

## TABLE OF CONTENTS

### **DA**

Den pengepolitiske transmissionsmekanisme i Euro-området ..... 6

### **DE**

Geldpolitische Übertragungsmechanismen im Euro-Gebiet ..... 8

### **EL**

Μεταγωγή της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ ..... 10

### **EN**

Monetary policy transmission in the Euro Area ..... 12

### **ES**

La transmisión de la política monetaria en la zona Euro ..... 14

### **FR**

La transmission de la politique monétaire dans la zone Euro ..... 16

### **IT**

Trasmissione della politica monetaria nella zona dell'Euro ..... 18

### **NL**

Transmissie van monetair beleid in de Eurozone ..... 20

### **PT**

Transmissão da política monetária na zona Euro ..... 22

### **FI**

Rahapolitiikan välittyminen Euroalueella ..... 24

### **SV**

Överföring av monetär politik inom Euroområdet ..... 26

# Den pengepolitiske transmissionsmekanisme i Euro-området

## Sammenfatning og konklusioner

I forbindelse med spørgsmålet om transmissionsmekanismen i ØMU'en er der to hovedspørgsmål:

- i) Hvad ved vi om den måde, hvorpå transmissionsmekanismerne virker i dag?
- ii) Er det sandsynligt, at de vil ændre sig som følge af ØMU'en?

I denne undersøgelse analyserer vi først spørgsmålet om asymmetri i monetære mekanismer ved at se på henholdsvis teori, institutionelle resultater og empiriske resultater.

Derefter anfører vi de områder, hvor vi mener, der er størst behov for politisk handling. Vil ØMU'en fjerne de asymmetriske virkninger i de europæiske finansielle strukturer og dermed reducere de påviste forskelle i transmissionsmekanismerne? Der er to områder, hvor der er mulighed for straks at gribe ind, nemlig

- banksektoren og
- reglerne for de finansielle markeder i almindelighed og ejendomsmarkedet i særdeleshed.

### Sammenlægninger i den europæiske banksektor

Grænseoverskridende banksammenlægninger bør foretrækkes fremfor nationale sammenlægninger. Grænseoverskridende fusioner udnytter stordriftsfordele uden at udgøre nogen trussel for konkurrencen. Fusioner mellem banker med forskellig finansiell ekspertise muliggør også udveksling af optimal praksis over landegrænserne, hvilket hjælper med til at forene forskellige finansielle formidlingssystemer til et fælles system.

Vi konkluderer, at der ikke bør tilskyndes til nationale fusioner, og at lovmæssige og politiske hindringer for grænseoverskridende fusioner bør fjernes. Det er på tide at fremme konkurrencen på europæisk plan i stedet for nationale monopoler.

### Finans- og ejendomsmarkedet

McLennan m.fl. (1998) giver følgende liste over foranstaltninger til fremme af harmoniseringen, som desuden bidrager til at fremme arbejdskraftens bevægelighed:

1. Tilskyndelse til anvendelse af fast forrentede realkreditlån samt fast forrentede lån i det hele taget.
2. Fastsætte et strengere, forsigtigt øvre loft for den maksimale belåningsværdi.
3. Bibeholde et mere markant pay-as-you-go element i det offentlige pensionssystem.
4. Fremme udviklingen af den private udlejningssektor og fremme den fri huslejedannelse i så stor en del af den sociale boligsektor som muligt.

5. For at undgå stigende spændinger på ejendomsmarkedet, der begrænser arbejdskraftens bevægelighed, bør ejendomsskatterne bruges mere fleksibelt til at reducere udsving i ejendomspriserne.
6. Hvor det er relevant, skal der åbnes for den fri konkurrence på lånemarkederne, i advokat- og ejendomsmæglerbranchen ved at reducere de lovmæssige hindringer for anvendelse af sikkerhed i fast ejendom og ved at formindske transaktionsomkostningerne i de ØMU-lande, der er karakteriseret ved den modsatte tendens.

# **Geldpolitische Übertragungsmechanismen im Euro-Gebiet**

## **Zusammenfassung und Schlußfolgerungen**

In Verbindung mit der Frage des Übertragungsmechanismus innerhalb der WWU stellen sich zwei Hauptfragen:

- i) Was wissen wir über die Funktionsweise der Übertragungsmechanismen heute?
- ii) Werden diese Mechanismen sich durch die WWU verändern?

In dieser Studie analysieren wir zunächst die Frage der Asymmetrien in den monetären Mechanismen und befassen uns dabei mit den Aspekten Theorie, institutionelle Elemente und empirische Elemente.

Anschließend gehen wir auf die Bereiche ein, wo unserer Ansicht nach der größte politische Handlungsbedarf besteht. Wird die WWU die Asymmetrien in den europäischen Finanzstrukturen beseitigen und somit die festgestellten Unterschiede in den Übertragungsmechanismen verringern? Zwei Bereiche drängen sich von selbst für unverzügliches Handeln auf:

- der Bankensektor
- die für die Finanzmärkte im allgemeinen und den Immobilienmarkt im besonderen geltenden Regeln.

### **Die Zusammenschlüsse im europäischen Bankensektor**

Grenzüberschreitende Zusammenschlüsse von Banken sollten den Vorzug vor Zusammenschlüssen auf nationaler Ebene erhalten. Grenzüberschreitende Fusionen bringen Größenvorteile ohne Beeinträchtigung des Wettbewerbs. Zusammenschlüsse zwischen Banken mit unterschiedlicher finanzieller Kompetenz erleichtern außerdem die Übertragung der besten Praktiken über nationale Grenzen hinweg und tragen so zur Schaffung eines einheitlichen Modells unterschiedlicher finanzieller Vermittlungssysteme bei.

Wir ziehen die Schlußfolgerung, daß nationalen Fusionen entgegengewirkt werden muß und daß die Vorschriften- und Politikhemmnisse, die grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen entgegenstehen, beseitigt werden müssen. Es ist Zeit, den Wettbewerb auf europäischer Ebene zu stärken und nicht dominante Unternehmen auf nationaler Ebene.

### **Die Finanz- und die Immobilienmärkte**

McLennan u.a. (1998) nennen folgende notwendige Maßnahmen für die Förderung der Harmonisierung, die außerdem zur stärkeren Mobilität der Arbeitskräfte beitragen:

1. Förderung der Anwendung von Festzinshypotheken und von Festzinsdarlehen im allgemeinen
2. Festlegung strengerer Obergrenzen für den Beleihungswert

3. Beibehaltung eines ausgeprägteren Pay-as-you-go-Elements im öffentlichen Altersvorsorgesystem
4. Förderung der Entwicklung des privaten Vermietungssektors und Förderung der Entwicklung hin zu Marktmieten in einem möglichst großen Teil des sozialen Wohnungsbausektors
5. Vermeidung der zunehmenden Spannungen auf dem Immobilienmarkt, die die Mobilität der Arbeitskräfte hemmen, durch flexiblere Anwendung des Instruments der Vermögenssteuer, um die Volatilität der Immobilienpreise zu verringern
6. Gegebenenfalls Förderung der Öffnung der Kreditmärkte, der Branche der Rechtsberufe und der Branche der Immobilienmakler für den Wettbewerb, Abbau der rechtlichen Hindernisse für die Anwendung von Immobiliensicherheiten und Senkung der Transaktionskosten in WWU-Ländern mit entgegengesetzter Tendenz.

# ΜΕΤΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

## Περίληψη και συμπεράσματα

Όσον αφορά τους μηχανισμούς μεταγωγής της νομισματικής πολιτικής εντός της ΟΝΕ, δύο είναι τα κύρια ερωτήματα:

- i) Τι γνωρίζουμε για το πώς λειτουργούν σήμερα οι μηχανισμοί μεταγωγής;
- ii) Αναμένονται αλλαγές στη φύση και τη λειτουργία των μηχανισμών αυτών ως αποτέλεσμα της ΟΝΕ;

Στην παρούσα μελέτη, αναλύουμε καταρχάς τις ασυμμετρίες των νομισματικών μηχανισμών εξετάζοντας, κατά σειράν: τη θεωρία· τα θεσμικά στοιχεία· τα εμπειρικά στοιχεία.

Ακολουθώς, επισημαίνουμε τα στοιχεία εκείνα τα οποία θεωρούμε ότι έχουν τον πιο επείγοντα χαρακτήρα όσον αφορά τη διαμόρφωση της πολιτικής. Θα εξαλείψει η ΟΝΕ τις ασυμμετρίες μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών δομών, μειώνοντας έτσι τις διαφορές που παρατηρούνται σήμερα ως προς τους μηχανισμούς μεταγωγής; Δύο τομείς φαίνεται εδώ να αποτελούν φυσικούς υποψηφίους για επείγουσα δράση:

- ο τραπεζικός τομέας·
- οι κανόνες που διέπουν γενικά τις χρηματοπιστωτικές αγορές, και ειδικότερα τις αγορές ακινήτων.

### Οι ομαδοποιήσεις στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα

Οι διαμεθοριακές ομαδοποιήσεις πρέπει να προτιμώνται από τις ομαδοποιήσεις στο εσωτερικό της κάθε χώρας. Με τις διαμεθοριακές συγχωνεύσεις επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας χωρίς να απειλείται ο ανταγωνισμός. Οι συγχωνεύσεις μεταξύ τραπεζών με εξειδίκευση σε διαφορετικούς τομείς χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας διευκολύνουν επίσης την μεταγωγή των βέλτιστων πρακτικών πέραν των εθνικών συνόρων, συμβάλλοντας έτσι τη σύγκλιση, σε ενιαίο πρότυπο, των διαφορών συστημάτων χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης.

Το συμπέρασμά μας είναι ότι οι εθνικές ομαδοποιήσεις πρέπει να αποθαρρύνονται, ενώ αντιθέτως πρέπει να εξαλειφθούν οι κανονιστικοί και πολιτικοί φραγμοί ως προς τις διαμεθοριακές συγχωνεύσεις. Είναι καιρός να προωθήσουμε την εμφάνιση ευρωπαϊών ανταγωνιστών στη θέση εθνικών "ηγεμόνων".

### Η χρηματοπιστωτική αγορά και η αγορά ακινήτων

Η μελέτη των McLennan και άλλων (1998) προτείνει τον ακόλουθο κατάλογο δράσεων προκειμένου να προωθηθεί η εναρμόνιση, με παράλληλη ενίσχυση της κινητικότητας του εργατικού δυναμικού:

1. Να ενθαρρυνθεί η χρήση ενυποθήκων δανείων και, γενικότερα, κάθε μορφής δανείων με σταθερό επιτόκιο.
2. Να τεθούν αυστηρότερα όρια όσον αφορά το λόγο ύψους δανείου/αξίας.
3. Να αποκτήσουν τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα εντονώτερο διανεμητικό ("pay-as-you-go") χαρακτήρα.
4. Να ενθαρρυνθεί η ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα μίσθωσης ακινήτων και ο τομέας της κοινωνικής στέγασης να έλθει σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αντιστοιχία προς τα δεδομένα της αγοράς ενοικίων.
5. Ως υποκατάστατο των αυξανόμενων εντάσεων στην αγορά ακινήτων, να χρησιμοποιηθεί με ελαστικότερο τρόπο ο φόρος ακίνητης περιουσίας ως μέσο για τη μείωση των διακυμάνσεων στις τιμές των ακινήτων.
6. Να ανοίξουν στον ανταγωνισμό, όπου αυτό δεν έχει ήδη γίνει, οι πιστωτικές αγορές, το νομικό επάγγελμα και ο κτηματομεσιτικός κλάδος, να μειωθούν οι νομικοί φραγμοί στη χρήση ακινήτων ως εγγύησης για δάνεια, και να μειωθούν τα έξοδα συναλλαγών σε εκείνες από τις χώρες της ΟΝΕ όπου σήμερα βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα.

# Monetary policy transmission in the Euro Area

## Summary and conclusions

Faced with the issue of the transmission mechanism inside EMU, there are two main questions:

- i) What do we know of the way the transmission mechanisms work today ?
- ii) Are they likely to change as a result of EMU ?

In this study we first analyse the issue of asymmetries in monetary mechanisms by looking, in turn, at theory; institutional evidence; and empirical evidence.

We then point to what we believe to be some of the most urgent policy implications. Will EMU eliminate the asymmetries across European financial structures, thus reducing the observed differences in transmission mechanisms? Two areas suggest themselves for urgent action:

- the banking industry; and
- the rules governing financial markets in general, and housing markets in particular.

### The consolidation of the European banking industry

Cross-border banking consolidations should be preferred to domestic consolidations. Cross-border mergers exploit economies of scale without posing any threat to competition. Mergers between banks with different financial expertise also facilitate the transmission of best practices across national boundaries, thus helping the convergence to a single model of different systems of financial intermediation.

We conclude that national consolidations should be discouraged, and regulatory and political barriers to cross-border mergers should be dismantled. It is time to favour the emergence of European competitors rather than national champions.

### The financial and housing markets

McLennan et al. (1998) provide the following list of policy prescriptions to foster harmonisation, with the side effect of encouraging labour mobility:

1. Encourage the use of fixed-rate mortgages and, more generally, of loans.
2. Place tougher prudential upper limits on loan-to-value ratios.
3. Retain a more significant pay-as-you go element in the public pension system.
4. Encourage the development of the private rented sector and encourage the move to market rents in as much of the social housing sector as possible.
5. As a substitute for increasing frictions in the housing market, which reduce labour mobility, use property taxes more flexibly to reduce house price volatility.



6. Where relevant, encourage opening credit markets, the legal profession and estate agents to competition, reducing legal barriers to the use of housing collateral, and reducing transactions costs in those EMU countries of the opposite hue.

# LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

## EN LA ZONA EURO

### Resumen y conclusiones

En lo relativo al asunto del mecanismo de transmisión dentro de la UEM, existen dos cuestiones fundamentales:

- i) ¿Qué sabemos sobre las modalidades actuales de mecanismos de transmisión?
- ii) ¿Es probable que se modifiquen debido a la UEM?

En el presente estudio, analizamos en primer lugar el problema de las asimetrías de los mecanismos monetarios examinando sucesivamente la teoría, los aspectos institucionales y los datos empíricos.

A continuación, señalamos lo que creemos que son las repercusiones políticas más urgentes. ¿Eliminará la UEM las asimetrías en las estructuras financieras europeas reduciendo de este modo las diferencias observadas en los mecanismos de transmisión?

Hay dos ámbitos en los que es necesario adoptar medidas urgentes:

- el sector bancario, y
- la normativa que regula los mercados financieros en general y el mercado inmobiliario en particular.

### Las fusiones en el sector bancario europeo

Los procesos de concentración bancaria transfronterizos son preferibles a los procesos de concentración nacionales. Las fusiones transfronterizas se benefician de economías de escala sin plantear amenazas a la competencia. Las fusiones entre bancos con prácticas financieras distintas facilitan también la transmisión de las mejores prácticas a través de las fronteras nacionales, contribuyendo de este modo a la convergencia en un único modelo de distintos sistemas de intermediación financiera.

Nuestra conclusión es que hay que desalentar las concentraciones nacionales y dismantelar las barreras normativas y políticas que obstaculizan las fusiones transfronterizas. Ha llegado el momento de favorecer el surgimiento de competidores europeos en vez de campeones nacionales.

### Los mercados financieros e inmobiliarios

McLennan y otros (1998) facilitan la siguiente relación de normas políticas para promover la armonización y favorecer indirectamente la movilidad laboral:

1. Fomentar la utilización de hipotecas con tipos de interés fijos y, en general, de préstamos.
2. Establecer límites máximos de carácter preventivo más estrictos en las ratios préstamo/valor del inmueble.
3. Mantener un elemento más importante de reparto en los sistemas públicos de pensiones.
4. Favorecer el desarrollo del sector privado de alquileres y favorecer el cambio a alquileres fijados libremente por el mercado en la mayor parte posible del sector de viviendas sociales.
5. Ante las fricciones cada vez mayores del mercado inmobiliario, que reducen la movilidad laboral, utilizar los impuestos sobre la propiedad de forma más flexible con objeto de reducir la inestabilidad de los precios de la vivienda.
6. En su caso, favorecer la apertura a la competencia de los mercados de crédito, la profesión jurídica y los agentes inmobiliarios, reduciendo los obstáculos legales a la utilización de garantías inmobiliarias y reduciendo los costes de transacción en los países de la UEM de tendencia contraria.

# LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

## DANS LA ZONE EURO

### RÉSUMÉ ET CONCLUSIONS

Le thème des mécanismes de transmission de la politique monétaire au sein de l'UEM soulève deux questions principales:

- i) que savons-nous du fonctionnement actuel des mécanismes de transmission?
- ii) l'UEM induira-t-elle une évolution de ces mécanismes?

La présente étude est consacrée tout d'abord à l'analyse des asymétries dans les mécanismes monétaires, sous les angles de la théorie, des éléments institutionnels et des éléments empiriques.

Nous examinons ensuite certaines des implications qui nous semblent présenter un caractère d'urgence en termes de politique générale. L'UEM conduira-t-elle à la disparition des asymétries dans les structures financières européennes et, par conséquent, à la réduction des différences observées dans les mécanismes de transmission? Deux secteurs appellent une action d'urgence:

- le secteur bancaire, et
- les règles régissant les marchés financiers, en général, et les marchés immobiliers, en particulier.

#### **La concentration du secteur bancaire européen**

Les opérations internationales de concentration bancaire doivent être préférées aux concentrations sur le plan national. Les fusions transfrontalières exploitent les économies d'échelle sans menacer le jeu de la concurrence. En outre, les fusions entre des établissements qui ont développé des compétences financières différentes facilitent la transmission des meilleures pratiques d'un pays à l'autre, contribuant à la convergence des différents systèmes d'intermédiation financière vers un modèle unique.

Nous parvenons à la conclusion qu'il faut décourager les concentrations nationales et démanteler les barrières réglementaires et politiques faisant obstacle aux fusions transfrontalières. L'heure est venue de favoriser l'émergence non pas de champions nationaux, mais de compétiteurs européens.

#### **Les marchés financiers et les marchés immobiliers**

McLennan et al. (1998) prescrivent plusieurs mesures de nature à favoriser l'harmonisation et, secondairement, la mobilité de la main-d'oeuvre:

1. encourager le recours au crédit hypothécaire à taux fixe et aux emprunts en général;
2. appliquer aux ratios prêt/valeur du bien acquis des plafonds prudentiels plus rigoureux;

3. réserver une plus large part, dans le régime public de pension, au volet "répartition";
4. encourager le développement du marché locatif privé et promouvoir l'application, autant que possible, de loyers libres dans le secteur du logement social.
5. éviter l'accroissement des tensions sur le marché immobilier, qui affectent la mobilité de la main-d'oeuvre, en modulant davantage les taxes foncières de manière à réduire l'instabilité des prix des logements.
6. Le cas échéant, encourager l'ouverture des marchés du crédit, des professions juridiques et des agents immobiliers à la concurrence en réduisant les obstacles juridiques à l'utilisation du nantissement de biens immobiliers et en abaissant les coûts des transactions dans les pays de l'UEM caractérisés par la tendance inverse.

# TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELLA ZONA DELL'EURO

## SINTESI E CONCLUSIONI

Confrontati con la questione del meccanismo di trasmissione all'interno UEM sorgono due interrogativi principali:

- i) Cosa sappiamo delle attuali modalità di funzionamento del meccanismo di trasmissione?
- ii) E' probabile che cambino in conseguenza dell'UEM?

Nel presente studio analizzeremo in primo luogo il problema delle asimmetrie nei meccanismi monetari soffermandoci, di volta in volta, sulla teoria, sulle risultanze istituzionali e sulle risultanze empiriche.

Indicheremo quindi quelle che riteniamo essere alcune delle più urgenti implicazioni a livello di politica. Riuscirà l'UEM ad eliminare le asimmetrie attraverso le strutture finanziarie europee, riducendo così le diversità constatate a livello di meccanismi di trasmissione? Due ambiti si propongono come destinatari di un'intervento urgente:

- . il settore bancario;
- . le disposizioni che disciplinano i mercati finanziari in generale e i mercati immobiliari in particolare.

### **Le unioni nel settore bancario europeo**

Le unioni transfrontaliere degli istituti bancari dovrebbero essere preferite a quelle nazionali. Le fusioni transfrontaliere sfruttano le economie di scala senza presentare alcun pericolo per la concorrenza. Le fusioni tra banche con diverse esperienze finanziarie nazionali agevolano altresì la diffusione delle migliori prassi attraverso i confini europei, contribuendo così alla convergenza di diversi sistemi di intermediazione bancaria verso un modello unico.

Riteniamo che le unioni nazionali dovrebbero essere scoraggiate e che gli ostacoli normativi e politici alle fusioni transfrontaliere dovrebbero essere rimossi. E' giunto il momento di favorire lo sviluppo di concorrenti europei piuttosto che di campioni nazionali.

### **I mercati finanziari e immobiliari**

McLennan e altri (1998) hanno definito il seguente elenco di misure che, destinate a promuovere l'armonizzazione, hanno anche l'effetto di incoraggiare la mobilità del fattore lavoro:

1. incoraggiare il ricorso ai mutui ipotecari a tasso fisso e, più in generale, ai prestiti;
2. definire massimali prudenziali più rigorosi per i rapporti tra indebitamento e valore;
3. mantenere nel regime pensionistico pubblico un più forte elemento del sistema per ripartizione (pay-as-you-go);

4. incoraggiare lo sviluppo del settore locativo privato e promuovere quanto più possibile nel settore dell'edilizia sociale lo spostamento verso canoni locativi di mercato;
5. per contrastare l'aumento delle tensioni sul mercato immobiliare, che riduce la mobilità del lavoro, prevedere un ricorso più flessibile alle imposte sulla proprietà per ridurre l'instabilità dei prezzi sul mercato immobiliare;
6. ove opportuno, promuovere l'apertura del mercato del credito, la concorrenza nel settore dell'avvocatura e degli agenti immobiliari, riducendo gli ostacoli giuridici alle garanzie collaterali nel settore immobiliare e diminuendo i costi delle transazioni nei paesi dell'UEM che hanno adottato un approccio opposto.

# TRANSMISSIE VAN MONETAIR BELEID IN DE EUROZONE

## Samenvatting en conclusies

Met betrekking tot de werking van de transmissie binnen de EMU zijn er twee centrale vragen:

1. Wat weten we over de wijze waarop de transmissie momenteel in haar werk gaat?
2. Is het waarschijnlijk dat hierin als gevolg van de EMU verandering komt?

In deze studie analyseren we allereerst de asymmetrieën in monetaire mechanismen door achtereenvolgens de theorie, institutionele gegevens en empirische gegevens te bekijken.

Daarna gaan we in op een aantal van de volgens ons meest urgente beleidsimplicaties. Zullen dankzij de EMU de asymmetrieën tussen de financiële structuren in Europa verdwijnen, zodat de geconstateerde verschillen tussen de transmissiemechanismen kleiner worden? In twee sectoren is optreden dringend geboden:

- de bankensector, en
- de regelgeving voor de financiële markten in het algemeen en de huizenmarkten in het bijzonder.

### De consolidering van de Europese bankensector

Het grensoverschrijdend samengaan van banken dient de voorkeur te krijgen boven binnenlandse consolidering. Bij grensoverschrijdende fusies worden schaalvoordelen benut, zonder dat zij een bedreiging voor de mededinging vormen. Dankzij fusies van banken met uiteenlopende financiële deskundigheid kunnen ook de beste praktijken gemakkelijker over de nationale grenzen heen worden doorgegeven, hetgeen ertoe bijdraagt dat verschillende systemen van financiële bemiddeling naar één model toe convergeren.

Wij komen tot de conclusie dat nationale consolidering dient te worden ontmoedigd en dat regelgevende en politieke hindernissen die grensoverschrijdende fusies in de weg staan, dienen te worden geslecht. Het is tijd om de opkomst van Europese concurrenten te stimuleren en niet die van nationale kampioenen.

### De financiële en huizenmarkten

In McLennan e.a. (1998) worden de volgende beleidsaanbevelingen gedaan om de harmonisatie te bevorderen, met als neveneffect dat de arbeidsmobiliteit wordt aangemoedigd:

1. stimulering van het gebruik van hypotheekleningen met vaste rente en meer in het algemeen van leningen;
2. vaststelling door het bedrijfseconomisch toezicht van strengere maxima voor de verhouding tussen lening en onderliggende waarde;
3. inhouding van een grotere lopende premie in het openbare pensioenstelsel;



4. stimulering van de ontwikkeling van de sector particuliere huurwoningen en van de invoering van marktconforme huren voor een zo groot mogelijk deel van de sociale woningbouw;
5. flexibeler gebruik van de onroerendgoedbelastingen om schommelingen in de huizenprijzen te verminderen, ter voorkoming van toenemende wrijvingen op de huizenmarkt, waardoor de arbeidsmobiliteit daalt;
6. stimulering, waar van toepassing, van het toelaten van concurrentie op de kredietmarkten en tussen advocaten en onroerendgoedmakelaars, terugdringing van de juridische hindernissen voor het gebruik van een huis als onderpand en verlaging van de tranactiekosten.

# TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ZONA EURO

## Síntese e Conclusões

Em relação ao tema do mecanismo de transmissão na UEM, suscitam-se duas questões principais:

- i) O que é que se sabe actualmente sobre o funcionamento dos mecanismos de transmissão?
- ii) Serão esses mecanismos susceptíveis de mudar por virtude da UEM?

No presente estudo, começamos por analisar as assimetrias nos mecanismos monetários, examinando sucessivamente a teoria, os dados institucionais e os dados empíricos.

Seguidamente, passamos a analisar o que consideramos serem as implicações mais urgentes do ponto de vista das políticas a seguir. Virá a UEM eliminar as assimetrias das estruturas financeiras europeias, reduzindo assim as diferenças observadas nos mecanismos de transmissão? Dois domínios parecem carecer de acção urgente:

- a banca, e
- a regulamentação dos mercados financeiros em geral e dos mercados de habitação em particular.

### **A consolidação da banca europeia**

As consolidações transfronteiriças da banca devem ser preferidas às consolidações nacionais. As fusões transfronteiriças exploram as economias de escala sem perigo para a concorrência. As fusões entre bancos com diferentes competências financeiras facilitam também a transmissão das boas práticas entre países, contribuindo assim para a convergência dos diferentes sistemas de intermediação financeira para um modelo único.

Extraímos a conclusão de que as consolidações nacionais devem ser desincentivadas, e as barreiras regulamentares e políticas às transferências transfronteiriças devem ser eliminadas. É tempo de promover o aparecimento de concorrentes à escala europeia e não de campeões nacionais.

### **Os mercados financeiros e os mercados de habitação**

McLennan et al. (1998) apresentam a seguinte lista de prescrições tendentes à promoção da harmonização, e que supletivamente contribuem para a mobilidade do trabalho:

1. Incentivar o crédito hipotecário e o crédito em geral a taxa fixa.
2. Fixar limites máximos prudenciais mais restritivos para os rácios empréstimo/valor.
3. Manter uma componente de repartição mais significativa no financiamento do sistema de pensões públicas.

4. Promover o desenvolvimento do mercado de arrendamento privado e, tanto quanto possível, a transição para rendas de mercado no sector da habitação social.
5. Contrariando as fricções crescentes no mercado de habitação, que é um factor de inibição da mobilidade do trabalho, fazer uma utilização mais flexível dos impostos prediais para reduzir a volatilidade do preço da habitação.
6. Se pertinente, incentivar a abertura à concorrência dos mercados de crédito, da profissão jurídica e da mediação imobiliária, reduzindo as barreiras jurídicas à utilização da habitação como garantia e baixando os custos de transacção nos países da UEM em que se manifesta o oposto.

# RAHAPOLITIIKAN VÄLITTYMINEN EUROALUEELLA

## Yhteenveto ja johtopäätökset

Tarkasteltaessa rahapolitiikan välittymismekanismeja EMU:n sisällä herää seuraavat kaksi keskeistä kysymystä:

- i) Paljonko me tiedämme tavasta, jolla välittymismekanismit toimivat tällä hetkellä?
- ii) Tulevatko ne todennäköisesti muuttumaan EMU:n seurauksena?

Tässä tutkimuksessa analysoidaan ensimmäiseksi rahapolitiikan epäsymmetrisyyttä tarkastelemalla vuorotellen teoriaa, institutionaalisia todisteita ja empiirisiä todisteita.

Sen jälkeen esitämme joitakin mielestämme keskeisimpiä vaikutuksia politiikkaan. Eliminoiko EMU Euroopan rahoitusrakenteiden epäsymmetrisyyden ja vähentääkö se täten välittymismekanismeissa todettuja eroja? Kaksi aluetta vaatii kiireellisiä toimia:

- \* pankkiala ja
- \* rahoitusmarkkinoiden yleensä ja erityisesti asuntomarkkinoiden säännöt.

### **Euroopan pankkialan konsolidaatio**

Rajat ylittävät pankkialan konsolidaatiot olisi asetettava kotimaisten konsolidaatioiden edelle. Rajat ylittävät fuusiot hyödyntävät mittakaavaetuja aiheuttamatta kuitenkaan uhkia kilpailulle. Eri aloihin erikoistuneiden pankkien fuusiot helpottavat parhaiden käytäntöjen välittymistä kansallisten rajojen yli, mikä helpottaa erilaisten rahoituksen välitysjärjestelmien lähentymistä kohti yhtenäistä mallia.

Johtopäätöksenä toteamme, että kansallisia konsolidaatioita ei tule rohkaista ja rajat ylittävien fuusioiden sääntelylliset ja poliittiset esteet on poistettava. On aika suosia eurooppalaisten kilpailijoiden syntymistä kansallisten mestareiden asemesta.

### **Rahoitus- ja asuntomarkkinat**

McLennan et al. (1998) sisältää seuraavan luettelon lähentymistä edistävästä politiikan keinoista, joilla on työvoiman liikkuvuutta kannustava sivuvaikutus:

1. Kiinteäkorkoisten kiinnitysten ja yleisemmin lainojen käytön kannustaminen.
2. Tiukempien ylärajojen asettaminen laina-arvosuhteelle.
3. Käteismaksujärjestelyn aikaisempaa merkittävämpi osuus kansaneläkejärjestelmässä.
4. Yksityisen vuokrasektorin kehityksen rohkaiseminen ja markkinahintaisiin vuokriin siirtymisen rohkaiseminen mahdollisuuksien mukaan sosiaaliasuntojen yhteydessä.

5. Varallisuusveron käyttäminen aikaisempaa joustavammin asuntojen hintojen vaihtelevuuden vähentämiseksi sen sijaan, että lisättäisiin työvoiman liikkuvuutta vähentäviä asuntomarkkinoiden kitkatekijöitä.
  
6. Tarvittaessa luottomarkkinoiden, lakimiesten ja kiinteistönvälittäjien avautumisen kilpailulle rohkaiseminen, asunnon käyttämiseen vakuutena liittyvien oikeudellisten esteiden vähentäminen sekä liiketoimien kustannusten leikkaaminen käänteistä suuntausta edustavissa EMU-maissa.

# ÖVERFÖRING AV MONETÄR POLITIK INOM EUROOMRÅDET

## Sammanfattning och slutsatser

När det gäller transmissionsmekanismen inom EMU ställs man inför två större frågor:

- i) Vilken kunskap har vi om hur transmissionsmekanismerna fungerar i dag?
- ii) Är det troligt att de förändras som ett resultat av EMU?

I denna studie analyserar vi först frågan om asymmetrier inom de monetära mekanismerna genom att i tur och ordning se på teori, institutionella bevis och empiriska bevis.

Vi pekar därefter på de som vi tror vara några av de viktigaste följderna för uppläggningspolitiken. Kommer EMU att eliminera asymmetrierna i de europeiska finansstrukturerna och sålunda minska de observerade skillnaderna i transmissionsmekanismerna? Två områden framträder där brådskande åtgärder är nödvändiga:

- Banknäringen.
- Bestämmelserna som styr finansmarknaderna i allmänhet och fastighetsmarknaderna i synnerhet.

### Konsolideringen av den europeiska banknäringen

Gränsöverskridande bankkonsolideringar bör vara att föredra framför inhemska konsolideringar. Gränsöverskridande sammanslagningar utnyttjar skalfördelar utan att utgöra ett hot mot konkurrensen. Sammanslagningar mellan banker med skiljaktig finansiell expertis underlättar också överföring av bästa metoder över nationsgränserna och hjälper sålunda till att sammanföra olika finansiella mellanhandssystem till en enda modell.

Vi drar därför slutsatsen att nationella konsolideringar bör motverkas och regelmässiga och politiska hinder för gränsöverskridande sammanslagningar bör avvecklas. Det är dags att främja uppkomsten av europeiska konkurrenter snarare än nationella mästare.

### Finans- och fastighetsmarknaderna

McLennan m.fl. (1998) lägger fram följande lista över förslag till åtgärder för att främja harmonisering, med sidoeffekten att uppmuntra arbetskraftens rörlighet:

1. Främja användningen av hypotekslån med fast ränta och av lån i allmänhet.
2. Sätta bestämdare försiktigare övre gränser för förhållandet mellan lånet och värdet på fastigheten.
3. Använda sig av en mer betydande pay-as-you-go faktor (delbetalningsfaktor) i de allmänna pensionssystemen.

4. Uppmuntra utvecklandet av en sektor med privata hyreslägenheter och uppmuntra införandet av marknadshyror inom sektorn för samhällsägda bostäder i så stor utsträckning som möjligt.
5. För att motverka ökade störningar på fastighetsmarknaden, vilka minskar arbetskraftens rörlighet, använda fastighetsskatten på ett flexiblere sätt för att minska husprisernas instabilitet.
6. Där så är relevant uppmuntra till att kreditmarknaderna, de juridiska yrkena och fastighetsmäklarbranschen öppnas för konkurrens, minska lagliga hinder för användningen av kompletterande realsäkerheter för bostäder, samt minska försäljningskostnaderna i EMU-länder av motsatt tendens.