



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 11.12.2002  
KOM(2002) 712 endelig

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN**

**Økonomien i EU: Oversigt 2002**  
**- Sammenfatning og de vigtigste konklusioner -**

## INDHOLDSFORTEGNELSE

|    |   |    |
|----|---|----|
| 1. | Indledning.....   | 3  |
| 2. | Den makroøkonomiske udvikling i euroområdet.....  | 4  |
| 3. | Strukturreformer på arbejds- og produktmarkederne og makroøkonomiske resultater i EU..... | 9  |
| 4. | Integration af obligationsmarkederne i EU .....   | 10 |
| 5. | Følgerne af den aldrende befolkning for økonomien og de finansielle markeder.....         | 12 |
| 6. | Den reale og nominelle konvergens i tiltrædelseslandene: Udvalgte emner.....              | 13 |

## 1. INDLEDNING

***Tre år med høj vækst afløses af en lang periode med langsom vækst.***

I begyndelsen af 2000 så det ud til, at en stabil vækst på 3 % var inden for rækkevidde. De årlige vækstrater lå over 3 % i perioden 1998-2000. Forventningen om, at man kunne opretholde en sådan vækst, blev understøttet af den succesfulde indførelse af euroen i 1999, den 'nye økonomi', det globale boom på aktiemarkedet, euroområdet modstandskraft over for kriserne i Asien, Rusland og Brasilien og en gunstig udvikling i verdenshandelen. Desuden var de vigtigste makroøkonomiske udfordringer i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne blevet overbevisende klart overvundet, samtidig med at der blev gjort en overbevisende start på at styrke de økonomiske strukturer. De pengepolitiske myndigheder havde på troværdig måde skabt prisstabilitet. Hovedparten af medlemsstaterne fremlagde budgetter med overskud for første gang i årtier. Stukture reformer bidrog til en stærk vækst i beskæftigelsen, og arbejdsløsheden viste en faldende tendens. Trods alt dette afløstes tre år med stærk vækst i euroområdet frem til 2000 uventet af en periode med træg vækst og stigende pessimisme. Afmatningen, der oprindeligt blev anset for at være kortvarig og overfladisk, har udviklet sig til at blive den mest dæmpede periode siden recessionen i 1992-1993. Den gennemsnitlige vækst var kun 1¼ % i 2001 og 2002 og forventes ikke at accelerere før i løbet af 2003<sup>1</sup>.

***Forklaringerne af afmatningen er modstridende, men løsningen ser ud til at være indlysende – resolute økonomisk-politiske foranstaltninger for at styrke fleksibiliteten og dynamikken og dermed vækstpotentialet.***

Uanset hvad de underliggende årsager til afmatningen og til dens varighed end er - en ulyksalig kombination af globale chok eller interne strukturelle mangler på udbudssiden - er der behov for en yderligere indsats på strukturorådet for at modtage de udfordringer, som Det Europæiske Råd fremhævede i foråret 2000. Lissabondagsordenen er fortsat relevant, men implementeringen skal forbedres. Troværdigheden af den budgetmæssige ramme skal bevares for at understøtte erhvervslivets og husholdningernes tillid i en periode med vanskelige økonomiske betingelser og for at sikre et balanceret policy-mix. For at øge væksten og velfærden på mellemlang sigt skal man desuden sørge for en effektiv implementering af omfattende strukture reformer - specielt de reformer, der for længst skulle have været gennemført - og fremme den økonomiske integration. Endelig skal den voksende uro om virkningen af befolkningens aldring håndteres på en overbevisende måde for at mindske borgernes usikkerhed omkring deres fremtidige disponible indkomst.

***Som baggrund for udfordringerne i den økonomiske politik indeholder oversigten for 2002 analyser af fem spørgsmål vedrørende dagsordenen for den økonomiske politik i***

2002-udgaven af EU-oversigten indeholder en grundig analyse af fem særlige emner i forbindelse med de aktuelle økonomisk-politiske udfordringer. Først diskuteres den seneste makroøkonomiske udvikling i euroområdet. Dernæst foretages der i et kapitel om strukture reformer på arbejds- og produktmarkederne en undersøgelse af de vigtigste reformer i medlemsstaterne og af deres virkning på den makroøkonomiske udvikling med hensyn til vækst og produktivitet, realløn og beskæftigelse. For det tredje gives der i et kapitel om integrationen på det europæiske obligationsmarked, der er en

---

<sup>1</sup> Se Europa-Kommissionens efterårsprognose 2002.

EU.

opfølgning af kapitlet om integrationen på de finansielle markeder i EU-oversigten 2001, en nærmere behandling af dette markedssegment, hvor den finansielle integration bør gennemføres hurtigt med heraf følgende betydelige velfærdsgevinster. For det fjerde gives der i et kapitel om aldring en analyse af den mulige virkning af demografiske ændringer på opsparing, kapitalmarkeder og realrenter. Endelig behandles i et kapitel om udvidelsen betingelserne for, hvordan tiltrædelseslandene bedst kan håndtere konvergensprocessen.

## 2. DEN MAKROØKONOMISKE UDVIKLING I EUROOMRÅDET

*Selv om en direkte recession er undgået, er den interne efterspørgsel fortsat svag i en situation med en lempelig makroøkonomisk politik.*

Før afmatningen, der satte ind i anden halvdel af 2000, havde euroområdet oplevet tre betydelige konjunkturcykler i de sidste tre tiår. Væksten toppede henholdsvis i 1974, 1980 og 1992. Selv om euroområdet har undgået en fuldt udviklet recession i det sidste konjunkturforløb, har tilbageslaget kun været lidt mindre stærkt end i recessionen i 1992-1993. Den nuværende afmatning karakteriseres af en næsten simultan afdæmpning i alle interne efterspørgselskomponenter og verdenshandelen. Som følge af betydelige resultater i den makroøkonomiske politik og på strukturområdet i det sidste tiår ser det samlede økonomiske billede ikke desto mindre umiddelbart lysere ud end i de foregående konjunkturcykler. Både styrken i den fortsatte investeringsafmatning og den svage vækst i husholdningernes forbrug står i modsætning til udviklingen i de traditionelle makroøkonomiske determinanter, såsom realrenter, rentabilitet og kapacitetsudnyttelse for investeringerne og udviklingen i beskæftigelse og real disponibel indkomst for forbruget. Disse understøtter fortsat væksten i et historisk perspektiv. Dette tyder på, at euroområdet uden de betydelige fremskridt, der er gjort med hensyn til makroøkonomisk stabilitet og strukturreformer, sandsynligvis ville have befundet sig i en fuldt udviklet recession.

*Væksten i beskæftigelsen har været fast, men udviklingen i arbejdsomkostningerne kunne hæmme et opsving i investeringerne.*

De fremskridt, der er gjort med hensyn til at modtage udfordringerne i den økonomiske politik, afspejles i udviklingen på arbejdsmarkedet. Væksten i beskæftigelsen i euroområdet har været positiv under hele afmatningen, og arbejdsløsheden er kun steget marginalt fra 8 % i midten af 2001, det laveste niveau i ti år, til 8,4 % i oktober 2002. Fortsat moderate nominelle lønstigninger kombineret med en stabil vækst i beskæftigelsen understøttede den disponible indkomst og forbruget under afmatningen, hvilket begrænsede tilbageslagets styrke. En sidevirkning af den positive vækst i beskæftigelsen i en situation med langsom økonomisk vækst har imidlertid været en - først og fremmest cyklisk - reduktion af væksten i arbejdsproduktiviteten<sup>2</sup>. Det forhold, at den økonomiske afmatning har haft en begrænset dæmpende virkning på lønningernes udvikling, placerer desuden først og fremmest tilpasningsbyrden på virksomhederne. I kombination med forværringen af arbejdsproduktiviteten er der en risiko for, at rentabiliteten og dermed investeringsudsigterne kan påvirkes negativt af relativt høje stigninger i de reale enhedslønomkostninger. Dette kunne igen true den fremtidige udvikling på arbejdsmarkedet og opsvingets styrke.

---

<sup>2</sup> Arbejdsproduktiviteten forstås her som BNP pr. beskæftiget.

***Nedjusteringen af virksomhedernes vækstudsigter på mellemlang sigt bidrager til fald på aktiemarkederne, der igen påvirker regnskabsresultaterne, kapitalomkostningerne og tilliden på kort sigt.***

Svækkelsen af de interne efterspørgselskomponenter faldt sammen med de største tab på aktiemarkederne siden 1930'erne. Den globale korrektion på aktiemarkederne, der startede i begyndelsen af 2000, tog til i løbet af 2002 på trods af, at bunden var nået i konjunkturforløbet. Udviklingen på de finansielle markeder og øget usikkerhed har givet anledning til bekymring om opsvingets holdbarhed og vækstudsigterne på det korte og mellemlange sigt. Det dramatiske fald i aktiekurserne, der er sket siden 2000, indtrådte efter en voldsom acceleration i en allerede stigende tendens i aktiekurserne i 1990'erne. I en situation med store forventninger, hvor euforien omkring den 'ny økonomi' nåede sit højdepunkt, spekulerede markederne i en spektakulær stigning i virksomhedsprofitterne og trendvæksten og et fald i volatiliteten i produktionsvæksten. Faldende kapitalomkostninger og overdrevne profitforventninger, specielt i sektorerne for den 'ny økonomi', resulterede i overinvestering og misallokering i specielt USA, men med tydelige følgevirkninger i euroområdet. Følgen af, at de optimistiske prognoser på mellemlang sigt blev nedjusteret, og at disse forstyrrelser på udbudssiden gradvis blev åbenbare, blev et fald på aktiemarkederne, som blev alvorligere i euroområdet end i USA. Den interne efterspørgsel blev påvirket direkte af de mindre optimistiske forventninger. Desuden har udviklingen på aktiemarkedet fungeret som en katalysator for yderligere nedjusteringer af vækstudsigterne på kort sigt. Formuer, kapitalomkostninger og tilliden påvirkes negativt, hvilket skaber forudsætninger for, at der opstår en 'ond cirkel'.

***Trods problemer og større usikkerhed er et fortsat moderat opsving sandsynligt på kort sigt. Tillid er en nøgelfaktor.***

Trods usikkerhed og en vis bekymring for udviklingen på det mellemlange og lange sigt er et fortsat moderat opsving i efterspørgslen sandsynligt på det korte sigt. Lagercyklen vender, og de negative virkninger af udviklingen i investeringerne vil sandsynligvis gradvis forsvinde. Så længe der råder usikkerhed og bekymringer om udsigterne på mellemlang sigt for rentabiliteten, og kapitalomkostningerne stiger, er det imidlertid usandsynligt, at der vil indtræde en stærk stigning i investeringerne. Et egentligt opsving vil først og fremmest afhænge af, at forbrugerefterspørgslen igen bliver stærk, og her spiller tilliden en afgørende rolle. En øget usikkerhed om de fremtidige pensionsindkomster kan også have været en faktor, der har bidraget til øget opsparing og en lav vækst i husholdningernes forbrug. Befolkningens aldring og pensionsproblematikken er i stigende grad kommet i fokus i den økonomiske politik, hvilket har medført en øget dækning i medierne, som påvirker husholdningernes opfattelse af deres livsindkomster. Uroen omkring pensionsindkomsterne kan på det seneste have påvirket opsparingen kraftigt, hvortil kommer faldende aktiemarkeder, både direkte og indirekte via pensionsfonde.

***Et holdbart opsving forudsætter en resolut implementering af euroområdets politiske dagsorden.***

I den nuværende økonomiske situation, der er karakteriseret ved en høj grad af usikkerhed, er det vigtigt at iværksætte sunde økonomisk-politiske tiltag, der skaber tillid hos forbrugerne og investorerne. Dette vil styrke den interne efterspørgsel på kort sigt. Derfor skal den makroøkonomiske stabilitet bevares, samtidig med at det er nødvendigt at indhente forsinkelsen med at gennemføre de bebudede økonomiske reformer. Dette vil på sin side øge euroområdets vækstpotentiale og dets evne til at tilpasse sig kortsigtede chok og

strukturændringer i økonomien. Alternativet til en resolut indsats er at leve med en langtrukken langsom og sårbar vækst i et stift økonomisk miljø svarende til situationen i begyndelsen af 1980'erne.

***Pengepolitikken har konsolideret prisstabiliteten, men inflationen er hårdnakket i betragtning af en svag vækst.***

At fastholde prisstabiliteten er et af nøgleelementerne i den makroøkonomiske strategi i euroområdet. Prisstabiliteten er blevet fast forankret og inkorporeret i husholdningernes og investorenes forventninger i euroområdet, hvilket gør, at de pengepolitiske betingelser kan tilpasses den interne aktivitet. Inflationsudviklingen i en situation med langsom vækst har imidlertid været skuffende. Den samlede inflation har ligget tæt på ECB's øvre loft siden foråret 2002, og kerneinflationen er vedblevet med at ligge foruroligende høj på omkring 2,5 %, efter at den gradvis er steget fra under 1 % i 1999. Inflationens vedholdende karakter synes i vid udstrækning at skyldes begrænset konkurrence i tjenestesektorerne. De er generelt karakteriseret af en lav vækst i arbejdsproduktiviteten og - i modne økonomier - en relativ stærk efterspørgsel. Lønomsættelserne i tjenestesektoren kan lettere overvæltes på forbrugerne, når der er en ringe konkurrence, og det giver mulighed for lønstigninger på linje med lønstigningerne i sektorer med store produktivitetstigninger. Disse faktorer, der medfører en strukturelt høj inflation i tjenestesektorerne, udlignes ikke længere af store engangstigninger i arbejdsproduktiviteten og prisfald, som man oplevede med liberaliseringen af netværksindustriene (f.eks. telesektoren) i slutningen af 1990'erne.

***Pengepolitikken forblev tilpasset til den interne efterspørgsel, mens risiciene for prisstabiliteten aftog ...***

Frem til udgangen af november 2002 holdt ECB rentesatserne uændret efter at have lempet pengepolitikken i kølvandet på begivenhederne den 11. september 2001 for at mindske bekymringerne om likviditeten og den lave økonomiske vækst. Den længe ventede appreciering af euroen mindskede inflationspresset noget. Da de økonomiske udsigter efterhånden forværredes og aktiekurserne faldt, forsvandt forventningerne om en forhøjelse af de centrale rentesatser. Som følge heraf blev de pengepolitiske vilkår i anden halvdel af 2002 mere tilpasset til den interne efterspørgsel end forventet i begyndelsen af året. Ved udgangen af 2002 lå de korte renter mere end 100 basispoint lavere end markedsforventningerne i foråret. I mellemtiden er de lange renter faldet med over 50 basispoint.

***... men virksomhedernes finansieringsvilkår er blevet strammere som følge af øget usikkerhed.***

Trods de akkomoderende pengepolitiske vilkår og lave lange realrenter er virksomhedernes finansieringsbetingelser strammet i løbet af året. Som følge af øget usikkerhed om de generelle økonomiske udsigter og branche- eller selskabsspecifikke risici er omkostningen ved at rejse kapital på aktiemarkedet steget betydeligt. Desuden har faldet i benchmark-markedsrenterne ikke givet sig udslag i generelt lavere finansieringsomkostninger for virksomhedssektoren. Det er endvidere sandsynligt, at den voksende uro blandt investorer som følge af afsløringen af regnskabskandaler også har bidraget til at gøre det vanskeligere for virksomhederne at fremskaffe kapital.

***Fire medlemsstater bør få orden i deres offentlige finanser til alles fordel.***

Den vigtigste budgetpolitiske udfordring for euroområdet er at sikre, at fire medlemsstater får orden i deres offentlige finanser så hurtigt som muligt i overensstemmelse med kravene i stabilitets- og vækstpagten. Finanspolitikken i euroområdet er fortsat et nationalt ansvarsområde, men via traktaten og stabilitets- og vækstpagten er regeringerne forpligtet til at overholde en fælles ramme, der både sikrer budgetpolitisk disciplin og budgetpolitisk fleksibilitet. Ifølge disse

regler er landene enige om, at deres budgetunderskud ikke må overstige 3 % af BNP, og at budgetsaldoen skal være tæt på balance eller udvise overskud på mellemlang sigt. Rammen er sund og velegnet til ØMU'ens finanspolitiske decentraliserede struktur. Hvis spillereglerne overholdes - hvilket otte ud af tolv eurolande gør - giver det mulighed for fleksibilitet og for, at de automatiske stabilisatorer kan dæmpe tilbageslag, samtidig med at man kan bevare budgetpolitisk holdbarhed på lang sigt.

***Risiciene for uforholdsmæssigt store underskud skyldes, at det ikke er lykkedes at opnå konsolidering i 'gode år'.***

De aktuelle budgetudfordringer skyldes i det væsentlige, at det ikke er lykkedes for disse fire medlemsstater at gennemføre overgangsfasen til balancerede budgetter eller budgetoverskud i 1999 og 2000, da vækstvilkårene var gunstige. I den nuværende periode med lav vækst er budgetrestriktionen og troværdigheden derfor sat på en hård prøve. To medlemsstater overskrider allerede referenceværdien på 3 % af BNP. Der er en klar mulighed for, at budgetsaldiene forværres i andre medlemsstater, hvis væksten fortsætter med at være dæmpet. I disse medlemsstater skal der straks træffes foranstaltninger.

***Den nødvendige tilpasning kræver ikke nødvendigvis store omkostninger, hvis rammens troværdighed samtidig styrkes.***

Den tilpasning, der kræves, er vanskelig at foretage i specielt mindre gunstige år, men den kan gennemføres og behøver ikke nødvendigvis at blive dyr målt i tabt produktion. En troværdig finanspolitisk justering vil føre til et mere balanceret policy-mix i tilpasningsperioden. Desuden kan en resolut budgetpolitisk konsolidering i kombination med et klart signal om at overholde stabilitets- og vækstpacten få betydelige gunstige virkninger på erhvervslivets og forbrugernes tillid som følge af de positive implikationer, dette kan have for det fremtidige skattetryk og vurderingerne på de finansielle markeder. Dette kan føre til ukonventionelle virkninger i form af finanspolitisk lempelse og bedre vækst. Finanspolitisk konsolidering vil som sådan, hvis den gennemføres rigtigt, ikke medføre høje omkostninger på kort sigt for væksten, men kan tilmed være vækstoffremmende. I ØMU'en kan disse såkaldte ikke-Keynesianske virkninger desuden blive stærkere end tidligere af to grunde. For det første kan kapitalstrømmene reagere kraftigere på forventede fremtidige skatter. For det andet vil traktatens regler om underskud styrke forventningerne om, at en finanspolitisk ekspansion sandsynligvis vil blive fulgt op af en fremtidig - og ikke for fjern - finanspolitisk kontraktion. Det er generelt vanskeligt at påvise virkningerne på tilliden, men hvis man betragter alternativet, nemlig at en manglende konsolidering indebærer et sammenbrud for rammen for EU's samordning af de offentlige finanser, som kan føre til usikkerhed og øgede renteomkostninger, kan den faktiske effekt af en simultan tilpasning af de offentlige finanser i de fire medlemsstater vise sig at blive betydelig positiv for alle medlemsstater i euroområdet. Desuden er de mellem- og langfristede fordele ved en hurtig gennemførelse af budgettilpasningen uden tvivl betydeligt større end alle omkostninger og indtægter på kort sigt, både med hensyn til den makroøkonomiske rammes troværdighed og virkemåde.

***Strengt årlige krav og forbedret overvågning skulle forbedre budget-konsolideringen i fremtiden.***

For at styrke pagten har Kommissionen foreslået en udbygning af overvågningen af de lande, der befinder sig i overgangsfasen til en balanceret stilling på mellemlang sigt, sådan at der kan opnås konsekvente forbedringer i både gode og dårlige økonomiske tider<sup>3</sup>. En effektiv budgetovervågning forudsætter, at der kan fastsættes strenge og gennemførlige tilpasningsforanstaltninger, indtil der nås en budgetstilling, der er tæt på balance eller udviser overskud. Referenceværdien på 3 % af BNP for offentlige underskud er og forbliver en bindende restriktion. Enhver overtrædelse af denne grænse, eller risiko herfor, skal behandles beslutsomt i fuld overensstemmelse med traktatens krav og forordningerne om pagten. Desuden burde den foreskrevne takt for de strukturelle årlige forbedringer med mindst 0,5 % af BNP bringe det konjunkturkorrigerede underskud ned på det mellemfristede mål inden for en overskuelig fremtid. Endvidere bør lande med en offentlig gæld, der ligger over referenceværdien på 60 % af BNP, udarbejde en detaljeret strategi for at reducere gælds niveauet i en tilfredsstillende hastighed. Finanspolitiske mål bør fastsættes med forsigtighed, særlig med hensyn til antagelserne om vækst og potentiel vækst. De opdaterede stabilitetsprogrammer bør klart fastsætte de foranstaltninger, der træffes for at opnå en strukturel tilpasning på mindst 0,5 % af BNP. Man bør være opmærksom på, at engangsforanstaltninger kun udskyder den strukturelle tilpasning og ikke hjælper på lang sigt. For at sikre en passende overvågning og økonomisk-politisk samordning er der derudover behov for at forbedre statistikkerne over de offentlige finanser, for så vidt angår deres kvalitet og hvor hurtigt de skal foreligge.

***På mellemlang sigt afhænger væksten af effektive markeder, der kan sikre en fleksibel og gnidningsfri tilpasning af ressource-allokeringen.***

På det mellemlange sigt afhænger mulighederne for en holdbar høj vækstrate af en effektiv anvendelse af produktionsfaktorerne. Fleksibilitet og tilpasning til ændrede vilkår mellem og inden for sektorerne vil bidrage til, at vækstpotentialet i euroområdet kan udnyttes fuldt ud. En smidig og effektiv økonomisk tilpasning er særlig vigtig på baggrund af, at befolkningerne ældes. Der kræves effektive produkt-, arbejds- og finansmarkeder i kombination med finansielt og socialt holdbare pensions- og sundhedssystemer og sunde offentlige finanser i euroområdet, hvis vi skal kunne håndtere den forestående demografiske overgang til en ældre befolkning.

---

<sup>3</sup> Den 27. november vedtog Kommissionen to meddelelser om "Bedre samordning af finanspolitikken" og "Om behovet og mulighederne for at forbedre kvaliteten af budgetstatistikkerne".

### 3. STRUKTURREFORMER PÅ ARBEJDS- OG PRODUKT-MARKEDERNE OG MAKROØKONOMISKE RESULTATER I EU

*Vækstafmatningen understreger behovet for strukturreformer for at forbedre væksten på mellemlang og lang sigt ...*

At skabe en økonomisk ramme, der både er tilstrækkelig fleksibel til at absorbere chok hurtigt og tilstrækkelig robust til at klare en negativ økonomisk udvikling og hindre, at der opbygges ubalancer, kræver, at tempoet i de økonomiske reformer sættes op. Troværdige, afbalancerede og kraftfulde foranstaltninger vil understøtte tilliden, øge robustheden og gøre tilpasningen mindre mærkbar. Både på kort og lang sigt vil den gennemsnitlige forskel mellem økonomiens faktiske output og potentielle output blive reduceret. Desuden kan mikroøkonomiske strukturforanstaltninger give et væsentligt bidrag til at opnå en hurtigere holdbar vækst med højere beskæftigelsesniveauer. Strukturreformer kan forbedre markedernes virkemåde og derigennem fjerne hindringerne for en fuld og effektiv ressourceanvendelse og muliggøre en større dynamisk effektivitet, der gør det lettere at opnå de almindeligt accepterede økonomiske og sociale mål.

*... ved at skabe vækst i beskæftigelse og investeringer og øge effektiviteten.*

Reformer på såvel arbejds- som produktmarkederne har væsentlige virkninger på produktivitet og beskæftigelse. Arbejdsmarkedsreformer giver for det første stærkere incitamenter til at deltage på arbejdsmarkedet. De sigter på at nedbryde insider-outsider-barrierer og reducere strukturarbejdsløsheden og øge produktiviteten gennem udvikling af kvalifikationer og forbedring af arbejdsvilkårene. For det andet giver bedre fungerende arbejdsmarkeder mulighed for en mere effektiv allokering af arbejdskraften og dermed for yderligere at øge væksten i produktiviteten og realindkomsterne. Det samme gælder for reformer på produktmarkederne. De øger konkurrencen og reducerer monopolprofitter i tidligere beskyttede sektorer, hvilket fører til større effektivitet og vækst i produktiviteten. Der er stigende tegn på, at mere konkurrence øger den teknologiske og organisatoriske innovation og medfører et større udbud og bedre kvalitet af varer og tjenester. Reforme på produktmarkederne påvirker også arbejdsmarkedets funktionsmåde. Ligevægtsarbejdsløsheden sænkes, og beskæftigelsen øges ved at reducere producenteres eller arbejdstageres overnormale indtjening, når der træffes foranstaltninger til at fjerne imperfektioner på markedet. Når priser og lønninger bliver mere følsomme over for markedsbetingelserne, tilpasses de desuden hurtigere end tidligere til ændrede økonomiske vilkår. Som følge heraf reduceres de kumulative tab i produktion og beskæftigelse, der skyldes en langsom tilpasning.

*Spill-over-effekter til andre lande og sektorer kræver en bred reformstrategi.*

Interaktionerne mellem de forskellige strukturreformer taler for en bred reformstrategi, sådan at synergierne fra en samlet approach kan udnyttes med henblik på at forbedre produkt-, kapital- og arbejdsmarkedernes virkemåde. En sund makroøkonomisk politik vil være det bedste grundlag for, at man så hurtigt som muligt kan få de fulde fordele af de strukturpolitiske reformer. En stabilitetsorienteret finans- og pengepolitik medvirker direkte til at mindske arbejdsløsheden, først og fremmest derved at risikopræmierne på renten reduceres, hvilket fører til øgede investeringer. Succesfulde strukturreformer påvirker det potentielle output og hæver grænserne for vækst, hvilket gør det muligt at øge den samlede efterspørgsel uden at skabe inflationspres. Implementeringen af strukturreformerne bør

derfor ske samordnet. Da det enkelte land ikke kan forvente en lempelse af pengepolitikken som reaktion på de strukturforbedringer, det gennemfører, vil reformtilskyndelsen antagelig være mindre i det enkelte land isoleret set. En bred strategi kan mindske de initiale, og måske negative, virkninger af reformer. De opstår, når de økonomiske agenter tilpasser sig til den reduktion og den omfordeling af overnormale indtjening, som reformen sigter på, og som vil være til gavn for økonomien på mellemlang sigt.

***Reformer har allerede øget både beskæftigelsen og væksten i produktionen ...***

Reformindsatsen i sidste halvdel af 1990'erne har med succes stimuleret beskæftigelsen og styrket økonomien i EU. Reformerne omfattede nedsættelser af indkomstskatterne for bestemte grupper, finansiel støtte til fordel for personer med dårligt betalt arbejde og modernisering af arbejdstilrettelæggelsen, herunder fremme af deltidsarbejde og mere fleksible bestemmelser i ansættelseskontrakter. Der er næppe tvivl om, at de har givet væsentlige resultater i form af en trendstigning i deltagelsen i arbejdsstyrken og i beskæftigelsesfrekvenser og en reduktion af niveauet for den strukturelle arbejdsløshed. Det er vanskeligt præcist at beregne, hvilken virkning de forskellige reformer har haft, men makroøkonomiske simuleringer tyder på, at reformer på arbejds- og produktmarkederne i kombination med den observerede lønmoderation i perioden 1996-2001 kan have øget niveauet for den potentielle produktion med 3,4 % i forhold til en situation med en politik uden reformer. Dette kan også udtrykkes som en acceleration af den årlige produktionsvækst på lidt mindre end ½ procentpoint over en periode på 7-8 år. Uden reformer og en moderat lønudvikling ville den gennemsnitlige vækst i EU have været på omkring 2,2 % i stedet for 2,6 % i perioden 1996-2001. Det ville have betydet 5-6 millioner færre job i EU, og arbejdsløsheden ville have været 2 millioner højere.

***... men der kræves en kraftfuld indsats nu, da effekterne af tidligere reformer toner ud over tiden.***

Reformernes stimulerende virkning på væksten skal imidlertid fastholdes. Hvis reformindsatsen ikke fortsættes med fuld styrke i EU, vil væksten på mellemlang sigt sandsynligvis ikke ligge meget over 2 %. For at opnå en højere årlig vækstrate over en lang periode skal fremdriften i og bredden af strukturreformerne øges på linje med Lissabon-dagsordenen. På baggrund af den voksende forsinkelse i reformarbejdet er der behov for en resolut implementering af de bebudede strukturreformer. Den nuværende svage økonomiske aktivitet må ikke tages som en undskyldning for at udsætte gennemførelsen af den omfattende dagsorden for strukturreformer, som blev vedtaget i Lissabon og bekræftet i Stockholm.

#### **4. INTEGRATION AF OBLIGATIONSMARKEDERNE I EU**

***Integrationen af de finansielle markeder forbedrer de økonomiske resultater derved, at opsparingen bedre kanaliseres over i investeringer.***

Velfungerende finansielle markeder er afgørende for, at opsparingen effektivt kan kanaliseres over i investeringer. Den finansielle integration styrker udviklingen af det finansielle system i EU. Dette vil igen resultere i bedre økonomiske resultater. En stor del af fordelene ved integration af de finansielle markeder hænger sammen med stordriftsfordele. Når markedernes bredde og dybde øges, øges også effektiviteten, fordi transaktionsomkostningerne reduceres og mulighederne for risikospredning bliver større, hvilket forbedrer allokeringen af opsparingen på investeringsmuligheder, både inden for landene og på tværs af landegrænserne. Desuden får den skærpede konkurrence, der skabes ved integration af markederne, lignende

virksomheder, da den medfører en formindskelse af de finansielle formidlers kvasi-renter. Fordelene ved en forbedret ressourceallokering giver sig udslag i lavere kapitalomkostninger for låntagerne og højere afkast for investorerne.

***Markedet for offentlige obligationer i euroområdet er stærkt integreret, men det private obligationsmarked kræver mere tid.***

Der er tegn på, at markedet for statsobligationer er stærkt integreret i euroområdet. Elimineringen af valutakursrisici har ført til en stærkt nedadgående og konvergerende udvikling i obligationsafkastet i medlemsstaterne i euroområdet. Siden 1999 har der dog fortsat været tale om yield spreads på mellem 10 og 50 basispoint - hovedsagelig i forhold til Tyskland. Disse resterende spreads mellem de forskellige medlemsstaters statsobligationer skyldes først og fremmest institutionelle forhold og størelsesfaktorer. En del af spread'ene forklares af den benchmark-rolle, som de tyske lange statsobligationer har spillet. En anden grund til de vedvarende spreads hænger sammen med forskellene i likviditet. Medlemsstater, der tegner sig for relativt begrænsede emissioner, må betale en likviditetspræmie. Kreditkvalitetspræmier spiller en begrænset rolle, da kreditvurderingerne har nået et meget højt niveau i landene i euroområdet og stort set har været stabile siden euroens indførelse. Integrationstendensen på det private euroobligationsmarked er også styrket, om end i et langsommere tempo. Udviklingen i retning af øget integration på markedet for euro-denominerede obligationer vil sandsynligvis gå hurtigere i fremtiden, *blandt andet* støttet af det øgede samarbejde mellem tilsynsmyndighederne og de regeludstedende myndigheder, EU's handlingsplan for finansielle tjenester og en stærk tendens i den private sektor mod konsoliderede markedsinfrastrukturer.

***Det historisk underudviklede virksomhedsobligationsmarked er begyndt at vokse.***

Europas historisk underudviklede sektor for virksomhedsobligationer havde en lovende udvikling i 2001. Vanskelige markedsvilkår og investorerne's øgede risikoaversion overskyggede denne positive start i 2002. Væksten på markedet for virksomhedsobligationer forventes ikke desto mindre at tage til, så snart klimaet på det finansielle marked forbedres. En effektiv langsigtet gældsstyring er af afgørende betydning for de europæiske virksomheder. De traditionelle finansielle obligationsemissioner understøtter fortsat bankernes refinansiering, men produktinnovationen, f.eks. værdipapirer med sikkerhed i aktiver, har potentiale til at ekspandere yderligere, hvilket stimuleres af et konkurrencepræget miljø. Direkte emissioner af virksomhedsobligationer fungerer i stigende grad som erstatning for banklån. Dette reducerer afhængigheden af bankernes formidlingsfunktion i kanaliseringen af opsparing til investering og giver mulighed for yderligere effektivitetsgevinster.

## 5. FØLGERNE AF DEN ALDRENDE BEFOLKNING FOR ØKONOMIEN OG DE FINANSIELLE MARKEDER

***Befolkningens aldring vil påvirke væksten og levestandarden i EU dramatisk.***

De demografiske faktorer er afgørende for landenes økonomiske udsigter på mellemlang og lang sigt. I de næste 50 år vil EU opleve dramatiske ændringer i befolkningsstrukturen. De store efterkrigsårganges aldring ('baby boom'-generationen), lav fertilitet og stigende middellevetid vil reducere arbejdsstyrken og øge antallet af pensionister. Den samlede økonomiske virkning af disse ændringer i perioden 2000-2050 kan blive, at EU's potentielle vækst vil falde fra den nuværende underliggende rate på 2-2½ % til omkring 1¼ % i et scenario uden politikændringer. Dette indebærer en reduktion af BNP-væksten per capita i EU på gennemsnitlig omkring 0,4 % pr. år. Lignende prognoser gælder for Japan. For USA ser billedet langt mere optimistisk ud, specielt for den potentielle vækstrate som følge af bedre udsigter for arbejdsstyrken og investeringer. Sådanne vedholdende forskelle i de potentielle vækstrater mellem EU og USA kan føre til store ændringer i deres relative økonomiske betydning i verden. I et scenario uden politikændringer forventes EU's nuværende andel på 18 % af verdensproduktion at falde til 10 % i 2050. USA's andel vil fortsætte med at stige fra 23 % i 2000 til 26 % i 2050.

***En stor samlet pensionsopsparing vil påvirke de interne markeder og de globale finansielle strømme.***

En stigende samlet pensionsopsparing i den udviklede verden vil intensivere bestræbelserne på at opnå høje afkast og geografisk diversifikation. Disse globale kapitalstrømme vil resultere i betydelige ændringer i landenes betalingsbalancer og nettobeholdninger af udenlandske aktiver. De vil medføre tilpasninger i de reale valutakurser og skabe et verdensomspændende fald i kapitalafkastet på omkring ¾ procentpoint i de næste 50 år. For at undgå spekulationsbobler og overinvesteringer på aktiemarkederne skal de finansielle markeder i EU og i verden kanalisere opsparingen effektivt til produktive investeringer i den udviklede verden og i udviklingslandene. I denne sammenhæng har EU en stor interesse i at tilskynde til betydelige institutionelle reformer i udviklingslandene, hvor aldringen vil blive et problem, der opstår senere end i EU. Dette skulle i fremtiden åbne en yderligere kanal for en effektiv allokering af overskudsopsparingen via overskud på de løbende poster over for udviklingslandene. I øjeblikket domineres de globale kapitalstrømme af tovejskapitalstrømme blandt udviklede økonomier med samme demografiske udsigter. Denne situation vil sandsynligvis fortsætte i fremtiden, med mindre udviklingslandene integreres mere effektivt i det globale finansielle system.

***De offentlige finansers holdbarhed skal bevares, samtidig med at væksten i beskæftigelse og produktivitet fremmes.***

For at lette ældrebyrden skal EU-landene gennemføre en række makro- og strukturpolitiske foranstaltninger. For så vidt angår finanspolitikken, har EU allerede en hensigtsmæssig ramme, nemlig stabilitets- og vækstpakten. På trods af det betydelige udgiftspres, der hænger sammen med befolkningens aldring, er det af afgørende betydning, at de offentlige budgetter er i balance over konjunkturforløbet for at undgå, at der senere opstår uholdbare underskud og gældspositioner. Arbejdsmarkederne i EU spiller en væsentlig rolle for at gøre det muligt for økonomierne i EU at klare den demografiske udvikling. Det vil være ønskeligt at gennemføre reformer med henblik på at øge

erhvervsfrekvensen, reducere strukturarbejdsløsheden og indføre en gradvis forhøjelse på ca. 5 år af den effektive pensionsalder i EU, der ligger under 60 år i øjeblikket, jf. opfordringen fra Det Europæiske Råd i Barcelona<sup>4</sup>. Endelig skal EU også fortsætte med at fremme en højere vækst i faktorproduktiviteten gennem strukturelle reformer, der både sigter på at øge effektiviteten i allokeringen og på at øge fleksibiliteten på vare-, tjeneste- og kapitalmarkederne, samtidig med at der sikres åbne og konkurrenceprægede handelsvilkår på globalt plan.

*En delvis overgang til et opsparingsbaseret pensionssystem skal ledsages af væksthæmmende og væsentlige reformer og skal overvåges med hensyn til mulige fordelingsvirkninger.*

Samtidig med at en delvis overgang til opsparingsbaserede modeller skulle bidrage til pensionssystemernes holdbarhed, skal det sikres, at de socialpolitiske mål for pensionsbetingelserne fortsat nås. En delvis overgang til et opsparingsbaseret pensionssystem vil øge opsparingen og føre til en betydelig opbygning af finansielle aktiver i offentlige og private pensionsfonde i EU. Hvis der ikke gennemføres væksthæmmende reformer i EU, vil denne stigning i pensionsfondenes formue i EU i vid udstrækning resultere i yderligere investeringer, der vil blive gennemført uden for EU. Derfor vil en delvis overgang til et opsparingsbaseret system, hvis det gennemføres isoleret og ikke indgår i en bredere væksthæmmende reformpakke, ikke bidrage særlig meget til at øge EU's produktionskapacitet. Dette understreger behovet for at øge effekterne af en overgang til et opsparingsbaseret system gennem en forbedring af de indenlandske vækst- og investeringsmuligheder ved hjælp af grundlæggende reformer af arbejdsmarkeds-, produkt- og kapitalmarkederne. Illustrative modelsimulationer viser, at en betydelig højere andel af de yderligere aktiver i pensionsfondene vil blive investeret i EU på grund af det forbedrede indenlandske vækstmiljø, hvis der først indføres en reformpakke, der sigter på at øge erhvervsfrekvenserne og forlænge arbejdstagernes erhvervsaktive periode.

## 6. DEN REALE OG NOMINELLE KONVERGENS I TILTRÆDELSESLANDENE: UDVALGTE EMNER

*EU-15 vil blive EU-25. Den økonomiske konvergensproces er vigtig.*

Efter anbefaling fra Europa-Kommissionen gav Det Europæiske Råd i Bruxelles grønt lys for at afslutte forhandlingerne om EU's udvidelse og for optagelse af ti nye medlemsstater i midten af 2004. De fleste af de nye medlemsstater har i over ti år været i en transformationsproces fra centralt dirigerede regimer til markedsøkonomier. Den initiale fase af transformationen har været dyr målt i tabt produktion og indkomst. I løbet af 1990'erne blev der igen opnået positive vækstrater i alle kommende medlemsstater. I alle overgangslande har den makroøkonomiske stabilisering bidraget stærkt til at vende økonomien. Alt i alt har alle de tiltrædende lande gjort store fremskridt med hensyn til nominal konvergens. Specielt er alle landes inflationstakter nedbragt til etcifrede niveauer fra to- (eller endog tre-) cifrede niveauer i begyndelsen af 1990'erne. Den reale konvergensproces med hensyn til BNP per capita er dog sket i et meget langsommere tempo.

---

<sup>4</sup> Formandskabets konklusioner, Det Europæiske Råd i Barcelona, den 15.-16. marts 2002, punkt 32.

***Fuld konvergens vil tage sin tid.***

Konvergensprocessen vil tage tid, da den gennemsnitlige per capita-indkomst i de nye medlemsstater var 40 % af EU-gennemsnittet i 2001. I en række lande er indkomstniveauerne først begyndt at overstige de niveauer, der var nået før det dramatiske fald i kølvandet på det indledende overgangschok. Hvis man ekstrapolerer de nuværende outputvækstrater, viser det sig, at man skal regne i årtier snarere end i år, før disse lande når op til det gennemsnitlige indkomstniveau i EU. Der kan ventes en acceleration i den reale konvergensproces efter EU-medlemskabet. Kapitalstrømmene til disse lande vil stige betydeligt, hvis der skabes betingelser for forventninger om et højt realafkast på investeringer. Dette kunne føre til en fortsat hurtig modernisering og opgradering af produktionsfaciliteterne og infrastrukturen. For at de tiltrædende lande kan få fuldt udbytte af EU-medlemskabet, bør man fastlægge de betingelser, også betingelserne på EU-plan, som giver disse lande de bedste muligheder for at håndtere den reale konvergensproces. Siden deres ansøgning om medlemskab er en stor del af de reformer, der kræves, blevet gennemført i forbindelse med vedtagelsen af EU-retten vedrørende det indre marked.

***Forskellene mellem landene er store og påvirker tempoet i den reale konvergens og tilpasningens karakter.***

Tiltrædelseslandenes økonomier befinder sig i helt forskellige situationer i den reale konvergensproces. Dette gælder helt klart for den samlede produktion og for arbejdsproduktivitetsniveauerne. At landene befinder sig på forskellige stadier i konvergensprocessen, fremgår endnu tydeligere, når man ser på de strukturelle forandringer, de har gennemgået, og mønstret for deres integration i EU's økonomi, specielt med hensyn til deres handelsstruktur i Europa. Disse forskelligheder vil uden tvivl påvirke landenes evne til at klare de yderligere tilpasninger, der kræves under tilpasningsprocessen, og den tid, indhentningsprocessen vil tage. For de teknologisk mest avancerede industrier sker indhentningen relativt hurtigt, idet de integreres dynamisk i den europæiske arbejdsdeling. Andre har hidtil været 'låst fast' i relativt traditionelle former for handel og industriel specialisering, hvilket gør det vanskeligt at forbedre deres position.

***Udviklingen i valutakursregimerne under overgangen er et vigtigt spørgsmål.***

Som følge af udvidelsesstrategien deler tiltrædelseslandene, på trods af deres forskelligheder, målet om på sigt at indføre euroen. På grund af euroens succes med at skabe valutakursstabilitet, prisstabilitet og lave renter har de fleste af de nye medlemsstater ambitioner om så hurtigt som muligt at tilslutte sig euroområdet. At indføre euroen inden de mikro- og makroøkonomiske vilkår er helt tilpasset til Den Monetære Unions krav, medfører betydelige risici for gennemførelsen af overgangsprocessen til medlemskab i euroområdet, for den makroøkonomiske udvikling derefter og for indhentnings- og konvergensprocessen i almindelighed. I perioden frem til medlemskab af euroområdet er udviklingen i valutakursregimerne et afgørende spørgsmål. I øjeblikket eksisterer der et bredt spektrum af valutakursregimer med, på den ene side, fast etablerede valutakursarrangementer i form af currency boards (Estland, Litauen, Bulgarien) og, på den anden side, relativt frit flydende vekselkurser (Den Tjekkiske Republik, Polen og Ungarn) og en række lande, der har valgt en grad af valutakursfleksibilitet mellem disse to yderpunkter. Forskellene i valutakursregimer afspejler delvis de forskelligartede tilgange, som disse lande har valgt til at tackle overgangen, men også de

underliggende forskelle i deres reale økonomier.

***Vedholdende  
inflationsforskelle  
taler for valutakurs-  
fleksibilitet ...***

Vedholdende forskelle i inflationstakt kan medføre en risiko for fastkursordninger. Generelt ligger inflationstakten i tiltrædelseslandene fortsat højere end i hovedparten af EU-landene. Forskellene i inflation mellem tiltrædelseslandene og EU-landene kan repræsentere et ligevægtsfænomen, der er forbundet med de lavere prisniveauer i tiltrædelseslandene og selve indhentningsprocessen. Nærmere bestemt har lande med hurtigere vækst tendens til at registrere højere inflationstal (via den såkaldte Balassa-Samuelson-effekt), uden at landets omkostningskonkurrenceevne forværres. Skønnene over størrelsen af denne effekt varierer meget for tiltrædelseslandene, da det er vanskeligt at isolere denne effekt fra inflationsvirkningerne som følge af overgangen fra en planøkonomi med central prisfastsættelse til en markedsøkonomi. Den har imidlertid ubestrideligt en virkning på inflationstakten under indhentningsprocessen. Tilstedeværelsen af stærke Balassa-Samuelson-effekter skulle tale for at opretholde en vis fleksibilitet i valutakurserne i perioden efter tiltrædelse. I sådan en situation kan en nominel appreciering af valutakursen og en realrente på linje med landets behov begrænse risikoen for en overophedning af den indenlandske økonomi, som kunne medføre en alvorlig trussel for den reale indhentningsproces.

***... mens indførelsen  
af euroen eliminerer  
transaktions-  
omkostninger og  
valutakursrisici og  
fremmer  
konvergens.***

En vigtig fordel ved en hurtig indførelse af euroen ville være, at de transaktionsomkostninger, der er forbundet med at have en separat valuta, bortfalder, og at rentesatserne vil falde som følge af, at valutakursrisikoen ikke længere eksisterer. Dette ville tiltrække hårdt tiltrængte yderligere investeringer, som vil fremme processen mod realkonvergens. Det hævdes undertiden, at omkostningerne ved at holde valutakursen fast kan være relativt lave for små og åbne økonomier, hvor pengepolitikken ifølge sagens natur er en vanskelig opgave.

***Valutakurspolitikken  
bør udformes fra land  
til land.***

Faktorer, der taler for eller imod en hurtig deltagelse, bør vurderes omhyggeligt fra land til land. Udviklingen vil afhænge af landets position i overgangsprocessen, dets størrelse og de fremskridt, det har gjort med reformer på produkt-, arbejds- og kapitalmarkederne, og dets budgetpolitiske udfordringer. At indføre euroen er ikke et mål i sig selv. Slutmålet er en fuldstændig og succesfuld økonomisk integration. Under alle omstændigheder vil de relevante traktatbestemmelser finde anvendelse.