



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

18. december 2003

## STYRELSESRÅDET FOR DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS HOLDNING TIL SPØRGSMÅL I RELATION TIL TILTRÆDELSESLANDENES VALUTAKURSPOLITIK

### I. GENERELLE PRINCIPPER

Ved tiltrædelse af Den Europæiske Union forpligter nye medlemsstater sig til at behandle valutakurspolitikken som et spørgsmål af fælles interesse og til – som det primære mål med pengepolitikken – at fastholde prisstabilitet. De økonomiske politikker omfattes endvidere af en række multilaterale overvågningsprocedurer inden for EU's politiske rammer. Når der ses bort fra disse forpligtelser, der er fastlagt i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab (traktaten), er valget af strategi for penge- og valutakurspolitikken efter EU-tiltrædelsen dog først og fremmest den pågældende medlemsstats ansvar og ansvarsområde.

De 10 nye medlemsstater indtræder alle i Den Europæiske Union som medlemsstater med dispensation. Det betyder, at de, selv om de ikke indfører euroen endnu, er forpligtede til at arbejde for at indføre euroen, når de opfylder traktatens konvergenskriterier. I henhold til traktaten skal nye medlemsstater a) på et tidspunkt efter deres tiltrædelse af Den Europæiske Union indtræde i den europæiske valutakursmekanisme, ERM2, og b) indføre euroen, når de vurderes at have opfyldt konvergenskriterierne i Maastricht-traktaten.

Ensidig indførelse af den fælles valuta gennem såkaldt "euroisering", der sker uden for traktatens rammer, ville være i modstrid med den underliggende økonomiske tankegang i ØMU-bestemmelserne, hvoraf det fremgår, at euroindførelsen er afslutningen på en struktureret konvergensproces. En ensidig "euroisering" kan derfor ikke anvendes til at omgå de faser, som er fastlagt i traktaten for indførelse af euroen.<sup>1</sup>

Da tiltrædelseslandene er meget forskellige med hensyn til økonomisk struktur, valutakursordning, pengepolitisk system og allerede opnået nominel og real konvergens, findes der ikke kun én vej frem mod ERM2, som kan anbefales alle. Det skal bemærkes, at der heller ikke kun fandtes én vej for de nuværende medlemmer af euroområdet. Landenes forskellige forhold og strategier vil derfor blive bedømt individuelt gennem hele det forløb, der skal føre frem til indførelse af euroen. Styrelsesrådet for ECB kan i denne

---

<sup>1</sup> Rapport fra Rådet (ØKOFIN) til Det Europæiske Råd i Nice om valutaaspekterne af udvidelsen, Bruxelles, 8. november 2000, Rådet for Den Europæiske Union, pressemeddelelse nr. 13055/00.

sammenhæng give specifikke anbefalinger til de enkelte lande. Som det har været tilfældet hidtil, gælder princippet om ligebehandling fortsat gennem hele den monetære integrationsproces.

## **II. ERM2**

ERM2 blev oprettet i henhold til Det Europæiske Råds resolution af 16. juni 1997 (resolutionen)<sup>2</sup> for at forbinde valutaer i de EU-medlemsstater, der er uden for euroområdet, med euroen. ERM2 afløste Det Europæiske Monetære System, der var blevet indført i 1979. Inden for rammerne af ERM2 er valutakursstabiliteten for alle deltagende valutaer udtrykkeligt underordnet det primære mål om prisstabilitet.

ERM2 har to opgaver i henhold til resolutionen. Den ene er at virke som valutakursordning mellem valutaerne i de medlemsstater, der deltager i valutakursmekanismen, og euroen. Den anden er at spille en rolle i forbindelse med konvergenskriterierne for at indføre euroen. Den første af de to opgaver bygger på to centrale bestemmelser i resolutionen. Det fremgår af den første af disse bestemmelser, at det er "en forudsætning for vedvarende valutakursstabilitet, at der til stadighed er konvergens med hensyn til de grundlæggende økonomiske forhold", mens det i den anden understreges, at "valutakursmekanismen vil bidrage til at sikre, at medlemsstater uden for euroområdet, der deltager i mekanismen, lægger deres politik an på stabilitet, vil skabe konvergens og vil dermed styrke deres bestræbelser på at indføre euroen".<sup>3</sup> Bestemmelserne illustrerer, hvordan valutakursmekanismen er udformet til at behandle komplekse sammenhænge mellem de grundlæggende økonomiske faktorer og valutakursstabilitet. ERM2's anden opgave fremgår af traktatens artikel 121 og den protokol, der er knyttet til traktaten, om konvergenskriterierne. ERM2 tjener således som en testfase for både centralkursen og konvergensens varige karakter generelt.

### **Hovedelementer**

ERM2 er en multilateral ordning med faste, men justerbare kurser, dvs. med en centralkurs og et standardudsvingsbånd på +/- 15 pct. De deltagende medlemsstaters økonomiske politik skal føres med henblik på at fastholde centralkursen, hvorved valutakursulige vægte kan undgås. Interventioner på udsvingsgrænserne vil i princippet være automatiske og ubegrænsede, medmindre de er i modstrid med den primære målsætning om opretholdelse af prisstabilitet i euroområdet. Meget kortfristet finansiering kan stilles til rådighed for at understøtte sådanne interventioner.

ERM2 bygger på en multilateral aftale mellem den pågældende medlemsstat, landene i euroområdet, ECB og andre medlemsstater, der deltager i valutakursmekanismen. Beslutninger om centralkurser og eventuelt

---

<sup>2</sup> Det Europæiske Råds resolution om indførelse af en valutakursmekanisme i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, Amsterdam, den 16. juni 1997 (EFT C 236, 2. august 1997, s. 5-6). Som det fremgår af resolutionen, blev de operationelle procedurer for ERM2 fastlagt i aftalen af 1. september 1998 mellem Den Europæiske Centralbank og de nationale centralbanker i medlemsstaterne uden for euroområdet om fastlæggelse af de operationelle procedurer for en valutamekanisme i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (EFT C 345, 13. november 1998, s. 6-12).

<sup>3</sup> Henholdsvis stk. 1.1 og 1.3 i resolutionen.

snævrere udsvingsbånd træffes ved fælles overenskomst mellem de deltagende medlemmer, herunder ECB. Alle deltagende medlemmer i valutakursmekanismen, herunder ECB, har ret til at indlede en fortrolig procedure med henblik på eventuel ændring af centralkurserne. De nuværende medlemsstaters tidligere erfaringer har vist, at sådanne kursjusteringer kan blive nødvendige, hvis fx ligevægtskurserne med tiden udvikler sig.

ERM2 er forenelig med en række af de valutakursordninger, der for tiden anvendes i tiltrædelseslandene. De ordninger, der er uforenelige med ERM2, er fx fri flydning (eller styret flydning uden en gensidigt aftalt centralkurs), crawling pegs og fastkursarrangementer over for andre valutaer end euroen.<sup>4</sup> ECB betragter ikke currency boards som en erstatning for deltagelse i ERM2. Lande med et currency board skal således deltage i ERM2 i mindst to år inden den konvergensvurdering, der foretages, før et land endeligt kan indføre euroen. Lande med et eurobaseret currency board, der skønnes at være holdbart, behøver måske ikke at skifte valutakursordning to gange, dvs. lade valutaen flyde inden for ERM2 for derefter igen at knytte den til euroen på et senere tidspunkt. Disse lande kan deltage i ERM2 med et currency board som en ensidig forpligtelse, hvorved disciplinen i ERM2 forbedres. ECB har imidlertid understreget, at sådanne ordninger vil blive vurderet individuelt, og at centralkursen over for euroen skal fastsættes ved fælles overenskomst.

I henhold til resolutionen kan der efter anmodning fra en medlemsstat uden for euroområdet fastlægges formelt aftalte udsvingsbånd, der er snævrere end standardudsvingsbåndet. Sådanne beslutninger træffes fra sag til sag, og vil, som det også tidligere var tilfældet, blive anset for exceptionelle, idet standardudsvingsbåndet er hensigtsmæssigt for medlemsstater i begyndelsen af konvergensprocessen. Multilaterale aftaler om snævre bånd kan kun komme på tale i en meget fremskreden fase af konvergensprocessen, som det er tilfældet for Danmark.<sup>5</sup>

### **Indtræden i valutakursmekanismen**

Det er frivilligt for medlemsstater uden for euroområdet at deltage i ERM2. Da medlemskab af ERM2 imidlertid er en forudsætning for indførelse af euroen, forventes nye medlemsstater før eller senere at indtræde i valutakursmekanismen. Deltagelsen i ERM2 kan begynde når som helst efter tiltrædelse af EU. Selv om proceduren vedrørende indtræden i ERM2 ikke afhænger af en fast tidsplan og kan indledes når som helst af en medlemsstat, der ønsker at indtræde i valutakursmekanismen, skal hovedelementerne, herunder især centralkursen og udsvingsbåndets bredde, dog aftales med alle involverede parter i ERM2.

Deltagelsen i ERM2 er ikke underlagt en række forud fastlagte kriterier, og der er ingen forudsætninger, der skal opfyldes for at indtræde i valutakursmekanismen. For at sikre en gnidningsløs deltagelse er det imidlertid nødvendigt, at der foretages en omfattende økonomisk-politisk tilpasning – fx hvad angår

---

<sup>4</sup> Rapport fra Rådet (ØKOFIN) til Det Europæiske Råd i Nice om valutaaspekterne af udvidelsen, Bruxelles, 8. november 2000, Rådet for Den Europæiske Union, pressemeddelelse nr. 13055/00.

<sup>5</sup> Danmark deltager i ERM2 med multilateralt aftalte udsvingsbånd på +/- 2,25 pct.

prisliberalisering og finanspolitik – inden deltagelse i ERM2, og at den finanspolitiske konsolideringsproces er troværdig. Det samme princip gælder i øvrigt for ERM2 som for alle andre valutakurssystemer, nemlig at deltagelse i et sådant system kun er en del af den samlede økonomisk-politiske ramme og derfor ikke bør betragtes isoleret. Den skal være i overensstemmelse med andre dele af de overordnede rammer for den økonomiske politik, og især med penge-, finans- og strukturpolitikken.

Den valgte centralkurs skal afspejle den bedst mulige vurdering af ligevægtskursen på indtrædelsestidspunktet i ERM2. Vurderingen skal baseres på en lang række økonomiske indikatorer og udviklingstendenser, samtidig med at der også tages højde for markedsrenten. Ingen af aftalens parter kan på forhånd bestemme resultatet af en sådan vurdering.

Beslutninger vedrørende centralkursen skal træffes ved fælles overenskomst mellem de forskellige deltagere i ERM2. Derfor er ensidige bekendtgørelser af de tilsigtede centralkurser ikke i overensstemmelse med ordningens multilaterale karakter og bør undgås. Sådanne bekendtgørelser vil dog under ingen omstændigheder påvirke det endelige valg af centralkurs.

Centralkursjusteringer bør ske rettidigt. ERM2-resolutionen fastsætter i den forbindelse, at alle parter har ret til at indlede en procedure med henblik på ændring af centralkurserne. En sådan justering af centralkurserne kan fx blive nødvendig, hvis ligevægtskurserne med tiden udvikler sig, som erfaringen har vist for de nuværende medlemsstater. En sådan udvikling er dog sandsynligvis mere relevant i sammenhæng med real konvergens, i tilfælde af betydelige ændringer i konkurrenceevnen over for udlandet eller inkonsekvens i de makroøkonomiske politikker.

### **Deltagelsens varighed**

Mindsteperioden for deltagelse i ERM2 inden indførelse af euroen er fastlagt i traktaten.<sup>6</sup> Traktaten uddyber kriteriet for deltagelse i valutakursmekanismen i en protokol knyttet til traktaten, hvoraf det fremgår, at medlemsstaten skal have overholdt de normale udsvingsmargener i valutakursmekanismen uden alvorlige spændinger i mindst de seneste 2 år før vurderingen. Medlemsstaten må navnlig ikke i samme periode på eget initiativ have devalueret sin valutas centralkurs over for euroen.<sup>7</sup> Det forventes derfor, at mindsteperioden for deltagelse i valutamekanismen inden konvergensvurderingen, der fører til den endelige indførelse af euroen, bliver 2 år.

Ud over mindsteperioden for ERM2-medlemskab på 2 år inden konvergensvurderingen er der ingen begrænsninger for, hvor længe nye medlemsstater kan blive i ERM2. Selv om alle nye medlemsstater forventes at indgå i eurosamarbejdet før eller senere, er der ikke fastlagt nogen tidsplan for dette, og der kan ikke på forhånd gives nogen garanti med hensyn til ERM2-medlemsskabets varighed. Varigheden af

---

<sup>6</sup> Jf. EF-traktatens artikel 121, stk. 1, tredje led. I artikel 121, stk. 1, fjerde led, der indeholder rentekriteriet, findes også følgende henvisning til deltagelse i ERM2: "*den varige karakter af den konvergens, medlemsstaten har opnået, samt af dens deltagelse i det europæiske monetære systems valutakursmekanisme, som afspejlet i de langfristede rentesatser*".

<sup>7</sup> Protokol om konvergenskriterierne som nævnt i artikel 121 i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab.

medlemskabet bør derfor vurderes i forhold til de fremskridt, der sker i konvergensprocessen, og ikke i forhold til mindsteperioden på to år.

Der er ingen grund til at antage, at den første centralkurs bliver den endelige omregningskurs ved indførelsen af euroen. Dette skyldes ikke blot den kendsgerning, at det kan blive nødvendigt at foretage kursjusteringer, men også institutionelle bestemmelser på området. Beslutningerne om centralkurser og omregningskurser er således særskilte beslutninger, der træffes på forskellige tidspunkter og på baggrund af forskellige beslutningsprocesser.

### **Grundlæggende overvejelser i forbindelse med medlemskab**

Beslutninger om ERM2-medlemskabets start og varighed bør træffes ud fra en betragtning om, i hvor høj grad deltagelse i valutakursmekanismen forbedrer udsigterne til at opnå vedvarende konvergens med hensyn til de grundlæggende økonomiske forhold. Det bør være det overordnede mål med processen at skabe makroøkonomisk stabilitet i de nye medlemsstater. Herved opnås det bedst mulige bidrag til en bæredygtig vækst og real konvergens. Nye medlemsstater bør endvidere overveje, i hvor høj grad en mindre fleksibel valutakurs vil kunne bidrage til at stabilisere forventningerne og fremme sunde makroøkonomiske og strukturelle politikker, således at der skabes real og nominel konvergens. Mens deltagelse i ERM2 ikke i sig selv er en garanti for understøttende og konsekvente makroøkonomiske og strukturelle politikker, kan ERM2-deltagelsen have en katalysatorfunktion, som bevirker, at disse politikkers disciplinerende effekt øges.

For at fastlægge den optimale strategi for deltagelse i ERM2 og den senere indførelse af euroen, bliver de nye medlemsstater nødt til at tage højde for specifikke forhold i deres land, herunder den overordnede strategi for monetær integration, rammerne for penge- og valutapolitikken og budgetstillingen. De bliver endvidere nødt til at tage højde for den betydning, som transitionsprocessen og de fremskridt, der er gjort med hensyn til indkomstkongvergens, kan få for den ønskede fleksibilitet i valutakursen. På grund af den risiko, som en for tidlig fastlåsning af valutakursen indebærer, kan det måske være hensigtsmæssigt for nogle af de nye medlemsstater først at ansøge om deltagelse i ERM2, efter at de har opnået en højere grad af konvergens. Dette kan især tilrådes i tilfælde, hvor en for tidlig fastlåsning af valutakursen kunne give anledning til pludselige kursjusteringer med potentielt ødelæggende økonomiske konsekvenser, herunder for troværdigheden af hele valutakursmekanismen. Andre nye medlemsstater, der har gennemført betydelige strukturreformer og har vist, at de evner at fremme konvergens gennem en sund økonomisk politik og et valutakurssystem, der i princippet er foreneligt med ERM2, kan indtræde i valutakursmekanismen umiddelbart efter EU-tiltrædelsen, hvis der er indgået en fælles overenskomst om centralkursen.

I nogle tilfælde kan det måske være en fordel for de nye medlemsstater at overveje et mere længerevarende medlemskab af ERM2, mens konvergensprocessen skrider frem. Yderligere fremskridt i retning af vedvarende konvergens med hensyn til de grundlæggende økonomiske forhold,

strukture reformer og indkomstkonvergens vil desuden kunne føre til ændringer i den reale ligevægtkurs, som kan være sværere at opnå udelukkende gennem indenlandske prisændringer. Et sådant scenario ville kræve et længere medlemskab af ERM2 og i givet fald en centralkursjustering, før valutakursen kan fastlåses permanent, og euroen indføres.

## **II. INDFØRELSE AF EUROEN**

Alle nye medlemsstater forventes at indføre euroen, når det vurderes, at de opfylder de betingelser, der er fastlagt i traktaten. Disse betingelser omfatter en vurdering af, om den opnåede konvergens er vedvarende. I henhold til traktatens artikel 121, stk. 1, skal vurderingen også omfatte situationen for og udviklingen i betalingsbalancens løbende poster og udviklingen i enhedslønomkostninger og andre prisindeks. Som det har været tilfældet hidtil, vil hvert land blive vurderet enkeltvist, så der kan tages højde for landets særlige forhold.

Vurderingen skal foretages på baggrund af princippet om lige behandling i forhold til de nuværende medlemsstater. Der bliver derfor ikke indført yderligere kriterier for indførelse af euroen i de nye medlemsstater, og de kriterier, der er fastlagt i traktaten, vil ikke blive lempet, herunder kriteriet vedrørende holdbarheden af den nominelle konvergens. Hvad angår valutakursstabiliteten, refererer kriteriet vedrørende deltagelse i ERM2 til en periode på mindst to år uden alvorlige spændinger – og især uden devaluering over for euroen – inden konvergensvurderingen. I overensstemmelse med tidligere praksis vil der ved vurderingen af en valutakurs' stabilitet over for euroen blive fokuseret på, om valutakursen ligger tæt på centralkursen. Vurderingen vil dog også tage højde for faktorer, der kan have ført til en apreciering. Det skal i denne forbindelse nævnes, at udsvingsbåndets bredde inden for ERM2 ikke påvirker vurderingen af kriteriet vedrørende valutakursstabilitet. Endvidere belyses spørgsmålet om "alvorlige spændinger" normalt: a) ved at undersøge, hvor meget valutakurserne har afvejet fra centralkurserne i ERM2 i forhold til euroen, b) ved hjælp af indikatorer som fx korte rentespænd til euroområdet og disse indikatorers udvikling og c) ved at vurdere den rolle, som valutainterventioner har spillet.