



EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel den 19.6.2002
KOM(2002) 332 slutlig

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN

**Euroområdet i världsekonomin
– utvecklingen under de tre första åren –**

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN	3
1. DEN EKONOMISKA SITUATIONEN OCH EKONOMISK-POLITISKA RESULTAT	8
1.1 Tredje året med den gemensamma valutan: Euroområdet känner av avmattningen i världsekonomin	8
1.2 Eurons växelkurs och bytesbalansen.....	10
1.3 Den makroekonomiska politiken i euroområdet	12
1.4 Samordning av den ekonomiska politiken inom EMU	15
2. ATT BEVAKA LÖNEUTVECKLINGEN INOM EMU.....	17
2.1 Inledning	17
2.2 Den totala löneutvecklingen: några utmärkande drag.....	18
2.3 Faktorer som förklarar de senaste årens återhållsamhet med löneökningarna.....	20
3. INVESTERINGAR OCH EUROOMRÅDETS TILLVÄXTPOTENTIAL	23
3.1. Hur investeringarna utvecklades i euroområdet under 1990-talet	23
3.2 Faktorer som påverkar investeringstakten i euroområdet	25
4 DET FINANSIELLA SYSTEMET I EUROOMRÅDET.....	28
4.1 Den allmänna utvecklingen i det finansiella systemet inom EU.....	28
4.2 Penning- och derivatmarknaderna.....	29
4.3 Obligationsmarknaderna	30
4.4 Aktiemarknaderna	32
4.5 Riskkapital	34
4.6 Finansiella intermediärer.....	34
4.7 Ekonomisk-politiska utmaningar	35
5. EURON SOM EN INTERNATIONELL VALUTA	37
5.1 Inledning	37
5.2 Den privata sektorns internationella användning av euron	38
5.3 Den officiella sektorns internationella användning av euron.....	39
5.4 Kandidatländerna och införandet av euron	40
5.5 Euroområdets bidrag till den globala samordningen av den ekonomiska politiken ..	41

Euroområdet i världsekonomin – sammanfattning

Den tredje etappen av den ekonomiska och monetära unionen (EMU) inleddes den 1 januari 1999 med de 11 medlemsstater som hade uppnått en hög grad av nominell konvergens enligt bestämmelserna i EG-fördraget. Grekland bedömdes sedan också uppfylla villkoren för att delta och anslöt sig till de andra euroländerna den 1 januari 2001. Införandet av sedlar och mynt i euro den 1 januari 2002 var en svår logistisk uppgift, som dock löstes så smidigt som man kunde hoppas. Euron har nu blivit något konkret i vår vardag.

Den gemensamma valutan är förankrad i en sund institutionell ram inriktad på en ansvarsfull makroekonomisk politik och strukturreformer, vilket ger upphov till fördelar som har varit tydliga under de första tre åren av EMU:s tredje etapp. Under de första två åren ökade BNP med omkring 3 % per år, vilket var något över den potentiella nivån. Detta gav dock inte upphov till den typ av obalanser som i många länder äventyrar tillväxtens hållbarhet. Det privata sparandet har legat kvar på en tillfredsställande nivå på omkring 15 % av den disponibla inkomsten, de offentliga underskotten har fortsatt att minska, om än inte i lika snabb takt som under konvergensfasen 1990–98, vilket har ökat den offentliga sektorns finansiella sparande, och investeringarna har legat på en stabilt hög nivå, utan att skapa problem med överinvesteringar. Till följd av detta har bytesbalansen i euroområdet i stort sett förblivit i balans.

Tredje året med den gemensamma valutan: Euroområdet känner av avmattningen i världsekonomin

Under 2001 skedde en mycket snabb avmattning i världsekonomin och världshandeln gick från en ökningstakt på omkring 12 % året innan till nästan nolltillväxt. Euroområdets utrikeshandel är visserligen betydligt mindre än varje enskild medlemsstats utrikeshandel, men den är fortfarande av stor betydelse, så det var uppenbart att den betydande nedgången för världshandeln skulle få stor effekt på euroområdets ekonomi. Dessutom är euroområdet även på andra sätt i hög grad inlemmat i världsekonomin. Till exempel påverkas euroområdet av utvecklingen i världsekonomin även via finansiella kopplingar, gränsöverskridande företagsägande samt förtroendefaktorer. Gemensamma chocker, oljeprisökningen, terroristattacker den 11 september och korrigeringen av aktiekurserna är faktorer som alla har bidragit till avmattningen i världsekonomin. Dock har även inhemska faktorer haft sin betydelse. BNP-tillväxten i euroområdet avtog under året och stannade nästan helt av det sista kvartalet 2001.

Trots avmattningen i den ekonomiska aktiviteten skapades det förvånansvärt många nya arbetstillfällen, vilket kan vara frukten av de arbetsmarknadsreformer som genomfördes som en förberedelse inför den gemensamma valutan och som sedan fortsatt. Under den gemensamma valutans tre första år skapades omkring 6 miljoner arbetstillfällen i euroområdet. En mindre positiv utveckling är dock att inflationen ökade till 2½ % år 2001 från den mycket låga nivån på drygt 1 % som noterades under den tredje EMU-etappens första år. Det beror främst på ett antal extraordinära omständigheter, som två oljeprishöjningar, vars effekter förvärrades av eurons svaga ställning gentemot de viktigaste handelspartnerns valutor, och ett antal sjukdoms- och väderrelaterade ökning av livsmedelspriserna.

Eurons växelkurs och euroområdets utrikeshandel

Efter det att euron infördes 1999 sjönk dess värde med mer än 20 % mot US-dollar. Fram till våren 2001 hade den förlorat mer än 10 % av sitt nominella värde, men har sedan dess legat på en relativt stabil nivå¹. Eurons reala växelkurs i fråga om enhetsarbetskostnad ligger långt under sin långsiktigt

¹ Detta meddelande omfattar utvecklingen fram till den 21 mars 2002.

(1980–2000) genomsnittliga nivå. Följaktligen har företagen i euroområdet en gynnsam position när de konkurrerar med företag från tredje land. Denna konkurrens fördel kan delvis förklara varför nettoexporten kunde ge ett positivt bidrag till BNP under 2001, trots den kraftiga nedgången i världshandeln. Att euron inte apprecierades till ett värde som ligger mer i linje med de grundläggande ekonomiska faktorerna gjorde det dock svårare att begränsa inflationen.

Sett till världen som helhet råder det fortfarande betydande obalanser i utrikeshandeln. Det stora bytesbalansunderskottet i Förenta staternas ekonomi motsvaras av ett stort bytesbalansöverskott i Japan och några andra asiatiska länder, medan euroområdet som helhet har en bytesbalans som är mer eller mindre i balans. I vilken mån konjunkturmässiga faktorer ligger bakom de globala obalanserna kan diskuteras, men obalanserna bör successivt försvinna i takt med att den ekonomiska tillväxten i de olika områdena återgår till sin trendmässiga nivå.

Finans- och penningpolitiken

Jämfört med situationen för sex år sedan, då de offentliga finanserna uppvisade stora underskott, har det arbetats med att konsolidera de offentliga finanserna som bedrivits sedan dess gett goda resultat. Från och med 1999 omfattas finanspolitiken av stabilitets- och tillväxtpakten och det referensvärde för det offentliga underskottet på 3 % som anges där har respekterats. Den finanspolitiska konsolideringen har fortsatt i de flesta länder, låt vara i en allt långsammare takt. Redan beslutade skattesänkningar och den konjunkturmässiga avmattningen under 2001 har lett till att de faktiska underskotten ökat, men de strukturella underskotten har förblivit i stort sett oförändrade. De automatiska stabilisatorerna har gjort det möjligt att dämpa effekten av avmattningen i de flesta medlemsstater.

Trots de framsteg som har gjorts är de offentliga underskotten fortfarande betydande i Tyskland, Frankrike, Italien och Portugal. Det behövs ytterligare konsolideringsåtgärder för att de offentliga finanserna skall vara nära balans 2004. I 2001 års uppdaterade stabilitetsprogram gjordes utfästelser om sådana åtgärder. Medlemsstaterna bekräftade vid Europeiska rådets möte i Barcelona att de är fast beslutna att uppnå detta medelfristiga mål. Till följd av diskussionen i rådet om kommissionens utkast till rekommendationer om att tilldela Tyskland och Portugal en varning gjorde dessa länder tydliga politiska utfästelser som i sak tar fasta på kommissionens invändningar.

Penningpolitiken har fortsatt att inriktas på sin huvuduppgift, nämligen att bevara prisstabiliteten i euroområdet. ECB definierar prisstabilitet som en HICP-inflationstakt på under 2 % på medellång sikt. Eftersom avmattningen i ekonomin hade en dämpande effekt på inflationstrycket gjorde denna framåtsyftande medelfristiga strategi det möjligt för ECB att sänka styrräntan fyra gånger under 2001 med sammanlagt 150 räntepunkter till 3¼ %. Finansieringsvillkoren har varit fortsatt tillväxtfrämjande. Samtidigt har inflationsförväntningarna förblivit förenliga med ECB:s kvantitativa definition av prisstabilitet. Inflationstakten skiljer sig åt från en medlemsstat till en annan och de monetära förhållandena tenderar att vara alltför strama där inflationstrycket är lågt och alltför expansiva där den slutliga efterfrågan överstiger den potentiella produktionsförmågan. Finanspolitiken kan vara ett möjligt instrument, men den riskerar att bli överbelastad om inte löne- och prisbildningen blir mer flexibel.

Samordningen av den ekonomiska politiken

Under de första tre åren med EMU har man i den ekonomiska politiken hållit sig inom en sund ekonomisk-politisk ram. Den kännetecknas av ett antal principer som fastställts i fördraget – strävan efter en öppen marknadsekonomi med fri konkurrens, stabila priser och sunda offentliga finanser – och som syftar till att främja en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Den oberoende Europeiska

centralbanken ansvarar för den gemensamma penningpolitiken. Dess främsta mål är att upprätthålla prisstabilitet. Medlemsstaterna har dock fortfarande ansvaret för de flesta delar av den ekonomiska politiken, däribland den nationella finans- och strukturpolitiken.

I fördraget föreskrivs ett system för samordning av den ekonomiska politiken i syfte att främja positiva spridningseffekter och beakta eventuella negativa externaliteter som skulle kunna uppstå om beslutsfattandet inte samordnas. Medlemsstaternas och gemenskapens allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken är det centrala inslaget i detta system. Den snabba ökning av antalet nya arbetstillfällen som skett sedan 1997 återspeglar också de arbetsmarknadsreformer som medlemsstaterna vidtagit, bland annat inom ramen för den europeiska sysselsättningsstrategin. De årliga sysselsättningsriktlinjerna är det instrument som föreskrivs i fördraget för att samordna sysselsättningspolitiken. Ett annat viktigt fördragsbaserat inslag är den multilaterala övervakningen av den ekonomiska politiken.

Samordningen av den ekonomiska politiken (finans- och strukturpolitiken) skulle kunna stärkas genom att där så är lämpligt effektivisera beslutsprocesserna och genom att genomföra de åtgärder som kommissionen föreslagit och som deltagarna vid Europeiska rådets möte i Barcelona ställt sig bakom. För att på ett bättre sätt kunna göra en gemensam bedömning av den ekonomiska situationen måste statistikkraven inom EMU utvecklas. För att få en större förståelse för vad som utgör en god ekonomisk politik inom EMU tänker kommissionen föreslå ett antal gemensamma standarder för hur den ekonomiska politiken bör bedrivas, detta i syfte att öka samförståndet, förbättra den ekonomiska politiken och öka insynen.

Lönebildningen i EMU

Den monetära unionen har på många sätt förändrat den makroekonomiska miljön för löne- och prisbildningen i euroområdet. Löneförhandlingarna måste anpassas till den nya ekonomisk-politiska ramen, vilket innebär ökade krav på nominell löneflexibilitet för att euroområdet skall kunna bevara sin konkurrenskraft. Samtidigt måste effekten på inflationstakten i euroområdet som helhet beaktas vid löneförhandlingarna.

I euroområdet som helhet gjordes det under det föregående årtiondet stora framsteg när det gäller den nominella stabiliseringen av både priser och löner. 1990-talet utmärktes i själva verket av en kraftig minskning av inflationstakten och 1997 hade inflationstakten sjunkit till en nivå på under 2 %. Trots att enhetsarbetskostnaden inom euroområdet steg snabbare under 2001 ökar den inte längre alls lika fort som förut. Inte heller har den kraftiga minskningen av arbetslösheten de senaste åren lett till någon betydande acceleration av enhetsarbetskostnaderna. Totalt sett råder det inget tvivel om att det under EMU:s första år, och även under några av de föregående åren, rådde en mycket stark återhållsamhet med de nominella löneökningarna, vilket är svårt att förklara på något annat sätt än att det underliggande beteendemönstret förändrats.

Återhållsamheten med reallöneökningarna har gett resultat och har bidragit till den snabba ökningen av antalet nya arbetstillfällen de senaste åren. Uppskattningar visar att NAIRU (dvs den lägsta arbetslöshet som är förenlig med stabila priser) för euroområdet har sjunkit med omkring 1½ procentenheter, vilket antyder att omkring halva minskningen av den uppmätta arbetslösheten kan betraktas som strukturell till sin natur. Den återhållsamhet med löneökningarna som minskningen av NAIRU återspeglar förklaras av de relativt omfattande produkt- och arbetsmarknadsreformer som genomförts i de flesta länderna i euroområdet. Dessa reformer har under andra halvan av 1990-talet främjat konkurrensen på varu- och tjänstemarknaderna och har minskat motsättningarna mellan dem som har och dem som inte har ett arbete.

Dock tvingas man konstatera att reformarbetet har varit relativt ojämnt fördelat mellan länderna, med fortfarande relativt hög strukturell arbetslöshet i alla de stora ekonomierna i euroområdet. Reformerna har också varit ofullständiga, vilket antyder att ytterligare reformer behövs om NAIRU skall fortsätta att sjunka.

Det är således svårt att förklara denna utbredda återhållsamhet med löneökningarna utan att beakta inkomstpolicens betydelse i ett antal länder. Det gäller att hitta en balans mellan behovet av att hålla lönerna inom euroområdet på en nivå som är förenlig med ECB:s mål om prisstabilitet och behovet av ökad flexibilitet för att återspegla skillnaderna i produktivitetsnivå och ökningstakt, så att lönerna ändras på rätt sätt när efterfrågan förändras i en viss region eller sektor och så att möjligheterna till lönsamma arbetstillfällen förbättras.

Investerings- och tillväxtpotentialen i euroområdet

Offentliga och privata investeringar är av avgörande betydelse för att euroområdets tillväxtpotential skall utvecklas på medellång och lång sikt. EMU och den ekonomisk-politiska ram som den grundas på kommer sannolikt att positivt påverka flera viktiga faktorer vid investeringsbeslut, till exempel lönsamheten och realräntorna. En ökad finansiell integration kommer att förbättra finansieringsvillkoren och lägre växelkursrisker kommer att möjliggöra en effektivare allokering av investeringarna. Dessutom kommer den ökade finanspolitiska disciplinen att minska undanträngningen av privata investeringar.

Det går ännu inte att dra några definitiva slutsatser om EMU:s effekt på investeringarna eftersom det inte har gått tillräckligt lång tid sedan euron infördes. Vissa tidiga tecken inger dock hopp. Om man räknar med åren strax före EMU har realräntorna och variationen i de reala växelkurserna sjunkit sedan mitten av 1990-talet och lönsamheten efter skatt ligger på en relativt hög nivå. Dessutom uppvisar ekonomierna i euroområdet en betydande konvergens i investeringstakten, vilket åtföljs av konvergens i ekonomiska faktorer som lönsamhet och räntor. Detta är resultatet av både en djupare marknadsintegration och en mer harmoniserad institutionell ram. Av flödena av direktinvesteringar kan inga definitiva slutsatser dras. Dessa flöden domineras av företagskoncentrationer och företagsförvärv, vilket kanske återspeglar företagens mer långsiktiga strategiska mål.

Euron och det finansiella systemet i euroområdet

Sedan euron infördes den 1 januari 1999 har takten i de finansiella marknadernas integration tydligt ökat i euroområdet. Euron är naturligtvis inte den enda anledningen till denna ökning. Bland andra viktiga faktorer kan nämnas globaliseringen, som påskyndats av liberaliseringen av de internationella kapitalrörelserna, avregleringen av de finansiella marknaderna, tekniska framsteg, framsteg med att skapa en gemensam regleringsmässig ram inom EU (som en del av arbetet med att fullborda den inre marknaden för finansiella tjänster) samt de finansiella reformer som vidtagits på medlemsstatsnivå.

Euron har undanröjt växelkursrisken som en källa till fragmentering i euroområdets finansiella system och har samtidigt hjälpt till att rikta strålkastarljuset på de alternativkostnader som kvarvarande integrationshinder ger upphov till. Den djupare integration som euron medfört märks i form av homogenera marknader, en konsolideringsvåg bland intermediärerna och börserna samt framväxten av nya och innovativa produkter och tekniker.

I takt med att marknadsaktörerna har antagit mer alleuropeiska strategier har de politiskt ansvariga på EU-nivå svarat med att utarbeta en konsekvent strategi för hur den inre marknaden för finansiella tjänster skall fullbordas och genom att förbinda sig att snabbt genomföra den (se till exempel slutsatserna från Europeiska rådets möte i Barcelona i mars 2002). Först och främst har EU fastställt det ambitiösa målet att senast 2005 ha genomfört handlingsplanen för finansiella tjänster, ett paket med 42 åtgärdsinitiativ som syftar till att förbättra det finansiella systemets funktion inom EU. En ännu snävare tidsplan har angetts för åtgärder som gäller värdepappersmarknaderna och för handlingsplanen för riskkapital, vilka skall vara genomförda senast 2003. Handlingsplanen för

riskkapital syftar till att utveckla en integrerad och effektiv marknad för aktiefinansiering av nystartade och innovativa företag. Det är vidare viktigt att se till att handlingsplanen för finansiella tjänster genomförs på ett konsekvent sätt i alla medlemsstater så att de nationella finansiella marknaderna faktiskt integreras i verkligheten och inte endast på papperet. Den nya beslutsramen för värdepapperslagstiftning som antogs på grundval av Lamfalussykommitténs förslag bör bidra till detta mål och säkerställa att lagstiftningen anpassas snabbare till de snabba förändringarna på de finansiella marknaderna. Konkurrenspolitiken bör även bli aktivare i takt med att den finansiella integrationen fortskrider, så att de ekonomiska fördelarna utnyttjas till fullo. Slutligen måste konsumenterna och investerarna ges ett tillräckligt skydd, så att de får tillräckligt förtroende för att agera på – och därmed få alla fördelar med – en inre marknad som omfattar hela Europeiska unionen.

Euron som en internationell valuta

US-dollar är fortfarande den viktigaste internationella valutan, men euron blev världens näst största valuta när den infördes. Det finns ett antal faktorer som talar för att använda euron som en internationell valuta. Den första är storleken på euroområdet ekonomi. Den står för ungefär 16 % av världens BNP, vilket innebär att den är något mindre än Förenta staternas ekonomi (21 %), men mycket större än Japans (8 %). Siffrorna för de tre valutaområdenas andelar av världshandeln i varor och tjänster är ungefär desamma. Den andra faktorn som gör euron attraktiv som en internationell valuta är dess stabilitet, vilket återspeglar att euroområdet ekonomi vilar på en stabil grund, som förstärks av den stabilitetsinriktade ekonomisk-politiska ramen i EMU. Den tredje faktorn är den pågående integrationen av de nationella finansiella marknaderna i Europa till breda, djupa och likvida alleuropeiska finansiella marknader, som kommer att öka eurons betydelse vid internationell in- och utlåningsverksamhet. Till följd av nätverks- och stordriftsfördelar kommer dock US-dollar sannolikt att förbli den viktigaste valutan. Internationaliseringen av euron är hur som helst en process som leds av den privata sektorn och Eurosystemet har varken som mål att hindra eller främja internationaliseringen av euron.

Det är nu euroområdet, och inte längre dess medlemsstater, som den övriga världen betraktar när internationella makroekonomiska frågor diskuteras. De internationella institutioner som ansvarar för den multilaterala övervakningen, som IMF och OECD, har börjat inse konsekvenserna av dessa förändringar och bedömer nu regelbundet euroområdets övergripande makroekonomiska politik. Förändringen märks även i yttrandena från G7:s finansministrar där inte längre specifika euroländers makroekonomiska politik berörs, utan hela euroområdets.

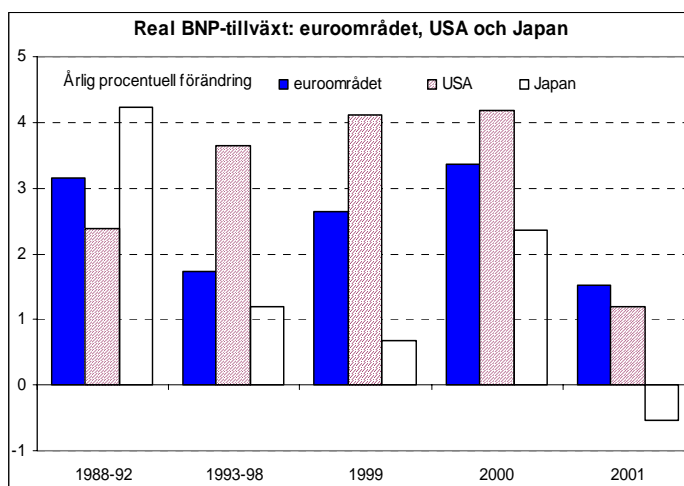
EMU har främjat en process för fler gemensamma europeiska ståndpunkter, vilket gör att gemenskapen kan börja spela en roll i världen som bättre motsvarar dess finansiella och ekonomiska styrka. Detta måste kompletteras med ytterligare framsteg när det gäller representationen.

1. DEN EKONOMISKA SITUATIONEN OCH EKONOMISK-POLITISKA RESULTAT

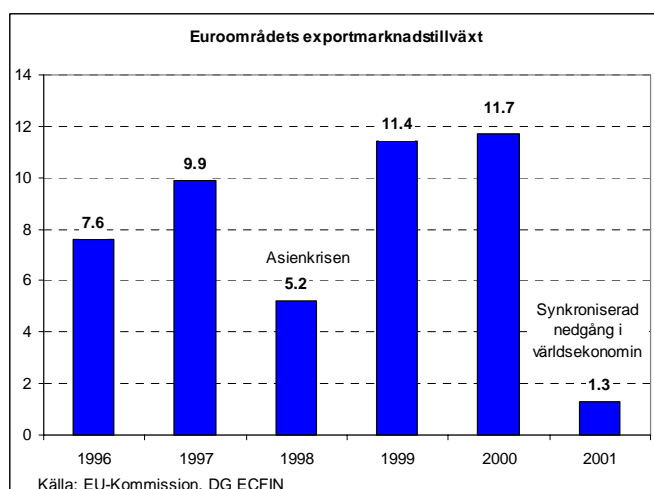
1.1 Tredje året med den gemensamma valutan: Euroområdet känner av avmattningen i världsekonomin

Under de två första åren av EMU:s tredje etapp låg BNP-tillväxten över sin potentiella nivå och uppgick i genomsnitt till 3 % per år. Under det tredje året följde sedan en kraftig men kortvarig avmattning. BNP-tillväxten avtog under 2001 och kommer sannolikt att förbli dämpad i början av 2002. Det fanns inhemska och externa förklaringar till avmattningen. Den privata konsumtionen har utvecklats trögt sedan hösten 2000 till följd av att hushållen i euroområdet har fått se sin köpkraft försvagas av högre energi- och livsmedelspriser och en dyrare US-dollar i förhållande till euron. Dessutom försämrades konsumenternas framtidsstro till följd av fallande aktiekurser och ökad osäkerhet beträffande framtida inkomster. Investeringarna sjönk i takt med att vinsterna minskade och den förväntade efterfrågan sjönk.

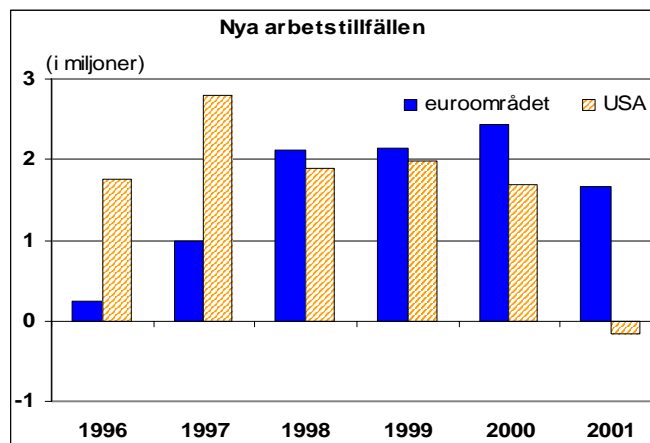
Synkroniseringen med världsekonomin har ökat. Sedan den gemensamma valutan infördes har skillnaden i BNP-tillväxt mellan euroområdet och Förenta staterna minskat, samtidigt som konjunkturmönstret har kommit mycket mer i fas med andra större ekonomier, till skillnad från konvergensperioden (1990–98). Den höga graden av synkronisering under de senaste årens lågkonjunktur förklaras av att chockerna varit av gemensam natur – ökningen av oljepriserna, IT-bubblans upplösning och terroristattacker den 11 september. Det kan dock också ses som ett tecken på att euron har börjat bete sig mer som man skulle kunna förvänta sig av en valuta i en ekonomi som är så djupt integrerad i världsekonomin som euroområdet.



När det gäller utrikeshandeln noterades en betydande minskning i exportefterfrågan till följd av den kraftiga avmattningen i världsekonomin. Världshandeln ökade mycket långsammare och trots den svaga euron sjönk exportvolymens ökningstakt i euroområdet från 12½ % år 2000 till något över 2 % i fjol. Eftersom importen sjönk snabbare än exporten gav dock utrikeshandeln ett positivt bidrag till tillväxten. Återhämtningen kan orsakas av ökad optimism bland konsumenterna i kombination med ökade reala disponibla inkomster, låga lagernivåer, tillväxtfrämjande monetära förhållanden och en gynnsammare utveckling för världsekonomin.

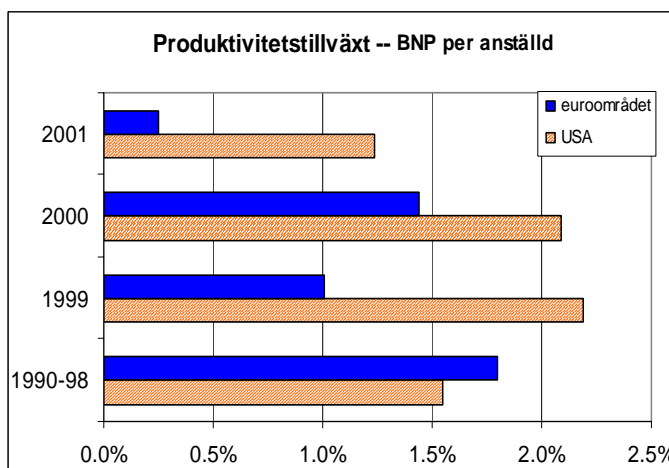


Den höga tillväxten under de två första åren hade en gynnsam effekt på sysselsättningen. Det är dock intressant att notera att det fortsatte att skapas relativt många nya arbetstillfällen även under avmattningen. Under den gemensamma valutans första tre år skapades omkring 6 miljoner nya arbetstillfällen inom euroområdet, att jämföras med 3,5 miljoner i Förenta staterna. Arbetslösheten sjönk från 11,3 % 1997 till 8,3 % år 2001. BNP-tillväxten har således lett till en snabbare sysselsättningsökning.

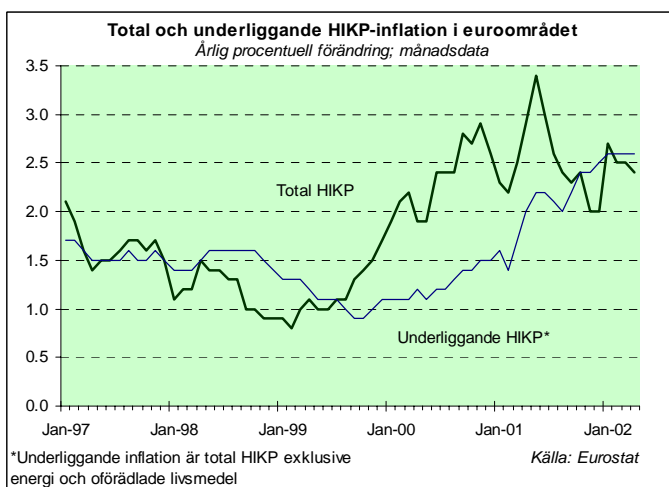


Förklaringen till att den senaste tidens tillväxt gått hand i hand med tillkomsten av många nya arbetstillfällen är de strukturella förändringarna på arbetsmarknaden. En långvarig period med återhållsamhet med löneökningarna har vänt den trend mot ökad substitution av arbetskraft med kapital som negativt påverkade sysselsättningen under den första halvan av 1990-talet. På utbudssidan har särskilt kvinnornas arbetskraftsdeltagande ökat märkbart i likhet med andelen deltidsarbeten och tidsbegränsade anställningsavtal i den totala sysselsättningen. Det genomsnittliga arbetskraftsdeltagandet är dock fortfarande lägre än i Förenta staterna och de skandinaviska länderna.

Under första halvan av 1990-talet låg produktivitetstillväxten i euroområdet och Förenta staterna i genomsnitt på ungefär samma nivå. Sedan andra halvan av 1990-talet har dock produktiviteten i Förenta staterna varit betydligt högre än vanligt med tanke på det långt framskridna stadiet av konjunkturcykeln, medan produktivitetstillväxten i euroområdet har legat kvar på en mer normal nivå och följt ett mer pro-cykliskt mönster. En annan större skillnad är att arbetskraftsutbudet ökat snabbare i Förenta staterna, vilket delvis beror på invandring, och Förenta staternas ekonomis förmåga att absorbera en växande arbetskraft. Båda dessa faktorer förklarar varför BNP-tillväxten har varit högre i Förenta staterna än i euroområdet.



Inflationen var mycket dämpad i början av den tredje etappen av EMU, men sedan början av 2000 har ökningarna av konsumentpriserna legat över ECB:s gränsvärde på 2 %. Inflationen enligt det harmoniserade konsumentprisindexet (HICP - Harmonised Index of Consumer Prices) steg från låga 1,1 % 1999 till 2,3 % år 2000 och 2,5 % år 2001. Ökningen kan till stor del förklaras av ett antal extraordinära kostnadshöjande faktorer, medan produktionsgapet för det mesta varit negativt sedan mitten av 1990-talet.

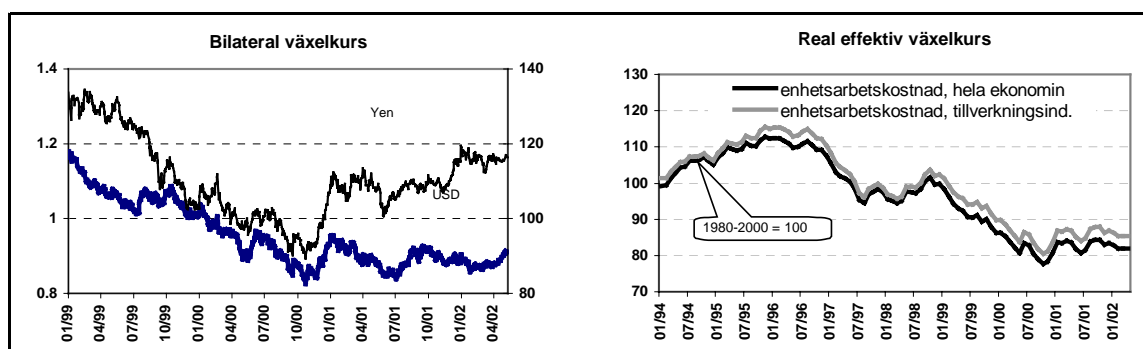


Främst två kostnadshöjande faktorer har drivit på konsumentprisinflationen, nämligen importpriserna och de inhemska livsmedelspriserna. Högre importpriser, främst till följd av högre världsmarknadspriser på olja och en svagare euro, var den viktigaste förklaringen till att inflationen ökade under 1999 och större delen av 2000. Vid utgången av 2000 hade BSE-krisen, mul- och klövsjukan och det ovanligt ogynnsamma vädret tagit över som främsta förklaringsfaktorer och bidrog till att HICP-inflationen fortsatte att stiga en bit in på våren 2001. I början av 2002 steg priserna på färska livsmedel ytterligare till följd av ovanligt kallt väder i vissa delar av Europa och även energipriserna utvecklades mindre gynnsamt, vilket ledde till att den uppmätta inflationen åter började stiga.

1.2 Eurons växelkurs och bytesbalansen

Euroområdet

Efter det att euron infördes 1999 tappade den mer än 20 % av sitt värde gentemot US-dollar, men har sedan stigit med ungefär 10 % jämfört med lägstanoteringen i oktober 2000. I nominella effektiva termer hade den förlorat mer än 10 % fram till våren 2001, men har därefter legat på en relativt stabil nivå. Den senaste tidens stabilitet är följden av att US-dollar och det brittiska pundet fluktuerat utan någon tydlig riktning inom ett bredare intervall gentemot euron, medan eurons depreciering mot schweizerfrancen i stort sett vägts upp av apprecieringen mot den japanska yenen. Den effektiva växelkursens relativa stabilitet under denna period är överraskande med tanke på de dramatiska svängningar som har ägt rum i världsekonomin och den allmänna uppfattningen att euron egentligen är undervärderad.

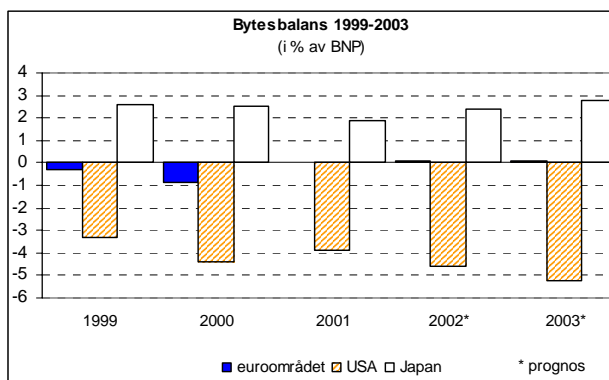


Eurons reala effektiva växelkurs uttryckt i enhetsarbetskostnad ligger långt under dess historiskt (1980–2000) genomsnittliga nivå. Företagen i euroområdet har en gynnsam och stark position i förhållande till konkurrenterna utanför euroområdet. Den inhemska produktionens gynnsamma konkurrenssituation i förhållande till utländsk produktion bidrar till att förklara varför nettoexporten kunde bidra positivt till BNP under 2001, trots den kraftiga nedgången i världshandeln. Det faktum att euron inte apprecierade till en nivå som ligger mer i linje med de grundläggande ekonomiska faktorerna försvårade samtidigt arbetet med att hålla inflationen i schack.

Den reala effektiva växelkursen är en viktig bestämningsfaktor för de gränsöverskridande handelsflödena. Förändringar i direkta skatter, löneuppgörelser och landspecifika kostnadsfaktorer påverkar de inhemska producenternas position på världsmarknaderna². En real depreciering tenderar att förbättra de inhemska producenternas konkurrenssituation, men innebär samtidigt att konsumenterna förlorar köpkraft. Det har också en ogynnsam inverkan på inflationstrycket. Vilken nivå på "konkurrenskraften" som är lämplig beror på de ekonomiska förhållandena vid den aktuella tidpunkten.

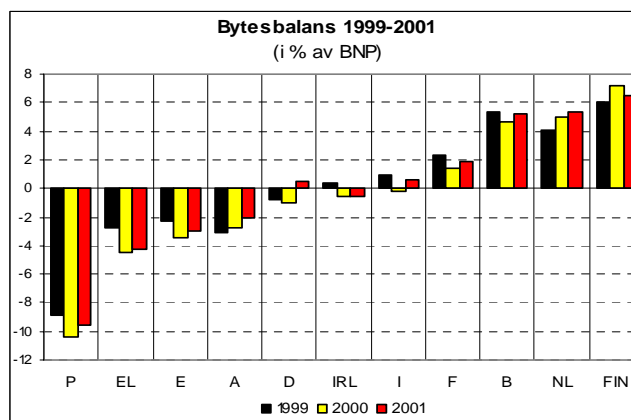
² Prismässig konkurrenskraft är ett smalt begrepp, eftersom även andra faktorer som produktkvalitet, medföljande tjänster och punktlighet påverkar styrkan i ett lands exportsektor. I The World Economic Forums rapport "Global Competitiveness Report" rankas olika länder efter deras "konkurrenspotential" ("current competitiveness") och "tillväxtkonkurrenskraft" ("growth competitiveness"). Europeiska kommissionen offentliggör också en rapport varje år om företagets konkurrenskraft. Se även "Competitiveness: A Dangerous Obsession" av P. Krugman, Foreign Affairs, mars-april 1994.

Euroområdets bytesbalans fortsatte att förbättras under hela 2001. För helåret noterades ett mycket litet överskott och enligt de senaste prognoserna förväntas den fortsätta att uppvisa små överskott till 2003. I världsekonomin som helhet fanns betydande obalanser kvar. Det stora underskottet i Förenta staternas bytesbalans vägs delvis upp av ett stort överskott i bytesbalansen i Japan och några andra länder i Asien, medan euroområdet i stort sett hade balans i sina utrikes affärer. I vilken mån konjunkturfaktorer bidrar till obalanserna i världsekonomin går att diskutera, men de bör lösas upp i takt med att den ekonomiska tillväxten i de olika områdena återgår till sina trendmässiga nivåer. Allt annat lika skulle konjunkturfaktorerna medföra underskott i bytesbalansen under perioder med en inkomstökningstakt över genomsnittet och överskott under perioder med en inkomstökningstakt under genomsnittet.



Medlemsstaterna

Även om euroområdets utrikes affärer inte har uppvisat någon betydande obalans under sina första tre år har medlemsstaternas bytesbalanser utvecklats olika. Dessa obalanser inom euroområdet leder till frågan om det är lämpligt och hållbart att ha obalanser i de utrikes affärerna inom den ekonomiska och monetära unionen. Även om det tidigare alltid har förekommit under- och överskott i medlemsstaternas bytesbalanser har införandet av euron förändrat situationen på ett avgörande sätt, eftersom den gemensamma finansiella marknaden gör det lättare att finansiera underskott. En medlemsstat skulle kunna ha under- eller överskott i bytesbalansen under en lång tid och därmed ackumulera en stor skuld eller ett stort tillgodohavande gentemot övriga länder. Det behöver inte vara fel i sig. Det kan finnas goda skäl att ha underskott i bytesbalansen (t ex. om landet i fråga är inne i en upphämningsprocess) som återspeglar verksamhet i den privata sektorn. Om en medlemsstat har ett underskott i sin bytesbalans betyder det dock att det vid någon tidpunkt måste uppstå ett överskott och vice versa. Utan att gå in på den teoretiska bakgrunden till hållbarhet i de utrikes affärerna kommer dessutom möjligheterna att öka utlandsskulden vid någon tidpunkt att stöta på begränsningar. Eftersom korrigeringar inte längre kan ske genom förändringar i den nominella växelkursen har andra kanaler att påverka konkurrenskraften fått en mer framträdande roll. De enda instrument som återstår för ett land som måste förbättra sin prismässiga konkurrenskraft är återhållsamhet med löneökningarna eller strukturreformer för att öka produktiviteten. Strukturreformer har blivit särskilt angelägna eftersom förändringar i relativlönerna är svårare att åstadkomma i euroområdets låginflationsmiljö.



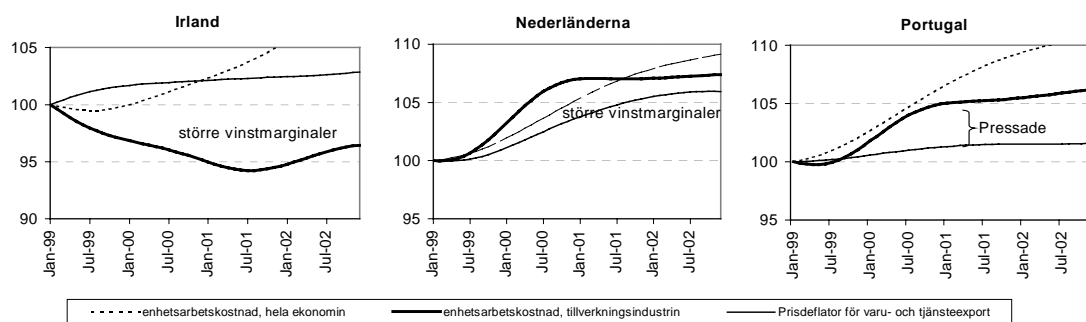
Konkurrenskraften varierar från en medlemsstat till en annan, både beträffande nivån och hur den förändrats den senaste tiden. I de enskilda medlemsstaterna har konkurrenskraften i förhållande till genomsnittet för euroområdet utvecklats på följande sätt sedan EMU bildades³: I vissa länder sjönk den prismässiga konkurrenskraften – Portugal (-10 %), Nederländerna (-8 %), Irland (-6 %) och Spanien (-3 %) – medan den ökade i andra – Tyskland (+5 %), Grekland (+5 %) och Österrike (+2 %) – och förblev i stort sett densamma i ytterligare en grupp av länder – Frankrike (+0,6 %), Belgien-Luxemburg (-0,4 %), Italien (-1 %) och Finland (-1 %).

³ Avser den reala effektiva växelkursen, mätt som enhetsarbetskostnaden inom tillverkningsindustrin.

De förändringar som skett sedan den gemensamma valutan infördes är inte nödvändigtvis ett tecken på att konkurrenskraften rört sig bort från en lämplig nivå, eftersom utgångsläget inte behöver ha varit ett jämviktsläge. Att den reala effektiva växelkursen utvecklas olika i olika medlemsstater kan förklaras av att produktivitetstakten eller inflationstakten är olika samt av strukturella faktorer som ekonomins öppenhet och utrikeshandelns sammansättning. För att kunna göra en fördjupad bedömning av förändringar i de reala växelkurserna måste man därför noggrant analysera den ekonomiska situationen i varje land.

Ett sätt att bedöma de möjliga följderna är att studera variationen i exportpriserna minus variationen i enhetsarbetskostnaderna i tillverkningsindustrin som en proxy för vinstmarginalernas utveckling. Om kostnadsökningarna inte kan vältras över på exportpriserna till följd av att exportföretagen inte har något större inflytande på priserna på sina exportmarknader kommer vinstmarginalerna att komma under allt större tryck. Om vi tar de tre länder som förlorade mest i konkurrenskraft gentemot euroområdet som ett exempel kan man konstatera att Portugal och Nederländerna har en liknande geografisk inriktning på sin utrikeshandel. Ungefär 1/3 av handeln sker med länder utanför euroområdet och 2/3 med länder inom euroområdet. För Irland däremot sker 55 % av handeln med länder utanför euroområdet och 45 % med länder inom euroområdet. Det betyder att försämringen av Irlands konkurrenskraft inom euroområdet har mindre betydelse och att landet vinner mer i konkurrenskraft på eurons svaghet än de två andra länderna.

Real effektiv växelkurs gentemot euroområdet

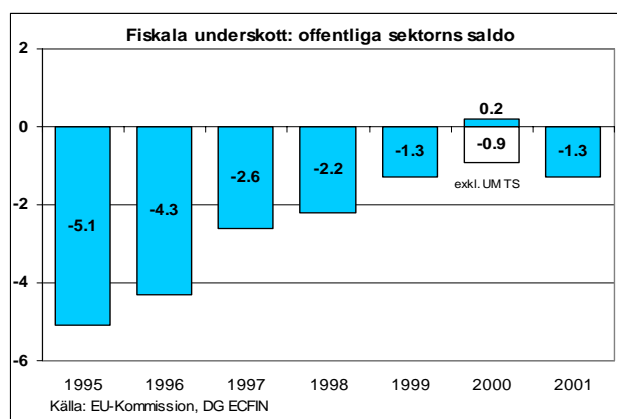


Från ekonomisk-politisk synpunkt är det viktigt att inte endast bevaka hela euroområdets bytesbalans, utan även de enskilda medlemsstaternas bytesbalans inom euroområdet, eftersom det kan visa på landspecifika problem. Den prismässiga konkurrenskraften kan försämrats så att den antingen rör sig mot ett jämviktsläge eller bort från ett sådant. Penningpolitiken är inriktad på euroområdet och kan därför inte användas för att komma till rätta med landspecifika obalanser mellan utbud och efterfrågan. För att förhindra att det byggs upp stora obalanser i de utrikes affärerna, vilket i ett senare skede kan äventyra den finansiella stabiliteten, krävs det finanspolitiska åtgärder och i synnerhet strukturreformer i syfte att öka utbudet.

1.3 Den makroekonomiska politiken i euroområdet

Uppnådda resultat

När det gäller *finanspolitiken* fastställdes i stabilitets- och tillväxtpakten en omfattande övervakningsmekanism för att bevaka hur de offentliga finanserna utvecklas inom EMU. Syftet är att säkerställa finanspolitisk disciplin och på så sätt hjälpa ECB att upprätthålla prisstabiliteten. Eftersom en gemensam valuta innebär att de olika medlemsstaternas finanspolitik får större betydelse vid anpassningen till landspecifika händelser fastställs i stabilitets- och tillväxtpakten målet



att de offentliga finanserna på medellång sikt skall vara i balans eller uppvisa överskott, vilket gör det möjligt för alla medlemsstater att hantera normala konjunktursvängningar utan att det offentliga underskottet riskerar att överskrida referensvärdet på 3 % av BNP. Enligt stabilitets- och tillväxtpakten skall medlemsstaterna i euroområdet varje år uppdatera sin medelfristiga finanspolitiska strategi genom att upprätta stabilitetsprogram⁴. Stabilitetsprogrammen är de viktigaste instrumenten i den finanspolitiska övervakningen inom EMU och dessa bedöms av kommissionen och rådet.

Under de senaste sex åren har arbetet med att minska de offentliga underskotten och uppnå ökad finanspolitisk disciplin gått avsevärt framåt. Det observerade saldot för de offentliga finanserna i euroområdet förbättrades fram till 1999, delvis tack vare kraftfulla konsolideringsansträngningar, och många medlemsstater har nu överskott. Den gynnsamma utvecklingen som noterats sedan dess i vissa länder kan till stor del förklaras av den höga tillväxten, medan förbättringen i det underliggande saldot var mer blygsam. Under 2001 ökade de offentliga underskotten till följd av skattesänkningar som inte till fullo vägdes upp av utgiftsnedskärningar och effekten av de automatiska stabilisatorerna under konjunkturavmattningen.

Sedan början av 1999 har finanspolitiken utformats inom ramen för stabilitets- och tillväxtpakten. Referensvärdet på 3 % har i praktiken blivit ett "absolut tak". Ingen medlemsstat har överskridit det. Den finanspolitiska anpassningen har fortsatt i de flesta medlemsstater, om än i något långsammare takt. År 2001 hade de flesta medlemsstater offentliga finanser som uppfyllde stabilitets- och tillväxtpaktens krav på att vara nära balans eller uppvisa överskott.

Stabilitets- och tillväxtpakten hade naturligtvis stor betydelse för att möjliggöra detta. Trots denna positiva utveckling är de offentliga underskotten fortfarande alltför stora i Frankrike, Italien, Portugal och Tyskland, vilket påverkar resultatet för euroområdet som helhet. Ytterligare konsolideringsansträngningar behöver göras för att de offentliga finanserna senast år 2004 skall vara nära balans. Åtaganden om att göra detta gjordes i samband med 2001 års uppdatering av stabilitetsprogrammen. Eftersom de offentliga underskotten i Portugal och Tyskland år 2001 överskred målen i deras stabilitetsprogram och närmade sig referensvärdet på 3 % av BNP lade kommissionen fram en rekommendation till rådet om att i enlighet med bestämmelserna i stabilitets- och tillväxtpakten utfärda en varning. Efter det att kommissionens förslag till rekommendation om att utfärda en varning behandlats i rådet gjorde Portugal och Tyskland långtgående politiska åtaganden som syftar till att komma till rätta med de missförhållanden som kommissionen påtalat.

Ett positivt inslag i förbättringen av de offentliga finanserna totalt sett är sammansättningen av den finanspolitiska konsolideringen. Att minska skattetrycket och där så är lämpligt undanröja snedvridande inslag i skattesystemet (särskilt marginalsatterna på arbete) samt att begränsa de löpande utgifterna är det effektivaste sättet att garantera varaktig finanspolitisk konsolidering. Den senaste tidens utveckling av de offentliga finanserna visar att de flesta länder rör sig i denna riktning. Den pågående konsolideringen bygger i huvudsak på återhållsamhet med utgifterna, medan det totala skattetrycket som andel av BNP har sjunkit. De skattereformer som håller på att genomföras bör bidra till att minska det historiskt sett höga skattetryck som fortfarande råder i många medlemsstater. Ett lägre skattetryck på både kapital och arbete, särskilt på låga inkomster, bör öka ackumuleringen av fysiskt kapital och humankapital, främja ett ökat arbetskraftsdeltagande och leda till ökad efterfrågan på arbetskraft.

Euroområdet står dock inför två stora utmaningar på det finanspolitiska området:

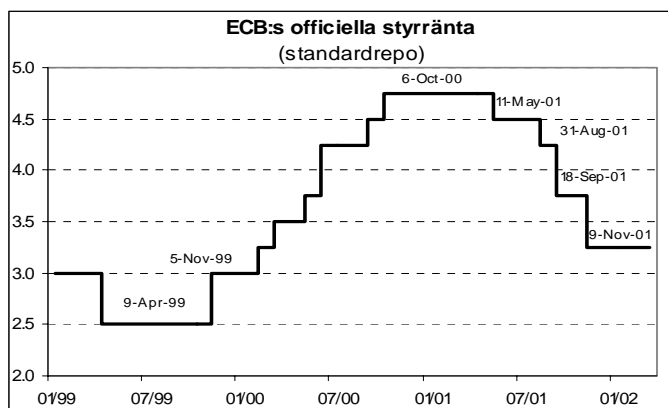
- *Undanröja kvarvarande obalanser och bibehålla en neutral inriktning på finanspolitiken:* Om euroområdet skall kunna åtnjuta hög tillväxt och låg inflation är det nödvändigt att undanröja kvarvarande obalanser och bibehålla en neutral inriktning på finanspolitiken. Fortsatt finanspolitisk disciplin kommer också att underlätta ECB:s uppgift att bevara prisstabiliteten. Genom att se till att uppfylla stabilitets- och tillväxtpaktens mål att på medellång sikt ha offentliga finanser i balans eller som uppvisar överskott kommer medlemsstaterna också att kunna hantera normala konjunktursvängningar och landspecifika händelser samt kunna skapa utrymme i de offentliga finanserna för att genomföra de nödvändiga strukturreformerna.

⁴ Medlemsstater som ännu inte ingår i euroområdet skall fortsätta att lägga fram konvergensprogram.

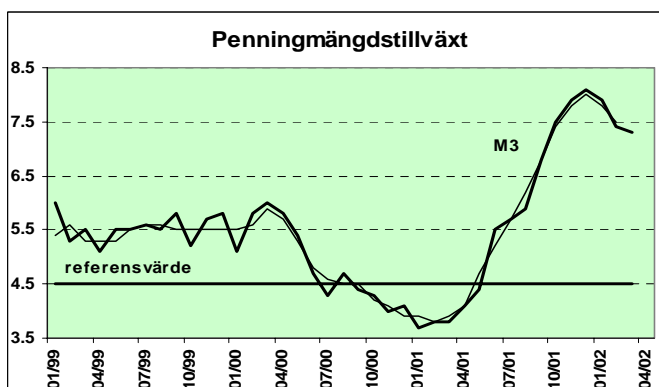
- *Vidta åtgärder för att klara av befolkningens åldrande:* De offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet ingår nu i stabilitets- och tillväxtpaktens bevakningsområde. Olika risker har identifierats i flera medlemsstater. Detta kan innebära att ambitiösare medelfristiga mål måste anges för att förhindra att skulden blir alltför stor i framtiden.

När det gäller *penningpolitiken* fastställs i fördraget att ECB:s viktigaste mål är att upprätthålla prisstabiliteten. Penningpolitiken skall också stödja euroområdet övriga ekonomiska politik, dock utan att äventyra målet om prisstabilitet. ECB:s penningpolitiska strategi består av tre delar: en kvantitativ definition av prisstabilitet och ”två pelare” för att bedöma hoten mot prisstabilitet. ECB definierade prisstabilitet som en årlig ökning av det harmoniserade konsumentprisindexet för euroområdet på mindre än 2 %, och detta mål skall uppnås på medellång sikt. Definitionen av prisstabilitet ger en måttstock som kan användas vid bedömningen av hur väl ECB:s penningpolitik uppfyller sitt huvudmål. ECB angav dessutom att den gemensamma penningpolitiken kommer att bedrivas med hela euroområdet som utgångspunkt och kommer således inte att anpassa sig till specifika eller nationella händelser. Den första pelaren i ECB:s penningpolitiska strategi fäster stor vikt vid penningmängden, vilket signalerades genom att man angivit ett referensvärde för ökningstakten för ett brett mått på penningmängden (M3). Sedan december 1998 har ECB:s referensvärde varit en ökningstakt på 4½ %. Den andra pelaren består av en analys av ett stort antal andra ekonomiska indikatorer som kostnads- och prisindex, växelkursen samt reala och finansiella indikatorer, som ligger till grund för en bred bedömning av inflationsutsikterna och hoten mot prisstabiliteten.

Våren 1999 sänkte ECB räntorna till följd av sjunkande inflation och osäkra utsikter för tillväxten i världsekonomin i kölvattnet av de finansiella kriserna i Sydostasien, Ryssland och Brasilien. När tillväxten fick ny fart senare under året och inflationstrycket steg lade ECB om sin politik och höjde styrräntorna. Under 2000 ökade inflationstrycket till följd av den betydande ökningen av oljepriset i kombination med en allt svagare euro. Samtidigt låg ökningstakten för penningmängden kvar på en högre nivå än referensvärdet på 4½ % och kreditvolymen i den privata sektorn fortsatte att öka snabbt. ECB reagerade på detta ökade inflationstryck genom att höja räntorna i ett antal steg. Under 2001 ledde de försämrade utsikterna för världsekonomin och i synnerhet för Förenta staterna till ett antal räntesänkningar i de stora ekonomierna. ECB sänkte räntorna fyra gånger förra året, vilket innebar en sänkning med 150 räntepunkter till 3¼ %. Detta gjordes trots att inflationen låg över den övre gränsen på 2 %, eftersom en stor del av prisökningarna var övergående samtidigt som avmattningen i ekonomin hade en dämpande effekt på inflationen. Utsikterna att en tillfälligt högre inflationstakt inte skulle leda till högre inflationsförväntningar ledde till fortsatt återhållsamhet med löneökningarna.



Under större delen av de tre första åren med den gemensamma valutan låg ökningstakten för penningmängden över ECB:s referensvärde och under sista kvartalet 2001 och första kvartalet i år låg den långt över. ECB ansåg dock inte att den senaste tidens snabba ökning av penningmängden utgjorde ett hot mot prisstabiliteten, eftersom den främst ansågs bero på portföljusteringar till förmån för monetära tillgångar i en miljö



som präglas av en ökad osäkerhet. Att M3 växte i en snabbare takt än referensvärdet förhindrade därför inte ECB att ytterligare sänka viktiga styrräntor efter terroristattacker i Förenta staterna i slutet av 2001.

Även om det är mycket viktigt att ECB grundar sina räntebeslut på de ekonomiska förhållandena i euroområdet som helhet finns det fortfarande skillnader i inflationstakt mellan olika medlemsstater. Så är dock också fallet i till exempel Förenta staterna, där inflationstakten kan variera från en delstat till en annan. Den ekonomiska politiken måste anpassas för att komma till rätta med inhemska obalanser i enskilda länder i euroområdet.

1.4 Samordning av den ekonomiska politiken inom EMU

Ett sunt ekonomisk-politiskt system är stadfäst i fördraget. Det omfattar ett åtagande om att ha en öppen marknadsekonomi med fri konkurrens, stabila priser och sunda offentliga finanser som främjar varaktig tillväxt och full sysselsättning. Ansvarsfördelningen är fastlagd, men de olika instanserna åtnjuter ett stort mått av oberoende (kombination av subsidiaritetsprincipen och samordning). Den gemensamma penningpolitiken ansvarar den oberoende Europeiska centralbanken för. Huvudsyftet är att upprätthålla prisstabiliteten. Medlemsstaterna har fortfarande ansvaret för de flesta andra delar av den ekonomiska politiken, t ex. den nationella finanspolitiken och strukturpolitiken.

I fördraget föreskrivs ett system för samordning av den ekonomiska politiken, som skall främja positiva spridningseffekter och beakta eventuella negativa externaliteter som skulle kunna uppstå när beslutsfattandet inte samordnas. De allmänna riktlinjerna för den ekonomiska politiken i medlemsstaterna och gemenskapen utgör ett centralt inslag i detta system. De årliga sysselsättningsriktlinjerna är det fördragsbaserade instrumentet för samordning av sysselsättningspolitiken. En annan viktig del som baseras på fördraget är den multilaterala övervakningen av den ekonomiska politiken.

De allmänna riktlinjerna för den ekonomiska politiken ger vägledning till berörda politiska instanser på både det makroekonomiska och strukturpolitiska området. Eftersom de är övergripande syftar dessa riktlinjer till att säkerställa att det förs en konsekvent politik, på olika politikområden och olika geografiska områden. Den multilaterala övervakningen har fått praktisk tillämpning genom förfaranden och processer som syftar till att främja en sund finanspolitik (Stabilitets- och tillväxtpakten), föra strukturreformerna på arbets-, produkt- och kapitalmarknaderna framåt (Luxemburg- och Cardiffprocesserna). Vid Europeiska rådets möte i Köln i juni 1999 inleddes den makroekonomiska dialogen. I denna dialog deltar både de ekonomisk-politiskt ansvariga och företrädare för arbetsmarknadens parter för att utbyta synpunkter på den ekonomiska utvecklingen och den ekonomiska politiken inom ramen för EMU. Vid Europeiska rådets möte i Lissabon i mars 2000 sammanfördes olika ekonomiska och sociala mål i ett reformprogram som syftar till att göra Europeiska unionen till den mest konkurrenskraftiga och dynamiska kunskapsbaserade ekonomin i världen med varaktig ekonomisk tillväxt och med fler och bättre arbeten och ökad social sammanhållning.

Både graden av ekonomisk-politisk samordning och den form denna samordning tar varierar avsevärt mellan olika politikområden. Framgångsrik samordning bygger under alla omständigheter på följande tre faktorer: i) en gemensam bedömning av den nuvarande ekonomiska situationen och framtidsutsikterna, ii) en bättre förståelse för hur EMU och dess medlemsstaters ekonomier fungerar och iii) de politiskt ansvarigas villighet att ge och ta emot öppenhjärtiga och uppriktiga råd, att acceptera principen om kollegialt tryck ("peer pressure") och att anpassa politiken om så är nödvändigt.

I de bedömningar av den ekonomisk-politiska samordningen inom EMU som Europeiska rådet ställt sig bakom vid mötena i Helsingfors och Lissabon har man konstaterat att det inte finns något behov av nya processer. Vid Europeiska rådets möte i Barcelona betonades dessutom att betoningen måste ligga på genomförandet. Betoningen har legat på "learning-by-doing" för att göra gradvisa förbättringar.

Under de första tre åren har betydande framsteg gjorts på följande tre områden:

De allmänna riktlinjerna för den ekonomiska politiken

De allmänna riktlinjerna för den ekonomiska politiken fortsätter att bidra till ökad konvergens inom EMU och i linje med de mål som angavs vid toppmötet i Lissabon prioriteras ekonomiska reformer som skall öka EU:s tillväxtpotential. Dessa riktlinjer har förbättrats på flera sätt. De har blivit mer operativa genom att mer konkreta och specifika rekommendationer införts i både den allmänna delen och de landspecifika delarna. Ökad uppmärksamhet ägnas också genomförandet. I detta syfte har kommissionen infört en omfattande genomföranderapport där det görs en bedömning av i vilken utsträckning medlemsstaterna har följt de ekonomisk-politiska rekommendationerna.

De allmänna riktlinjerna för den ekonomiska politiken har fått ökad betydelse genom att Europeiska rådet ökat sitt engagemang i enlighet med vad som beslutades i Lissabon. Europeiska rådets årliga vårmöte som ägnas ekonomiska och sociala frågor ger ytterligare politisk ledning. Dessutom riktas riktlinjerna nu mot andra relevanta rådskonstellationer och bygger på bidrag från dessa. Dessa rådskonstellationer tar ansvar för genomförandet på sina respektive områden och bidrar till kommande allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken.

Stabilitets- och tillväxtpakten

Pakten syftar till att medlemsstaterna skall ha sunda offentliga finanser, vilket är en förutsättning för att EMU skall fungera smidigt. Genomförandet av pakten har underlättats av att en ny uppförandekod antogs 2001. I den regleras utformningen och innehållet i de stabilitetsprogram som medlemsstaterna i euroområdet skall lämna in. Den nya koden gör det lättare att jämföra programmen genom att alla använder samma yttre antaganden vid sina beräkningar och genom att alla nationella program lämnas in under en kort period varje höst. Dessutom har mängden information som medlemsstaterna måste tillhandahålla utökats för att möjliggöra en bättre analys av frågor som gäller de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet.

Eurogruppen

Eurogruppen samlar ministrar från de medlemsstater som har infört euron. Kommissionen, och om så är lämpligt även ECB, är välkomna att delta. Gruppen tjänar som ett informellt forum för uppriktiga och förutsättningslösa diskussioner om EMU-relaterade frågor. Detta informella forum har gjort det lättare för ministrarna att komma fram till en samsyn i frågor av ömsesidigt intresse. Listan över ämnen som behandlats har vuxit från att gälla konjunkturläget, den finanspolitiska inriktningen, växelkursernas utveckling och utvecklingen på kapitalmarknaderna till att även omfatta strukturella frågor som påverkar tillväxten och de offentliga finanserna. Eurogruppens effektivitet har ökat genom att dess arbetsmetoder förbättrats och att gruppen fått ökad publicitet.

Även om samordningen av den ekonomiska politiken har ökat under de första tre åren med den gemensamma valutan finns det ett behov av att ytterligare förstärka den. Vid Europeiska rådets möte i Barcelona antogs därför åtgärder för att förbättra den gemensamma bedömningen av den ekonomiska situationen. Arbetet måste intensifieras när det gäller EMU:s statistikkrav. I mars 2002 började kommissionen dessutom att offentliggöra en kvartalsvis återkommande rapport där pågående analysarbete presenteras. För att öka samsynen kring vad som utgör en god ekonomisk politik inom EMU avser kommissionen att inom kort föreslå ett antal gemensamma normer för den ekonomiska politiken.

2. ATT BEVAKA LÖNEUTVECKLINGEN INOM EMU

2.1 Inledning

Bildandet av EMU förväntades få långtgående effekter på marknadsaktörerna, särskilt på deras pris- och lönesättningsbeteende. Den ekonomiska och monetära unionen har i viktiga aspekter förändrat den makroekonomiska miljön, som nu utmärks av en gemensam stabilitetsinriktad penningpolitik för euroområdet och en sund finanspolitik i medlemsstaterna. Debatten om vilken effekt EMU förväntas få på lönebildningen har kretsat kring tre olika aspekter som ändå hänger samman med varandra: i) graden av nominell löneflexibilitet som krävs när lönerna får en mer direkt effekt på den prismässiga konkurrenskraften, ii) den direkta effekten på reallönekraven (lönesättningskurvan) och således på jämviktsarbetslösheten, och iii) effekten på arbetsmarknadsinstitutionerna, särskilt löneförhandlingsmekanismerna.

Det är en allmän uppfattning att EMU generellt bör förbättra rambetingelserna för ett mer sysselsättningsvänligt löneförhandlingsbeteende, eftersom sambandet mellan löne- och sysselsättningsutvecklingen blir tydligare och stringentare. Eftersom det inte längre finns någon möjlighet att återställa konkurrenskraften genom nominella devalveringar av växelkursen kommer varje betydande misstag i lönesättningen förr eller senare att leda till förlorad konkurrenskraft, en försämrad situation på arbetsmarknaden och därefter en plågsam anpassning.

Inom EMU är det därför ännu viktigare än förut att löneutvecklingen ligger i linje med både den makroekonomiska ramen på gemenskapsnivå och de olika landspecifika kraven. Löneförhandlingsbeteendet visar således följande:

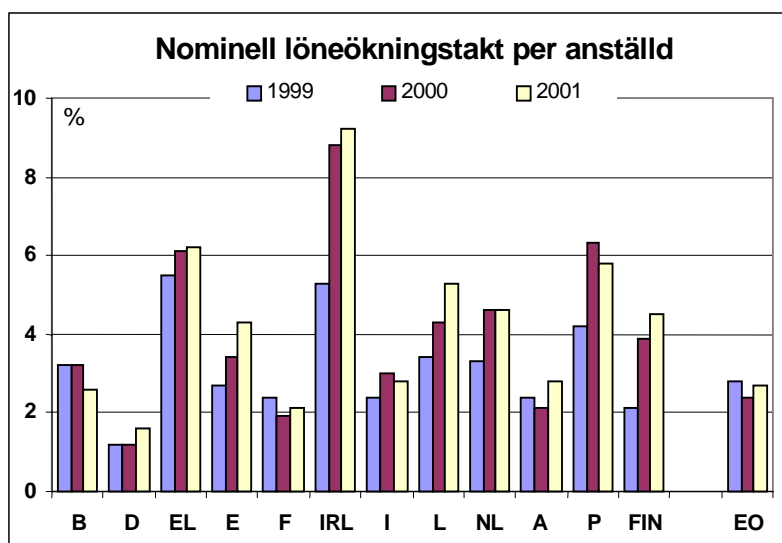
- Om den totala nominella löneutvecklingen inte är förenlig med prisstabilitet kommer alltför stora nominella löneökningar att utgöra ett inflationshot för euroområdet som helhet, vilket får negativa effekter på tillväxt och sysselsättning i hela den monetära unionen.
- En reallöneutveckling som ligger i linje med ökningen av arbetsproduktiviteten och som, där så är nödvändigt, beaktar behovet av att förbättra lönsamheten för kapacitetshöjande och sysselsättningsskapande investeringar leder inte till försämringar av konkurrenskraften och arbetsmarknadsförhållandena.
- Den gemensamma valutan ökar överskådligheten och underlättar lönejämförelser, vilket kan leda till "löneimitation". Även om EU har som mål att uppnå konvergens i levnadsstandarden och även om detta sannolikt på längre sikt kommer att ske, kan en alltför tidig upphämtning i lönenivåerna i själva verket bromsa den reala konvergensen eller till och med få den att stanna upp.
- Löneavtal som tar hänsyn till produktivitetsskillnader till följd av skillnader i utbildning, kompetens och geografiskt område bidrar inte endast till att undvika eliminering av arbetstillfällen och till att öka antalet arbetstillfällen i allmänhet, utan förbättrar också sysselsättningsutsikterna för grupper som unga, lågutbildade eller långtidsarbetslösa och bidrar till en effektiv allokering av arbetskraften på olika yrken, sektorer och regioner.

Ansvaret för att lönebildningen och löneuppgörelserna skall vara förenliga med målet att uppnå och bevara hög sysselsättning ligger fortfarande främst på den privata sektorn. Som framgår ovan kan en olämplig löneutveckling – eller, mer allmänt, olämpliga arbetsmarknadsstrukturer – i specifika länder eller regioner få negativa konsekvenser även för andra medlemsstater i EMU, särskilt om dessa länder eller regioner är stora nog för att kräva en penningpolitisk reaktion. En förstärkt samordning av den ekonomiska politiken skulle kunna bidra till att internalisera dessa effekter.

2.2 Den totala löneutvecklingen: några utmärkande drag

Under det senaste årtiondet har inflationstakten sjunkit markant. Även om den mediokra totala ekonomiska utvecklingen under samma period har bidragit till att minska inflationstrycket finns det tecken på att den höga grad av prisstabilitet som uppnåtts också har varit resultatet av de systemförändringar som genomfördes inför den tredje etappen av EMU. Eftersom prisstabilitet och en hög grad av varaktig konvergens var viktiga krav för att få införa euron minskade även skillnaderna i inflationstakt mellan olika medlemsstater kraftigt. För euroområdet som helhet sjönk den nominella löneökningstakten per anställd nästan lika fort som priserna och den nominella ersättningen per anställd ser för närvarande ut att öka med 3 % per år i genomsnitt. Vid en första anblick verkar det således som att aktörerna i löneförhandlingarna i allmänhet har förstått behovet av att träffa uppgörelser som är förenliga med prisstabilitet.

Som en följd av den nominella stabiliseringen har de absoluta skillnaderna i nominell löneökningstakt mellan olika länder också minskat betydligt det senaste årtiondet, vilket har lett till att den nominella löneutvecklingen varit relativt lika i alla länder den senaste tiden. År 2001 uppgick dock den absoluta skillnaden i den nominella löneökningstakten per anställd bland de "fyra stora" euroländerna till 2,7 procentenheter (från 1,6 % i Tyskland till 4,3 % i Spanien). De nominella lönerna ökade något snabbare i Finland och



Nederländerna, vilket förklaras av att de befinner sig i ett annat skede av konjunkturcykeln. De högsta nominella löneökningstakterna uppmättes i Irland, Portugal och Grekland. Följaktligen råder det fortfarande betydande skillnader i den nominella löneökningstakten inom euroområdet.⁵

Även om det är önskvärt att alla länder vid lönesättningen tar ökad hänsyn till effekten på den totala prisinflationen, begränsas dock utrymmet för synkronisering i löneökningarna av att länderna har olika produktivitetsnivå och tillväxttakt. Att låta lönerna återspegla skillnader mellan olika länder, regioner och sektorer är ett sätt att möjliggöra konvergens i reallönenivåerna över tiden med bibehållen eller förbättrad sysselsättning. Högre nominella löneökningar i vissa länder med snabbare arbetsproduktivitetstillväxt behöver således inte ge anledning till någon särskild oro.

⁵ Om man använder variationskoefficienten för den nominella löneökningstakten som måttstock verkar den relativa skillnaden i de nominella löneökningarna med tiden ha ökat något. Bilden av en mer synkroniserad nominell löneutveckling bevaras dock om man tittar på mått på relativa skillnader.

Stabiliseringen i enhetsarbetskostnadsutvecklingen åtföljdes av en minskning i skillnaderna mellan medlemsstaterna i ökningstakten för de nominella enhetsarbetskostnaderna. Under 2001 ökade dock de nominella enhetsarbetskostnaderna snabbt och det finns även tydliga tecken på en alltför snabb ökning i vissa mindre länder.

Den ekonomiska avmattningen under 2001 åtföljdes av en uppgång i enhetsarbetskostnadens ökningstakt. För euroområdet som helhet ökade den nominella enhetsarbetskostnaden med omkring 2,5 % förra året. Detta förklaras delvis av att arbetsproduktiviteten ökade långsammare än väntat, men flera länder – särskilt i euroområdets periferi – uppvisade utan tvivel tecken på överhettning. För euroområdet som helhet är dock de nuvarande förväntningarna att den nominella enhetsarbetskostnaden kommer att öka i en långsammare takt. För närvarande beräknas ökningstakten ligga under 2 % för 2002.

Sammanfattningsvis kan konstateras att, trots att den nominella enhetsarbetskostnaden ökade under 2001, sjönk inflationen i euroområdet som helhet. Dessutom har det hittills funnits få tecken på att den nominella enhetsarbetskostnadens ökningstakt skulle ha ökat i någon betydande utsträckning i euroområdet som helhet, trots att arbetslösheten sjunkit markant under de senaste åren. Flera länder som har haft ett antal år med varaktig tillväxt och där situationen på arbetsmarknaden blivit relativt ansträngd (Irland, Nederländerna och Portugal) verkar löpa relativt högre risk för ökat lönetryck. Även den kortare arbetsveckans effekt på arbetskostnaden i Frankrike kan bli mer känbar när väl de uppvägande produktivitetsökningarna börjar klinga av. Totalt sett har dock återhållsamheten med nominella löneökningar varit imponerande under EMU:s första år, inklusive flera år innan den gemensamma valutan infördes, vilket knappast kan förklaras på annat sätt än att de underliggande beteendemönstren har förändrats.⁶

Andra belägg som bekräftar att löneutvecklingen varit återhållsam är utvecklingen av de produktivtetsjusterade reala bruttolönerna. I sin enklaste form leder detta naturligtvis till en analys av förändringarna i de reala enhetsarbetskostnaderna, vilka återspeglar förändringar i arbetsinkomstens andel av den totala inkomsten. För euroområdet som helhet var arbetsinkomstens andel i stort sett konstant under EMU:s tre första år, efter att ha sjunkit kontinuerligt under de föregående fem åren.

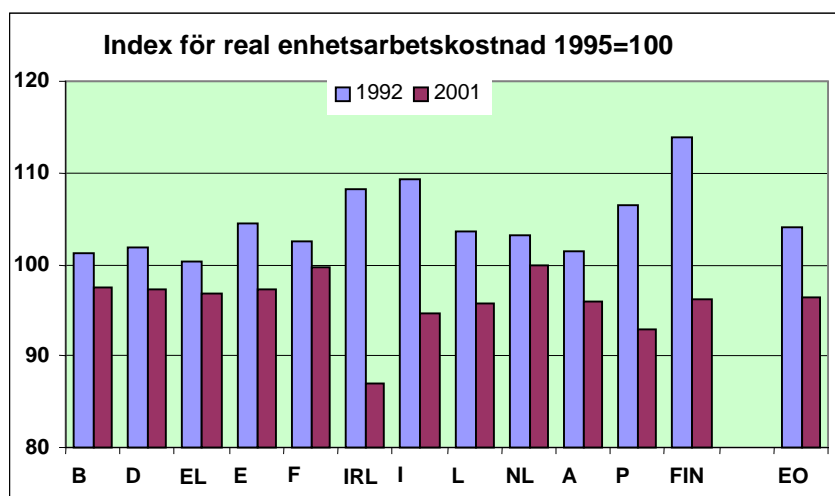
Vid en lite närmare analys av hur den reala enhetsarbetskostnaden utvecklats de senaste tre åren framträder följande mönster:

- I nästan alla länder i euroområdet har det rått återhållsamhet med reallöneökningar. Endast i Frankrike, Luxemburg och Portugal var den reala enhetsarbetskostnaden högre år 2001 än tre år tidigare.
- I länderna i det f.d. DEM-blocket och i Italien har den reala enhetsarbetskostnaden legat i stort sett på samma nivå under de senaste tre åren och i Spanien noterades ifjol ett avbrott i den nedåtgående trenden för lönernas andel.
- I Irland och Finland, där den reala enhetsarbetskostnaden i båda länderna hade sjunkit kraftigt under åren före EMU, upphörde tillbakagången för arbetets andel av inkomsten och den reala enhetsarbetskostnaden började öka.

⁶ Mer formellt uttryckt kan man säga att "out-of-sample"-prognoser baserade på löneekvationer som beräknades fram till i början av 1990-talet i allmänhet tenderar att överskatta löneutvecklingen under efterföljande år (OECD 2000).

- Nykomlingen Grekland har under de senaste tre åren kunnat notera en kraftig minskning av de reala enhetsarbetskostnaderna, vilket väger upp den kraftiga ökningen av reallönerna som skedde under åren före EMU.

Återhållsamheten med reallöneökningar har uppenbarligen fått önskad effekt och bidragit till ökningen av antalet nya arbetstillfällen de senaste åren. Arbetslösheten i euroområdet har sjunkit betydligt från sin högstanotering på 11,5 % till mindre än 8,5 %, men trots detta har löneutvecklingen varit dämpad. Således kan man konstatera att euroområdets NAIRU (dvs den lägsta arbetslöshet som är förenlig med stabila priser) kan ha minskat med omkring 1½ procentenheter och den fortsätter att sjunka, vilket antyder att omkring halva förbättringen i den uppmätta arbetslösheten kan anses vara av strukturell karaktär. Andra internationella organ som OECD och IMF har kommit fram till i stort sett samma resultat. För att kunna säga om återhållsamheten med löneökningarna kommer att fortsätta måste vi givetvis känna till de faktorer som ligger bakom denna återhållsamhet.



2.3 Faktorer som förklarar de senaste årens återhållsamhet med löneökningarna

För att förstå orsaken till återhållsamheten med löneökningarna, så som den återspeglas i en lägre NAIRU, bör hänvisning göras till de omfattande produkt- och arbetsmarknadsreformer som vidtagits i de flesta länder i euroområdet och som främjat konkurrensen på varu- och tjänstemarknaderna och som angripit tudelningen av arbetsmarknaden i dem som har jobb och dem som inte har under andra halvan av 1990-talet. Sysselsättningsfrämjande reformer⁷ har bland annat gällt skatte- och bidragssystemen, till exempel i form av lägre arbetsgivaravgifter för vissa grupper eller ekonomiskt stöd till låginkomsttagare, och en modernisering av arbetsorganisationen, vilket bland annat omfattar underlättande av deltidsarbete och mer flexibla anställningsavtal.

Införandet av den gemensamma valutan kommer dessutom säkert att öka konkurrensen på produkt- och tjänstemarknaderna genom att underlätta prisjämförelser mellan olika EMU-medlemsstater.⁸ EMU ger således arbetet med att förbättra produkt- och tjänstemarknadernas funktion inom ramen för inre marknadsprogrammet ytterligare energi. Möjligheterna för arbetstagare och arbetsgivare att dela på övervinster som beror på bristande konkurrens kommer till följd av detta att kraftigt minskas.

⁷ Mer aktiva och förebyggande arbetsmarknadspolitiska åtgärder kan visserligen ha bidragit till att förbättra sysselsättningssituationen, men deras effekt på återhållsamheten med löneökningarna och NAIRU är tvetydig.

⁸ Notera dock den mer skeptiska synen hos flera bedömare som anser att integrationen inte nödvändigtvis leder till ökad konkurrens, eftersom integrationen också riskerar att göra det lättare för de transnationella företagen att upprätta produktmarknadsdominans i hela Europa.

Faktaruta: Centralisering, samordning och makroekonomiskt utfall.

Diskussionen om hur löneförhandlingssystemet påverkar löneutvecklingen har till stor del formats av Calmfors och Driffills hypotes. Enligt denna kan sambandet mellan arbetslöshet och graden av centralisering av löneförhandlingarna beskrivas som en ”upp-och-ned-vänd U-kurva”. Fullständigt centraliserade och fullständigt decentraliserade förhandlingar ger de mest sysselsättningsvänliga utfallen, främst därför att förhandlingar på företagsnivå innebär att företagets konkurrenskraft tas med i beräkningarna och vid förhandlingar som omfattar hela ekonomin beaktas sysselsättningseffekten på hela ekonomin. Mellan dessa två ytterligheter beaktas inte löneökningarnas externa effekter på sysselsättningen till fullo, vilket leder till sämre utfall. De empiriska beläggen för den upp-och-ned-vända U-kurvan är emellertid svaga. Framgångsrik samordning kan oavsett om den är formell (t ex. genom lönenormer som fastställs med regeringens medverkan) eller informell (t ex. genom att en part agerar löneledare som de andra sedan följer, s.k. ”pattern bargaining”) uppfattas som ett sätt att övervinna de potentiella nackdelarna med att förhandla på mellannivå.

Även om det är svårt att fastställa exakt hur mycket de olika reformerna har bidragit med kan det knappast råda något tvivel om att de har haft en viss betydelse för att få ned NAIRU genom att ha en dämpande effekt på lönekraven. Det måste dock tillstås att reformerna kommit olika långt i olika länder. Alla de stora ekonomierna i euroområdet har fortfarande en relativt hög strukturell arbetslöshet.

Det är således svårt att förklara den utbredda återhållsamheten med löneökningar utan att beakta betydelsen av informell inkomstpolitik i vissa länder⁹. Under de senaste åren har två- och trepartsavtal om lönepolitiken ingåtts i Belgien, Danmark, Finland, Tyskland, Grekland, Spanien, Irland, Italien, Nederländerna och Portugal, enligt vilka de parter som träffar kollektivavtal i de flesta fall åläggs någon form av återhållsamhet med lönekraven så att prisstabiliteten kan bevaras och konkurrenskraften förbättras. Regeringarnas medverkan i trepartsavtal med arbetsmarknadens parter kan ske i olika former, till exempel genom att lova skattesänkningar eller specifika arbetsmarknadspolitiska åtgärder i utbyte mot återhållsamhet med löneökningarna, vilket nyligen skedde i Finland och Irland. Finland har också försökt att öka den nominella löneflexibiliteten genom att införa så kallade ”EMU-buffertfonder”,¹⁰ men dessa kommer antagligen att ha en begränsad effekt.

Belgien är antagligen det tydligaste exemplet på hur konkurrenskraften uttryckligen beaktas. 1996 antog regeringen en lag om ”sysselsättning och konkurrenskraft” som innehöll en juridiskt bindande lönenorm för 1997–98, varvid löneökningarna inte fick överstiga de genomsnittliga ökningarna i Belgiens grannländer Frankrike, Tyskland och Nederländerna. Arbetsmarknadens parter slöt sedan nya sektorsövergripande avtal 1998 och 2000, då man återigen hade med en lönenorm som beaktade löneutvecklingen i grannländerna och som fungerade som rättesnöre för de genomsnittliga löneökningarna i Belgien.¹¹

⁹ För en detaljerad diskussion se till exempel ”the European Industrial Relations Observatory” (EIRO), EIROonline (2000).

¹⁰ Under perioder av ekonomisk uppgång höjs arbetsgivaravgifterna till en något högre nivå än nödvändigt. Under konjunkturavmattningar kan sedan de ackumulerade medlen användas för att täcka högre sociala kostnader.

¹¹ Enligt det senaste ramavtalet som ingicks i december 2000 anges ett tak för ökningarna av de nominella lönerna per anställd på totalt 6,4 % för perioden 2001–2002.

Faktaruta: Trepartsavtal mellan regeringen och arbetsmarknadens parter.

På 1980- och 1990-talen började trepartsavtal mellan regeringen och arbetsmarknadens parter (åter) att användas i ett antal medlemsstater. Oftast valde man denna korporativistiska metod till följd av hög arbetslöshet och stela arbetsmarknadsregler. För regeringen medför trepartsförhandlingar om strukturreformer den fördelen att regeringen på ett tidigt stadium blir varse vad som är politiskt möjligt och erbjuder en möjlighet att på sikt få arbetsmarknadens parter att aktivt ge sitt stöd till genomförandet av ett avtal. Dessutom erbjuder trepartsförhandlingar möjligheten att sluta paketavtal där alla parter åtminstone delvis uppnår sina mål. Ofta uppmantrar regeringarna till paketavtal genom att erbjuda belöningar (t ex. i form av skattesänkningar) om parterna lyckas ingå sådana avtal. För arbetsmarknadens parter innebär trepartsförhandlingar en möjlighet att kunna påverka politikens utformning på ett tidigt stadium och att vinna i legitimitet.

Inför den tredje etappen av EMU uppstod ytterligare dimensioner på samordningsprocessen: På den finanspolitiska sidan behovet av att uppfylla Maastrichtkriterierna och på den penningpolitiska sidan desinflationsprocessen. Det sistnämnda ökade även fokuseringen på löneutvecklingen. Den press som ledde till att dessa trepartsavtal mellan regeringen och arbetsmarknadens parter uppstod från första början kan dock ha lättat efter att den gemensamma valutan väl hade införts och till följd av den höga ekonomiska tillväxten 1999/2000.

Samordnade löneförhandlingar på nationell nivå har bidragit till varaktig återhållsamhet med löneökningarna. Denna typ av lösningar är dock behäftad med ett grundläggande tidskonsistensproblem som efter hand tenderar att urholka de positiva effekterna. Särskilt med fri rörlighet för kapital är det föga effektivt att förbinda arbetsgivare att följa en strategi med höga investeringar. Det minskar i sin tur incitamenten för arbetstagarna att hålla tillbaka lönekraven i väntan på framtida investeringar. Regeringarna kan således få det allt svårare att utforma understödande åtgärder som godtas av huvudaktörerna i löneförhandlingarna.

I takt med att inflationen i euroområdet konvergerat mot en relativt låg nivå har betydelsen av en allmän återhållsamhet med löneökningarna minskat, medan däremot betydelsen av ökad nominell löneflexibilitet har ökat för att EMU skall fungera smidigt. Tidigare erfarenheter tyder på att samordnade löneförhandlingar på nationell nivå tenderar att ge utfall som är inriktade på vissa allmänna indikatorer för ekonomin som helhet, snarare än region-, företags- eller kompetensspecifika behov. Förutsatt att de samordnade löneförhandlingarna möjliggöra en flexibel anpassning på lägre förhandlingsnivåer kan de leda till relativt differentierade utfall. I flera länder har man på senare år rört sig i riktning mot "centraliserad decentralisering" i löneförhandlingarna, till exempel i form av undantagsklausuler, som möjliggör en viss grad av differentiering på företagsnivå. Centraliserade förhandlingar gjorde i vissa fall att löneökningar som översteg produktivitetstillväxten inte kunde korrigeras snabbt. I sådana fall kan den förlust av konkurrenskraft som uppstår byggas upp under en rätt lång tid, innan den oundvikliga och smärtsamma anpassningen äger rum.

Eftersom arbetsmarknadspolitikerna är inriktad på att mobilisera arbetskraftens potential genom omfattande strukturreformer i syfte att öka arbetskraftsdeltagandet kan det totala lönetrycket mycket väl komma att förbli lågt. Kompletterande strukturreformer underlättar också övergången till ett system med högre inbyggd lönedifferentiering.

Arbetet med att reformera arbetsmarknadsinstitutionerna i euroområdet har hittills uppvisat goda resultat och det råder inget tvivel om att lönebildningen och institutionerna på arbetsmarknaden i allmänhet har reagerat mycket positivt på den nya ekonomiska miljön, både under perioden närmast före den tredje etappen av EMU och under de tre första åren med en gemensam valuta. På medellång sikt kommer sannolikt faktorer som ökad prisöverblick, kapitalrörlighet, handelsintegration och konkurrens att öka arbetskraftsefterfrågans reallöneelasticitet. Det borde leda till att ökad hänsyn tas till sysselsättningseffekterna vid löneförhandlingarna, eftersom sambandet mellan löne- och sysselsättningsutvecklingen blir mycket tydligare och starkare.

3. INVESTERINGAR OCH EUROOMRÅDETS TILLVÄXTPOTENTIAL

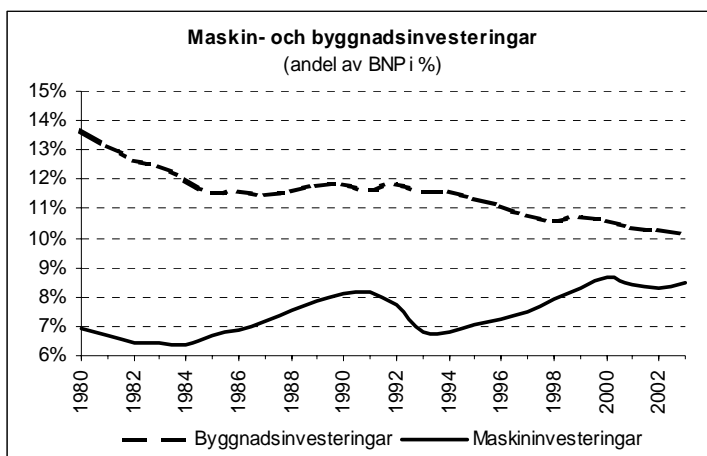
3.1. Hur investeringarna utvecklades i euroområdet under 1990-talet

Offentliga och privata investeringar är mycket viktiga för att euroområdets tillväxtpotential skall öka på medellång till lång sikt, eftersom de avgör kapitalstockens struktur och storlek och utgör en kanal varigenom ny teknik kan införas. Även om det ännu inte går att dra några slutsatser från det empiriska underlaget¹² är det ändå tydligt att EMU erbjuder betydande möjligheter för investeringar i euroområdet och detta av tre skäl:

- Genom att komplettera inre marknadsprogrammet främjar euron konkurrensen och minskar växelkursrisken.
- I takt med att de finansiella marknaderna blir alltmer integrerade förväntas företagens finansieringsmöjligheter att förbättras rent allmänt och det kommer att bli lättare att göra gränsöverskridande investeringar.
- När det gäller den ekonomiska politiken förväntas EMU verka som en katalysator för strukturreformer, särskilt på arbetsmarknaderna. På det finanspolitiska området kommer lägre underskott och sjunkande offentlig skuldkvot att påverka räntorna och skapa ökat utrymme för den privata sektorn.

Även om det står klart att EMU innebär förbättrade möjligheter för investeringar bör det understrykas att det kommer att krävas betydande åtgärder de kommande åren på såväl det makroekonomiska som mikroekonomiska området för att denna potential skall kunna förverkligas. Utmaningens storlek framgår vid en analys av den historiska trenden. Att investeringarna utvecklades dåligt i euroområdet under 1990-talet anses allmänt vara en viktig förklaring till den relativt mediokra utvecklingen av den faktiska och potentiella tillväxten. I detta kapitel görs ett försök att identifiera de faktorer som i särskilt hög grad påverkar investeringstrenden, varvid särskilt tonvikt läggs vid de faktorer som EMU direkt eller indirekt kan förväntas påverka.

Under större delen av 1990-talet var investeringstakten låg i euroområdet. Ökningen av investeringarna i slutet av 1990-talet verkar långsam jämfört med föregående investeringscykel, som inleddes 1986, varade i fem år och kulminerade med en ökningstakt för de totala investeringarna på 7%. Uppgången i slutet av 1990-talet var däremot både kortvarigare och inte lika kraftig, med en årlig ökningstakt som aldrig översteg 5%. När det gäller investeringarnas andel av BNP går mönstret med en mer dämpad uppgång på 1990-talet igen, med en kontinuerlig ökning mellan 1997 och 2000, men utan att nå upp i samma toppnivå som i slutet på 1980-talet. Investeringarna ökade ovanligt mycket under andra halvan av 1980-talet¹³.

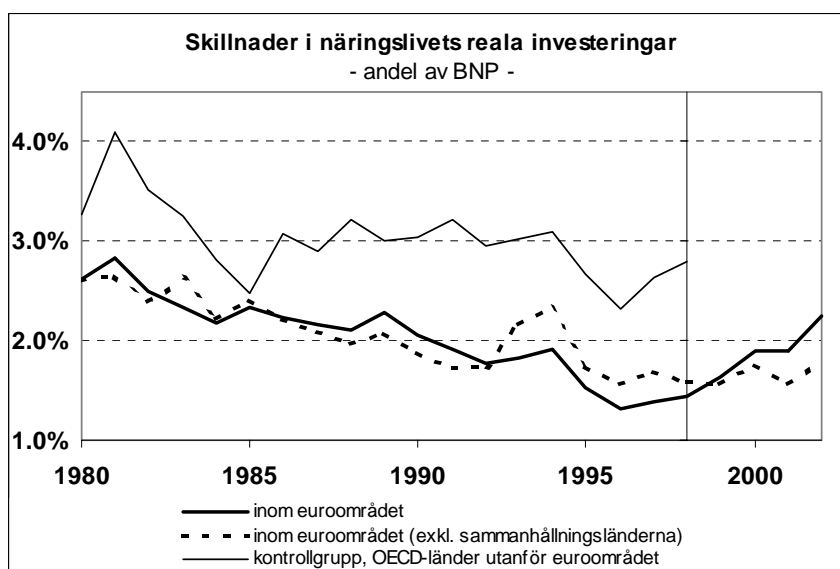


¹² Med tanke på att det har gått så kort tid sedan EMU-processen inleddes är det helt klart för tidigt att försöka göra en omfattande empirisk undersökning av dess effekter på investeringarna i euroområdet.

¹³ Denna ovanligt höga ökningstakt kan åtminstone delvis förklaras av förväntningar om den inre marknadens fullbordande.

De totala investeringarna kan delas upp i byggnads- och maskininvesteringar eller i offentliga och privata investeringar. Byggsektorn, som står för mer än hälften av de totala investeringarna, hade stor del i att investeringarna utvecklades långsamt i euroområdet efter lågkonjunkturen 1992–93. Uppgångsfaserna i maskininvesteringsscykeln på 1980- respektive 1990-talet var däremot tämligen likartade både när det gäller deras längd och ökningstakt. Den genomsnittliga ökningstakten var något lägre under uppgången på 1990-talet, men år 2000 var de reala maskininvesteringarna betydligt större som andel av BNP än vid toppnoteringen i den föregående investeringsscykeln. Ungefär tre fjärdedelar av företagens totala investeringar är maskininvesteringar, vilket framgår av den varaktiga ökningen under större delen av andra halvan av 1990-talet. Investeringarna i IKT som andel av BNP har ökat de senaste åren.¹⁴ Tvärt emot vad som hände med företagens investeringar sjönk de offentliga investeringarna som andel av BNP kontinuerligt under perioden 1991–1998 (delvis till följd av privatiseringar), för att sedan stabiliseras. Om man bortser från byggnadsinvesteringarna och de offentliga investeringarna framstår således maskininvesteringarnas utveckling under 1990-talet i positiv dager. Företagens maskininvesteringar har ökat sedan mitten av 1990-talet, särskilt i reala termer, och priserna i IKT-sektorn har sjunkit kraftigt. Företagens investeringar (som andel av BNP) har stigit till en nivå i höjdd med toppnoteringen i slutet av 1980-talet.

Under 1990-talet sjönk skillnaderna i investeringstakt mellan euroländerna avsevärt, medan den var i stort sett stabil mellan övriga OECD-länder¹⁵. Detta förebådade konvergensen i de ekonomiska förhållandena och den tätare samordningen av den ekonomiska politiken inför den tredje etappen av EMU. Överraskande nog var tendensen mot ökad real konvergens ännu mer uttalad för de mest utvecklade



ekonomierna än för sammanhållningsländerna. Sedan 1999 har dock skillnaderna mellan länderna när det gäller företagens investeringar upphört att minska och de allra senaste åren har skillnaderna till och med ökat något, vilket delvis beror på att investeringstakten ökat i de länder som håller på att komma i fatt höginkomstländerna.

¹⁴ Enligt en färsk undersökning från ECB (ECB WP 122, New Technologies and Productivity Growth in the euro area, Vijselaar och Albers) görs bedömningen att IKT-investeringarnas bidrag till produktionstillväxten i euroområdet har ökat från 0,37 procentenheter under perioden 1991–95 till 0,74 procentenheter under perioden 1996–99.

¹⁵ Inklusivt Danmark, Sverige och Förenade kungariket.

Faktaruta: Utländska direktinvesteringar

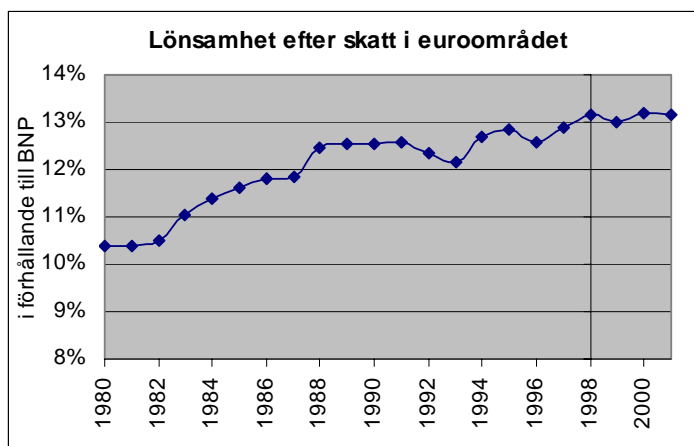
Under hela 1990-talet innebar den europeiska integrationen att hinder för utländska direktinvesteringar (Foreign Direct Investment – FDI) och direkt ägande av utländska företag gradvis undanröjdes. Införandet av euron har ytterligare minskat hindren för investeringsflödena inom euroområdet genom att undanröja risken för växelkursvariationer och genom att sannolikt minska hemlandsfavoriseringen i den privata sektorns portföljer. Samtidigt har dock handelshindren sänkts, så i den mån FDI utgör ett substitut för handelsflöden är den totala effekten av integrationen tvetydig.

Både utflödena av FDI från euroområdet och inflödena till området ökade betydligt under andra halvan av 1990-talet. Några kommentarer kan vara på sin plats när det gäller de senaste årens stora nettoutflöde av FDI. Nettoutflödet av FDI från euroområdet steg kraftigt under andra halvan av 1990-talet och uppgick i genomsnitt till mer än 1 % av BNP under perioden 1996–1999. Av FDI-data framgår att de euroområdesbaserade företagens investeringar i själva verket ökade mycket snabbare under andra halvan av 1990-talet än vad som framgår av nationalräkenskapernas uppgifter om företagens investeringar. En analys av uppgifterna på geografisk och branschmässig nivå bekräftar att de senaste årens uppgång i nettoflödena av FDI till stor del förklaras av de strategiska beslut som fattades i multinationella företag i ett litet antal branscher och geografiska områden och som antagligen hade mer med global expansion att göra än skillnader i förväntad avkastning. Uppgifter från 2000 kopplar samman stora inflöden till Tyskland och stora utflöden från Förenade kungariket med företagsammanslagningar och företagsförvärv inom telekomsektorn. Ännu finns det inga övertygande empiriska belegg för att FDI-flödena skulle ha styrts kraftigt av skillnader i konkurrenskraft inom euroområdet.

3.2 Faktorer som påverkar investeringstakten i euroområdet

Inom ekonomisk teori brukar tre makroekonomiska faktorer sägas ha stor betydelse för investeringstakten, nämligen den aggregerade efterfrågan, kapitalkostnaderna och lönsamheten. Med tanke på produktivitetens och den potentiella tillväxtens betydelse gjordes ett enkelt och direkt test av de viktigaste makroekonomiska variabelernas relativa betydelse genom att använda lönsamhet, relativa investeringspriser och realräntan som bestämningsfaktorer för maskininvesteringarna. Som väntat visar forskningsresultaten att högre vinster, lägre relativa investeringspriser, lägre realräntor och lägre skatter har en positiv effekt. En varaktig ökning av lönsamheten på 1 procentenhet ökar maskininvesteringarnas andel av BNP med 0,10–0,15 procentenheter. En motsvarande minskning i de relativa investeringspriserna eller realräntorna skulle öka denna andel med omkring 0,05 procentenheter.

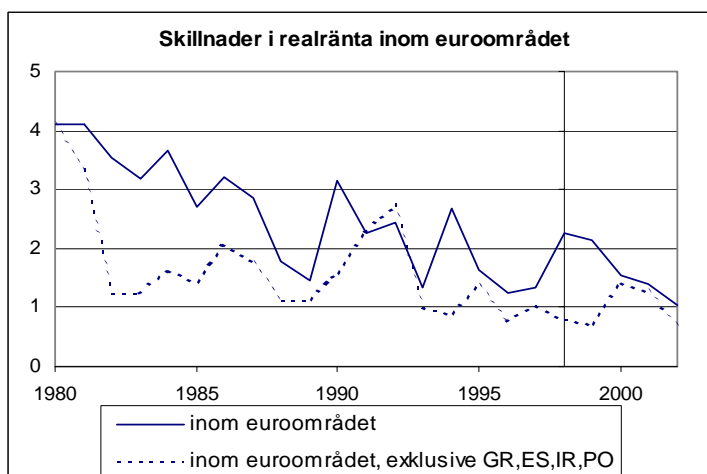
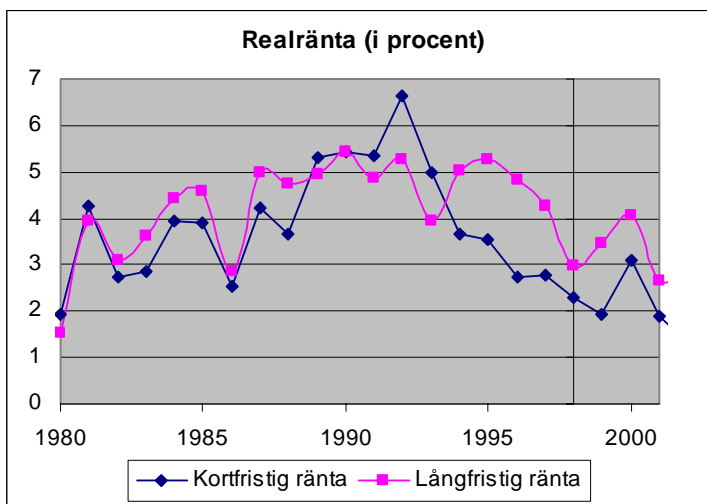
Sedan början av 1990-talet har lönsamheten efter skatt stigit märkbart och kontinuerligt¹⁶ inom euroområdet. Samtidigt har tillväxten blivit mer arbetsintensiv, vilket innebär att substitutionen av arbetskraft mot kapital sjunkit betydligt. Denna utveckling återspeglar både den



¹⁶ Mätt som BNP till marknadspris minus arbetsinkomster (exkl. egenföretagare), gånger ett minus den faktiska företagskattesatsen och allt detta uttrycks sedan i procent av kapitalstocken.

långsiktiga trenden mot en ekonomi som domineras alltmer av tjänstesektorn och den långa perioden av varaktig återhållsamhet med lönerna. Tyvärr verkar dock den relativt stora ökningen i lönsamheten ännu inte ha lett till en lika kraftig ökning av de totala investeringarna. Då är det mer uppmanande att konstatera att EMU har haft positiva effekter på investeringarna genom att minska osäkerheten, eftersom volatila växelkurser mellan euroområdet medlemsstater tillhör historien, och genom att få ned de kort- och långfristiga räntorna till följd av EMU:s sunda finanspolitiska ram.

Som väntat har också de grundläggande makroekonomiska bestämningsfaktorerna för investeringar uppvisat en betydande grad av konvergens de senaste åren. Skillnaderna mellan länderna när det gäller lönsamhet efter skatt, mätt som dess standardavvikelse, har nästan halverats sedan slutet av 1980-talet med en särskilt tydlig nedgång i början av 1990-talet. På samma sätt har även de reala räntorna visat tecken på att konvergera. Konvergens i lönsamheten kan förklaras av ökad konkurrens på produkt- och arbetsmarknaderna, men också av större kapitalrörlighet till följd av finansiell liberalisering. Detta i kombination med ökad synkronisering av de finans- och penningpolitiska förhållandena inom euroområdet förklarar konvergensen i de reala räntorna. Landspecifika faktorer har dock fortfarande betydelse. Den ovanligt stora ökningen i den irländska investeringstakten har åtföljts av en betydande ökning av lönsamheten efter skatt. Portugal är det enda landet där lönsamheten har sjunkit de senaste tre åren, men eftersom realräntorna också har sjunkit har investeringstakten påverkats mycket lite.



De traditionella makroekonomiska variablerna verkar till viss del kunna förklara investeringsutfallet i euroområdet, men även mikroekonomiska faktorer har betydelse. Det är tydligt att de strukturella ställheterna på finans-, arbets- och produktmarknaderna måste angripas om EMU skall uppnå sin fulla potential när det gäller att förbättra den ekonomiska miljön för investeringar. Aktiemarknadsvariablerna är positivt korrelerade med investeringsökningar vid jämförelser mellan olika länder. Liknande samband förekommer för indikatorer på aktiemarknadens storlek, likviditet och priser. Detta är föga överraskande eftersom företag investerar för att öka vinsten och aktieägarna bedömer värdet på företag utifrån förväntade framtida vinster. Av hittills tillgänglig statistik framgår att aktiemarknaderna som finansieringskälla har särskilt stor betydelse för företag i IKT-sektorn, som har varit motorn bakom investeringsökningarna i Förenta staterna. Produktmarknadsregleringar verkar vara en annan strukturell faktor som har en betydande effekt på investeringsutvecklingen. Indikatorer

som tagits fram av OECD för att mäta skillnader i regleringsmönster mellan olika länder ger tydliga belägg för att mer restriktiva regleringar går hand i hand med lägre investeringsökningstakt. Särskilt indikatorer som är kopplade till omfattningen av det offentliga ägandet (offentligägda företags storlek och täckning och deras företagskontroll), statlig inblandning i affärsverksamheten (priskontroller, centralstyrning genom regleringar) och hinder för företagandet (svåröverskådligt regelverk, tung administrativ börda för nystartade företag och hinder för konkurrensen) har ett negativt samband med investeringsverksamheten. Även stelheter på arbetsmarknaden kan ha lagt en hämsko på investeringarna i euroområdet. OECD:s indikator över anställningsskyddslagstiftningen uppvisar till exempel ett negativt samband med ökningstakten för de reala investeringarna. Andra kvantitativa strukturella arbetsmarknadsvariabler pekar åt samma håll, t ex. ”skattesatsen för låginkomsttagare” och ”varaktigheten i arbetslöshetsersättningen”.

Av ovanstående framgår att det verkar finnas både behov av och utrymme för förbättringar när det gäller investeringar i euroområdet och EMU skapar förutsättningarna för att så skall kunna ske. En varaktig ökning av de fasta investeringarna skulle leda till en permanent ökning av levnadsstandarden i euroområdet. En ökning av investeringarnas andel av BNP skulle öka euroområdets tillväxtpotential på mycket kort sikt – men även på längre sikt om tekniska framsteg integreras i en modernare kapitalstock. Om man beaktar vilka faktorer som har visat sig ha betydelse för investeringarna framgår det att ett antal strukturella stelheter behöver åtgärdas i euroområdet för att förbättra investeringsklimatet. I detta syfte övervägs nu ett stort antal möjliga strukturreformer, från arbetsmarknadsreformer och minskningar i företagsbeskattningen till produkt- och finansmarknadsreformer som ökar konkurrensen och minskar monopolvinsterna.

Sammanfattningsvis kan EMU potentiellt leda till att investeringsklimatet förbättras avsevärt i euroområdet och kan på ett kraftfullt sätt väga upp den negativa effekt på tillväxten som faktorer som en minskande befolkning kan ha. EMU förväntas spela denna positiva roll a) genom att främja konkurrensen och minska växelkursriskerna och därigenom påverka en rad faktorer som har betydelse för investeringarna, b) genom att påskynda utvecklingen av de finansiella marknaderna, och c) genom att uppmuntra till ett antal investeringsfrämjande makro- och mikroekonomiska reformer.

4 DET FINANSIELLA SYSTEMET I EUROOMRÅDET

4.1 Den allmänna utvecklingen i det finansiella systemet inom EU

De senaste åren har utvecklingen och integrationen av EU:s finansiella marknader gått allt snabbare. Det är främst tre sammanhängande faktorer som ligger bakom denna acceleration: i) globaliseringen, som främjas av liberaliseringen av de internationella kapitalrörelserna, avregleringen av de finansiella marknaderna och ny teknik; ii) framsteg i utarbetandet av en gemensam regleringsram inom EU (som ett led i ansträngningarna att fullborda den inre marknaden för finansiella tjänster), vilket åtföljts av finansiella reformer i medlemsstaterna; och iii) övergången till euron.

Att behöva hantera många olika nationella valutor utgjorde fram till januari 1999 ett stort hinder för den finansiella integrationen i Europeiska unionen. Förekomsten av växelkursrisk gjorde gränsöverskridande investeringar mindre attraktiva, minskade incitamenten att gå vidare med harmonisering av regelverket på EU-nivå och dämpade konkurrenstrycket på medlemsstaternas hemmamarknader. Övergången till euron som gemensam valuta i tolv medlemsstater har ändrat på denna situation. Euron har undanröjt växelkursrisken som källa till fragmentering inom euroområdet finansiella system och har samtidigt exponerat alternativkostnaden för de övriga fragmenteringskällorna i systemet. Att det skett en djupare integration till följd av euron märks i att marknaderna blivit mer homogena, att det skett en rad konsolideringar bland intermediärerna och börserna samt att det kommit fram nya och innovativa produkter och tekniker. Marknadsaktörerna har antagit mer alleuropeiska strategier och de politiskt ansvariga har reagerat genom att ge hög politisk prioritet åt att fullborda den inre marknaden för finansiella tjänster. Dessutom finns det nu förbättrade incitament att intensifiera de inhemska reformerna i syfte att bevara konkurrenskraften i tidigare skyddade inhemska finansiella system.

Finansiell struktur i euroområdet respektive Förenta staterna (vid utgången av 2001, i % av BNP)

	euroområdet	Förenta staterna
Bankinlåning	64,3	60,6
Bankutlåning	108,2	50,7
– till företag	42,7	16,1
– till hushåll	45,7	34,6
– till den offentliga sektorn	12,4	0,0
Utestående skuldinstrument	90,6	148,6
Utfärdade av		
– företag	5,8	24,2
– finansiella institut	28,7	43,1
– den offentliga sektorn	52,7	84,4
Aktiemarknadens kapitalisering	73,3	138,7

Källor: Europeiska centralbanken (bankernas in- och utlåning inom euroområdet), Förenta staternas centralbank Federal Reserve (bankernas in- och utlåning i Förenta staterna), Eurostat (BNP inom euroområdet och Förenta staterna, aktiemarknadens kapitalisering), BIS (skuldinstrument). När det gäller Förenta staterna är uppgifterna om bankernas in- och utlåning totalsumman för affärsbankerna, kreditkassorna och hypotekskassorna (uppgifter från Fed, Flow of Funds). Förenta staternas utestående offentliga skuldinstrument omfattar de som utfärdats av så kallade Government-Sponsored Enterprises och Federally Related Mortgage Pools.

Det finansiella systemet i Förenta staterna anses som mer marknadsbaserat medan det europeiska är mer bankbaserat.¹⁷ Så är det fortfarande. Närmare bestämt tenderar företagen i euroområdet att anskaffa finansiering via bankerna i mycket större utsträckning än företagen i Förenta staterna. I Förenta staterna är direkt utfärdande av värdepapper den viktigaste finansieringskällan för företagen, vilket framgår av de stora beloppen för utestående skuldinstrument och aktiemarknadens kapitalisering. Trots dessa skillnader kan man konstatera att hela skalan av instrument och intermediärer har stor betydelse i båda dessa ekonomiska områden.

I euroområdet har förbättrad informationsbehandling, liberaliseringar och marknadsintegration (bland annat genom avskaffandet av tolv olika valutor) tenderat att gynna finansiering via kapitalmarknaderna snarare än via bankerna. Det finns dock inga teoretiska eller empiriska belägg för att ett mer värdepappersbaserat finansiellt system skulle vara bättre än det nuvarande bankdominerade systemet. Andra faktorer har kommit att anses som mer relevanta för den totala effektiviteten i ett finansiellt system – till exempel dess täckning och anpassningsbarhet¹⁸.

Den finansiella sektorn i euroområdet genomgår en fas med snabba strukturella förändringar, där djupare integration av de nationella marknaderna åtföljs av en allmän expansion av den finansiella sektorn och ökad konkurrens mellan tillgängliga instrument och intermediärer. Eftersom den finansiella sektorns olika delar har så olika egenskaper har utvecklingen varit mycket ojämnt fördelad mellan olika marknader, särskilt när det gäller integrationen.

4.2 Penning- och derivatmarknaderna

Från och med den 1 januari 1999 har ECB utfört sina penningpolitiska transaktioner i euro på grundval av likviditetsefterfrågan i hela euroområdet, utan att beakta det enskilda likviditetsbehovet i nationella banksystem. Vissa problem med ECB:s likviditetsfördelningsförfaranden under den inledande perioden åtgärdades effektivt genom övergången till auktioner med rörlig ränta ("floating rate tenders") i juni 2000. Även om den eurodenominerade penningmarknaden har fungerat smidigt sedan dess varierar integrationsgraden från ett segment till ett annat.

På marknaden för *inter-bank-depositioner utan säkerhet* är integrationen i stort sett fullständig och de mycket kortfristiga räntorna i euroområdet har nästan helt konvergerat. Denna konvergens i räntorna framgår också av att marknadsaktörerna helt godtar EONIA (Euro Overnight Index Average) och EURIBOR (Euro-Inter-Bank Offered Rate) som enhetliga prisreferenser. Konvergens i räntorna har också underlättats av den effektiva distributionen av likviditet i euroområdet: gränsöverskridande transaktioner står för en stor andel (omkring 60 %) av de största marknadsaktörernas samlade inter-bank-transaktioner. Det finns tecken som tyder på att inter-bank-marknaden har utvecklat en tudelad struktur för likviditetsdistributionen, där relativt stora banker dominerar de gränsöverskridande transaktionerna och mindre banker förlitar sig på inhemska transaktioner med större banker för att säkerställa sin finansiering. Konvergens i räntorna märks också vid lite längre löptider på penningmarknaden. Analyser från BIS¹⁹ pekar på att minskningen på 40 % i "bid-ask"-spreaden på 3-månaders inlåningsränta i euro under perioden 1996–2000 är ytterligare tecken på integrationen på marknaden för lån i euro utan säkerhet.

¹⁷ När man jämför de finansiella marknaderna i euroområdet med dem i Förenta staterna bör man komma ihåg att euroområdet skiljer sig i grunden från Förenta staterna på så sätt att euroområdet är en union av länder och inte ett enda land. Även om den finansiella integrationen gått framåt kraftigt kännetecknas den finansiella sektorn i euroområdet fortfarande av olika nationella rättsliga och regleringsmässiga system, marknadskonventioner, osv.

¹⁸ Ett heltäckande finansiellt system erbjuder företagen den avvägning mellan finansiering via marknader och intermediärer som bäst motsvarar deras behov i olika skeden av deras utveckling. Ett anpassningsbart system ger spelrum för utveckling av nya former av finansiella intermediärer och avtal i takt med att affärsmiljön förändras.

¹⁹ Bank for International Settlements (2000), 70:e årliga rapporten.

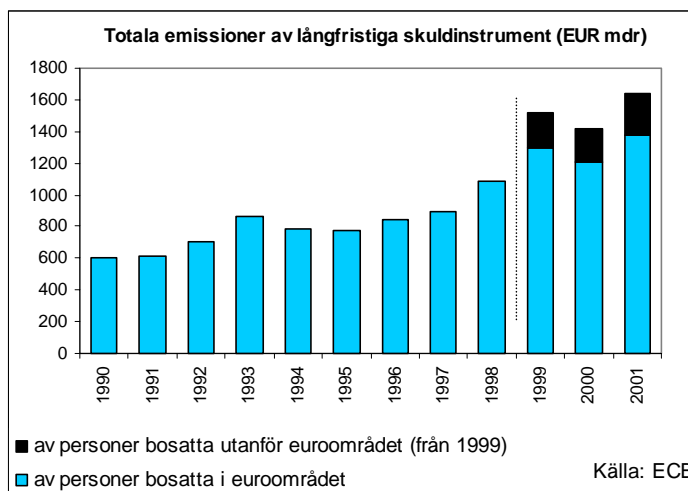
Parallellt med utvecklingen på penningmarknaden för utlåning utan säkerhet i euro har *derivatmarknaden* i euroområdet också blivit i hög grad integrerad. Den gränsöverskridande marknaden för ränteswappar i euro har expanderat kraftigt sedan euron infördes och den höga graden av marknadsintegration märks i att "bid-ask"-spreadarna är mycket små och de utestående beloppen relativt stora. Aktiviteten på andra derivatmarknader har också ökat där EURIBOR-baserade terminskontrakt har ersatt alla terminskontrakt i de nationella valutor som fanns innan euron infördes.

Inom de segment av penningmarknaden som omfattar *utlåning mot säkerhet* (t ex. privata återköpsavtal (repo), statsskuldväxlar, commercial paper och bankcertifikat, som innebär att likviditet tillhandahålls mot säkerhet) har integrationen gått betydligt långsammare. En anledning till detta är svårigheterna med gränsöverskridande användning av säkerheter, främst till följd av nationella skillnader i marknadspraxis, regleringar och den skattemässiga eller rättsliga behandlingen av de värdepapper som används som säkerhet. Dessa nationella skillnader leder till en segmenterad marknadsinfrastruktur som skiljer sig från land till land och kan leda till stora praktiska svårigheter vid gränsöverskridande clearing och avveckling, vilket framhölls i en färsk rapport från Giovannini-gruppen²⁰. Genom direktivet om säkerheter, som skall vara helt genomfört senast 2003, kommer aktuella problem i samband med användandet av gränsöverskridande säkerheter att angripas och kommer därigenom att bidra till att integrera EU:s finansiella marknader ytterligare, t ex. genom att fastställa vilket lands lagstiftning är tillämplig vid gränsöverskridande säkerheter.

4.3 Obligationsmarknaderna

Införandet av euron har integrerat de nationella obligationsmarknaderna i de medlemsstater som ingår i euroområdet, vilket har lett till att euroobligationsmarknaden har blivit betydligt mer homogen. Integrations effekterna märks i många delar av marknaden.

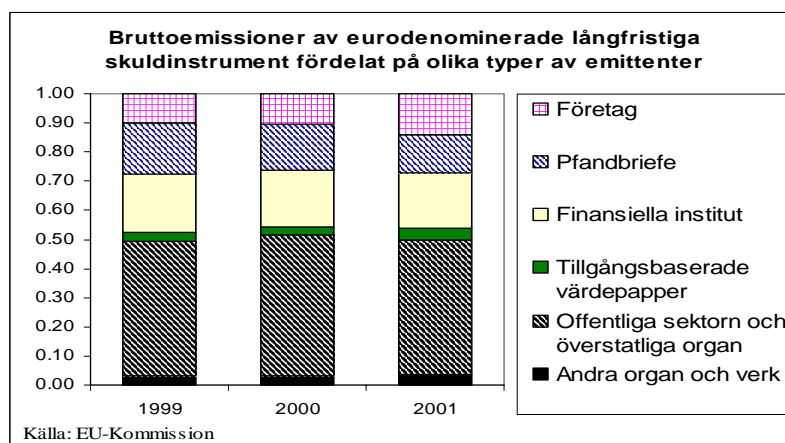
För det första märks den ökade likviditeten och djupet på den eurodenominerade marknaden genom större emissionsvolym. De totala inhemska emissionerna i euro sedan januari 1999 överstiger de totala emissionerna i de tidigare nationella valutorna under åren närmast före eurons införande. Emissionerna i euro ökade särskilt under 1999, då de ökade med 20 % jämfört med 1998. Denna uppgång i emissionerna förklarades av att det fanns en uppdämd efterfrågan både från emittenterna och investerarna, eftersom dessa hade skjutit upp vissa



²⁰ Giovannini-gruppen består av en grupp marknadsaktörer, med Alberto Giovannini som ordförande, och bildades för att bistå kommissionen i frågor som gäller den finansiella marknaden. I november 2001 lade gruppen fram en rapport om "Gränsöverskridande clearing- och avvecklingssystem i Europeiska unionen". Rapporten, som offentliggjordes som European Commission Economic Paper nr.163, går att få tag i på följande webbplats: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

transaktioner till följd av turbulens i det internationella finansiella systemet och osäkerhet kring övergången till euron. Företagen emitterade särskilt aktivt under de första månaderna 1999, då många försökte etablera en position i den nya och potentiellt mer likvida marknaden. År 2000 sjönk dock emissionerna i euro med 6 % (inklusive emissioner från emittenter som inte har sitt säte i euroområdet, för vilka det endast finns uppgifter från 1999) i och med att emissionstakten gick tillbaka till en mer normal nivå, den offentliga sektorns lånebehov sjönk och framtidsoptimismen gradvis försämrades i takt med att räntorna och oljepriserna kontinuerligt steg. I början av 2001 vände utvecklingen och emissionerna i euro steg kraftigt. Trots att ökningstakten sjönk mot slutet av året steg de totala emissionerna med 16 % år 2001 jämfört med året innan. Denna uppgång under 2001 kan hänföras till emittenter inom företags- och finanssektorn, vilka svarade på de förbättrade förhållandena på obligationsmarknaderna och den svaga utvecklingen på världens aktiemarknader.

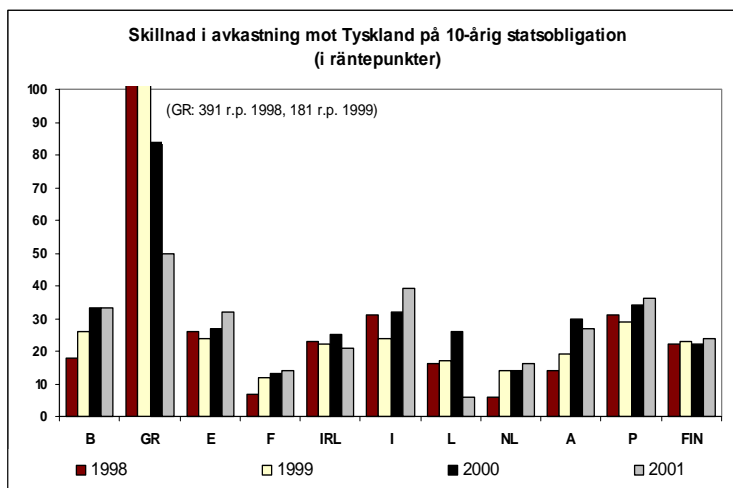
För det andra har den privata sektorns totala emissionsvolym ökat kraftigt i förhållande till den offentliga jämfört med situationen innan euron infördes. Denna förändring i sammansättningen av obligationsemissionerna förklaras både av minskat offentligt finansieringsbehov i euroområdet efter 1990-talets finanspolitiska konsolidering och en uppgång i finansiella och icke-finansiella företags emissioner. Särskilt den relativt utvecklade marknaden för företagsobligationer utanför den finansiella sektorn har expanderat i mycket snabb takt, med en ökning i den totala emissionsvolymen från 27 miljarder euro 1998 till 97 miljarder euro 2001. Ytterligare tecken på ökad likviditet isegmenten för finansiella och icke-finansiella företag är att enskilda emissioner gradvis blir allt större, med emissioner på över 1 miljard euro inte längre någon ovanlighet.²¹ När det gäller företag utanför den finansiella sektorn är ökningen av emissioner från företag med lägre kreditbetyg också ett tecken på en relativt likvid marknad, även om andelen högavkastande emissioner fortfarande är relativt liten. Trenden mot ökad värdepapperisering återspeglar utan tvivel en ökad efterfrågan från investerarna på den mer likvida euro-denominerade obligationsmarknaden samt även andra faktorer som inte hänger direkt samman med euron, till exempel behovet av att finansiera ökade sammanslagningar och förvärv av företag och UMTS-auktioner, vilket har stimulerat företag inom och utanför den finansiella sektorn att emittera obligationer.



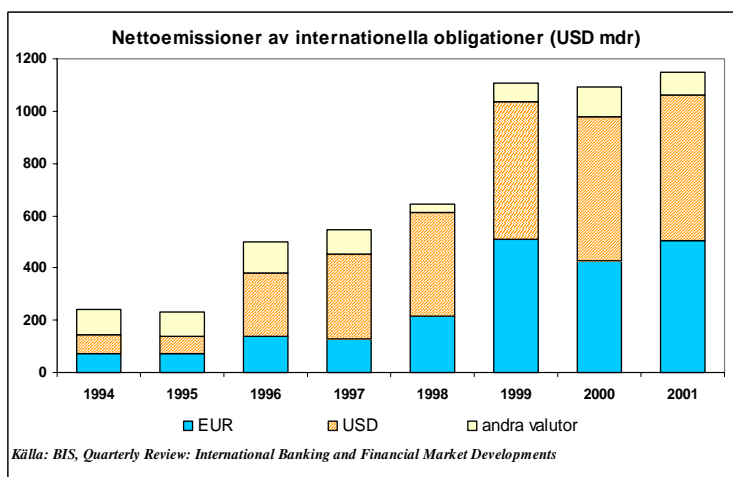
Trots att de statliga emissionernas andel av den totala emissionsvolymen sjunkit står dessa fortfarande för en stor del av utbudet på den eurodenominerade obligationsmarknaden. År 2001 utgjorde de fortfarande mer än 40 % av de totala emissionerna i euro. Att marknaden för statsobligationer i euroområdet har blivit homogen framgår av att avkastningen på dessa har konvergerat kraftigt, vilket står i skarp kontrast till den situation som rådde så sent som i mitten av 1990-talet. Konvergensen i avkastningen kan förklaras av att växelkursrisken försvunnit och att de offentliga finanserna förbättrats relativt sett i flera av medlemsstaterna. Det finns dock fortfarande tecken på att likviditeten är

²¹ Det amerikanska halv-offentliga hypoteksinstitutet Freddie Mac inledde ett betydande emissionsprogram i euro i september 2000, varvid man planerar att emittera obligationer med olika långa löptider för ett värde av 5 miljarder per kvartal.

fragmenterad i detta marknadssegment, eftersom statsobligationer emitteras av tolv olika organ med olika lånebehov, emissioner, strategier, förfaranden och instrument. Likviditetspremier verkar ha dykt upp som en viktig faktor som påverkar spreaden i avkastning mellan olika statsobligationer inom euroområdet – särskilt för mindre medlemsstater, varav flera borde åtnjuta relativt låg kreditrisk till följd av deras sunda offentliga finanser. Det visar sig att för de flesta länderna var spreaden gentemot tioåriga tyska statsobligationer något större 2001 än 1998. Att den tyska tioåriga Bund föredras förklaras också av att denna obligation är underliggande värdepapper i Eurex terminskontrakt, som blivit dominerande inom euroområdet. En aktiv derivatmarknad leder i slutändan även till högre likviditet i det underliggande värdepapperet.



För det tredje har euron, i takt med att emissionsvolymen ökat, blivit den näst största valutan vid internationella obligationsemissioner. US-dollarn och euron dominerar nu de internationella emissionerna och motsvarar 90 % av den totala volymen²². Eurons andel av den internationella emissionsvolymen var nästan lika stor som US-dollarns 1999, men sjönk kraftigt 2000. 2001 uppgick eurons andel till 44 %, jämfört med 48 % för US-dollarn.

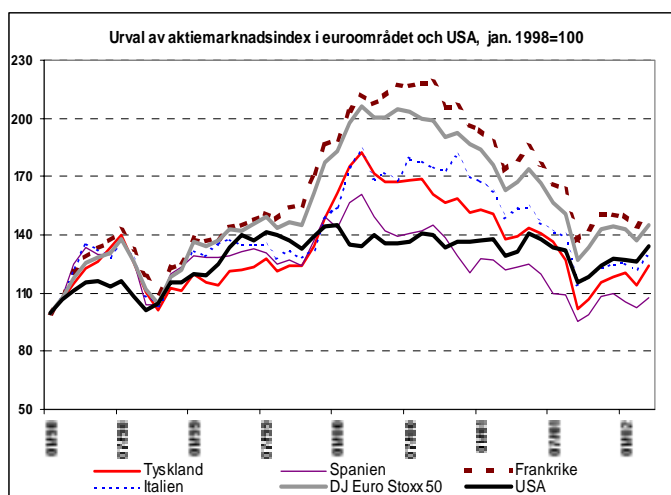


4.4 Aktiemarknaderna

Med eurons införande undanröjdes växelkursrisken, vilket har ökat efterfrågan på gränsöverskridande aktieinvesteringar. Även andra faktorer har bidragit till denna trend mot ökad handel över gränserna med aktier, till exempel den ökande internationaliseringen av aktieemissionerna, det ökade antalet gränsöverskridande företagsfusioner och företagsförvärv och konsolideringen av de traditionella fondbörserna.

²² BIS internationella databas över skuldinstrument täcker tre typer av instrument: värdepapper denominerade i en annan valuta än valutan i det land där de emitteras (s.k. "eurobonds"); värdepapper denominerade i samma valuta som valutan i landet där de emitteras, men emitterade av utlandsbaserade emittenter (utlandsobligationer, som "Yankee"-obligationer på den amerikanska marknaden); samt värdepapper denominerade i samma valuta som valutan i landet där de emitteras, emitterad av emittenter baserade i landet, men riktade till köpare baserade utomlands (BIS Quarterly Review, mars 2002).

Utöver dessa strukturella förändringar har integrationen på EU:s aktiemarknader blivit mer uppenbar främst genom mer sektorskorrelerade kursrörelser på de olika medlemsstaternas aktiemarknader. Det är ett tecken på att investerarna ändrat sitt beteende och rört sig bort från landbaserade investeringsbeslut till förmån för sektorsbaserade investeringsbeslut, vilket lett till att skillnader i indexrörelserna främst förklaras av skillnader i deras sammansättning. Användningen av aktierelaterade derivatinstrument har också ökat avsevärt de senaste åren, vilket ökat likviditeten på den primära aktiemarknaden.



Effekten av euron när det gäller att främja gränsöverskridande aktieinvesteringar har bidragit till att stimulera aktiviteten på EU:s aktiemarknader för den nya ekonomins företag. I likhet med marknaderna i Förenta staterna har dessa präglats av mycket stora kursrörelser de senaste åren, vilket återspeglar upp- och nedgångarna i efterfrågan på aktier i TMT-sektorn (teknik, media och telekommunikation).

De traditionella fondbörsernas reaktion på den ökade konkurrensen, bland annat från de många elektroniska nätverk för aktiehandel som upprättats de senaste åren, har varit ökad konsolidering. Även om konsolideringstrenden har varit ett globalt snarare än endast ett europeiskt fenomen har det gjorts flera mycket omtalade konsolideringsansträngningar i Europa. Den största av dessa var bildandet av Euronext, som innebar att fondbörserna i Amsterdam, Bryssel och Paris slogs samman i mitten av 2000 för att sedan utvidgas under 2002 till att även omfatta Lissabons fondbörs. Alla konsolideringsförsök har dock inte krönts med framgång, vilket den misslyckade sammanslagningen av Deutsche Börse och London stock exchange är ett tydligt exempel på.

I takt med att fondbörserna konsoliderar håller även den understödjande infrastrukturen inom EU sakta på att omvandlas. Historiskt sett har mönstret i europeisk värdepappershandel följt nationella skiljelinjer, vilket resulterat i effektiva strukturer för värdepapperstransaktioner på nationell nivå, oftast med vertikal integration av handels-, clearing-, avvecklings- och förvaringsfunktionerna.²³ Dessa nationellt baserade strukturer, som endast erbjuder ett mycket litet utrymme för gränsöverskridande handel, är i stort sett intakta även idag. I de olika nationella systemen har det utvecklats olika marknadspraxis och de omfattas av olika regelverk när det gäller den regleringsmässiga, juridiska och skattemässiga behandlingen av värdepapper. Denna situation leder till ytterligare kostnader för gränsöverskridande värdepappershandel i Europeiska unionen, både direkta kostnader i form av högre priser för de tjänster som tillhandahålls och indirekta kostnader till följd av ineffektivitet i det finansiella systemets funktion, t ex. ytterligare kostnader för back-office för att nå

²³ Se Giovannini-gruppens rapport om "Gränsöverskridande clearing- och avvecklingssystem i Europeiska unionen", *op. cit.*.

olika marknader. Den begränsade konsolidering som har ägt rum hittills har huvudsakligen gällt olika clearing house, medan värdepappersavvecklingssystemen är ungefär likadana som innan euron infördes.²⁴

4.5 Riskkapital

Riskkapital utgör oftast en liten andel av företagens totala finansiering. Dess betydelse är dock större än dess andel eftersom riskkapitalet har en nyckelroll i den första fasen av ett företags livscykel.

Delvis tack vare initiativ på EU-nivå, som handlingsplanen för riskkapital från april 1998, växte riskkapitalsektorn i euroområdet snabbt under 1990-talet. De senaste åren har branschen drabbats av en tillbakagång till följd av den ekonomiska avmattningen och de stora kursfall som under 2000 skedde på de aktiemarknader som specialiserat sig på snabbväxande företag. Korrigeringen på riskkapitalmarknaden kan dock ses som en nödvändig konsolidering och branschen är fortfarande strukturellt sett sund. Man kan konstatera att institutionella investerare, särskilt pensionsfonder, har visat ett ökat intresse för denna marknad.

Trots denna ökning konstaterade kommissionen i sin halvtidsöversyn av handlingsplanen för riskkapitalmarknaden från oktober 2001 att de europeiska riskkapitalmarknaderna fortfarande var fragmenterade, vilket framgick av att den största delen av de privata aktieinvesteringarna skedde inom respektive land, och att skillnaden gentemot Förenta staterna hade ökat mellan 1998 och 2000. År 2001 uppgick riskkapitalinvesteringarna i euroområdet till 8,8 miljarder euro (0,13 % av BNP), vilket var en minskning jämfört med de 12,5 miljarder euro som uppmättes 2000. Eftersom bubblan på aktiemarknaden för teknikföretag sprack var minskningen ännu större i Förenta staterna: riskkapitalinvesteringarna uppgick 2001 till 39,9 miljarder euro (0,35 % av BNP), jämfört med 95,1 miljarder ett år tidigare.

Att riskkapitalinvesteringarna i euroområdet främst görs inom respektive land kan delvis förklaras av behovet för dem som tillhandahåller kapitalet att befinna sig nära de företag som ingår i portföljen så att de kan övervaka hur deras investeringar utvecklar sig. Det är dock även möjligt att internationaliseringsmönstret när det gäller förvaltningen av och investeringarna i privata aktier delvis förklaras av skillnader i den regleringsmässiga, skattemässiga och rättslig infrastrukturen mellan EU:s medlemsstater. De nationella reglerna om huruvida pensionsfonder och försäkringsföretag får investera i privata aktier skiljer sig fortfarande från varandra och de nationella skattesystemen har olika effekt på riskkapitalinvesteringar.

4.6 Finansiella intermediärer

Effekten av den finansiella integrationen har inte begränsats till de finansiella marknadernas olika delar, utan har även utvidgats till de finansiella intermediärernas verksamhet. De europeiska bankerna tillhandahåller i allt högre grad finansiella tjänster till utländska företag och individer. Marknaden för "corporate finance"-tjänster i Europa är i allt högre grad föremål för global konkurrens. På vissa områden, som obligations- och aktieemissioner och konsortielån, har inhemska intermediärer förlorat terräng i förhållande till konkurrenter i Förenta staterna. Införandet av euron har ytterligare intensifierat konkurrensen bland de finansiella intermediärerna genom att underlätta prisjämförelser, minska intäkterna från valutaväxling, undanröja den konkurrensfördel som inhemska aktörer har till följd av att det finns en nationell valuta och genom att främja framväxten av mycket bredare och likvidare värdepappersmarknader som i sin tur främjar värdepapperisering och disintermediering.

²⁴ I början av 2001 slogs till exempel de tre Euronextbörsernas (Amsterdam, Bryssel och Paris) clearingfunktioner samman till en juridisk person, Clearnet SBF, som blev den centrala motparten för alla transaktioner som utfördes på Euronext. För att underlätta gränsöverskridande överföringar av värdepapper har det upprättats förbindelser mellan värdepappersavvecklingssystemen. Användningen av dessa förbindelser har dock varit mindre än förväntat. (ECB (2001) Betalnings- och värdepappersavvecklingssystemen i Europeiska unionen (Blåbok)).

Den synligaste reaktionen på detta tryck från de finansiella intermediärernas sida har varit ökad konsolidering, antingen genom sammanslagningar eller förvärv eller genom korsägande. Konsolideringen har åtföljts av en omstruktureringsprocess och en omläggning av verksamheten från traditionell bankutlåning till mer ”investment banking”-verksamhet. Denna omläggning av bankernas verksamhet har förbättrat intermedieringen på de finansiella marknaderna genom att bankerna skapat och lanserat nya kapitalmarknadsprodukter eller givit kunder råd om hur sammanslagningar och förvärv bör prissättas och struktureras. Detta har lett till att ränteinkomsternas andel i bankernas totala inkomstflöde minskat till förmån för andra typer av inkomster (avgifter och provisioner) och det har minskat beroendet av inlåning till förmån för värdepappersemissioner. Nedgången i ”investment banking”-verksamheten under 2001 har dock påvisat behovet av att EU:s banksektor förbättrar effektiviteten och lönsamheten i sin traditionella verksamhet.

Konsolideringen mellan de finansiella intermediärerna har hittills främst ägt rum inom respektive länder, vilket lett till en betydande ökning av koncentrationen inom branschen på nationell nivå, särskilt i de mindre medlemsstaterna. Trenden mot allt fler inhemska konglomerat (dvs konsolidering över olika finansiella delsektorer) tilltar också i många delar av EU. Gränsöverskridande sammanslagningar och förvärv har inte varit obetydande och uppvisar dessutom en trendmässig uppgång. Eftersom de betydande skillnaderna i nationella lagar och förordningar (t ex när det gäller konsumentskydds- och konkurrenslagstiftningen) gör det praktiskt svårt att erbjuda en alleuropeisk produktlinje förefaller de fördelar till följd av stordrift och ett brett produktsortiment som gränsöverskridande sammanslagningar skulle kunna ge vara mindre än dem som kan erhållas genom sammanslagningar av inhemska företag. Kulturella faktorer och skillnader i ramarna för företagsstyrning har också en dämpande effekt på antalet gränsöverskridande konsolideringar. Under dessa omständigheter kan finansiella intermediärer föredra att genomföra defensiva sammanslagningar med inhemska företag som en förberedelse för alleuropeisk konkurrens när integrationen inom EU:s finansiella system har kommit längre.

4.7 Ekonomisk-politiska utmaningar

Införandet av euron har genom att kraftigt minska växelkursriken inom EU och genom att verka som en katalysator för reformer varit en viktig faktor bakom den allt snabbare integrationen. Trots att euron nu är införd har dock ännu inte målet om en gemensam finansiell marknad uppfyllts – ett mål som angavs redan i början av 1970-talet. Visserligen drivs integrationen på de finansiella marknaderna till stor del framåt av marknadsaktörerna själva i takt med att de finansiella instituten utnyttjar de möjligheter som integrationen på de finansiella marknaderna erbjuder, men det finns ändå ett behov av offentliga insatser på en rad områden.

Det politiska stödet för att aktivt stödja denna process har med tiden ökat allt eftersom de politiskt ansvariga har insett de ekonomiska fördelarna med finansiell integration. På en integrerad marknad får sparare och investerare ett bredare urval till lägre transaktionskostnader. På det makroekonomiska planet betyder det högre sparande, större investeringar, högre produktivitet och till slut högre ekonomisk tillväxt. Dessa effekter diskuterades nyligen i en EFC-rapport om finansiell integration som lades fram vid det informella Ekofinmötet i Oviedo (13–14 april 2002). Vid flera av Europeiska rådets senaste möten (senast i Barcelona i mars 2002) har integrationen av EU:s finansiella marknader getts hög prioritet när det gäller de ekonomiska reformerna inom EU.

Att denna fråga har hög prioritet framgår av att man på EU-nivå utformat en samlad strategi och att man är angelägen om att den genomförs skyndsamt. Först och främst är EU fast besluten att senast 2005 ha genomfört handlingsplanen för finansiella tjänster – ett paket med 42 åtgärder som syftar till att förbättra det finansiella systemets funktion inom EU. En ännu snävare tidsfrist, 2003, har satts för åtgärder i samband med värdepappersmarknaderna och för handlingsplanen för riskkapital. Den sistnämnda handlingsplanen är en plan för hur en integrerad och effektiv marknad för aktiefinansiering av nybildade och innovativa företag skall skapas. För det andra skall handlingsplanen för finansiella tjänster genomföras på samma sätt i alla medlemsstater så att de nationella finansiella marknaderna blir integrerade inte bara på papperet utan även i praktiken. Den nya ramen för beslutsfattande när det gäller värdepapperslagstiftning, som antogs på grundval av de förslag som Lamfalussykommittén²⁵ lade fram, bör bidra till att detta mål uppfylls och leda till att lagstiftningen snabbare anpassas till förändringar på de finansiella marknaderna. För det tredje kommer konkurrenspolitiken att vara proaktiv under det att den finansiella integrationen fortgår så att de ekonomiska fördelarna utnyttjas fullt ut. För det fjärde skall konsumenterna och investerarna ges ett tillräckligt skydd så att de har ett tillräckligt förtroende för att agera på och dra full nytta av en gemensam marknad som omfattar hela Europeiska unionen.

²⁵ Visemannskommittén om regleringen av de europeiska värdepappersmarknaderna. Kommittén lade fram sin rapport i februari 2001. För att påskynda och underlätta bildandet av ett EU-regelverk för värdepappersmarknaderna föreslår kommittén en fyrdelad lagstiftningsstrategi:

- Nivå 1 - Antagande av huvudprinciper i enlighet med det förslag kommissionen överlämnat till rådet och Europaparlamentet inom ramen för medbestämmandeförfarandet.
- Nivå 2 - Antagande av genomförandelagstiftning i enlighet med kommissionens förslag som utarbetats med stöd av EU:s nya värdepapperskommitté och Kommittén för tillsynsmyndigheter inom EU. Europeiska värdepapperskommittén skulle bildas för att snabbt lösa tekniska tillsynsfrågor så att de snabbt kan antas.
- Nivå 3 - Konsekvent genomförande av lagstiftning på nivå 1 och 2 i nationell lagstiftning genom ökat samarbete mellan de nationella tillsynsmyndigheterna med ansvar för värdepappersmarknaderna.
- Nivå 4 - Striktare kontroll av att lagstiftningen efterlevs från kommissionens sida med stöd av medlemsstaternas regeringar, de nationella tillsynsmyndigheterna och den privata sektorn.

Europaparlamentet godkände denna strategi den 5 februari 2002.

5. EURON SOM EN INTERNATIONELL VALUTA

5.1 Inledning

En internationell valuta fyller pengars traditionella funktioner på internationell nivå. Den måste fungera som *räkneenhet*, *bytesmedel* och *värdebevarare*. Som framgår av tabellen nedan fyller en valuta dessa funktioner på olika sätt för den privata respektive den officiella sektorn, men den privata sektorn dominerar internationaliseringen av en valuta eftersom denna sektor är mycket större.

Främsta användningsområdena för en internationell valuta inom den privata respektive officiella sektorn

	Privata sektorn	Officiella sektorn
räkneenhet	faktureringsvaluta prisangivelsevaluta	ankare eller referensvaluta för växelkurssystem
bytesmedel	betalningsvaluta förmedlingsvaluta	Interventionsvaluta
värdebevarare	finansieringsvaluta investeringsvaluta	Reservvaluta

US-dollar är fortfarande den största internationella valutan, men euron blev världens näst största valuta när den infördes. Det finns flera skäl som talar för att använda euron som en internationell valuta. Det första är storleken på euroområdet ekonomi. Euroområdets andel av världens BNP är ungefär 16 %, vilket är något mindre än Förenta staternas andel (21 %), men mycket mer än Japans (8 %). Siffrorna för de tre områdenas andelar av den totala världshandeln i varor och tjänster är ungefär desamma. Det andra skälet till att euron lämpar sig som en internationell valuta är dess stabilitet, vilket återspeglar euroområdets sunda grundläggande ekonomiska faktorer, som baserar sig på den stabilitetsinriktade ekonomisk-politiska ramen inom EMU. Ett tredje skäl är den pågående integrationen av de nationella finansiella marknaderna i Europa till breda, djupa och likvida alleuropeiska finansiella marknader, vilket kommer att öka eurons betydelse i internationell låneverksamhet.

Under det internationella monetära systemets historia har det förekommit perioder då två valutor har konkurrerat med varandra om att vara den största internationella valutan (det brittiska pundet och US-dollar under mellankrigstiden). Eftersom internationaliseringen av en valuta bestäms av nätverks- och stordriftseffekter kommer US-dollar sannolikt att förbli den dominerande valutan. Internationaliseringen av euron drivs hur som helst av den privata sektorn.

5.2 Den privata sektorns internationella användning av euron

Den privata sektorns internationella användning av en valuta som räkneenhet framgår av *faktureringen* vid handelstransaktioner och finansiella transaktioner och av *prisangivelser* för råvaror. Även om det inte finns så många uppgifter om fakturering är dollarn utan tvivel fortfarande störst på detta användningsområde. År 2000, alltså innan sedlar och mynt i euro hade införts, bedömdes eurons andel av den totala faktureringen vid internationella transaktioner uppgå till mellan 15 % och 17 %. Nu när sedlar och mynt i euro har införts kommer dock euron sannolikt att gradvis öka sin betydelse som faktureringsvaluta, särskilt på regional nivå. Eurons ökade betydelse som faktureringsvaluta kommer att förstärkas av den historiska traditionen att vid internationella transaktioner använda exportörens valuta som faktureringsvaluta och av euroområdet stora andel av världshandeln. Dollarn är dessutom fortfarande den viktigaste valutan vid prisangivelser för råvaror. Även om det finns några råvarutermener noterade i Europa där priserna anges i euro är antalet fortfarande litet.

Den privata sektorns internationella användning av en valuta som ett betalningsmedel återspeglas av dess användning som *betalningsvaluta* och som *förmedlingsvaluta* på valutamarknaderna. När det gäller eurons betydelse som betalningsvaluta framgår det av kommissionens kvartalsvisa undersökning av bankerna i euroområdet att eurons andel av de internationella betalningar som utfördes av invånare i euroområdet ökade mycket snabbt inför eurons införande, med en volymmässig ökning från 24 % (36 % värdemässigt) tredje kvartalet 2000 till nästan 40 % (48 % värdemässigt) tredje kvartalet 2001. Efter det att sedlar och mynt i euro infördes och alla återstående konton inom euroområdet lades om till euro kommer eurons andel av de internationella betalningarna utan tvivel att öka ytterligare.

Användningen av en valuta som förmedlingsvaluta (dvs. som ett medel att växla två andra valutor) på valutamarknaderna är en mycket viktig egenskap som i hög grad påverkar dess lämplighet när det gäller att fylla en internationell valutas övriga funktioner (t ex. dess funktion som reservvaluta). Detta är dock också ett område där det finns en mycket stark tröghet, eftersom det finns stordriftsfördelar med att använda endast en förmedlingsvaluta. På global nivå är US-dollar fortfarande den största förmedlingsvalutan eftersom det finns direkta interbankmarknader för växling av US-dollar till alla andra valutor. På basis av tillgänglig information verkar inte euron ha någon större betydelse som global förmedlingsvaluta, även om den på regional nivå har tagit över rollen som förmedlingsvaluta från den tyska marken. Införandet av euron har dock påverkat valutasammansättningen i valutamarknadernas verksamhet genom att handeln med valutor inom euroområdet fallit bort (se faktarutan nedan). BIS utarbetar vart tredje år en undersökning av verksamheten på valutamarknaden och enligt uppgifter från den upplaga som offentliggjordes i oktober 2001 förekom euron i 38 % av alla valutatransaktioner i april det året. Det är en högre andel än den tyska markens andel 1998 (30 %), men mycket lägre än euroområdets före detta nationella valutors totala andel (53 %) det året.

När den privata sektorn använder en valuta som *finansieringsvaluta* eller *investeringsvaluta* återspeglar det dess funktion som en internationell värdebevarare. Av en undersökning från ECB om eurons internationella användning som offentliggjordes i september 2001 framgår att euron nu är den näst största finansieringsvalutan på internationell nivå, med andelar på mellan 22 % och 34 % beroende på vilket finansiellt instrument som avses och hur det mäts. Enligt det så kallade snäva måttet som endast omfattar emissioner som görs av personer som inte har sin hemvist i euroområdet var de före detta nationella valutornas genomsnittliga andel av obligationsemissionerna 19 % under perioden 1994–1998. 1999 ökade eurons andel till 34 % i genomsnitt, vilket kan ha varit ett uttryck för de större emittenternas önskan att etablera en position i den nya valutan. Dock kan även de historiskt sett låga räntorna på eurodenominerade lån ha gjort det intressantare för utländska företag att låna i euro. Även om utlåningar har varit fortsatt mycket aktiva när det gäller att emittera eurodenominerade värdepapper har eurons andel varit något volatil sedan toppnoteringen 1999, men har ändå legat kvar på en hög nivå. Det bredare måttet omfattar emissioner som görs av personer med hemvist i euroområdet och som är riktade till de internationella finansiella marknaderna. Euron har en

högre andel av de internationella obligationsemissionerna (38 % i genomsnitt 2000) om det bredare måttet används, eftersom emissioner av yendenominerade skuldinstrument med internationella egenskaper har en mycket lägre andel. Det har även skett en kraftig ökning av emissionerna av penningmarknadsinstrument i euro, vilket kan förklaras av en förväntad och faktisk ökning av likviditeten till följd av att det skapats en integrerad penningmarknad i euro.

Euron är också den näst största investeringsvalutan på internationell nivå, även om uppgifter om tillgångssidan inte är lika lättillgänglig som uppgifter om skuldsidan. Av ECB:s undersökning framgår att eurons andel av de internationella investeringarna varierar från 22 % till 32 % beroende på vilken typ av tillgångar som avses. Andelen är som högst för obligationsinvesteringar och som lägst för internationella banktillgångar.

Faktaruta: Eurons effekt på valutamarknaderna

Enligt uppgifter från BIS sjönk den genomsnittliga dagliga omsättningen på de traditionella valutamarknaderna (dvs. marknaderna för avistatransaktioner, terminstransaktioner och valutaswappar) med 19 % mellan 1998 och 2001. En av de viktigaste orsakerna till denna minskning av omsättningen var införandet av euron, eftersom det ledde till att handeln med de före detta nationella valutorna försvann (övriga faktorer är den konsolidering som skett inom både bank- och företagssektorerna och den ökande andelen elektroniskt mäklari). Handeln med de före detta nationella valutorna hade redan börjat sjunka långt innan den tredje etappen av EMU inleddes. Mellan 1995 och 1998 sjönk handeln med EMS-valutorna med omkring 5 % av den globala omsättningen. Efter det att euron hade införts den 1 januari 1999 eliminerades ytterligare omkring 6 % av den totala omsättningen.

Denna omsättningsminskning motverkades inte av någon ökning av handeln med euron jämfört med de före detta nationella valutorna (se huvudtexten). I BIS-rapporten konstateras det dock att dollar/euro-paret var det överlägset mest handlade valutaparet 2001, då det stod för omkring 30 % av den totala omsättningen. Införandet av euron ledde inledningsvis till en betydande minskning i marknadsvolymen på både avista- och terminsmarknaderna. På terminsmarknaden sjönk eurovolymen inledningsvis med 40 % jämfört med tidigare handelsvolym för de före detta nationella valutorna. Sedan dess har dock volymen ökat något igen. Den totala volymminskningen jämfört med perioden före införandet av euron uppgår nu därför till omkring 25 %.

5.3 Den officiella sektorns internationella användning av euron

Den officiella sektorns kanske mest påtagliga internationella användning av en valuta är i dess funktion som räkneenhet. Euron används i många fall som *ankare eller referensvaluta* i många tredje länders växelkurssystem. Mer än femtio länder tillämpar ett växelkurssystem som innehåller en hänvisning till antingen enbart euron eller till euron i kombination med andra valutor. De typ av system som tredje land tillämpar varierar från sedelfonder till styrd flytande växelkurs. Geografiskt är dessa länder koncentrerade till Europa och Afrika. Huvudskälen till att dessa tredje länder väljer euron som ankare eller referensvaluta är deras omfattande handels-, bistånds- och finansförbindelser med euroområdet och, i vissa fall, deras förväntade EU-anslutning (se nedan).

En internationell valuta kan fylla funktionen som betalningsinstrument för den officiella sektorn. Det framgår av användningen av valutan för *officiella interventioner* på valutamarknaderna. Dollarn är den dominerande, men inte allenarådande, interventionsvalutan på global nivå. Dollarn är lämplig som interventionsvaluta därför att den har hög likviditet på valutamarknaderna. Flera länder har dock använt euron som interventionsvaluta på regional nivå. Denna användning av euron hänger nära samman med dess funktion som ankare. Eurodenominerade interventioner sker är mest uppenbara inom den nya växelkursmekanismen (ERM II), där EU-medlemsstater med undantag – för närvarande endast Danmark, men tidigare även Grekland fram till utgången av 2000 – kopplar sin valuta till euron.

Den officiella sektorns användning av en internationell valuta som värdebevarare framgår av dess innehav av *valutareserver*. Enligt IMF:s senaste årsrapport är US-dollar den dominerande reservvalutan. Vid utgången av 2000 utgjordes 68 % av valutareserverna av dollar. Euron är den näst största reservvalutan efter dollarn och står för 13 % av valutareserverna. Eurons andel var i stort sett oförändrad jämfört med 1999. Om man justerar uppgifterna så att man endast beaktar innehav av de före detta nationella valutorna utanför euroområdet framgår det av IMF-rapporten att dessa valutors gemensamma andel av de totala valutareserverna 1998 var i stort sett lika stor som eurons andel 1999 och 2000.

5.4 Kandidatländerna och införandet av euron

I EG-fördraget anges tydligt den institutionella väg som kandidatländerna måste följa för att kunna införa den gemensamma valutan. Efter att de blivit medlemmar i EU kommer de nya medlemsstaterna att delta i EMU som medlemsstater med undantag från kravet att införa euron. Denna status kommer att inskrivas i anslutningsfördragen. De nya medlemsstaterna måste betrakta sin växelkurspolitik som en gemensam fråga och förväntas ansluta sig till ERM II vid något tillfälle i framtiden efter det att de blivit EU-medlemmar. För att sedan få införa euron föreskrivs det i fördraget att de nya medlemsstaterna uppnår en hög grad av varaktig konvergens. Likabehandlingsprincipen kommer att tillämpas till fullo på kandidatländerna. Denna väg utesluter både att euron införs i samband med att länderna blir EU-medlemmar eller att den införs före en EU-anslutning, vilket brukar betecknas som *"euroisering"*.

Vad betyder detta för den ekonomiska politiken i kandidatländerna? Det viktigaste budskapet är att de reformer som är nödvändiga för EU-medlemskap måste prioriteras framför åtgärder som syftar till att öka chansen för deltagande i EMU och detta gäller även de länder som kommit relativt långt i övergången till marknadsekonomi. Av minst två skäl är det viktigare att Köpenhamnskriterierna uppfylls än att kraven på nominell konvergens uppfylls och därmed tillhörande EMU-medlemskap. För det första måste den reala och strukturella konvergensen öka före den nominella konvergensen, även om de två kan vara ömsesidigt förstärkande. För det andra kan den nominella konvergensen endast bedömas för länder som är fungerande marknadsekonomier med förmåga att klara av konkurrentrycket. Med andra ord måste konvergenskriterierna tillämpas på "jämförbara ekonomier".

Efter anslutningen är ERM II tillräckligt flexibelt för att inrymma olika system, förutsatt att ländernas åtaganden och mål är trovärdiga och förenliga med denna mekanism. De enda system som redan i dagsläget kan sägas vara entydigt oförenliga med ERM II är helt flytande växelkurser, fasta växelkurser som dock regelbundet justeras (s.k. "crawling peg") och fasta växelkurser med en annan valuta än euron som ankare. I princip går det att behålla ett eurobaserat sedelfondssystem tills euron har införts som ett sätt att unilateralt ytterligare befästa sitt åtagande att ha en stabil växelkurs gentemot euron inom ERM II, men detta måste i så fall bedömas i varje enskilt fall. När ett land med ett sedelfondssystem önskar ansluta sig till ERM II måste dock begäran fortfarande granskas enligt det gemensamma förfarande som anges i ERM II-resolutionen och centralkursen/omräkningskursen kommer att fastställas multilateralt. Det innebär att vissa av de länder som skulle kunna tillämpa ett sedelfondssystem med euron som ankare inte nödvändigtvis måste genomgå ett "dubbelt systemskifte" (först öka växelkursens rörlighet något för att sedan återgå till en fastare koppling och till sist oåterkalleligen låsa växelkursen).

Kort sagt måste kandidatländerna göra en avvägning mellan strävan att å ena sidan ha en stabil växelkurs och å andra sidan minska inflationen under perioden närmast före anslutningen och deltagandet i ERM II.

5.5 Euroområdets bidrag till den globala samordningen av den ekonomiska politiken

Den gemensamma penning- och växelkurspolitiken tillsammans med ökad samordning på de finans- och strukturpolitiska områdena får betydande effekter på de ekonomiska relationerna mellan euroområdet och resten av världen. Ansvaret för penning- och växelkurspolitiken ligger nu helt på gemenskapsnivå, de finansiella marknaderna i Europa blir alltmer integrerade och den övergripande inriktningen på euroområdets ekonomiska politik är det som har betydelse för resten av världen när internationella ekonomiska och finanspolitiska frågor diskuteras.

De internationella institutioner som ansvarar för den multilaterala övervakningen, som IMF och OECD, visar att de har förstått innebörden i dessa förändringar genom att regelbundet bedöma den övergripande makroekonomiska inriktningen inom euroområdet. Förändringen märks också på så vis att uttalandena från G7:s finansministrar och centralbankschefer inte längre handlar om den makroekonomiska utvecklingen och de makroekonomiska utsikterna i enskilda medlemsstater i euroområdet utan om den samlade bilden för euroområdet.

Intern samordning av de externa positionerna

I EG-fördraget anges, låt vara mycket kortfattat, hur gemenskapen skall hantera de internationella (institutionella) aspekterna på EMU. De flesta återfinns i artikel 111 (f.d. artikel 109). Även om artikel 111 innehåller förfaranderegler och uppenbarligen är en kompromiss mellan olika ståndpunkter, framgår det ändå tydligt att växelkurspolitiken (dvs. formella överenskommelser om ett växelkurssystem och allmänna riktlinjer för växelkurspolitiken) är en fråga som ligger inom rådets behörighetsområde (där endast de länder som deltar har rösträtt). I artikeln anges också de förfaranden som gemenskapen skall tillämpa för att besluta om gemenskapens ståndpunkt i internationella diskussioner om ”frågor av särskild betydelse för den ekonomiska och monetära unionen”. I samma artikel föreskrivs att beslut om hur gemenskapen skall företrädas på internationell nivå skall fattas enhälligt av rådet på förslag av kommissionen och med iakttagande av den befogenhetsfördelning som anges i artiklarna 99 och 105. Det förväntades således att Europa från och med tredje etappen av EMU skulle komma att fylla en funktion i det internationella finansiella och monetära systemet som är jämbördigt med dess ekonomiska betydelse.

Sedan 1999 har praktiska åtgärder vidtagits för att främja den interna samordningen av de externa ståndpunkterna. Eurogruppen/Ekofinrådet har lagt ned mycket arbete på att komma fram till gemensamma ståndpunkter och uppfattningar. Dessa ståndpunkter har omfattat många frågor, bland annat det internationella finansiella systemets uppbyggnad, finansiering av utvecklingssatsningar och den ekonomiska situationen i världen eller i olika viktiga länder. De ger beslutsunderlag till de europeiska ledamöterna i IMF:s styrelse och vägleder ordförandelandet och andra europeiska representanter vid internationella sammanträden i till exempel Internationella monetära och finansiella kommittén (IMFC), G7 och OECD/EDRC.

Även om betydande framsteg har gjorts återstår flera problem att lösa, till exempel hur principöverenskommelser mellan européer skall genomföras i praktiken. Det skulle till exempel innebära att man måste se till att den europeiska samsynen när det gäller behovet av att den privata sektorn blir involverad tillämpas i enskilda krishanteringssituationer. Gemensamma ståndpunkter måste också förfinas och anpassas till följd av de lärdomar som dras av nya erfarenheter eller efter dialog med våra internationella partners. För att Europa skall få en aktivare och mer konsekvent roll i det internationella monetära och finansiella systemet finns det dessutom skäl att öka antalet frågor där man intar gemensamma ståndpunkter. Sedan måste man vinnlägga sig om att berörda samtalspartners på ett effektivt sätt informeras om gemensamma europeiska ståndpunkter.

Euroområdet externa representation

Dessa utmaningar är nära förbundna med frågan om den externa representationen. Frågan om internationellt ekonomiskt samarbete och extern representation har behandlats vid flera möten i Europeiska rådet (bland annat Luxemburg och Wien), men inget rådsbeslut som ger rättslig stadga åt den rådande ordningen har ännu fattats. I Europeiska rådets slutsatser berörs dessutom endast gemenskapens representation vid vissa internationella sammankomster. När det gäller IMF konstateras i slutsatserna från Wien att *"ECB ... i egenskap av gemenskapens behöriga organ för den monetära politiken /bör/ ges observatörsstatus i IMF:s styrelse. Europeiska gemenskapens/EMU:s åsikter i andra frågor av särskild betydelse för EMU kommer att läggas fram för IMF:s styrelse av den behöriga ledamoten av exekutivdirektörens kontor från den medlemsstat som innehar euro-ordförandeskapet, biträdd av en företrädare för kommissionen."*

När det gäller G7 konstateras i slutsatserna från Wien att *"Europeiska rådet stöder rådets rapport om representationen av gemenskapen utåt, i vilken föreskrivs att ordföranden för Ekofin-rådet, eller om ordföranden kommer från en medlemsstat utanför euro-området, ordföranden för Euro 11, biträdd av kommissionen, skall delta i G-7-mötena (finansiella frågor)"* I bilaga II i slutsatserna konstateras det att *"ECB:s ordförande deltar i mötena med /G-7/ vid de diskussioner som har samband med EMU, t.ex. multilateral övervakning, frågor om växelkurser och överenskommelse om de relevanta avsnitten i det offentliggjorda uttalandet."*

Slutsatserna från Europeiska rådets möte har endast delvis omsatts i praktiken. Hittills har eurogruppens ordförande och ECB:s ordförande endast deltagit vid G-7:s finansministermöten och de möten med centralbankscheferna som gäller den multilaterala övervakningen och växelkursfrågor. Inte heller kommissionens deltagande ligger helt i linje med dessa överenskommelser.

De institutionella förändringarna inom IMF har också varit begränsade. ECB har fått observatörsstatus i IMF:s styrelse och får närvara vid styrelsemöten som behandlar frågor av särskild betydelse för euroområdet.

Arbetet med att skapa en fullgod europeisk representation och föra fram en gemensam europeisk företrädare försvåras av flera faktorer. Bland annat grupperas europeiska länder i IMF ihop med icke-EU-länder och det förekommer även att vissa EU-länder ingår i grupper som leds av ett land som inte är EU-medlem. Medlemskap i IMF är dessutom baserat på begreppet "land".

Sammanfattningsvis är EMU-projektet fortfarande i sin linda när det gäller den externa sidan. I viktiga internationella frågor har dock EMU främjat en gemensam europeisk ståndpunktstagande process. Det gör det möjligt för gemenskapen att börja spela en internationell roll som är jämbördig med dess finansiella och ekonomiska vikt. Ytterligare ansträngningar behövs dock när det gäller representationen. Den improviserade ordning som inrättades vid inledningen av tredje etappen av EMU har gett goda resultat, men infriar endast delvis förväntningarna om en enad och stark europeisk närvaro i internationella frågor. Till följd av den rådande ordningens informella karaktär, dess avsaknad av formalisering, den brist på kontinuitet som den är förenad med och de begränsningar som är en ofrånkomlig följd av den informella samordningen förhindrar den gemenskapens position att få full effekt vid diskussioner på internationell nivå.

Om euroområdet hade en riktig representation vid de internationella organisationerna skulle det avsevärt kunna förbättra det multilaterala samarbetet med tanke på att den finansiella världen verkar gå mot ett system med tre stora valutor. Utmaningen att få euroområdet representerat och delaktigt i det internationella beslutsfattandet är således en viktig fråga även för utomeuropéer. Detta framgår tydligt av det tryck som andra industriländer och så kallade tillväxtländer utövar för att få EU att effektivisera sin representation. Att lösa detta problem är en viktig utmaning för EU:s beslutsfattare, som måste se till att EU på ett effektivt sätt kan försvara sina intressen på den internationella arenan.