finansielt system, som i højere grad er baseret på sikkerhed i værdipapirer, ville være bedre end det nuværende bankorienterede system. Andre karakteristika betragtes efterhånden som mere relevante for et finansielt systems samlede effektivitet, f.eks. hvorvidt det er fuldt dækkende og fleksibelt¹⁸.

Den finansielle sektor i euroområdet oplever en fase med hurtige strukturændringer, hvor en tættere integration af nationale markeder er ledsaget af en generel ekspansion af den finansielle sektor og øget konkurrence mellem de eksisterende instrumenter og formidlere. Som følge af de specifikke karakteristika ved de forskellige elementer i den finansielle industri har udviklingen, navnlig med hensyn til integration, været temmelig uensartet markederne imellem.

4.2 Penge- og derivatmarkedet

Fra 1. januar 1999 har ECB's transaktioner i relation til den monetære politik været gennemført i euro på grundlag af likviditetsbehovet i hele euroområdet uden sondring mellem de nationale bank-systemers individuelle likviditetsbehov. Visse problemer med ECB's likviditetsfordelingsprocedurer i startperioden blev klaret effektivt ved at indføre variabel rente i juni 2000. Europengemarkedet har siden da fungeret problemfrit, men graden af integration varierer mellem dets forskellige segmenter.

På markedet for simple interbankindskud er integrationen stort set total, og der er praktisk talt fuld konvergens mellem satserne for den meget korte rente i hele euroområdet. En sådan konvergens mellem rentesatserne afspejles desuden i, at markedsaktørerne fuldtud accepterer EONIA (Euro Overnight Index Average) og EURIBOR (Euro-Inter-Bank Offered Rate) som fælles kursreferencer. Rentekonvergens har også haft fordel af den effektive likviditetsfordeling i hele området: transaktioner på tværs af grænserne tegner sig for en stor del (ca. 60%) af de største markedsdeltageres samlede interbankaktivitet. Der er tegn på, at interbankmarkedet har udviklet en tolagsstruktur med hensyn til likviditetsfordeling, hvor de relativt store banker dominerer de grænseoverskridende transaktioner, medens de mindre banker skaffer sig finansiering gennem indenlandske transaktioner med større banker. Rentekonvergens viser sig også ved noget længere løbetider på pengemarkedet. En analyse foretaget af BIS¹⁹ har peget på en nedgang på 40% i "bid-ask"-spredningen på tremåneders euroindlånsrenter i 2000 i forhold til 1996 som yderligere tegn på integration på det simple europengemarked.

¹⁷ Når man sammenligner euroområdets kapitalmarked med det amerikanske, skal det understreges, at euroområdet er grundlæggende forskelligt fra USA, fordi det er en union af lande og ikke et enkelt land. På trods af store fremskridt med hensyn til finansiell integration er den finansielle sektor i euroområdet fortsat præget af forskellige nationale lovgivnings- og reguleringssystemer, markedskonventioner osv.

¹⁸ En fuldt dækkende finansiell struktur tilbyder en virksomhed finansiering via de markeder og formidlere, som bedst opfylder virksomhedens behov på de forskellige stadier i dens livscyklus. En fleksibel struktur levner plads til udvikling af nye former for finansielle formidlere eller kontraktformer, hvis erhvervsmiljøet ændrer sig.

¹⁹ Den Internationale Betalingsbank (2000), 70th Annual Report.

Også *derivatmarkedet* i euroområdet er stærkt integreret parallelt med udviklingen på det simple pengemarked. Det grænseoverskridende marked for eurorenteswap er ekspanderet kraftigt siden euroens indførelse, og den høje grad af markedsintegration afspejles i den meget lille "bid-ask"-spredning og de relativt store udeståender. Aktiviteten er også vokset på andre derivatmarkeder, og EURIBOR-baserede futureskontrakter har erstattet alle futureskontrakter i de oprindelige valutaer, der eksisterede før ØMU.

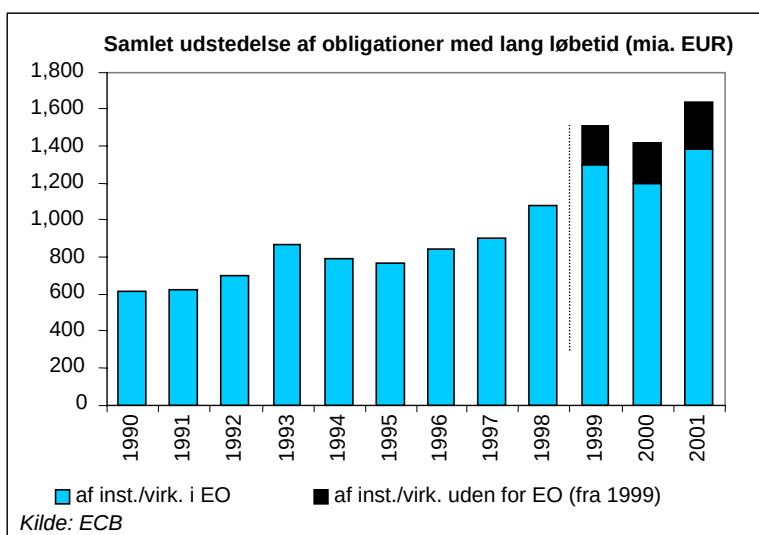
De forskellige segmenter af *pengemarkedet med sikkerhedsstillelse* (f.eks. private tilbagekøbsaftaler, statsgældsbeviser, handelsveksler og indlånsbeviser, som giver likviditet mod kaution) er fortsat væsentligt mindre integrerede. Denne situation kan tilskrives vanskeligheder med at anvende kaution på tværs af grænserne, hvilket primært skyldes nationale forskelle i markedspraksis, lovgivning og skattemæssig/juridisk behandling af værdipapirer, der stilles som sikkerhed. Disse nationale forskelle viser sig i segmenterede nationalt baserede markedsinfrastrukturer og kan skabe store praktiske problemer med clearing og afvikling på tværs af grænserne, hvilket også blev påpeget i en rapport for nylig fra Giovannini-gruppen²⁰. Direktivet om sikkerhedsstillelse, som skal være fuldt gennemført i 2003, løser de aktuelle problemer med at stille kaution på tværs af grænserne og bidrager til at integrere EU's kapitalmarkeder yderligere, f.eks. via bestemmelserne om, hvilken lovgivning der gælder for grænseoverskridende aftaler om sikkerhedsstillelse.

4.3 Obligationsmarkeder

Indførelsen af euroen har integreret de deltagende medlemsstaters nationale obligationsmarkeder, hvilket har resulteret i et langt mere homogent obligationsmarked i euro. Virkningerne af integrationen mærkes tydeligt på mange områder inden for markedsaktiviteten.

For det første har den større likviditet og dybde på markedet i euro medført større udstedelsesmængder. Den samlede indenlandske udstedelse i euro siden januar 1999 er større end den samlede udstedelse i de oprindelige valutaer i årene umiddelbart forud for ØMU.

Obligationsudstedelsen i euro var særligt kraftig i 1999 med en stigning på 20% i forhold til 1998. Denne kraftige stigning i obligationsudstedelsen skyldtes frigørelsen af ophobet efterspørgsel hos både udstedere og investorer, som havde udskudt deres indtræden på markedet på grund af turbulensen i det internationale finansielle system og usikkerhed omkring overgangen til euroen. Udstedere af



²⁰

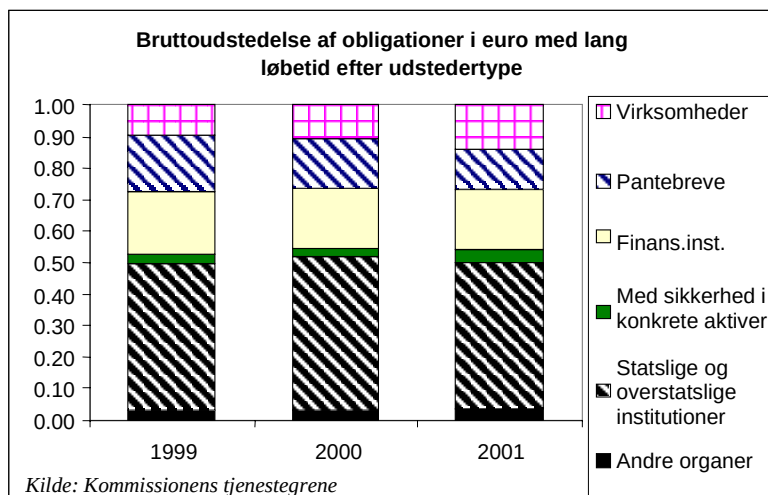
Giovannini-gruppen er en gruppe markedsaktører under ledelse af Alberto Giovannini, som skal rådgive Kommissionen om kapitalmarkedet. I november 2001 udsendte gruppen rapporten *Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*. Rapporten, der er offentliggjort som Europa-Kommissionens "Economic Paper No. 163", er tilgængelig på:
http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

erhvervsobligationer var særligt aktive de første måneder af 1999, da mange forsøgte at sikre sig en position på det nye og potentielt mere likvide marked. Men i 2000 gik udstedelsen af obligationer i euro tilbage med 6% (også obligationer udstedt af institutioner og virksomheder uden for euroområdet, for hvilke der kun foreligger data fra 1999 og frem) med en tilbagevenden til en mere normal rytme i udstedelsesaktiviteten, mere begrænset lånebehov hos det offentlige og en gradvis forringelse i markedsvilkårene, efterhånden som renter og oliepriser steg støt. Tendensen i udstedelsen af obligationer i euro steg stejlt igen i starten af 2001. På trods af en nedgang sidst på året lå den samlede obligationsudstedelse i euro i 2000 16% over det foregående år. Den kraftige stigning i obligationsudstedelsen i euro i 2001 kan tilskrives udstedere af erhvervsobligationer og finansielle udstedere, som reagerede på de forbedrede vilkår på obligationsmarkedet og svagheden på de globale aktiemarkeder.

For det andet har der i forhold til situationen forud for oprettelsen af ØMU været tale om en kraftig stigning i den private sektors andel i forhold til den statslige obligationsudstedelse. Denne ændring i sammensætningen af obligationsudstedelsen skyldes dels

statens mere begrænsede finansieringsbehov i euroområdet efter budgetnedskæringerne i 1990'erne, dels en kraftig stigning i både finansielle og ikke-finansielle virksomheders obligationsudstedelse. Der kunne navnlig registreres ekstraordinært kraftige stigningstakter på det relativt underudviklede marked for ikke-finansielle erhvervsobligationer, idet den samlede udstedelse voksede fra 27 mia. EUR i 1998 til 97 mia. EUR i 2001. Yderligere tegn på øget likviditet på markedets erhvervs- og finanssegmenter finder man i den gradvise forøgelse af størrelsen af de enkelte udstedelser, hvor serier på over 1 mia. EUR nu er helt almindelige²¹. På det ikke-finansielle erhvervsmarkedssegment er det faktum, at lavere vurderede virksomheder nu også udsteder obligationer, ligeledes tegn på et relativt likvidt marked, selv om andelen af udstedelser med højt udbytte fortsat er relativt begrænset. Tendensen i retning af flere værdipapirer kan utvivlsomt tilskrives øget efterspørgsel fra investorerne på det mere likvide obligationsmarked i euro samt en række andre faktorer, der ikke er direkte relateret til euroen, bl.a. behovet for at finansiere den øgede aktivitet på området for fusioner og overtagelser og UMTS-auktioner, som har øget udbuddet af erhvervsobligationer og finansielle obligationer.

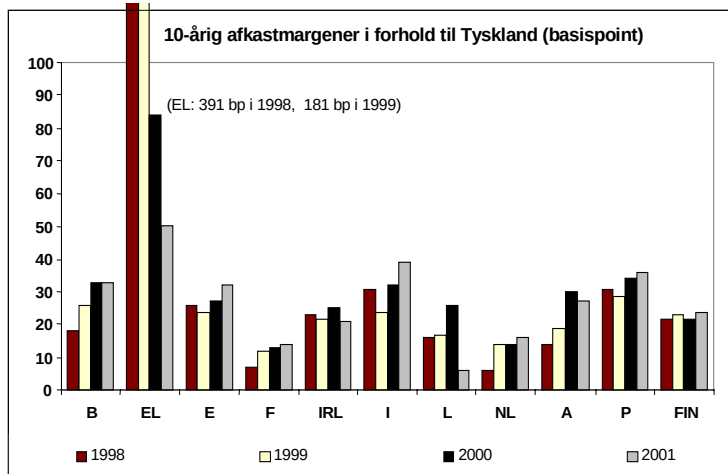
Selv om den statslige obligationsudstedelse udgør en mindre del af den samlede obligationsudstedelse, er den dog fortsat en vigtig forsyningskilde for obligationsmarkedet i euro. I 2001 repræsenterede den stadigvæk over 40% af den samlede obligationsudstedelse i euro. Homogeniteten på statsobligationsmarkedet i euroområdet fremgår tydeligt af den store konvergens i afkast mellem medlemsstaterne, som står i skarp kontrast til situationen så sent som i midten af 1990'erne. Konvergens i afkast kan tilskrives fjernelsen af valutakursrisikoen og den relative forbedring af budgetsituationen i flere af



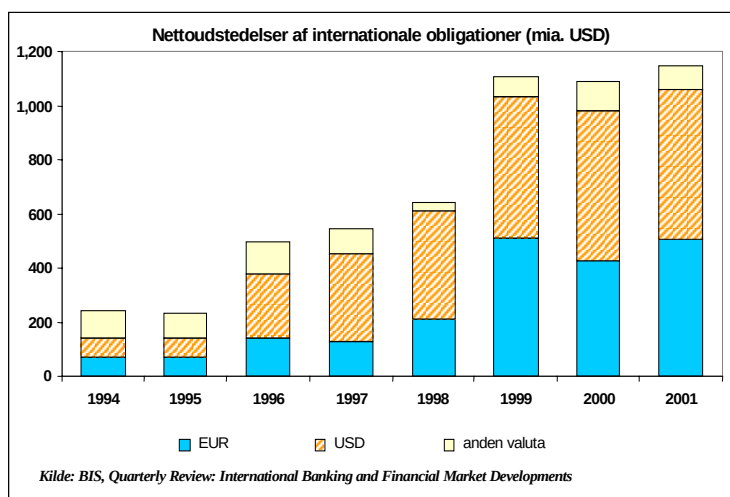
²¹

Freddie Mac, den halvstatslige amerikanske realkreditinstitution, indledte i september 2000 et omfattende program for udstedelse af obligationer i euro og har planer om hvert kvartal at udstede for 5 mia. EUR obligationer med forskellige løbetider.

medlemsstaterne. Der er dog fortsat tegn på en opdeling af likviditeten på dette markedssegment, fordi statsobligationer udstedes af tolv forskellige institutioner med forskellige lånebehov og forskellige udstedelsesstrategier, -procedurer og -instrumenter. Likviditetspræmier synes at være blevet en vigtig afgørende faktor for afkastmargener på statsobligationer i euroområdet – navnlig i medlemsstater med mindre udstedelser, hvoraf flere må forventes at indebære relativt lav lånerisiko på grund af deres gunstige budgetsituationer. Det viser, at 10-årige afkastmargener i forhold til Tyskland for de fleste lande var noget større i 2001 end i 1998. Den tyske 10-årige Bund's stærke stilling skyldes desuden, at denne obligation kan fås i futureskontrakter i Eurex, som er blevet toneangivende i euroområdet. Et aktivt derivatmarked vil i sidste ende bidrage til større likviditet i det underliggende værdipapir.



For det tredje har euroen, efter at obligationsmængderne er øget, udviklet sig til at være den næstvigtigste valuta til international obligationsudstedelse. Den amerikanske dollar og euroen dominerer nu de internationale udstedelser med en andel på over 90%²². Euroens andel af den internationale obligationsudstedelse var næsten lige så stor som den amerikanske dollar i 1999, men den tabte kraftigt terræn i 2000. I 2001 var euroens andel 44% mod den amerikanske dollars 48%.



4.4 Aktiemarkeder

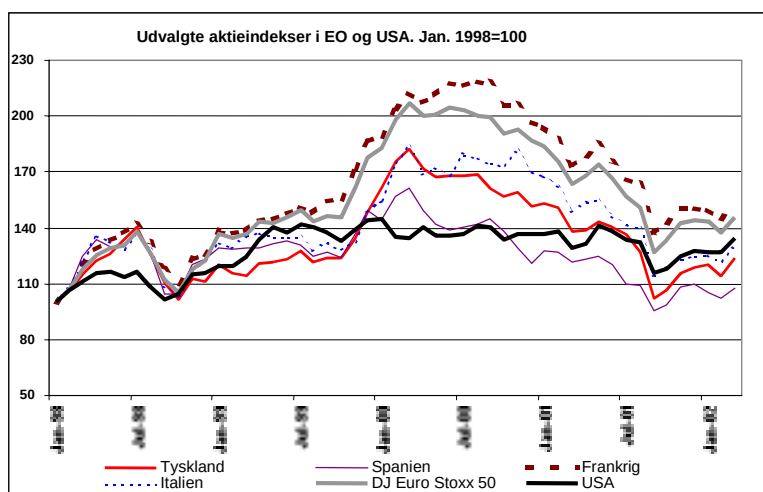
Euroen eliminerede valutakursrisikoen, og det har øget efterspørgslen efter aktieinvesteringer på tværs af grænserne. Andre kræfter har bidraget til denne udvikling i retning af øget aktiehandel på tværs af grænserne, bl.a. den stigende internationalisering af aktieudstedelsen, flere fusioner og overtagelser på tværs af landegrænser samt de officielle børsers konsolidering.

²²

BIS's internationale værdipapirdatabase dækker tre typer instrumenter: værdipapirer i en anden valuta end valutaen på det marked, hvorpå de udstedes ("euroobligationer"), værdipapirer i valutaen for det marked, hvorpå de udstedes, men udstedt af institutioner/virksomheder uden for dette marked (udenlandske obligationer, f.eks. "Yankee"-obligationer på det amerikanske marked), og værdipapirer i valutaen for det marked, hvorpå de udstedes, udstedt af virksomheder/institutioner på det pågældende marked, men rettet mod købere udenfor (BIS Quarterly Review, marts 2002).

Ud over disse strukturudviklinger har integrationen på EU's aktiemarkeder primært kunnet mærkes i form af en mere sektorkorreleret bevægelse i aktiekurserne på markederne i de forskellige medlemsstater. Det tyder på en ændring i investoradfærden i retning bort fra landebaserede investeringer over til sektor-baserede investeringer, hvor divergensen i aktieindeksernes udvikling først og fremmest skyldes forskelle i sammensætning. Brugen af aktie-relaterede derivater er også blevet væsentligt mere begrænset i de senere år, hvilket har forbedret likviditeten på det primære aktie-marked.

Euroens virkning med hensyn til at tilskynde til aktieinvesteringer på tværs af grænserne har bidraget til at stimulere aktiviteten på EU's markeder for aktier i den nye økonomi, som – på linje med udviklingen i USA – har udvist en temmelig ekstrem adfærd i de senere år, der afspejler op- og nedgange i efterspørgslen efter TMT-værdipapirer (teknologi, medier og telekommunikation).



De officielle børser har reageret på den skærpede konkurrence, herunder også konkurrencen fra de mange elektroniske aktiehandelsnetværk, der er oprettet i de senere år, ved at konsolidere sig. Konsolideringen har ganske vist i højere grad været global end et egentligt europæisk fænomen, men der har dog været flere markante konsolideringsforsøg i Europa. Det mest bemærkelsesværdige var oprettelsen af Euronext, som fusionerede Amsterdams, Bruxelles' og Paris' børser i midten af 2000 og senere blev udvidet til også at omfatte Lissabons børs i 2002. Det er dog ikke alle konsoliderings-forsøg, der har været en succes, hvilket den mislykkede fusion af Deutsche Börse og London Stock Exchange er et godt eksempel på.

Samtidig med at børserne konsoliderer sig, ændrer eftermarkedsinfrastrukturen i EU sig ligeledes ganske langsomt. Handelen med værdipapirer i Europa har traditionelt været nationalt baseret, hvilket resulterede i effektive strukturer for værdipapirstransaktioner på nationalt plan, normalt med vertikal integration af handels-, clearings-, afviklings- og depotfunktioner²³. Disse nationalt baserede strukturer, som kun gav meget begrænsede muligheder for handel på tværs af grænserne, har i det store og hele overlevet indtil i dag. De forskellige nationale systemer gør brug af en specifik markedspraksis og er undergivet forskellig national lovgivning om værdipapirer, der også skattemæssigt behandles forskelligt. Denne situation indebærer meromkostninger for handelen med værdipapirer på tværs af grænserne i EU – både direkte omkostninger i form af højere priser på de leverede ydelser og indirekte omkostninger, som skyldes, at det finansielle system ikke fungerer effektivt, f.eks. meromkostninger til back-office for at dække flere markeder. Den begrænsede konsolidering, der hidtil har været tale om, har primært vedrørt afregningsinstitutterne, hvorimod afviklingssystemerne for værdipapirer stort set er struktureret på samme måde som før euroens indførelse²⁴.

²³ Se Giovannini-gruppens rapport *Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, op. cit.

²⁴ F.eks. har tre af Euronext-børsernes (Amsterdam, Bruxelles og Paris) clearingsfunktioner siden starten af 2001 rent juridisk været lagt sammen i Clearnet SBF som center for alle transaktioner, der gennemføres på Euronext. For at lette overførslen af værdipapirer over grænserne er der etableret forbindelser mellem afviklingssystemerne, som dog ikke udnyttes i nær samme grad som forventet (ECB (2001) *Payment and securities settlement systems in the European Union* (blåbog)).

4.5 Venturekapital

Venturekapital er typisk kun en lille del af den samlede erhvervsfinansiering. Ikke desto mindre har venturekapital langt større betydning, end dens andel lader formode, fordi venturekapital spiller en afgørende rolle på de indledende stadier i en virksomheds livscyklus.

I euroområdet voksede venturekapitalindustrien hurtigt i 1990'erne, hvilket til dels skyldtes initiativer fra EU, bl.a. handlingsplanen for risikovillig kapital (Risk Capital Action Plan, RCAP) fra april 1998. I de senere år har venturekapitalindustrien oplevet en tilbagegang i forbindelse med den økonomiske opbremsning og den store kursfaldskorrigerende på aktiemarkedene for højvækstvirksomheder i 2000. Korrigeringen på markedet for venturekapital kan dog betragtes som en nødvendig konsolidering, og sektoren er fortsat strukturmæssigt sund. Det er værd at bemærke, at institutionelle investorer, bl.a. pensionsfonde, i stigende grad interesserer sig for dette marked.

På trods af denne vækst påpegede Kommissionen i sin midtvejsrapport om RCAP fra oktober 2001, at de europæiske markeder for risikovillig kapital fortsat er opdelt – størsteparten af de private aktieinvesteringer er indenlandske – og at forskellen i forhold til USA er øget fra 1998 til 2000. I 2001 udgjorde de samlede venturekapitalinvesteringer i euroområdet 8,8 mia. EUR (0,13% af BNP) imod 12,5 mia. EUR i 2000. Nedgangen var endnu voldsommere i USA på grund af kollapsen på aktiemarkedet for teknologivirksomheder: de amerikanske venturekapitalinvesteringer i 2001 udgjorde 39,9 mia. EUR (0,35% af BNP) imod 95,1 mia. EUR året før.

At venturekapitalinvesteringerne i euroområdet primært foregår indenlands, skyldes til dels, at det er vigtigt for investorerne at være tæt på deres porteføljevirksomheder for at kunne følge med i deres investeringer. Det er dog også muligt, at mønsteret i internationaliseringen af forvaltningen af og investeringerne i private aktier til dels er styret af forskelle i EU-landenes lovgivningsmæssige og skattemæssige infrastruktur. F.eks. er der stadig forskel på de nationale regler om, hvorvidt pensionsfonde og forsikringsselskaber må investere i private aktier, og der er også forskel på, hvordan de nationale skattesystemer virker på venturekapitalinvesteringer.

4.6 Finansielle formidlere

Den finansielle integration har ikke blot haft indvirkning på de forskellige dele af kapitalmarkedet, men har også påvirket de kreditformidlende institutioners aktiviteter. Europæiske banker tilbyder stadigt flere finansielle tjenesteydelser til udenlandske virksomheder og privatpersoner. Markedet for finansielle tjenesteydelser til virksomheder i Europa er i stigende grad præget af global konkurrence. Inden for visse aktiviteter, f.eks. obligations- og aktieudstedelse og syndikerede lån, har indenlandske kreditformidlende institutioner tabt terræn til konkurrenter fra USA. Euroens indførelse har yderligere skærpet konkurrencen blandt kreditformidlerne ved at skabe større prisgennemsigtighed, reducere indtægterne fra veksling til og fra udenlandsk valuta, fjerne den konkurrencemæssige fordel for indenlandske aktører ved at kunne operere i en national valuta og bidrage til udviklingen af langt bredere og mere likvide værdipapirsmarkeder, som i højere grad tager sigte på at skaffe kapital ved udstedelse af værdipapirer, og hvor der er langt mindre behov for kreditformidlende institutioner.

Den mest synlige reaktion fra de kreditformidlende institutioners side på dette pres har været en konsolidering gennem enten fusioner og overtagelser eller krydsejerskab. Konsolideringen har været ledsaget af en omstruktureringsproces og en nyorientering af aktiviteterne væk fra "traditionelle" bankudlån til mere investeringsorienterede bankaktiviteter. Denne omlægning af bankernes aktiviteter har styrket markedet for finansiel formidling med udvikling og salg af nye kapitalmarkedsprodukter eller rådgivning af kunder om pris og strukturering i forbindelse med fusioner og overtagelser. Resultatet har været en ændring i bankernes indtægter væk fra renteindtægter over til ikke-rentemæssige indtægter (gebyrer og provisioner) og mere begrænset interesse for indskud til fordel for udstedelse af værdipapirer. Nedgangen i investeringsbankaktiviteterne i 2001 har imidlertid understreget behovet for, at banksektoren i EU bliver mere effektiv og rentabel inden for de traditionelle bankaktiviteter.

Konsolideringen blandt de kreditformidlende institutioner er hidtil primært foregået inden for de enkelte landes grænser, hvilket har medført betydeligt større koncentration på nationalt plan, navnlig i de mindre medlemsstater. Tendensen i retning af indenlandsk koncentration (dvs. konsolidering på tværs af finansielle sektorer) bliver også mere markant mange steder i EU. Der har dog været tale om et ikke ubetydeligt antal fusioner og overtagelser på tværs af grænserne, og tendensen er stigende. Fordi de ofte ganske store forskelle mellem de enkelte landes lovgivning og administrative praksis (f.eks. forbrugerlovgivning og konkurrenceregler) gør det næsten umuligt på nuværende tidspunkt at operere med et europæisk dækkende produktudbud, vil der formentlig være mindre at spare ved fusioner på tværs af grænserne end ved indenlandske fusioner. Kulturelle faktorer og forskelle med hensyn til virksomhedsledelse er også med til at afholde virksomheder fra at konsolidere sig på tværs af landegrænserne. Under disse omstændigheder vil de kreditformidlende institutioner måske foretrække at indgå i defensive fusioner på indenlandsk plan som forberedelse på den europæisk dækkende konkurrence, når det finansielle system i EU bliver mere integreret.

4.7 Udfordringer for de politiske beslutningstagere

Euroens indførelse har ved i vidt omfang at mindske valutakursrisikoen inden for EU og virke som katalysator for reformer været en væsentlig faktor for den øgede integration. Selv om euroen nu er indført, er målsætningen om et indre kapitalmarked – en målsætning, som går tilbage til starten af 1970'erne – endnu ikke opfyldt i fuldt omfang. Integrationen på kapitalmarkedet er i høj grad markedsstyret, idet de finansielle institutioner selv benytter sig af de muligheder, integrationen giver, men der er behov for en politisk indsats på en række områder.

Den politiske støtte til initiativer på dette felt er vokset i takt med, at de politiske beslutningstagere i stigende grad har erkendt de økonomiske fordele ved finansiel integration. På et integreret marked har både sparere og investorer fordel af flere valgmuligheder med lavere transaktionsomkostninger. På det makroøkonomiske plan vil det udmønte sig i større opsparing, øgede investeringer, højere produktivitet og med tiden også økonomisk vækst. Disse virkninger er omhandlet i en rapport om finansiel integration, som Det Økonomiske og Finansielle Udvalg forelagde for nylig på det uformelle rådsmøde i Oviedo (økonomi- og finansministrene) den 13.-14. april 2002. Det Europæiske Råd har ved flere lejligheder (senest Det Europæiske Råd i Barcelona i marts 2002) slået fast, at integrationen af EU's kapitalmarkeder er en af de vigtigste økonomiske reformer i EU.

Denne prioritering afspejles i en sammenhængende politisk strategi på EU-plan og den store interesse for strategiens hurtige gennemførelse. Det første og vigtigste er, at EU har forpligtet sig til at implementere handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser (Financial Services Action Plan, FSAP) inden 2005. Der er tale om en pakke bestående af 42 politiske initiativer, der skal få EU's finansielle system til at fungere bedre. Der er fastsat en endnu kortere frist, 2003, for foranstaltninger vedrørende værdipapirmarkeder og handlingsplanen for risikovillig kapital. Sidstnævnte danner grundlag for udvikling af et integreret og effektivt marked for aktiefinansiering af nystartede og innovative virksomheder. Dernæst skal FSAP gennemføres ensartet i alle medlemsstaterne, så der bliver tale om reel – og ikke bare formel – integration af de nationale kapitalmarkeder. Det nye beslutningsgrundlag for lovgivningen om værdipapirer, som er vedtaget på basis af forslag fra Lamfalussy-udvalget²⁵, forventes at bidrage til opfyldelsen af denne målsætning og sikre, at lovgivningen hurtigere tilpasses udviklingen på kapitalmarkederne. For det tredje skal konkurrencepolitikken være proaktiv i takt med den øgede integration på det finansielle område, så man sikrer, at de økonomiske fordele kan udnyttes fuldt ud. For det fjerde må forbrugere og investorer beskyttes i tilstrækkeligt omfang, så de har den fornødne tillid til at ville operere på et indre marked, der dækker hele EU, og så de kan få de fulde fordele ved dette store marked.

25

Vismandsudvalg om reguleringen af de europæiske værdipapirmarkeder. Udvalget fremlagde sin rapport i februar 2001. For at fremskynde og lette udarbejdelsen og vedtagelsen af EU-lovgivning om værdipapirmarkeder foreslår udvalget en ny indgang til lovgivningen, hvor der opereres med fire niveauer:

- Niveau 1 – vedtagelse af grundlæggende principper efter forslag fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet efter proceduren for fælles beslutningstagning.
- Niveau 2 – vedtagelse af gennemførelseslovgivning, som er forberedt af Kommissionen med bistand fra et nyt udvalg for EU-værdipapirer og et udvalg bestående af EU-lovgivere. Udvalget for EU-værdipapirer skal have til opgave at løse mere tekniske problemer i relation til lovgivningen med det samme, så reglerne kan vedtages meget hurtigt.
- Niveau 3 – ensartet og sammenhængende gennemførelse af niveau 1- og niveau 2-lovgivning i den nationale ret på basis af et tættere samarbejde mellem nationale regeludstedende myndigheder med ansvar for værdipapiriområdet.
- Niveau 4 – strengere håndhævelse af lovgivningen fra Kommissionen side med bistand fra medlemsstaternes myndigheder, nationale regeludstedende organer og den private sektor.

Europa-Parlamentet tilsluttede sig denne strategi den 5. februar 2002.

5. EUROEN SOM INTERNATIONAL VALUTA

5.1 Indledning

En international valuta udfører penges traditionelle funktioner på internationalt plan. Den skal virke som *regningsenhed*, *byttmiddel* og *værdireserve*. Som det fremgår af oversigten nedenfor, er der forskel på, hvordan en valuta udfører disse funktioner for henholdsvis den private og den offentlige sektor, men den private sektor er, fordi den er langt den største, dominerende for en valutas internationalisering.

Den private og den offentlige sektors primære anvendelser af en international valuta

	Den private sektor	Den offentlige sektor
regningsenhed	faktureringsvaluta noteringsvaluta	referencevaluta for valutakurssystemer
byttmiddel	betalingsvaluta omvekslingsvaluta	interventionsvaluta
værdireserve	finansieringsvaluta investeringsvaluta	reservevaluta

Den amerikanske dollar er stadigvæk den førende internationale valuta, men da euroen blev indført, blev den den næstvigtigste valuta. Der er flere faktorer, der støtter brugen af euro som en international valuta. Den første faktor er størrelsen af euroområdet økonomi. Euroområdet tegner sig for ca. 16% af verdens BNP, hvilket kun er en smule mindre end USA (21%), men langt mere end Japan (8%). Disse tre områders respektive andele af verdens samlede handel med varer og tjenesteydelser er nogenlunde på linje hermed. Den anden faktor, som gør euroen attraktiv som international valuta, er dens stabilitet, som afspejler det sunde økonomiske grundlag i euroområdet, der yderligere underbygges af den stabilitetsorienterede økonomiske politik, der er fastlagt i ØMU. Den tredje faktor er den igangværende integration af de nationale kapitalmarkeder i Europa til brede, dybe og likvide paneuropæiske kapitalmarkeder, som vil styrke euroens rolle i internationale ud- og indlånsaktiviteter.

Det internationale monetære system har tidligere oplevet perioder, hvor to valutaer har konkurreret med hinanden som internationale valutaer (sterling og den amerikanske dollar i mellemkrigstiden). Eftersom netværks- og stordriftsvirkninger er afgørende for en valutas internationalisering, vil den amerikanske dollar formentlig blive ved med at være den dominerende valuta. Under alle omstændigheder er det den private sektor, der er drivkraften i euroens internationalisering.

5.2 Den private sektors brug af euroen i internationale transaktioner

Den private brug af en valuta som international regningsenhed fremgår af *faktureringen* af handels- og finanstransaktioner og *noteringerne* på råvarer. Der foreligger kun meget begrænset materiale om faktureringsfunktionen, men der er ingen tvivl om, at dollaren fortsat er den dominerende valuta til dette formål. I 2000, før eurosedlerne og -mønterne blev sat i omløb, blev euroens andel i fakture

ringen af internationale transaktioner anslået til mellem 15% og 17% af de samlede faktureringer. Men nu, efter at eurosedlerne og -mønterne er indført, vil euroen formentlig gradvist øge sin betydning som faktureringsvaluta, navnlig på regionalt plan. Den øgede brug af euroen til faktureringsformål underbygges yderligere af den generelle tendens til, at internationale transaktioner faktureres i eksportørens valuta, og af euroområdet store andel af verdenshandelen. Dollaren er fortsat den fremherskende noteringsvaluta for råvarer. Der findes ganske vist nogle råvarefutures i Europa, som er noteret i euro, men det er foreløbig kun ganske få.

Privat brug af en valuta som internationalt betalingsmiddel afspejles i dens anvendelse som *betalingsvaluta* og som *omvekslingsvaluta* på udenlandske valutamarkeder. Med hensyn til euroens rolle som betalingsvaluta fremgår det af Kommissionens kvartalsoversigter over banker i euroområdet, at euroens andel i internationale betalinger foretaget af valutaindlændinge i euroområdet voksede meget hurtigt forud for dens indførelse – fra 24% i mængde (36% i værdi) i tredje kvartal af 2000 til næsten 40% (48% i værdi) i tredje kvartal af 2001. Efter at eurosedlerne og -mønterne er sat i omløb, og alle resterende konti i euroområdet er konverteret til euro, vil euroens andel i internationale betalinger utvivlsomt øges yderligere.

En valutas anvendelse som omvekslingsvaluta (dvs. som middel til at omveksle to andre valutaer) på udenlandske valutamarkeder er en afgørende faktor, som i høj grad er med til at gøre den attraktiv som et middel til at udføre en international valutas øvrige funktioner (f.eks. som reservevaluta). Det er dog også et område med en udpræget inert, fordi der ligger stordriftsbesparelser i kun at anvende en enkelt omvekslingsvaluta. På globalt plan er den amerikanske dollar fortsat den dominerende omvekslingsvaluta, fordi den har fordelene af direkte interbankmarkeder med alle andre valutaer. Ud fra de foreliggende oplysninger spiller euroen ikke nogen væsentlig rolle som global omvekslingsvaluta, selv om den på regionalt plan har overtaget rollen som omvekslingsvaluta fra den tyske mark. Euroens indførelse har dog haft indvirkning på valutamarkedsaktivitetens valutasammensætning ved at eliminere valutahandel inden for euroområdet (se det indrammede felt nedenfor). Tal fra BIS' treårsoversigt over aktiviteten på valutamarkedet, som blev offentliggjort i oktober 2001, viser, at euroen i april 2001 var involveret i 38% af alle udenlandske valutatransaktioner - det er mere end markedets andel i 1998 (30%), men et godt stykke under de oprindelige europæiske valutaers samlede andel (53%) samme år.

Når den private sektor anvender en valuta som *finansieringsvaluta* eller *investeringsvaluta*, afspejler det dens funktion som international værdireserve. Det fremgår af en undersøgelse af den internationale anvendelse af euroen, som ECB offentliggjorde i september 2001, at den nu er den næstvigtigste finansieringsvaluta på internationalt plan med andele på mellem 22% og 34% afhængigt af, hvilket finansielt instrument det drejer sig om, og hvordan det måles. På grundlag af det såkaldte "snævre mål", som kun omfatter valutaudlændinges udstedelse af værdipapirer, var de oprindelige europæiske valutaers gennemsnitlige andel af udstedelsen af obligationer 19% i perioden 1994–1998. I 1999 steg euroens andel til gennemsnitligt 34%, hvilket muligvis kan tilskrives de større udsteders interesse for at etablere sig i den nye valuta. Også de uhørt lave eurorentesatser har formentlig gjort det mere attraktivt for udenlandske virksomheder at låne i euro. Samtidig med at der har været en vedvarende kraftig aktivitet i valutaudlændinges udstedelse af værdipapirer i euro, har euroens andel været noget skiftende siden toppunktet i 1999, men har dog fortsat ligget på et højt niveau. Det "brede mål" omfatter eurovalutaindlændinges udstedelse af værdipapirer rettet mod det internationale kapitalmarked. Euroen har en større andel af den internationale udstedelse af obligationer (gennemsnitligt 38% i 2000), hvis man anvender det brede mål, hvilket skyldes, at udstedelse af obligationer i yen med internationale karakteristika har en langt mindre andel. Der er også sket en kraftig stigning i euroudstedelsen på det internationale pengemarked, som kan forklares ved en forventet og faktisk forøgelse af likviditeten som følge af det integrerede europengemarked.

Euroen er også den næstvigtigste investeringsvaluta, der anvendes på internationalt plan, selv om det er vanskeligere at skaffe data om aktivsiden end passivsiden. ECB's undersøgelse viser, at euroens andel af de internationale investeringer udgør fra 22% til 32% afhængigt af, hvilke aktiver det drejer sig om. Den er størst for obligationsinvesteringer og lavest for internationale bankaktiver.

Euroens virkning for valutamarkederne

Ifølge tal fra BIS faldt den gennemsnitlige daglige omsætning på traditionelle valutamarkeder (dvs. markederne for spotforretninger, forwardtransaktioner og valutaswap) med 19% fra 1998 til 2001. En af hovedårsagerne til dette fald i omsætningen var euroens indførelse, fordi den eliminerede handel mellem de oprindelige europæiske valutaer (de øvrige faktorer er konsolideringen i både banksektoren og erhvervssektoren og den elektroniske værdipapirhandels voksende andel). Handelen mellem de oprindelige europæiske valutaer var allerede begyndt at gå tilbage længe inden starten af tredje fase af ØMU. Fra 1995 til 1998 faldt handelen mellem EMS-valutaerne med ca. 5% af omsætningen på verdensplan. Med euroens indførelse den 1. januar 1999 blev yderligere ca. 6% af den samlede omsætning elimineret.

Nedgangen i omsætningen blev ikke modsvaret af en stigning i handelen med euro sammenholdt med de oprindelige valutaer (jf. hovedteksten). BIS kan dog henvise til, at dollar/euro-parret var det mest handlede valutapar i 2001, hvor det tegnede sig for ca. 30% af omsætningen på verdensplan. Euroens indførelse resulterede i starten i et kraftigt fald i markedsmængderne på både spotmarkedet og forwardmarkedet. På forwardmarkedet faldt euromængderne i starten med 40% sammenholdt med tidligere mængder, der involverede de oprindelige valutaer før euroen. Men siden er mængderne atter øget. Det samlede fald i mængderne sammenholdt med perioden før euroens indførelse er således nu ca. 25%.

5.3 Den offentlige sektors internationale anvendelse af euroen

Den offentlige sektors nok mest synlige internationale anvendelse af en valuta ligger i dens funktion som regningsenhed. Euroen anvendes i vidt omfang som *referencevaluta* for tredjelandes valutakurssystemer. Over 50 lande opererer med valutakurssystemer, som omfatter en reference til euroen enten alene eller sammen med andre valutaer. De forskellige systemer i tredjelandsene går lige fra fastkurspolitik til kontrollerede flydende kurser. Rent geografisk er der primært tale om europæiske og afrikanske lande. De vigtigste afgørende faktorer for tredjelandes valg af euroen som referencevaluta er den omfattende handel med og bistand fra EU og de øvrige finansielle forbindelser, disse lande har med euroområdet økonomi, og for visse landes vedkommende desuden EU-tiltrædelsesprocessen (jf. nedenfor).

En international valuta kan fungere som betalingsmiddel for den offentlige sektor. Det ser man i valutaens anvendelse til *offentlig intervention* på valutamarkeder. Dollaren er den dominerende – men ikke den eneste – interventionsvaluta på globalt plan. Dollarens egnethed som interventionsvaluta afspejler dens likviditet på valutamarkederne. Ikke desto mindre er euroen blevet anvendt som interventionsvaluta af flere tredjelandslande på regionalt plan. Denne brug af euroen hænger nøje sammen med dens rolle som referencevaluta. Intervention i euro forekommer først og fremmest inden for den nye valutakursmekanisme (ERM II), hvor EU-medlemsstaterne – i øjeblikket kun med undtagelse af Danmark, men indtil slutningen af 2000 også med undtagelse af Grækenland – binder deres valutaer til euroen.

Endelig fremgår den offentlige sektors brug af en international valuta som værdireserve af dens *beholdning af udenlandsk valuta*. Tallene fra IMF's seneste årsrapport viser, at den amerikanske dollar fortsat er den fremherskende reservevaluta. Ved udgangen af 2000 tegnede dollaren sig for 68% af alle udenlandske reserver. Euroen er den næstvigtigste reservevaluta efter dollaren med 13% af de udenlandske valutareserver. Euroens andel har været stort set uændret siden 1999. Hvis man justerer dataene for kun at medregne beholdningerne uden for euroområdet af de oprindelige europæiske valutaer før euroen, viser IMF's årsrapport, at disse valutaers samlede andel i de totale internationale reserver i 1998 stort set var den samme som euroens andel i 1999 og 2000.

5.4 Kandidatlandene og euroens indførelse

EF-traktaten indeholder bestemmelser om en klar og ensartet institutionel procedure for kandidatlandenes indførelse af den fælles valuta. Ved tiltrædelsen vil de nye medlemsstater deltage i ØMU med status som medlemsstater, men uden krav om, at de skal indføre euroen. Denne status får de i medfør af tiltrædelsestraktaterne. Nye medlemsstater skal behandle deres valutapolitikker som et anliggende af fælles interesse og forventes at deltage i ERM II på et tidspunkt efter tiltrædelsen. Hvad angår indførelsen af euro, kræver traktaten, at nye medlemsstater skal nå en høj grad af bæredygtig konvergens. Princippet om ligebehandling vil blive anvendt i fuldt omfang på kandidatlandene. Denne fremgangsmåde udelukker dels, at euroen skal indføres umiddelbart efter tiltrædelsen, dels at euroen kan indføres før tiltrædelsen, hvilket af nogle kaldes "*euroisering*".

Hvilke konsekvenser har det så for den økonomiske politik i kandidatlandene? Det centrale budskab er, at selv i de lande, hvor omstillingsprocessen er længst fremme, skal reformer i forbindelse med tiltrædelsen prioriteres højere end politiske initiativer, der er inspireret af udsigterne til deltagelse i ØMU. Overholdelse af Københavns-kriterierne er – af mindst to grunde – vigtigere end overholdelsen af de nominelle konvergenskriterier og dermed også vigtigere end deltagelse i ØMU. For det første skal der gøres større fremskridt i retning af reel og strukturel konvergens, før man kan tale om nominel konvergens, selv om de to begreber kan understøtte hinanden. For det andet kan kun lande, der er velfungerende markedsøkonomier, som kan klare konkurrencepresset, vurderes i relation til nominel konvergens. Konvergenskriterierne skal med andre ord anvendes på "sammenlignelige økonomier".

Efter tiltrædelsen er ERM II tilstrækkeligt fleksibel til at kunne fungere sammen med forskellige systemer under forudsætning af, at landenes tilsagn og målsætninger er troværdige og i overensstemmelse med valutakursmekanismens målsætninger. De eneste systemer, der på nuværende tidspunkt kan siges at være i hel klar modstrid med ERM II, er helt flydende vekselkurser, løbende kursjusteringer og binding til andre referencevalutaer end euroen. I princippet kan de enkelte kandidatlande vælge at bibeholde en eurobaseret fastkurspolitik, indtil de har indført euroen, som en yderligere ensidig forpligtelse til at sikre valutaens faste binding til euroen inden for ERM II, men når et land med en fastkurspolitik ønsker at deltage i ERM II, vil ansøgningen alligevel blive behandlet på grundlag af den fælles procedure, der er fastsat i ERM II-resolutionen, og centralkursen/omregningskursen skal godkendes multilateralt. Det forudsætter, at nogle af de lande, som muligvis vil kunne operere effektivt med en fastkurspolitik sammen med euroen, ikke nødvendigvis skal igennem en "dobbeltordning" (dvs. først gå over til en vis fleksibilitet, før de går tilbage igen til en fastere binding og derefter den uigenkaldelige fastsættelse af kursen).

Generelt set vil kandidatlandene være nødsaget til at forsøge at forene deres ønsker om en stabil valutakurs og begrænset inflation i forberedelsesperioden op til tiltrædelsen og deltagelsen i ERM II.

5.5 Euroområdet bidrag til den politiske samordning på verdensplan

Den fælles monetære politik og den fælles valutapolitik har tilligemed øget samordning af finans- og strukturpolitikkerne haft store konsekvenser for de økonomiske forbindelser mellem euroområdet og resten af verden. Den monetære politik og valutapolitikken er i dag områder, hvor EU har enekompetence. Kapitalmarkederne i Europa bliver gradvist mere integrerede, og det er den overordnede politiske linje i euroområdet, resten af verden interesserer sig for, når der drøftes internationale økonomiske og finanspolitiske spørgsmål.

De internationale institutioner, der er ansvarlige for den multilaterale overvågning, bl.a. IMF og OECD, er begyndt at erkende konsekvenserne af denne udvikling og vurderer nu med jævne mellemrum den overordnede makroøkonomiske linje i euroområdet. Udviklingen afspejles ligeledes i G7-finansministrenes og centralbankchefernes erklæringer, som ikke længere refererer til makroøkonomiske udviklinger og prognoser i de enkelte medlemsstater i euroområdet, men til de samlede udsigter og forventninger i euroområdet.

Intern samordning af holdningerne til internationale monetære spørgsmål

EF-traktaten fastsætter procedurer, ganske vist i en meget komprimeret form, for EU's håndtering af de internationale (institutionelle) aspekter af ØMU. Det drejer sig primært om artikel 111 (tidligere artikel 109). Selv om artikel 111 er en procedureartikel og et tydeligt kompromis mellem forskellige synspunkter, viser den klart, at valutapolitikken (dvs. formelle aftaler om valutasystemet og generelle retningslinjer for valutapolitikken) er Rådets ansvarsområde (kun de deltagende medlemsstater har stemmeret). Det er i artiklen desuden fastsat, hvilken procedure der skal følges, når EU skal fastlægge sin holdning i internationale drøftelser om "spørgsmål af særlig interesse for Den Økonomiske og Monetære Union". Samme artikel foreskriver, at spørgsmålet om EU's repræsentation på internationalt plan afgøres af Rådet med enstemmighed på forslag af Kommissionen under overholdelse af den kompetencefordeling, der er fastsat i artikel 99 og 105. Man forventede derfor, at Europa med tredje fase af ØMU ville komme til at spille en rolle i det internationale finansielle og monetære system, som stod i rimeligt forhold til dets økonomiske vægt.

Siden 1999 er der udviklet praktiske arrangementer for den interne samordning af holdningerne til internationale monetære spørgsmål. Navnlig har Eurogruppen/Rådet (økonomi og finans) arbejdet ihærdigt på at fastlægge fælles holdninger og synspunkter om en lang række emner, herunder den internationale finansielle struktur, finansiering af udviklingsbistand samt den økonomiske situation i verden eller i forskellige "nøglelande". Disse fælles holdninger danner grundlag for de europæiske eksekutivdirektørers aktiviteter i IMF's bestyrelse og fungerer som ledetråd for formandskabet og andre europæiske repræsentanter på internationale møder, f.eks. i Den Internationale Monetære og Finansielle Komité (IMFC), G7-møderne og OECD/EDRC-konsultationer med euroområdet.

Der er ganske vist gjort store fremskridt, men der er fortsat en række uløste problemer, bl.a. spørgsmålet om, hvordan man sikrer, at enigheden blandt de europæiske lande udmøntes i praksis. Hermed menes f.eks., hvordan man sikrer, at der i forbindelse med specifikke kriseløsninger også tages hensyn til kravet om øget inddragelse af den private sektor. Det er også nødvendigt at udvikle og tilpasse fælles holdninger ved at trække på nye erfaringer og/eller på en dialog med vore internationale partnere. Af samme grund bør der sættes på at fastlægge fælles holdninger på langt flere områder, for at Europa kan komme til at spille en mere proaktiv og konsekvent rolle i det internationale monetære og finansielle system. Og endelig må de vedtagne fælles holdninger i EU formidles effektivt til de relevante forhandlingspartnere.

Euroområdet repræsentation i internationale fora

Disse problemstillinger hænger nøje sammen med spørgsmålet om euroområdet repræsentation i internationale fora. Forskellige Europæiske Råd har behandlet spørgsmålet om internationalt økonomisk samarbejde og repræsentationen over for den øvrige verden (navnlig Det Europæiske Råd i Luxembourg og Wien), men der er endnu ikke truffet nogen rådsafgørelse, der kan danne grundlag for en løsningsmodel. Konklusionerne fra Det Europæiske Råd vedrører desuden kun EU's repræsentation i bestemte internationale fora. For IMF's vedkommende hedder det i konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Wien: *"ECB bør i sin egenskab af det EF-organ, der har ansvaret for den monetære politik, tildeles observatørstatus i IMF's bestyrelse. EF/ØMU'ens synspunkter vedrørende andre spørgsmål af særlig relevans for ØMU'en vil blive fremlagt i IMF's bestyrelse af det relevante medlem af eksekutivdirektørens kontor i den medlemsstat, der har formandskabet for euroområdet, bistået af en repræsentant for Kommissionen."*

Med hensyn til G7 anføres det i formandskabets konklusioner fra Wien, at *"Det Europæiske Råd tilslutter sig Rådets rapport om Fællesskabets repræsentation udadtil, hvori det bestemmes, at formanden for Rådet (økonomi og finans), eller hvis formanden er fra en medlemsstat uden for euroområdet, formanden for Euro-11, bistået af Kommissionen, skal deltage i G7's møder (finans)".* I bilag II til konklusionerne står der, at *"ECB's formand deltager i gruppens [G7's] møder i forbindelse med diskussioner, der vedrører ØMU'en, f.eks. multilateral overvågning og valutakursspørgsmål, samt i forbindelse med accept af de relevante dele af den erklæring, der offentliggøres."*

I realiteten er Det Europæiske Råds konklusioner kun delvist implementeret. Foreløbig overværer formanden for Eurogruppen og ECB's formand kun G7-finansministrenes og centralbankchefernes møder om multilateral overvågning og valutakursspørgsmål. Kommissionens deltagelse er heller ikke i fuld overensstemmelse med disse aftaler.

Der er også kun sket begrænsede institutionelle ændringer i IMF. ECB har opnået observatørstatus i IMF's bestyrelse og kan overvære bestyrelsesmøder om spørgsmål af særlig relevans for euroområdet.

Der er flere faktorer, der gør det vanskeligt at nå til en løsning på problemet omkring en hensigtsmæssig europæisk repræsentation, hvor medlemsstaterne i euroområdet kan tale med én stemme. Det er bl.a. det faktum, at EU-landene sidder sammen med ikke-EU-lande i IMF-fora, og at nogle af EU-landene oven i købet deltager i fora, der ledes af ikke-EU-lande. Desuden er medlemskabet af IMF baseret på begrebet "selvstændige stater".

Konklusionen er, at ØMU-projektet endnu ikke er fuldført med hensyn til repræsentationen udadtil. ØMU har dog bidraget til, at der fastlægges en fælles europæisk holdning til vigtige internationale spørgsmål. Det giver EU mulighed for at spille en international rolle, som står i forhold til dets finansielle og økonomiske vægt. Men det er nødvendigt at finde en løsning på problemet omkring repræsentationen udadtil. De ad hoc-ordninger, der blev etableret ved starten af tredje fase af ØMU, har været nyttige, men opfylder kun delvist forventningerne om en fælles og stærk europæisk tilstedeværelse i internationale anliggender. På grund af ordningernes uformelle karakter, den manglende kontinuitet, der er forbundet med dem, og de begrænsninger, der ligger i en uformel samordning, kan de ikke give EU's holdning fuld gennemslagskraft i drøftelser på internationalt plan.

Hvis euroområdet blev korrekt og effektivt repræsenteret i internationale organisationer, ville det forbedre det multilaterale samarbejde ganske betydeligt i en situation, hvor den finansielle verden tilsyneladende bevæger sig i retning af et tripolært valutasystem. Spørgsmålet om euroområdet rette repræsentation og deltagelse i internationale beslutningsprocedurer er således også af stor betydning for lande uden for EU. Det fremgår af det pres, der er fra andre industrielle og nyudviklede markedsøkonomier for en mere rationel repræsentation af EU. Løsningen af dette problem er en meget vigtig opgave for beslutningstagerne i EU, som skal sikre, at EU kan forsvare sine interesser effektivt på den internationale arena.