

**DET EUROPÆISKE MONETÆRE INSTITUT**

**ÅRSBERETNING**

**1994**

**APRIL 1995**



© **Det Europæiske Monetære Institut, 1995**

Postfach 10 20 31, D-60020 Frankfurt am Main

Alle rettigheder forbeholdt. Med undtagelse af de rettigheder, der fremgår af statutterne, må ingen del af denne publikation reproduceres, oversættes, optages i databank eller videregives i nogen som helst form, det være sig elektronisk, mekanisk, i fotokopi eller på anden måde, medmindre skriftlig tilladelse er indhentet forud hos Det Europæiske Monetære Institut. Fotokopiering til uddannelsesformål eller i ikke-kommercielt øjemed er tilladt.

**ISSN 1024-5588**

Printed by Kern & Birner GmbH + Co., D-60486 Frankfurt am Main



# INDHOLDSFORTEGNELSE

## FORORD

## KAPITEL 1: ØKONOMISKE, MONETÆRE OG FINANSIELLE FORHOLD I DEN EUROPÆISKE UNION

### SAMMENDRAG OG OVERSIGT

1.	Økonomiske, monetære og finansielle forhold i EU i 1993-94.....	2
2.	Udsigter og udfordringer .....	4
<b>A. CENTRALE UDVIKLINGSLINJER SIDEN BEGYNDELSEN AF 1993</b>		
1.	Makroøkonomisk baggrund.....	6
1.1	Globale mønstre i de vigtigste industrilandes økonomier .....	6
1.2	Økonomisk udvikling i EU .....	9
2.	Udviklingen på de finansielle markeder .....	16
2.1	Udviklingen på valutamarkedene .....	16
2.2	Udviklingen på obligationsmarkederne .....	21
2.3	Udviklingen på andre kapitalmarkeder.....	26
3.	Økonomisk politik i EU.....	27
3.1	Finanspolitik.....	27
3.2	Pengepolitik .....	31
3.3	Den samlede finans- og pengepolitik.....	40
4.	Udsigter og udfordringer .....	42
4.1	Udsigter .....	42
4.2	Udfordringer i fremtiden .....	45
<b>B. FREMSKRIDT I RETNING AF KONVERGENS</b>		
1.	EMI's rolle i vurderingen af konvergens.....	49
2.	Prisstabilitet.....	51
2.1	Inflation i 1993-94 .....	51
2.2	Vurdering af prisstabilitet.....	51
3.	Finanspolitikens holdbarhed.....	53
3.1	Finanspolitik i 1993-94 .....	53
3.2	Vurdering af finanspolitikens holdbarhed .....	55
4.	Valutakursstabilitet.....	56
4.1	Valutakursudviklingen i 1993-94.....	56
4.2	Vurdering af valutakursstabiliteten.....	57
5.	Konvergens i de lange renter .....	58
5.1	Lange renter i 1993-94.....	58
5.2	Vurdering af konvergens i de lange renter .....	58
6.	Overordnet konvergens og holdbarhed .....	60

## KAPITEL II: CENTRALBANKCHEFKOMITEENS OG EMI'S AKTIVITETER

### INDLEDNING: FRA CENTRALBANKCHEFKOMITEEN TIL EMI

#### A. EMI'S ROLLE OG STRUKTUR

1.	EMI's mål, opgaver og funktioner.....	63
1.1	Styrkelse af centralbanksamarbejde og pengepolitisk samordning.....	63
1.2	Forberedelse af ESCB's oprettelse .....	64
1.3	Overvågning af ECU'ens udvikling .....	65
1.4	Andre opgaver .....	65
2.	EMI's organisationsstruktur.....	65
2.1	EMI-Rådet .....	65
2.2	EMI's formand .....	66
2.3	EMI's interne organisation.....	66
2.4	Komiteer, underkomiteer og arbejdsgrupper.....	70
3.	EMI's finansielle midler .....	72

#### B. EMI'S AKTIVITETER

1.	Samordning af penge- og valutakurspolitik.....	73
2.	Forberedelse af fase tre.....	74
2.1	Pengepolitik .....	74
2.2	Valutakurspolitik.....	76
2.3	Statistik.....	76
2.4	Betalingsystemer .....	78
2.5	Forberedelse af europæiske pengesedler .....	80
2.6	Oprettelse af ESCB .....	80
3.	Anvendelse af ECU og oversigt over ECU-clearingsystemet.....	82
3.1	Anvendelse af private ECU i 1993 og 1994 .....	82
3.2	Oversigt over ECU-clearingsystemet.....	86
4.	Samarbejde mellem centralbanker .....	87
4.1	Betalingsystemer .....	87
4.2	Banktilsyn .....	91
5.	Andre opgaver .....	95
5.1	Operationelle opgaver (EMS/EMCF) .....	95
5.2	Rådgivende funktioner .....	97
5.3	Samarbejde med andre institutioner .....	97

## KAPITEL III: INSTITUTIONELLE RAMMER FOR DE NATIONALE CENTRALBANKER

<b>INDLEDNING</b> .....	100
<b>A. STATUTTER OG UAFHÆNGIGHED</b> .....	100
1. Institutionelle ændringer i 1993 og 1994.....	101
2. Eksisterende institutionelle rammer for nationale centralbanker i Den Europæiske Union.....	102
3. Kommende ændringer i lovgivningen .....	106
<b>B. MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG</b> .....	107
1. Generelle bemærkninger og EMI's rolle .....	107
2. Overholdelse af forbuddet mod centralbankens kreditgivning til den offentlige sektor.....	108
3. Overholdelse af forbuddet mod privilegeret adgang til finansielle institutioner .....	110

### ÅRSREGNSKAB FOR EMI

**ANNEKS 1: Nuværende pengepolitiske strategier og instrumenter  
i enkelte EU-lande**

**ANNEKS 2: Forretningsorden for EMI**

### ORDFORKLARING

### FORKORTELSER

### FORTEGNELSE OVER EMI'S PUBLIKATIONER

### MEDLEMMER AF EMI-RÅDET, EMI'S LEDELSE OG FINANSKOMITEEN OG FORMÆND FOR UNDERKOMITEER OG ARBEJDSGRUPPER

## FORTEGNELSE OVER TABELLER, FIGURER OG BOKSE

### Tabeller

1.	EU-landenes handels- og betalingsbalancer .....	11
2.	Priser, lønninger og produktivitet i EU-medlemsstater .....	14
3.	Lange rentesatser .....	22
4.	Finanspolitiske indikatorer for EU-medlemsstater .....	28
5.	Målsætninger og overvågningsintervaller for monetære aggregater .....	33
6.	Offentliggjorte målsætninger for inflation .....	38
7.	Vurdering af hovedtræk i EU's konjunkturudvikling .....	43
8.	Offentlige finanser i EU-medlemsstater .....	47
9.	Økonomiske indikatorer og Maastricht-traktatens konvergenskriterier .....	50
10.	Centralbankernes andel af EMI's finansielle midler .....	71
11.	Finansielle markeder for ECU .....	83
12.	Udestående Fællesskabslån .....	96
13.	Institutionelle rammer for Den Europæiske Unions centralbanker .....	103
14.	Centralbankernes fordringer på den offentlige sektor .....	108
15.	Pengepolitiske strategier, instrumenter og procedurer i EU-medlemsstater .....	126
16.	Udformning af reservekrav i EU-medlemsstater .....	128

### Figurer

1.	Hovedtræk af udviklingen i de vigtigste industrilande .....	7
2.	BNP-vækst i EU-medlemsstater .....	9
3.	Valutakurspositioner i ERM .....	17
4.	Korte rentesatser .....	19
5.	10-årige amerikanske og tyske obligationsrenter og rentespænd .....	24
6.	Lange obligationsrenter .....	26
7.	Offentlige indtægter og udgifter i EU .....	30
8.	Officielle rentesatser i EU-medlemsstater .....	32
9.	Spænd mellem markeds-ECU og kurv-ECU .....	85

---

\* Signaturforklaring til tabeller:

".." Nul, eller tal er ubetydelige.

"-" Tal foreligger ikke eller kan efter sagens natur ikke forekomme.



## Bokse

1.	Strukturel tilpasning på arbejdsmarkedene.....	12
	Figur: EU-arbejdsløshed og årlig BNP-vækst	
	Tabel: Strukturen i arbejdsløsheden	
2.	Forskelle i den pengepolitiske transmissionsmekanisme .....	36
3.	Den økonomiske situation i de nye EU-medlemsstater.....	41
	Tabel: Vigtige økonomiske indikatorer for de nye EU-medlemsstater	
4.	Prisstabilitet .....	52
5.	Offentlige finanser .....	54
6.	Valutakursstabilitet.....	57
7.	Lange rentesatser.....	59

## FORORD

Med nærværende første årsberetning fra EMI, som er stilet til Europa-Parlamentet, Rådet, Europa-Kommissionen og Det Europæiske Råd - men som også gøres tilgængelig for den brede offentlighed - ønsker EMI at gøre status over alle forhold, som er relevante for dets opgaver som fastsat i Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab. I henhold til artikel 11 i EMI-statutten omhandler beretningen både penge-, valuta- og finansielle forhold i Fællesskabet og EMI's aktiviteter, og den fremlægger instituttets årsregnskab. Hertil kommer, at beretningen vurderer konvergensfremskridt, det forberedende arbejde til fase tre og de institutionelle rammer for nationale centralbanker. Hermed opfylder beretningen også kravene i artikel 7 i EMI-statutten. Endelig skal det bemærkes, at dette års årsberetning omfatter årene 1993 og 1994, hvilket skyldes, at EMI fra 1. januar 1994 overtog opgaverne fra Komiteen af Direktionsformænd for EF-Centralbankerne (Centralbankchefkomiteen), der ikke offentliggjorde nogen beretning for 1993. Som det er almindeligt for årsberetninger, vurderes udviklingen siden 31. december 1994 ikke. Begivenheder som valutakursjusteringen i ERM i begyndelsen af marts 1995 falder uden for denne tidsramme, og behandles derfor ikke i nærværende beretning.

Kapitel I beskriver og analyserer de vigtigste økonomiske, finansielle og monetære udviklingslinjer i EU, navnlig hvad angår deres konsekvenser for opnåelsen og fastholdelsen af prisstabilitet. Alt i alt er de sidste to års fremskridt i retning af prisstabilitet betragtelige. Ikke desto mindre tilbagestår der vigtige udfordringer. For det første er der ikke endnu opnået prisstabilitet i Den Europæiske Union som helhed, og det kan, set i sammenhæng med det udbredte igangværende konjunkturopsving, blive betydeligt vanskeligere at gøre yderligere fremskridt. De pengepolitiske myndigheder må derfor forblive årvågne. For det andet fortsætter de offentlige finanser i mange medlemsstater med at give anledning til alvorlig bekymring. Beslutsom handling vil være nødvendig for at nedbringe budgetunderskuddene. Dette er nødvendigt for at genskabe et acceptabelt niveau for den offentlige gæld og nedbringe obligationsrenterne. Mellemløbet konsolidering skal skride fremad med tilfredsstillende hastighed, og der bør lægges stærk vægt på udgiftstilbageholdenhed. Dette er endnu mere vigtigt i de lande, hvor pengepolitikken er overbelastet. For det tredje skal strukturelle forholdsregler gennemføres til forøgelse af arbejdsmarkedernes fleksibilitet for at fremme beskæftigelsen og understøtte opnåelse af prisstabilitet. Den kommende periode vil især blive vigtig, fordi den vil være afgørende for den første formelle konvergensvurdering, som skal foretages af både EMI og Europa-Kommissionen uafhængigt af hinanden i løbet af 1996.

Kapitel II beskriver EMI's rolle i samarbejdet og koordineringen under fase to og det forberedende arbejde til fase tre. Under fase to har EMI til opgave at styrke medlemsstaternes pengepolitiske samordning med henblik på at opnå prisstabilitet. Under udførelsen af sine pligter udgør EMI et forum for konsultation og udveksling af synspunkter og information om politiske spørgsmål, mens pengepolitikken forbliver de nationale myndigheders eneansvar. Med hensyn til det forberedende arbejde til fase tre kræver Traktaten om Den Europæiske Union, at EMI senest med udgangen af 1996 skal fastlægge de lovgivningsmæssige, organisatoriske og logistiske rammer, der er nødvendige for, at Det Europæiske System af Centralbanker kan udføre sine opgaver. I betragtning af den meget brede vifte af spørgsmål, som skal undersøges nøje, og den

begrænsede tid, der er til rådighed for det forberedende arbejde, har EMI-Rådet organiseret sit arbejde på grundlag af et omfattende program, der fungerer som rettesnor for organisering, overvågning og vurdering af EMI-stabens, underkomiteernes og arbejdsgruppernes aktiviteter.

Kapitel III beskæftiger sig med de nationale centralbankers institutionelle rammer, navnlig hvad angår Traktatens bestemmelser om gennemførelse af centralbankuafhængighed og hovedmålet om at fremme prisstabilitet. Institutionelle ændringer i 1993 og 1994 gennemgås, nuværende rammer for EU-centralbanker beskrives, og kommende ændringer i lovgivningen anføres. Dette kapitel omhandler også EMI's rolle i overvågningen af centralbankernes overholdelse af forbuddene mod monetær finansiering af den offentlige sektor og mod dennes privilegerede adgang til finansielle institutioner.

Beretningen omhandler en bred vifte af spørgsmål, som afspejler de omfattende opgaver, der skal udføres, og det store program for EMI i de kommende år. For at opfylde de krav, der er fastsat i Traktaten, vil det blive nødvendigt med en høj grad af engagement og pligtopfyldenhed både fra de nationale centralbankers side og fra de af deres stab, der gør tjeneste i EMI's underkomiteer og arbejdsgrupper, og fra medlemmer af EMI's stab. Til dem alle, og først og fremmest til medlemmerne af EMI-Rådet, ønsker jeg at udtrykke min taknemmelighed for det arbejde, som er blevet udført i løbet af de seneste to år, og i særdeleshed i løbet af sidste års institutionsopbyggende fase. Siden flytningen i november 1994 fra det foreløbige hjemsted i Basel til ejendommen i Frankfurts "Eurotower" er EMI blevet i stand til effektivt at tage sig af de opgaver, som Traktaten om Den Europæiske Union har betroet det.

A. LAMFALUSSY

Frankfurt, den 7. marts 1995

Formand



## **KAPITEL I**

# **ØKONOMISKE, MONETÆRE OG FINANSIELLE FORHOLD I DEN EUROPÆISKE UNION**

## SAMMENDRAG OG OVERSIGT

### 1. Økonomiske, monetære og finansielle forhold i EU i 1993-94

1993 prægedes af recession i de fleste - men ikke alle - af de tolv EU medlemsstater med et fald i Unionens BNP på 0,3 pct., hvorimod 1994 indebar en bedring til en skønnet vækst på 2,6 pct. Positive bidrag fra nettoeksporten som følge af hurtig vækst uden for EU var vigtige i mange medlemsstater, idet de mildnede recessionens effekter og gav et væsentligt skub til væksten i 1994. Som konsekvens heraf forbedredes Unionens eksterne balance væsentligt i 1993, og en yderligere mindre forbedring fandt sted i 1994. Den indenlandske efterspørgsel, som havde været svag i 1993, bedredes i 1994 med konjunkturopgangen. Ved siden af den almindelige stigning i aktiviteten var vækstraterne i EU-landene betydeligt mere sammenfaldende i 1994 end i 1993. Den økonomiske vækst var i 1994 positiv i alle Unionslandene for første gang siden 1989.

Den gennemsnitlige stigningstakt i forbrugerpriserne i Den Europæiske Union faldt fra 4,3 pct. i 1992 til 3,1 pct. i 1994, hvorved faldet siden 1991 er fortsat; der var også en markant konvergens i inflationstakterne. Selvom udviklingen mod lavere inflationsrater i Unionen afspejlede løntilbageholdenhed og betydelige produktivitetstiltag, bør opmærksomheden også rettes mod andre faktorer. Specielt har der fundet en væsentlig ændring sted i den økonomisk-politiske tankegang, og prisstabilitet anses nu for at være et af de vigtige mål for den økonomiske politik i almindelighed og det primære mål for pengepolitikken i særdeleshed. Desuden har den fremadskridende udførelse af det indre marked øget konkurrencen, og strukturelle reformer for at forbedre arbejdsmarkedets fleksibilitet er blevet sat i værk.

Selvom det fremskridt mod prisstabilitet, som EU-landene har opnået gennem de seneste to år, er bemærkelsesværdigt, kan resultatet dog endnu ikke bedømmes som fuldt tilfredsstillende. Mens nogle lande (Belgien, Danmark, Frankrig, Irland, Luxembourg, Holland og England) nåede eller opretholdt årlige inflationsrater omkring eller under 2-2,5 pct. i 1994, noterede Tyskland en forbrugerprisstigning på 3 pct., og inflationen i Spanien, Italien og Portugal forblev i intervallet 3,9-5,2 pct. Grækenland havde en inflation på lige under 11 pct. i 1994.

Arbejdsløsheden, som normalt påvirkes senere end aktiviteten, toppede i EU som helhed med næsten 12 pct. i 1994, før den langsomt begyndte at falde. Der tilbagestod betydelige forskelle mellem enkeltlande, men en fælles faktor synes at være forekomsten af betydelige strukturelle problemer. En lang række tiltag er allerede implementeret siden det sidste år af 80'erne, men yderligere tiltag på udbudssiden er nødvendige.

En vigtig årsag til bekymring i 1993-94 var den fortsatte forværring af budgetbalancer i EU-landene. Efter at have ligget på 5,0 pct. i 1992 steg Unionens samlede offentlige underskud i 1993 - delvist af konjunkturmæssige årsager - til 6,0 pct. af BNP, det højeste registrerede niveau siden dannelsen af det Europæiske Økonomiske Fællesskab. I 1994 faldt det kun marginalt og lå på 5,6 pct. trods forbedrede konjunkturer. Denne beskedne reduktion synes ifølge visse skøn mere at afspejle konjunkturmæssige end strukturelle forbedringer. Samlet steg den offentlige gæld som andel af BNP til næsten 69 pct. i 1994 sammenlignet med næsten 61 pct. to år tidligere - omend underskud og gæld fortsatte med at variere betydeligt mellem medlemsstaterne.

Pengemængdevæksten afveg, skønt den var moderat på EU-niveau, betydeligt mellem enkeltlande og stillede i nogle tilfælde de pengepolitiske myndigheder over for fortolkningsproblemer. I Tyskland, hvor Bundesbank i 1993-94 fortsat styrede efter et mellem mål for pengeforsyningen, M3, blev det samlet vurderet, at den hurtige pengemængdevækst i høj grad kunne tilskrives ekstraordinære eller midlertidige faktorer, og udviklingen i pengemængden i slutningen af 1994 bekræftede denne vurdering.

For ERM-medlemmer kompliceredes pengepolitikens styring af volatilitet på valutamarkedene. Især 1993 blev bemærkelsesværdig ved fortsættelse af den turbulens i EMS'ens valutakursmekanisme (ERM), som var begyndt i sensommeren 1992. I august 1993 besluttede EU's finansministre og centralbankdirektører som konsekvens af et overvældende markedspress at udvide udsvingsbåndet, mens de eksisterende centralkurser blev bevaret. Umiddelbart efter udvidelsen af ERM-båndet handledes de valutaer, der før lå i det snævre bånd, under deres tidligere nedre grænser over for D-mark (undtagelsen var den hollandske gylden, som forblev inden for en snæver margin overfor D-mark), men de steg hurtigt mod deres pariteter. Spanske pesetas og portugisiske escudos (som blev devalueret i første halvdel af 1993) forblev over deres tidligere grænser. Generelt brugte ERM-landenes centralbanker fleksibiliteten i den ny struktur forsigtigt og akkommoderede kun ved kortvarigt markedspress. Samtidig viste de større båndbredder sig at være et effektivt middel til at afskrække spekulative bevægelser og lette de begrænsninger, der hviler på pengepolitikken. Som resultat fungerede ERM fra udgangen af 1993 og gennem det meste af 1994 relativt godt uden større spændinger.

Valutaer i EU-lande uden for ERM oplevede større volatilitet. I perioden som helhed svækkedes italienske lire og græske drachme vis-à-vis de stærkeste ERM-valutaer, hvilket bl.a. afspejlede bekymring over finanspolitik, inflationsudsigt og, i Italien, politisk usikkerhed. Ved udgangen af 1994 var sterling/DM-kursen uændret i forhold til udgangen af 1992. Disse landes centralbankers pengepolitiske strategi havde en tendens til at fokusere direkte på indenlandsk inflation, men beslægtede indikatorer blev også taget i betragtning, og der blev ikke set bort fra betydningen af valutakursstabiliteten.

Mens obligationsmarkedene i 1993 var karakteriseret af optimisme, fald i de lange renter og indsnævring af renteforskelle, oplevedes i begyndelsen af 1994 en dramatisk ændring af forventningerne. Obligationsrenterne steg markant i alle industrialiserede lande, og trods helt forskellig placering i konjunkturcyklen var bevægelsen på de amerikanske og europæiske obligationsmarkeder sammenfaldende. Inden for EU var lande-specifikke faktorer dog også vigtige, hvilket fremgår af, at obligationsrenteforskellene i nogle tilfælde udvidedes betydeligt.

Implikationerne for pengepolitikken af udviklingen på obligationsmarkedet afhænger af, i hvilket omfang stigningerne i nominelle renter forårsages af højere (risikofri) realrenter, stigende inflationsforventninger og/eller stigende risikopræmie. Mens den overordnede vurdering i de fleste EU-landes centralbanker var, at der ikke var nogen risiko for en umiddelbar opgang i inflationen, blev udviklingen i de lange obligationsrenter ikke desto mindre taget som udtryk for væsentlige langsigtede bekymringer i markedet, især over budgetbalancerne, samt øget fokus på landenes langsigtede resultater med hensyn til valutakurs- og prisstabilitet.

I sammenhæng med denne realøkonomiske og finansielle udvikling forblev centralbankerne opmærksomme på, at det var vigtigt at betone den balancerede udførelse af en antiinflationær pengepolitik baseret på klar tilkendegivelse af mål og

antagelser og villighed til at handle, når opfyldelsen af disse mål var truet. Inden for disse rammer fandt centralbankerne i Unionen det i størstedelen af 1993-94 passende at fortsætte deres politik med gradvis nedsættelse af officielle rentesatser eller nøglesatser og således tillade de korte renter at falde indtil sommeren 1994. I anden halvdel af 1994 begyndte nogle få lande igen at hæve rentesatserne, enten fordi udsigterne til yderligere inflationsfald var aftagende eller som reaktion på, hvad der opfattedes som trusler mod prisstabiliteten.

Genskabelsen af valutakursstabilitet, især inden for ERM, kombineret med den fortsatte nedgang i inflationen i hele Unionen og indsnævring af inflationsforskellene mellem landene kan med et tilbageblik ses som udtryk for, at den pengepolitiske kurs i de enkelte lande i det store og hele var passende. I denne vurdering må udsigterne for inflationen naturligvis også tages i betragtning. Pengepolitikken risikerede igen at blive overbelastet, når andre dele af den økonomiske politik ikke bidrog tilstrækkeligt til opnåelsen af mellemfristet prisstabilitet og følgelig heller ikke til stabilitet på de finansielle markeder. I den henseende bar finanspolitikken et betydeligt ansvar.

## **2. Udsigter og udfordringer**

Ved udgangen af 1994 er det generelle perspektiv for væksten i 1995 blevet endnu lysere, både for de tolv daværende medlemsstater og for de tre nytillkomne. Den økonomiske aktivitet vokser hurtigere end forventet, og stigningen i arbejdsløshedsprocenterne er bragt til ophør. Samtidig ventes Unionens eksterne balance fortsat at bedres. Mindre gunstigt er det dog, at det høje niveau for strukturel arbejdsløshed, det generelle billede med budgetunderskud og niveauet af offentlig gæld fortsat udgør væsentlige udfordringer.

Faldet i inflationen til under 3 pct., som forventes i 1995, er i nogen udstrækning knyttet til den foregående recession, som skabte betydelig ledig kapacitet i adskillige lande. Dertil kommer, at lønnens konjunkturfølsomhed kan være øget i nogle lande som følge af nylige aftaler mellem arbejdsmarkedets parter og/eller arbejdsmarkedsreformer. Inflationsskønnet er imidlertid forbundet med risici, som kræver årvågenhed fra centralbankernes side med hensyn til rentepolitikken, ikke bare for at stå vagt om de hidtil opnåede resultater med at fremme prisstabiliteten, men også for at muliggøre yderligere fremskridt i lande, hvor inflationen fortsat er relativ høj. Forebyggende stramninger har allerede fundet sted i nogle medlemsstater.

Mere generelt er fortsat løntilbageholdenhed samt beslutsomme tiltag i retning af strukturel tilpasning - inklusive finanspolitisk konsolidering - afgørende for at øge varigheden af den ikke-inflationære konjunkturopgang. Spillerummet for lønstigninger bør ikke fejlvurderes, og bestræbelser på finanspolitisk konsolidering bør forfølges med beslutsomhed i en periode, hvor konjunkturopgangen har en tilbøjelighed til at skjule de underliggende strukturelle problemer. Opsvinget giver mulighed for at tage de nødvendige skridt til budgetmæssig tilpasning og minimerer samtidig de sociale omkostninger ved stram budgetpolitik. Uden fortsatte bestræbelser på at reducere budgetunderskuddene kan der ikke gøres varige fremskridt mod en bæredygtig budgetstilling i Unionen og en mere afbalanceret økonomisk politik. I denne forbindelse er det vigtigt, at de opstillede konvergensprogrammer overholdes, og at vægten lægges på udgiftsreduktioner snarere end skattestigninger. Finansiell konsolidering er specielt vigtig i lande, hvor pengepolitikken er overbebyrdet. Arbejdsmarkedsreformer er også tiltrængt.



Sådanne reformer kan ligeledes forventes at støtte bestræbelserne på opnåelse af prisstabilitet.

Opnåelse af en høj grad af holdbar konvergens vil være af afgørende vigtighed. Her tænkes specielt på, at lande, som træder ind i Den Økonomiske og Monetære Union, i overensstemmelse med Maastricht-traktaten om Den Europæiske Union, forinden skal opfylde de nødvendige betingelser for indførelse af en fælles valuta. Kriterierne, som vil blive vurderet, drejer sig om prisstabilitet, de offentlige financers holdbarhed, valutakursstabilitet og de lange renters konvergens, omend andre faktorer også vil blive taget i betragtning. Mens fremskridtene mod prisstabilitet har været bemærkelsesværdige i de foregående år, forbliver der ud fra en samlet betragtning mangler, og for indeværende ville de fleste EU-lande ikke være kvalificerede til den monetære union - i de fleste tilfælde på grund af de offentlige finanser. Hvis udestående strukturelle og konjunkturmæssige udfordringer imidlertid imødegås, vil konvergens inden for Unionen fremmes yderligere.

## **A. CENTRALE UDVIKLINGSLINJER SIDEN BEGYNDELSEN AF 1993**

### **1. Makroøkonomisk baggrund**

#### **1.1 Globale mønstre i de vigtigste industrilandes økonomier**

##### *Placering i konjunkturcyklen*

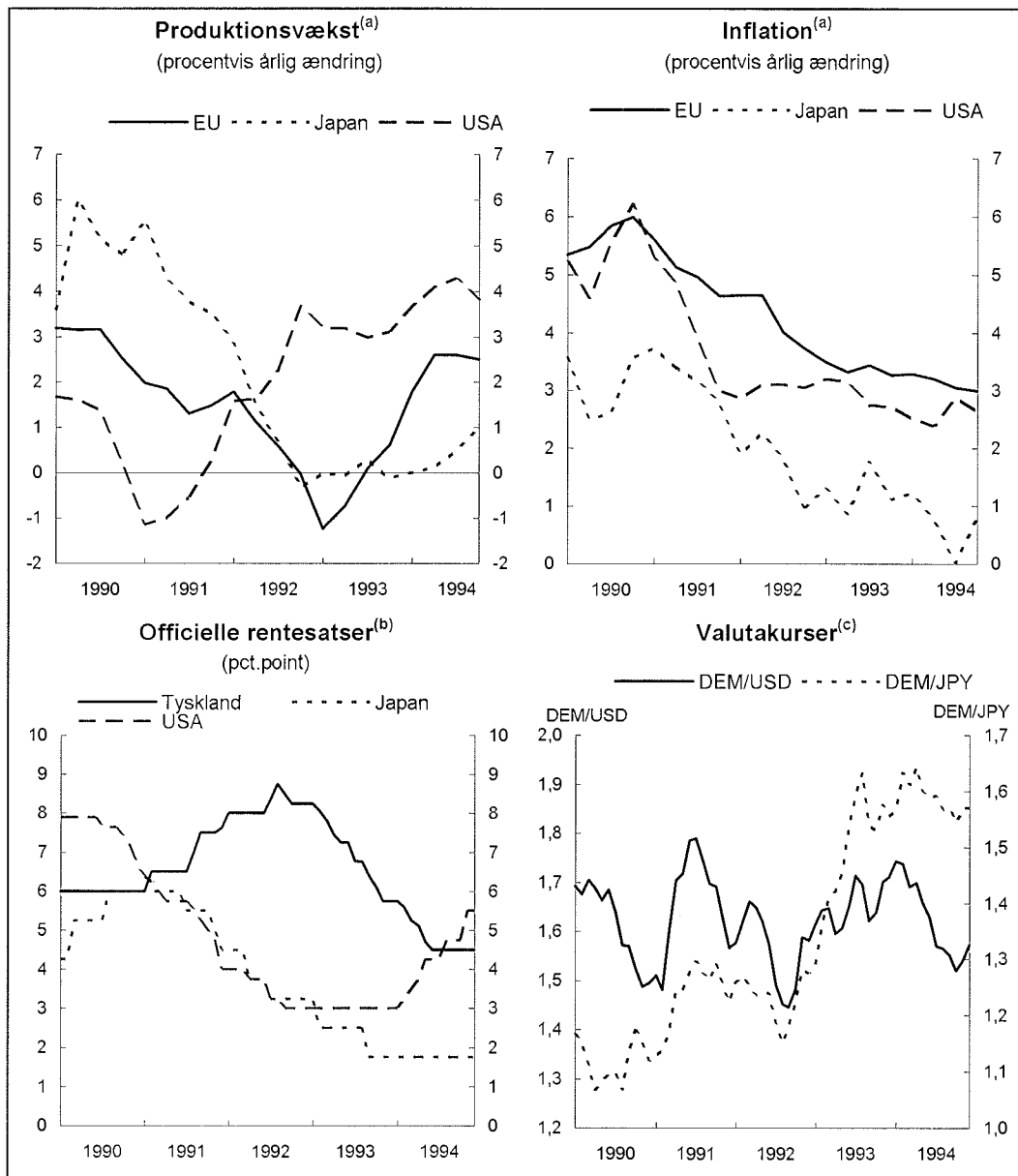
Der var væsentlige forskelle på udviklingen i den globale konjunkturcykel mellem 1993, et år præget af udtalte divergencer mellem de større industrilandes konjunktur, og 1994, hvor vækstraterne havde en tilbøjelighed til at konvergere (se figur 1). USA, som var det første land, der fik recession, har haft vedvarende vækst siden det konjunkturmæssige lavpunkt i 1991. Med en vækst i BNP på 4,0 pct. i 1994 er den amerikanske økonomi tæt på kapacitetsgrænsen. Vækstens mest dynamiske elementer har været privat forbrug og investeringer, der er vokset mere end historiske vækstrater og har fået importniveauet til at stige hurtigt, hvorved handelsunderskuddet øges.

I EU som helhed begyndte væksten at aftage i 1990 og nåede sit lavpunkt i begyndelsen af 1993. Det afspejlede modsatrettede udviklingstendenser. I England, som havde oplevet to år med faldende produktion fra midten af 1990 til midten af 1992, gik økonomien ind i en fase med fornyet vækst i løbet af 1992. I de fleste andre lande blev både tidspunktet for og styrken af konjunkturudviklingen stærkt præget af afsmitningen fra det tyske genforeningsboom. Som diskuteret i afsnit 1.2 nedenfor blev produktionsnedgangen i 1993 fulgt af en uventet stærk konjunkturopgang i 1994.

Japan var den sidste af de større økonomier, som fik recession. På grund af begrænset forbruger- og erhvervstillid og delvis som afspejling af den reale opskrivning af yen, var det private forbrug og investeringerne meget afdæmpede i 1993, og i 1994 voksede produktionen med 1,0 pct. stadig et pænt stykke under trenden.

I en række lande har finansiell skrøbelighed været et specielt træk ved den seneste recession. I USA, England, Japan og nogle andre lande blev længden og dybden af den økonomiske nedgang forværret af husholdningers, virksomheders og finansielle institutioners bestræbelser på at korrigere uligevægte på deres finansielle balancer.

**Figur 1 Hovedtræk af udviklingen i de vigtigste industrilande**



Kilde: Nationale data.

(a) Kvartalsvise data.

(b) For Tyskland og Japan diskonto, for USA Federal Reserves udlånsrente.

(c) D-mark pr. dollar og pr. 100 yen.

### *Inflationstendenser og pengepolitik*

I 1993 og 1994 faldt inflationen i de vigtigste industrilandes økonomier. I USA var inflationen under 3 pct. i både 1993 og 1994 - en af de laveste prisstigningstakter i efterkrigsperioden, selvom de kvartalsvise inflationstakter har udvist nogen fluktuation. Den amerikanske Federal Reserve strammede pengepolitikken i februar 1994 for første gang i fem år som reaktion på bekymring over en forøgelse af det underliggende inflationspres. Mellem februar og december 1994 blev Federal Reserves udlånsrente sat op seks gange. Til at begynde med valgte Federal Reserve relativt små stigninger i de

officielle satser (hver på 25 basispoint), men tilsyneladende beroligede det ikke markederne. Stigningen på 75 basispoint i midten af november 1994 bragte Federal Reserves udlånsrente op på 5,5 pct. (fra 3 pct. i begyndelsen af februar 1994). Det var en af de største stigninger i efterkrigsperioden, og den synes at have styrket de finansielle markeders tillid til de amerikanske pengepolitiske myndigheders anti-inflationspolitik.

I EU er den gennemsnitlige inflationstakt faldet kontinuerligt. I 1994 var den tæt på 3 pct.

I Japan startede den pengepolitiske lempelse tidligt i 1991, og diskontoen blev fastholdt på 1,75 pct. fra september 1993 og frem. Som følge af svag indenlandsk efterspørgsel og den stærke appreciering af yen var inflationstakten 1,3 pct. i 1993 (sammenlignet med 1,7 pct. året før), og den faldt yderligere i 1994. For at stimulere den økonomiske aktivitet indtog de pengepolitiske myndigheder en meget akkommoderende holdning - omend dog den reale opskrivning af yen i 1994 delvis modvirkede effekterne af lave nominelle renter.

#### *Udviklingen i valutakurser*

Et væsentligt træk ved valutamarkedene gennem den omhandlede periode har været dollarens relative svaghed - i begge år over for yen og i 1994 over for alle valutaer - og den betydelige styrkelse af yen. Gennem de to år er dollaren faldet i nominelle og effektive termer med rundt regnet 5 pct., og yen er steget med omkring 30 pct. Bevægelserne i de reale effektive valutakurser har været af nogenlunde samme størrelse. Set i et mellemfristet perspektiv kan dette hjælpe med til at reducere eksterne ubalancer mellem de to lande ved at øge konkurrenceevnen for amerikanske varer og tjenester. På kort sigt havde det dog konjunkturførstærkende effekter på amerikansk og japansk økonomi.

Apprecieringen af den amerikanske dollar over for D-mark med omkring 7 pct. i løbet af 1993 blev i 1994 fulgt af en depreciering på omkring 10 pct. Dollarens initiale appreciering var til dels knyttet til ændrede forventninger til det korte rentespænd, efter at den tyske Bundesbank begyndte en serie rentenedsættelser og derved skabte forventninger om en fortløbende indsnævring af det korte rentespænd mellem de to lande. Den amerikanske Federal Reserves stramning af pengepolitikken i februar 1994 flyttede imidlertid markedets opmærksomhed over på den uventede stærke vækst, og det lykkedes ikke at dæmpe de forøgede inflationsforventninger. En anden væsentlig faktor var den midlertidige pause i de bilaterale handelsforhandlinger med Japan, som skabte opmærksomhed om den voksende amerikanske eksterne ubalance. Endelig spillede også Europas konjunkturopgang, der viste sig stærkere end forventet, en rolle ved svækkelsen af dollaren. En række centralbanker interвенerede lejlighedsvis på valutamarkedet i 1994 for at dæmpe eller bremse dollarens fald, og der var nogle få koordinerede runder med fælles intervention.

Den japanske yen gennemgik to hovedfaser overfor D-marken i 1993 og 1994. Mellem januar og august 1993 steg yen stærkt for med mindre fluktuationer at stabilisere sig omkring 1,60 DM per 100 yen. Overfor dollaren var yen udsat for en stærk stigning over hele perioden og gik fra 125 yen pr. dollar til omkring 100 yen ved udgangen af 1994 på trods af kraftige interventionskøb af dollars af de japanske pengepolitiske myndigheder.

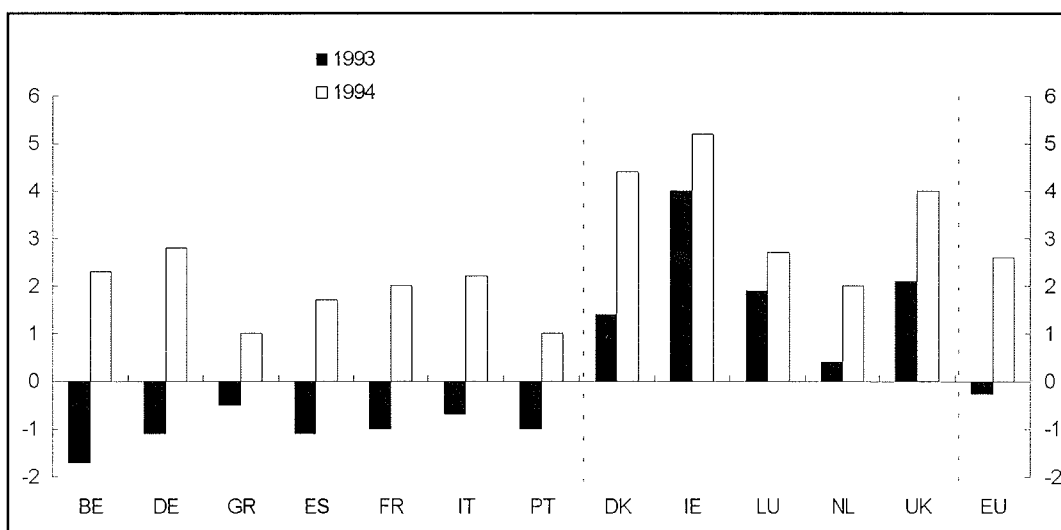
## 1.2 Økonomisk udvikling i EU

For EU som helhed var perioden 1993-94 karakteriseret ved tilbagevenden til vækst efter recessionen. Adskillige år med faldende BNP-vækst i medlemsstaterne under ét blev i 1993 rundet af med et fald på 0,3 pct. i det reale niveau for den økonomiske aktivitet - det første fald i BNP i tolv år. Til sammenligning skønnes BNP-væksten i 1994 at have været omkring 2,6 pct. for EU som helhed.

Sættes denne udvikling i historisk perspektiv, er det åbenbart, at den seneste recession i EU som helhed ikke var usædvanlig hård, når der sammenlignes med foregående recessioner, omend den i nogle lande var den dybeste i flere årtier. Faldet i BNP var 1,3 pct. fra top til bund, hvor den laveste aktivitet blev nået i foråret 1993. Til sammenligning faldt BNP i Unionen som helhed i de tidlige 1980'ere med 1,4 pct. og med endnu mere, 2,1 pct. i 1974-75. Hvad angår styrken af det nuværende opsving, synes en vækst på 2,6 pct. ikke at være ualmindelig for det første år i en konjunkturopgang. Mens væksten var svag i adskillige år efter recessionen i de tidlige 1980'ere, var den gennemsnitlige EU-vækst 4,5 pct. i 1976 - det første år i konjunkturopgangen efter den foregående recession.

For de fleste lande har konjunkturforløbet været forholdsvis sammenfaldende, og udviklingen i realt BNP afspejlede tæt udviklingen i EU som helhed. Dog udviste nogle lande forskelle - enten med hensyn til konjunkturcyklens udsving eller dens timing (se figur 2).

**Figur 2** BNP-vækst i EU-medlemsstater\*  
(procentvis årlig ændring)



Kilde: Nationale data.

\* Aggregerede EU-tal er her og andre steder i Årsberetningen generelt konstrueret ved hjælp af købekraftskorrigerede valutakurser (PPP-kurser). Dog anvendes faktiske valutakurser fra 1989 til handelstal. Kurser og indeks (bortset fra forbrugerpris-indeks) er baseret på 1989 BNP-vægte.

I Belgien, Tyskland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien og Portugal faldt den samlede aktivitet i 1993, men genoprettedes betydeligt i 1994. I nogle lande var et positivt bidrag fra nettoeksporten særligt vigtigt for udviklingen både i 1993 og 1994. I

1993 modvirkede positive ændringer på handelsbalancen delvist den indenlandske efterspørgsels svage forløb (og mildnede således nedgangen), og i 1994 sørgede styrken af nettoeksporten for et betydeligt skub til væksten. I den sammenhæng gavnede verdenshandelens klare stigning i 1994 alle landene, og i Spanien og Italien blev eksportvæksten i løbet af 1993-94 yderligere styrket af de konkurrenceevnegevinster, der fulgte de betydelige devalueringer i 1992-93.

Den indenlandske efterspørgsel, som havde været en vigtig kilde til den svage reale aktivitet i 1993 i de fleste af landene, gav et positivt - omend ret beskedent - bidrag til væksten i 1994. Forbrugertilliden, som var blevet alvorligt påvirket af recessionen og i visse lande af valutakrisen i 1992-93, bedredes gradvist. Dette førte til gradvis forbedring af det private forbrug og en ledsagende nedgang i opsparingskvoten. Lageropbygning har også givet en betydelig stimulans til væksten i de fleste af landene, men investeringerne har trods klar forbedring i 1994 kun givet en moderat stimulans til den økonomiske aktivitet. Desuden er det direkte vækstbidrag til BNP fra det offentlige forbrug, trods anselige budgetunderskud, forblevet lille eller endda negativt for de fleste i gruppen (se afsnit 3.1 for en diskussion af finanspolitikken).

Væksten har været positiv i Danmark, Irland, Luxembourg, Holland og England gennem de to år, som denne beretning dækker, omend der oplevedes aktivitetsnedgang i visse af landene i løbet af 1993. I både 1993 og 1994 var BNP-væksten i Irland den højeste i Unionen, og væksten var over EU-gennemsnittet i Danmark. Den indenlandske efterspørgsel i Danmark, Irland og Holland har enten stort set været uændret eller er faldet i 1993, men BNP-væksten blev understøttet af nettoeksporten. Den kraftige vækst i Danmark over den betragtede periode kunne endvidere tilskrives ekspansiv finanspolitik. I England var BNP-væksten positiv i begge år. Dette fulgte dog efter en langvarig og alvorlig recession mellem midten af 1990 og midten af 1992, som havde baggrund i den private sektors gældsætning og et højt niveau for den nominelle rente mellem 1988 og 1990. Konjunkturopgangen, som begyndte i midten af 1992, var hovedsagelig forbundet med en vending i det private forbrug og blev forstærket af rentefaldet, der var begyndt så tidligt som i 1990. Nettoeksporten, der havde støttet økonomien under den foregående nedgang, havde en meget mindre positiv indflydelse i de indledende stadier af konjunkturopgangen i 1993, fordi opgangen faldt sammen med konjunkturforværringen i det kontinentale Europa. Da konjunkturbedringen tog fart i 1994, gav nettoeksporten et stigende bidrag til væksten, mens den finanspolitiske stramning bremsede den indenlandske efterspørgsel.

1994 blev også præget af stigende konvergens i vækstraterne, og for første gang siden 1989 oplevede alle Unionslandene samtidig positiv vækst. Vækstraternes gennemsnitlige spredning, som var på 2,3 pct. i 1991, faldt til 0,7 pct. i 1994.

Som følge af det afvigende konjunkturforløb overfor tredjelande forbedredes den eksterne balance for hele EU betydeligt i 1993. En yderligere mindre forbedring fandt også sted i 1994 (se tabel 1). Handelsbalancerne forbedredes i næsten alle EU-lande i 1993, og det samlede EU-handelsoverskud voksede i 1994 til 1,3 pct. af BNP. I denne periode voksede EU's underskud på tjenestebalancen en smule fra 0,6 til 1 pct. af BNP, men det forhindrede ikke betalingsbalancen i at komme i overskud med 0,2 og 0,4 pct. af BNP i henholdsvis 1993 og 1994.

**Tabel 1 EU-landenes handels- og betalingsbalancer \***  
(som pct. af BNP)

	Handelsbalance				Betalingsbalance			
	1991	1992	1993	1994 <sup>(a)</sup>	1991	1992	1993	1994 <sup>(a)</sup>
Belgien-Luxembourg	0,9	1,5	2,7	2,8	2,4	2,7	5,1	5,1
Danmark	3,2	4,8	5,6	3,5	1,7	3,4	4,1	1,9
Tyskland	0,8	1,1	2,0	2,6	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4
Grækenland	-14,2	-14,5	-14,0	-14,0	-1,8	-2,2	-0,8	-0,2
Spanien	-6,5	-6,0	-3,9	-3,7	-3,0	-3,0	-0,6	-0,6
Frankrig	-0,4	0,5	1,3	1,2	-0,5	0,3	0,8	0,8
Irland	7,0	11,2	15,0	15,6	3,3	4,8	7,6	6,1
Italien	0,0	0,3	3,3	4,0	-2,1	-2,3	1,2	2,0
Holland	3,7	3,6	2,8	2,9	2,7	2,3	3,0	3,0
Portugal	-10,0	-9,8	-9,2	...	-0,9	-0,1	-0,2	0,3
England	-1,8	-2,2	-2,1	-1,7	-1,4	-1,6	-1,8	-0,4
EU-12 <sup>(b)(c)</sup>	-0,6	-0,3	0,9	1,3	-1,0	-0,9	0,2	0,4

Kilde: Nationale data

\* Data påvirket af ændret statistikindsamling fra og med 1993.

(a) Foreløbig.

(b) Se fodnote til figur 2.

(c) Inklusive handel mellem EU-lande.

Forbedringen af handelsbalancen i 1993 beløb sig til over 2 pct. af BNP i Spanien, Irland og Italien, både som resultat af konkurrenceevneforbedringer og, især i Spanien og Italien, som følge af den svækkede indenlandske efterspørgsel. Generelt var forbedringerne af handelsbalancerne af en mindre størrelsesorden i Tyskland, Italien og England med forbedringer på mellem 0,5 og 1 pct. af BNP. Nogle lande oplevede dog en enten forværret eller uændret handelsbalance i 1994 på grund af styrken i den indenlandske efterspørgsel (omend handels- og betalingsbalancen fortsat viste komfortable overskud i Danmark).

Forskelle med hensyn til recessionens timing og styrke i medlemsstaterne kunne tyde på, at selvom vækstraterne konvergerede igennem 1994, varierede det eksisterende spillerum for produktionen fortsat betydeligt mellem enkeltlande. Sådanne spillerum kan udtrykkes ved "produktionsgab", som er forskellen mellem faktisk og mulig produktion, hvor mulig produktion er det produktionsniveau, der kunne opretholdes i økonomien uden at lægge opadrettet pres på inflationstakten. Skøn herover er behæftet med betydelig usikkerhed, men bekræfter det synspunkt, at produktionsgabene, selvom de viste nogen konvergens gennem 1993 og 1994, fortsat varierede betydeligt inden for Europa.

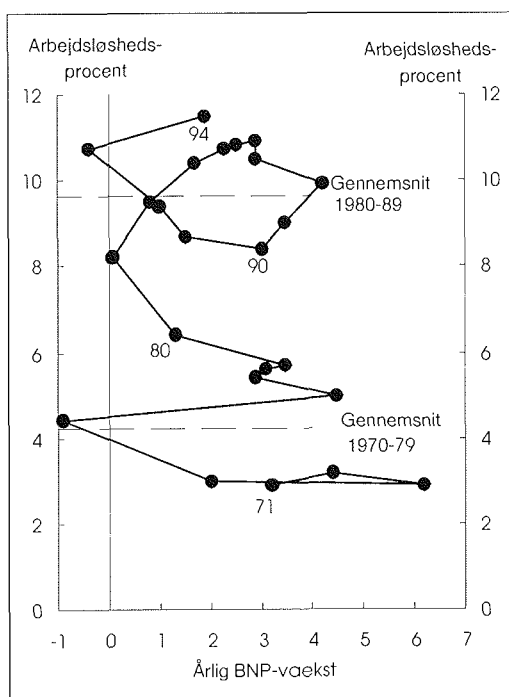
Arbejdsløsheden, som normalt udvikler sig langsommere end aktiviteten, toppede i EU som helhed med omkring 18 millioner (eller tæt ved 12 pct. af arbejdsstyrken) i 1994, før den begyndte - omend langsomt - at falde. Arbejdsløsheden i Unionen var under konjunktturnedgangen steget med mere end tre procentpoint fra et lavpunkt på 8,3 pct. under den forudgående ekspansive fase for den økonomiske aktivitet i begyndelsen af 1990'erne, og var enten stabiliseret eller begyndt at falde i de fleste medlemsstater i anden halvdel af sidste år. Dog bestod der betydelige forskelle mellem arbejdsløsheden i enkeltlande. Ved udgangen af 1994 var arbejdsløsheden kun under 10 pct.-niveauet i Belgien, Tyskland, Grækenland, Luxembourg, Holland, Portugal og England.

## Boks 1 Strukturel tilpasning på arbejdsmarkedet

De høje arbejdsløshedsprocenter i de fleste EU-lande i 1993-94, både i forhold til tidligere erfaringer og sammenlignet med andre større lande, repræsenterede et betydeligt ressourcspild og en væsentlig kilde til sociale (samt budgetmæssige) omkostninger for medlemsstaterne. Som det er almindelig anerkendt, kan den høje arbejdsløshed primært henføres til lav beskæftigelse snarere end til ændringer i arbejdsstyrken. Mellem 1980 og 1994 blev der for eksempel kun skabt omkring 3,5 millioner ekstra job i EU, langt færre end i både USA (19,3 millioner) og Japan (10,5 millioner). At forbedre dette resultat kræver strukturelle reformer af arbejdsmarkedets funktionsmåde. Sådanne reformer kan også forventes at støtte bestræbelserne på at opnå pristabilitet.

De specifikke træk ved arbejdsmarkedet i de enkelte EU-lande varierer betydeligt - hvad den præcise karakteristika af arbejdsløshedsproblemet så sandelig også gør (se tabellen) - og som konsekvens varierer de politiske prioriteter med hensyn til reformer mellem landene. Desuden kræver skabelsen af flere job i EU bedre konkurrenceevne og indebærer, at politikken også skal fokusere på varemærker og deregulering i almindelighed.

### EU-arbejdsløshed og årlig BNP-vækst



Kilde: Nationale data.

### Strukturen i arbejdsløsheden

	Arbejdsløshedsprocent, 1993 (%) <sup>(a)</sup>		Andel af langtidsledige 1992 <sup>(d)</sup>
	Total <sup>(b)</sup>	Unge <sup>(c)</sup>	
Belgien	9,1	19,6	59,0
Danmark	10,4	11,4	27,0
Tyskland <sup>(e)</sup>	5,8	4,9	33,5
Grækenland	9,8	24,6	49,7
Spanien	22,4	43,2	47,4
Frankrig	11,6	24,6	36,1
Irland	15,8	27,9	60,2
Italien	10,2	30,6	58,2
Luxembourg	2,6	6,5	17,6
Holland	8,3	15,0	44,0
Portugal	5,5	12,0	30,9
England	10,3	16,9	35,4
EU-12 <sup>(f)</sup>	10,6	20,6	42,2
USA	6,7	13,3	11,2
Japan	2,1	5,1	15,4

Kilde: OECD's Job Study (1994).

(a) OECD's standardiserede arbejdsløshedsprocenter uндtagen for Danmark og Luxembourg. (b) Alle arbejdsløse som pct. af samlet arbejdsstyrke. (c) Unge (under 25 år) som pct. af unge i arbejdsstyrken. (d) Alle uafbrudt arbejdsløse i mindst 1 år som pct. af samlet antal arbejdsløse. (e) Vesttyskland. (f) Se fodnote til figur 2.



### Boks 1 (forts.)

På unionsniveau som på enkeltlande-niveau er opmærksomheden i stigende grad blevet rettet mod arbejdsmarkedsspørgsmål i 1994, og forslag til at forbedre arbejdsmarkedets resultater er blevet offentliggjort i en hvidbog. Arbejdsmarkedsreformer kan opfattes som faldende i to kategorier: de, der påvirker de beskæftigedes betingelser og vilkår, og de der fokuserer direkte på de arbejdsløse. Faktorer, der er blevet identificeret som havende indflydelse på arbejdsmarkedets virkemåde, og som kan have særlig relevans for EU, omfatter: Lønomkostninger (som inkluderer både direkte og indirekte lønomkostninger), graden af fleksibilitet i reallønnen (knyttet til omfanget af centralisering i lønforhandlingerne, dyrtidsregulering, bestemmelser om mindsteløn, organiseringsgrad og strejkelovgivning), ansættelses- og afskedigelsesomkostninger, forsikringsordninger for arbejdsløse og jobtræningsprogrammer.

En lang række arbejdsmarkedsreformer er sat i værk i Europa siden slutningen af 1980'erne. Ændringer af arbejdsløshedsforsikringerne har været udbredte og taget form af ændringer i niveauet for den modtagne nettoydelse, varigheden af retten til ydelsen og/eller tildelingskriteriet. For eksempel blev strukturen i udbetalt ydelse ændret i Frankrig, så den aftager med arbejdsløshedsperiodens længde. I 1994 blev forholdet mellem dagpenge og gennemsnitsfortjeneste reduceret i Tyskland, mens dagpenge blev gjort skattepligtige i Irland og Spanien. Former for dyrtidsregulering af lønnen er blevet ændret i adskillige lande. I Belgien er koblingen ændret til at udelukke prisstigninger på alkohol, brændsel og tobak, mens "scala mobile" i Italien er blevet erstattet af et system, der kobler lønstigningerne til den tilsigtede inflation. I Grækenland blev dyrtidsregulering afskaffet i 1991. Mindstelønningerne har været fastfrosset i Holland siden 1992, og tilbageværende restriktioner i et antal brancher blev afskaffet fra 1993 i England. Der er også gjort fremskridt med at reducere indirekte arbejdsomkostninger, for eksempel i Belgien og Frankrig, hvor arbejdsgivernes socialbidrag er blevet reduceret (i Belgien for lavindkomstgrupper og ved ansættelse af unge arbejdere). Der er foretaget en række tiltag i Luxembourg med henblik på blandt andet at reducere de indirekte lønomkostninger. Introduktionen af nye ansættelsesprocedurer og lempelsen af restriktioner, der regulerer afskedigelser, har i Spanien været en del af en vidtrækkende arbejdsmarkedsreform i 1994. Endelig er jobtræningsprogrammerne blevet udvidet i mange lande med speciel fokus på at forbedre de unges og de langtidslediges færdigheder og kvalifikationer.

En betydelig del af den registrerede stigning i arbejdsløsheden i Unionen siden slutningen af 1980'erne har været et resultat af opbremsningen i den økonomiske aktivitet. Arbejdsløshedens seneste toppunkt er dog højere, end hvad der er set under tidligere konjunkturcykler (den gennemsnitlige arbejdsløshed i 1970'erne kom aldrig over 6 pct., og maksimum i midten af 1980'erne var 11 pct.). Det var også betydeligt over de seneste toppunkter i både USA (7,4 pct. i 1992) og Japan (hvor det observerede maksimum til dato er omkring 3,0 pct.).

Som vist i boks 1, har arbejdsløsheden i EU haft en tilbøjelighed til at stige under hver konjunkturcykel siden 1970'erne, hvilket belyser eksistensen af betydelige strukturproblemer, der må tages fat på. Den vigtige følgeslutning er, at de nuværende arbejdsløshedsniveauer kun delvist er konjunkturbetingede. Det seneste lavpunkt for arbejdsløsheden (i 1990) var betydeligt højere end den gennemsnitlige arbejdsløshedsprocent, der observeredes i 1970'erne. Desuden viste et OECD-studie offentliggjort i 1994, at arbejdsløsheden i Europa har været særlig høj for visse kategorier af arbejdsstyrken, for eksempel for dem under 25 år (hvor 20 pct. var arbejdsløse i 1993) og de langtidsledige (over 40 pct. af totalen i 1992).

**Tabel 2 Priser, lønninger og produktivitet i EU-medlemsstater**  
(procentvis årlig ændring)

		Forbruger- priser (1)	Enheds- lønomkost- ninger <sup>(a)</sup> (2)	Løn pr. ansat <sup>(a)</sup> (3)	Produktivitet (3)-(2) <sup>(a)</sup> (4)	Importpriser <sup>(a)</sup> (5)
Belgien	1992	2,4	3,5	6,1	2,6	-2,6
	1993	2,8	4,5	4,4	-0,1	-3,4
	1994	2,4	0,6	4,1	3,5	1,4
Danmark	1992	2,1	1,1	2,8	1,7	-1,3
	1993	1,3	0,3	1,9	1,6	-0,9
	1994	2,0	-0,8	2,8	3,6	2,8
Tyskland <sup>(b)(c)</sup>	1992	4,0	4,9	5,6	0,7	-1,2
	1993	4,1	3,5	2,9	-0,6	-0,3
	1994	3,0	-1,0	1,8	2,8	0,4
Grækenland	1992	15,9	11,0	10,3	-0,7	8,4
	1993	14,5	11,1	9,4	-1,7	7,6
	1994	10,8	11,6	12,5	0,9	7,8
Spanien	1992	5,9	6,2	9,0	2,8	1,3
	1993	4,6	3,3	6,1	2,8	6,6
	1994	4,7	2,0	4,3	2,3	6,9
Frankrig	1992	2,4	2,6	4,4	1,8	-2,3
	1993	2,1	2,2	2,5	0,3	-2,3
	1994	1,6	0,5	3,7	3,2	3,1
Irland	1992	3,0	-5,9	4,6	10,5	-2,1
	1993	1,5	-0,2	5,8	6,0	5,2
	1994	2,4	-3,4	4,0	7,4	1,4
Italien	1992	5,3	4,0	6,2	2,2	-0,6
	1993	4,3	0,8	3,6	2,8	11,7
	1994	3,9	-0,8	3,0	3,8	3,5
Luxembourg	1992	3,2	5,9	5,9	0,0	-1,7
	1993	3,6	6,4	4,9	-1,5	-0,1
	1994	2,1	3,5	4,2	0,7	3,1
Holland	1992	3,2	4,5	5,2	0,7	-2,1
	1993	2,6	2,4	3,2	0,8	-2,8
	1994	2,7	0,4	2,1	1,7	1,1
Portugal	1992	8,9	13,4	13,8	0,4	-4,5
	1993	6,5	5,9	6,9	1,0	3,3
	1994	5,2	2,7	4,0	1,3	5,9
England	1992	3,7	4,2	6,3	2,1	0,9
	1993	1,6	0,3	3,5	3,3	8,2
	1994	2,4	0,0	3,9	3,9	3,2
EU-12 <sup>(e)</sup>	1992	4,3	4,6	6,3	1,7	-0,8 <sup>(e)</sup>
	1993	3,4	2,4	3,8	1,4	3,4 <sup>(e)</sup>
	1994	3,1	0,4	3,5	3,1	2,7 <sup>(e)</sup>

Kilde: Nationale data

(a) Foreløbige tal for 1994.

(b) Vesttyskland.

(c) Lønsum divideret med BNP i faste priser

(d) Se fodnote til figur 2.

(e) Inklusive import mellem EU-lande.

Forbrugerprisinflationen i EU-landene faldt i gennemsnit fra 4,3 pct. i 1992 til 3,1 pct. i 1994. Der har også været en markant konvergens mellem inflationstakterne, og standardafvigelsen faldt fra 2,1 pct. i 1992 til 1,5 pct. i 1994. Skønt de seneste to års resultat ikke kan betragtes som fuldt tilfredsstillende, repræsenterer det et bemærkelsesværdigt fremskridt for Unionen som helhed. Belgien, Danmark, Frankrig, Irland, Luxembourg, Holland og England opnåede eller opretholdt inflationstakter på eller under 2 - 2,5 pct. i 1994, mens Tyskland gjorde fremskridt og noterede en inflationstakt på 3 pct. Yderligere reduktion af de årlige forbrugerprisstigninger fandt sted i Italien og Portugal, hvor inflationen i 1994 lå henholdsvis på 3,9 og 5,2 pct., mens inflationen steg marginalt til 4,7 pct. i Spanien. Grækenland fik en inflationstakt på lige under 11 pct. i 1994 sammenlignet med næsten 16 pct. i 1992. De følgende tekstafsnit fokuserer på vigtige faktorer, som forklarer udviklingen mod lavere inflationstakter i Unionen med vægten lagt på omkostningselementer på kort sigt (se tabel 2); andre kausale faktorer, så som arbejdsløshed, produktionsgab og pengepolitik, behandles andre steder.

Stigningstakten i enhedslønomkostningerne i EU aftog i gennemsnit betydeligt over de seneste to år, fra et gennemsnit på 4,6 pct. i 1992 til 2,4 pct. i 1993 og 0,4 pct. i 1994. Løntilbageholdenhed var den væsentligste underliggende faktor i 1993. På baggrund af recessionen og det stigende niveau for arbejdsløsheden aftog stigningen i nominelle lønninger fra over 6 pct. i 1992 til 3,8 pct. i 1993. Samtidig - og ligeledes som resultat af recessionen - aftog produktivetsstigningen, men dette ophævede kun delvist virkningen af tilbageholdenhed med nominelle lønstigninger. I 1994 var aktivitetsfremgangen og en yderligere stigning i niveauet for arbejdsløshed i hele Unionen forbundet med en stærk stigning i arbejdsproduktiviteten. Denne udvikling sammen med den fortsatte lønmoderation (med nominelle lønstigninger, der faldt til 3,5 pct.) lå bag den yderligere nedgang i enhedslønomkostningernes stigningstakt.

I et antal lande blev stigningen i enhedslønomkostningerne holdt under 3 pct. i 1993 og under 2 pct. i 1994. I 1994 faldt enhedsløndlomkostningerne ligefrem i Danmark, Tyskland, Irland og Italien. Stigninger over EU-gennemsnittet blev gennem 1993-94 noteret i Spanien, Luxembourg, og Portugal, omend der skete en mærkbar nedbremsning, og i Grækenland fortsatte omkostningerne med at stige meget hurtigt, mere end 11 pct. i begge år. Andre faktorer - uden forbindelse til konjunkturudviklingen - bidrog til gunstige inflationsresultater i EU-lande i 1993-94. I nogle lande er der blevet iværksat strukturreformer for at forbedre arbejdsmarkedets fleksibilitet (se boks 1). Desuden er der tegn på øget konkurrence på varemarkederne, delvis i forbindelse med den fremadskridende fuldførelse af det Indre Marked.

Importprisernes udvikling afveg klart imellem landene i 1993. I adskillige medlemsstater faldt importpriserne, men stærke stigninger fandt sted i Grækenland, Spanien, Italien og England, og mindre stigninger i Irland og Portugal som resultat af devalueringer eller deprecieringer af EU-valutaer i 1992-93. Gennemslaget af disse valutakursændringer var imidlertid ikke fuldstændig i de fleste af de berørte lande, da importørerne accepterede en reduktion af deres profitmargin, og eksportørerne reducerede priserne i indenlandsk valuta som resultat af svag efterspørgsel. I 1994 blev importpriserne påvirket af en delvis retablering af profitmarginerne og stigende råvarepriser, i nogle lande så som Grækenland, Spanien, Italien og Portugal suppleret med yderligere valutakurseffekter. Over hele toårsperioden har virkningen af svagere valutakurser på den almindelige forbrugerprisinflations dog været begrænset.

Den generelle tendens mod faldende inflationstakter i 1993-94 var tydelig både i de sektorer, der producerer internationalt handlede varer og tjenester, og i de der producerer varer og tjenester til hjemmemarkedet. Mens forskellen på inflationstakterne i beskyttede og ubeskyttede sektorer i gennemsnit steg i de første to år af 1990'erne, er den på det seneste mindsket i de fleste medlemsstater som udtryk for effekten på inflationen af en moderat lønudvikling og øget konkurrence i de beskyttede sektorer. Yderligere udvikling af det Indre Marked kan føre til, at et bredere udsnit af varer og tjenester handles mellem medlemsstater, hvilket vil bidrage yderligere til lavere inflation i traditionelt beskyttede sektorer.

Endelig og desuagtet det ovenstående blev forbrugerprisstigninger i EU forstærket af stigninger i de indirekte skatter. Som en afspejling af de offentlige finansers tilstand var sådanne stigninger almindelige i de fleste medlemsstater i 1993-94.

## **2. Udviklingen på de finansielle markeder**

Udviklingslinjerne på valuta- og obligationsmarkederne var markant forskellige i 1993 og 1994. I 1993 var der vedvarende spændinger på valutamarkederne frem til august, hvor det blev besluttet at udvide udsvingsbåndene i ERM. Obligationsmarkederne oplevede en positiv periode med stigende kurser og historisk lave renteniveauer. I modsætning hertil var 1994 præget af en markant vending på obligationsmarkederne, men relativ ro på valutamarkederne.

### **2.1. Udviklingen på valutamarkederne**

#### *Valutakursudvikling*

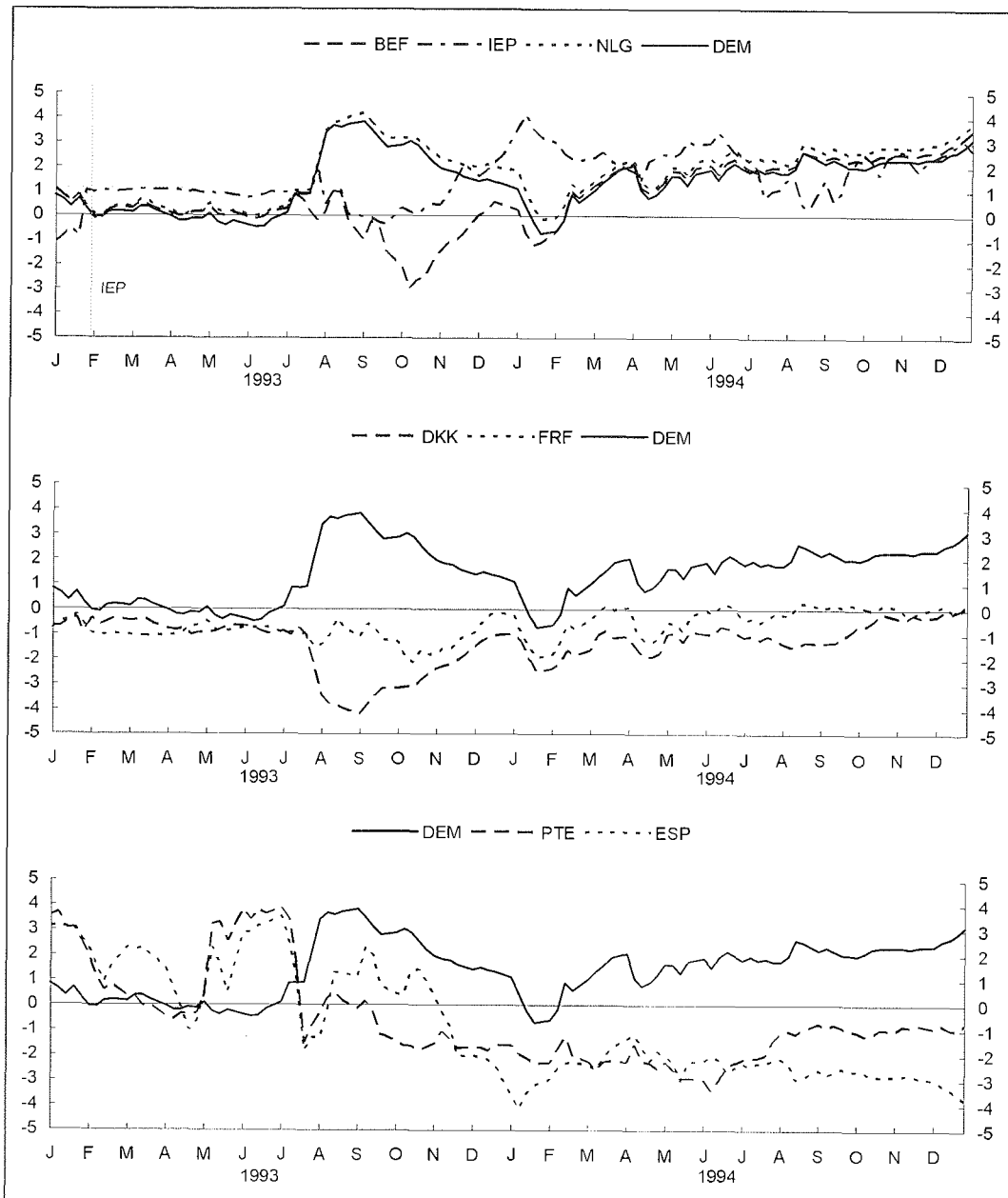
Valutakursrelationerne inden for EMS var præget af betydelige spændinger i 1993. I første halvdel af året førte vedvarende spændinger til to valutakursjusteringer oven i de tre, der havde fundet sted i de sidste fire måneder af 1992. Hertil kom suspensionen af ERM-medlemskabet for italienske lire og engelske pund. Som følge af hidtil usete spekulative pres blev udsvingsbåndene udvidet i august 1993. Herefter blev mere stabile forhold på valutamarkedet genetableret, og det nye system fungerede relativt gnidningsfrit fra slutningen af 1993 og gennem det meste af 1994.

I første halvdel af 1993 blev de fleste valutaer påvirket af gentagne perioder med spændinger. Efter stærkt pres blev irske pund devalueret med 10 pct. den 1. februar. I de følgende dage blev pres mod danske kroner med succes dæmpet efter forhøjelse af de officielle renter, koordineret intervention og en tysk rentenedsættelse. I marts kom franske franc under pres op til parlamentsvalget, men presset aftog, da den nye regering bekræftede målsætningen om valutakursstabilitet. I april blev spanske pesetas påvirket af annonceringen af et spansk parlamentsvalg i utide. Efter tiltagende spændinger, som også påvirkede portugisiske escudos, bad de spanske myndigheder den 13. maj om en valutakursjustering; pesetaen og escudoen blev den 14. maj devalueret med henholdsvis 8 pct. og 6,5 pct.

Figur 3

Valutakurspositioner i ERM\*

(procentpoint)



Kilde: EMI.

\* Stiplede vertikale linjer angiver valutakursjusteringer af IEP, PTE og ESP. Stiplede horisontale linjer viser udsvingsgrænser for valutaer i det tidligere snævre bånd. Positionen i udsvingsbåndet bestemmes af afvigelsen i forhold til den stærkeste og svageste valuta i ERM. Afvigelsen mellem to valutaer viser forskellen i procent mellem deres markedskurs og de bilaterale centalkurser.

Efter en kort periode med relativ stabilitet vendte det stærke pres på markederne tilbage i juli 1993. Presset var især rettet mod franske franc. Stemningsskiftet på markedet blev forstærket af forventninger om divergerende styrke af den økonomiske aktivitet i medlemslandene, kombineret med usikkerhed vedrørende den fremtidige pengepolitik. Efter betydelig koordineret intervention på valutamarkedet blev de officielle renter hævet i Frankrig og Danmark. Efter en fælleserklæring fra Banque de France og Bundesbank samt yderligere franske tiltag blev de spekulative kapitalbevægelser midlertidigt dæmpet. Bundesbank besluttede den 29. juli at nedsætte Lombardrenten og annoncerede yderligere nedsættelser af reponenten, mens diskontoen blev holdt uændret. Dette medførte fornyet markedspress, som ikke kunne modstås af hverken massiv intervention fra alle de implicerede centralbanker eller Bundesbanks annoncering af, at den ville tillade de korte markedsrenter at falde under niveauet for diskontoen. Økonomi- og finansministrene og centralbankcheferne bekræftede de gældende centralkurser og besluttede den 2. august 1993 at udvide udsvingsbåndene i ERM til +/- 15 pct. Som resultat af en bilateral aftale blev de tidligere udsvingsgrenser på +/- 2,25 pct. opretholdt mellem hollandske gylden og D-mark.

Efter udvidelsen af udsvingsbåndene i ERM blev alle valutaer, der tidligere var en del af det snævre bånd, med undtagelse af den hollandske gylden, handlet under den tidligere nedre udsvingsgrense over for D-mark. Dette afspejlede forventninger om, at det større pengepolitiske spillerum, som var en følge af udvidelsen af udsvingsbåndene, ville blive benyttet af de berørte lande til at lempe pengepolitikken. Fra august og frem til midten af oktober 1993 lå de bilaterale afvigelser for centralkurserne over for D-mark mellem 4 pct. og 8,5 pct. for irske pund, franske franc, belgiske franc og danske kroner. For valutaerne i det tidligere brede bånd fik beslutningen mindre virkning, da spanske pesetas og portugisiske escudos bevægede sig indenfor de tidligere udsvingsgrenser over for D-mark. Fra midten af oktober indsnævredes de bilaterale valutakursafvigelser i takt med stigende erkendelse i markedet af, at det manøvrerum, de nye ERM-udsvingsgrenser gav, kun ville blive anvendt til at opfange selvkorrigerende markedsbevægelser. Rentepolitikken blev indrettet herefter.

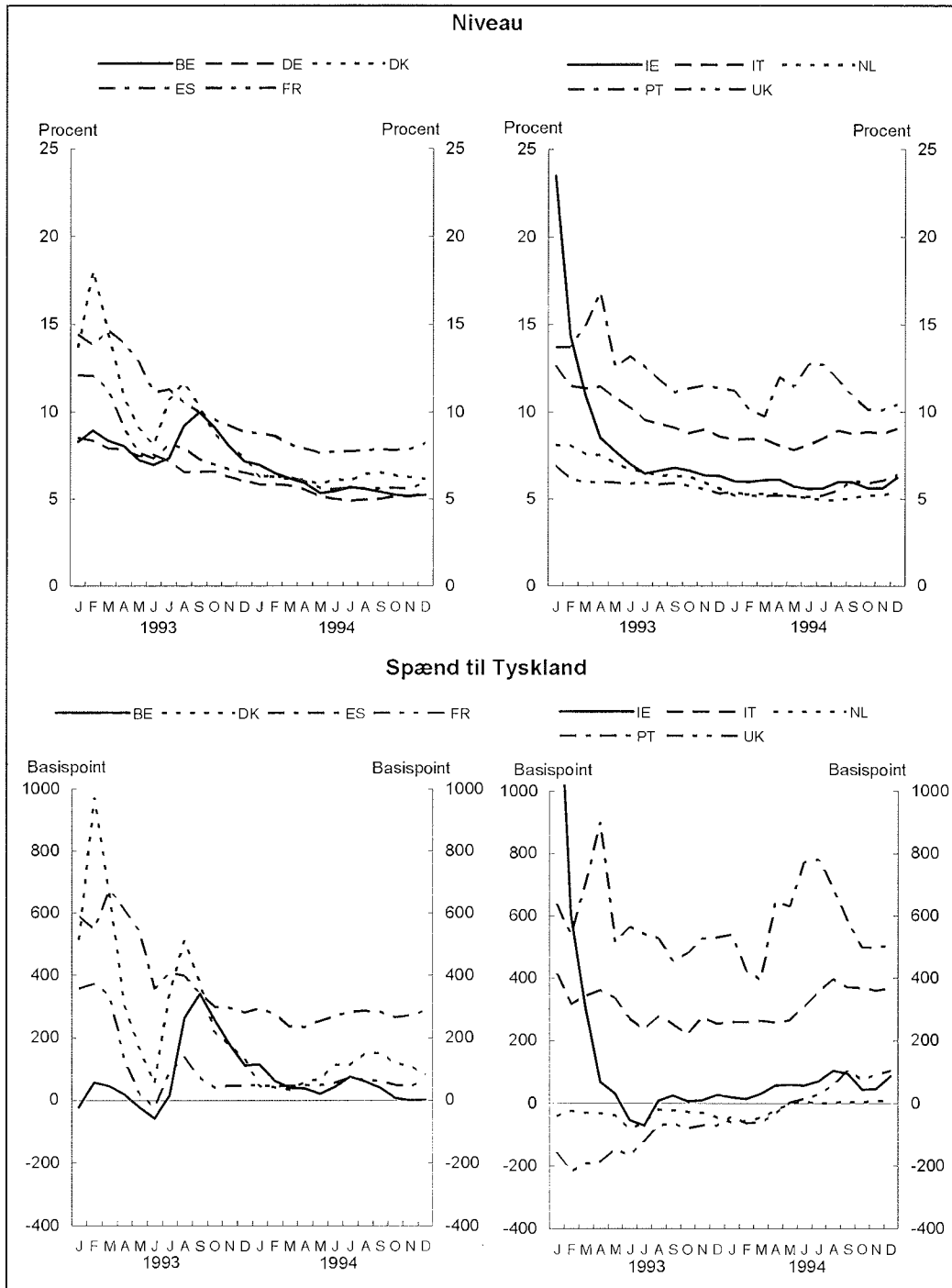
Gennem det meste af 1994 lå de bilaterale afvigelser mellem den stærkeste og den svageste valuta på omkring 6 pct., bortset fra tre korte episoder (i januar, juni og december 1994), hvor afvigelsen nåede 8 pct. Hollandske gylden, irske pund og belgiske franc var de stærkeste af valutaerne i det tidligere snævre bånd. I forhold til D-mark forblev franske franc og danske kroner i 1994 i gennemsnit stabile omkring deres tidligere nedre interventionsgrænse. Spanske pesetas og portugisiske escudos holdt sig over deres tidligere udsvingsgrenser. Sidstnævnte var udsat for midlertidige spændinger i maj og juni 1994, hvad der fik Banco de Portugal til at intervenere og hæve de officielle renter og markedsrenterne. I december 1994 blev spanske pesetas svækket til under sin tidligere bilaterale nedre udsvingsgrense.

Udviklingen i andre indikatorer tenderer mod at bekræfte, at ERM genvandt en betydelig grad af stabilitet i løbet af 1994. De korte renteforskelle over for D-mark var mindre volatile og lå i gennemsnit på de niveauer, der var gældende før krisen. Intervention til støtte for valutaer under nedadgående pres blev reduceret betydeligt og var tæt på gennemsnittet for perioden 1988 til 1992. Nogle centralbanker tilbagekøbte valuta til reserven. Volatiliteten i valutakurserne, som var steget markant (bortset fra den hollandske gylden) efter beslutningen den 2. august 1993, faldt mærkbart i løbet af 1994, dog ikke til niveauerne fra før krisen.

Figur 4

Korte rentesatser \*

(3 måneders interbank renter; månedsgennemsnit i basispoint)



Kilde: Nationale data.

\* Af hensyn til skalering er Grækenland ikke medtaget. Ultimo december 1994 var den græske 3-måneders rente 17,8%, og spændet til Tyskland var 12,6 procentpoint.

Efter udtræden af ERM i september 1992 deprecierede det engelske pund og den italienske lire stærkt. Fra marts 1993 indtil slutningen af året genvandt sterling noget af det tabte, men deprecierede igen i 1994. Bevægelserne over for ERM-valutaer var større end bevægelserne i den effektive valutakurs, fordi det engelske pund delvist bevægede sig med den amerikanske dollar. Sterling sluttede 1994 13 pct. under niveauet for august 1992 over for D-mark, selvom den kun deprecierede 1 pct. mellem slutningen af 1992 og slutningen af 1994. Den italienske lire fulgte, på trods af stabile perioder og endog perioder, hvor den styrkedes, en nedadgående trend over for D-mark gennem det meste af 1993 og 1994. I alt svækkedes liren med 27 pct. over for D-mark sammenlignet med niveauet fra slutningen af august 1992, hvad der betød en betydelig overkorrektions af konkurrenceevnen. Politiske faktorer kan have spillet en betydelig rolle for udviklingen i liren.

Græske drachmer var udsat for betydeligt markedspres i to perioder. Den første, i august-september 1993, var knyttet til udvidelsen af udsvingsbåndene i ERM og ophævelsen af de fleste kapitalrestriktioner på mellem- og langfristede kapitalbevægelser i maj 1993. Den anden, i maj 1994, var et resultat af forventninger om, at ophævelse af de resterende kapitalrestriktioner på kortfristede kapitalbevægelser, planlagt til udgangen af juni 1994, ville blive fulgt af en devaluering. I begge tilfælde forhindrede Bank of Greece en depreciering af drachmer udover målsætningen ved at tage passende skridt. Derved demonstrerede de græske myndigheder deres fortsatte forpligtelse til at føre en valutakurspolitik, der tog sigte på ikke fuldt ud at akkommodere inflationsforskelle.

#### *De vigtigste underliggende faktorer*

De langvarige perioder med spændinger i EMS i første halvdel af 1993 var et resultat af en række faktorer, der var af forskellig betydning fra land til land, og som ændrede sig efterhånden som krisen udviklede sig. Eksterne faktorer spillede en mindre rolle end i 1992, da dollaren apprecierede over for de europæiske valutaer efter svagheden i 1992. På samme måde gav konkurrenceevnestilling inden for EMS i mindre grad anledning til spændinger, idet mange af de skævheder, som var blevet opbygget før sommeren 1992, i stor udstrækning var blevet korrigeret i den resterende del af året.

De vigtigste faktorer bag de tilbagevendende spændinger i 1. kvartal 1993 var markedets opfattelse af, at myndighederne var i et dilemma vedrørende de midler, der skulle anvendes i den økonomiske politik, og at beslutsomheden til at forsvare centalkurserne var svækket. Markedet så en potentiel konflikt mellem på den ene side de renteniveauer, der var konsistente med lav inflation og lav økonomisk aktivitet i nogle lande, og på den anden side de renteniveauer, der var nødvendige for at opretholde valutakursstabilitet i ERM, givet kravene til den tyske pengepolitik som følge af et ubalanceret policy-mix og vedvarende inflationspres efter genforeningen. Markedsdeltagernes adfærd bidrog til at forstærke spændingerne gennem "selvopfyldende angreb", som afspejledes i de gentagne perioder med spændinger, hvor gevinster fra tidligere kursjusteringer førte til forventning om yderligere gevinst fra nye angreb. Endelig var troværdigheden af ERM reduceret efter de gentagne kursjusteringer i 1992-93.



### *Myndighedernes reaktioner*

Renteinstrumentet blev gentagne gange anvendt for at modstå markedspress ved at hæve omkostningerne ved spekulative positioner. Det var i nogle tilfælde ineffektivt, idet det var opfattelsen blandt markedsdeltagerne, at renteforhøjelser skabte eller forstærkede dilemmaer vedrørende instrumentvalg og derfor blev betragtet som uholdbare. Dette gjaldt især medlemslande, hvis økonomier er stærkt følsomme over for stigninger i de korte renter som følge af en hurtigere transmissionsmekanisme fra officielle renter til markedsrenter.

Intervention, både intramarginal og på marginen, blev før udvidelsen af ERM-udsvingsbåndene foretaget i endnu større udstrækning end i 1992. Men på trods af de involverede beløbstørrelser kunne interventionen i flere tilfælde ikke fuldt ud opfange markedspresset, og i nogle tilfælde kan intervention endog have forstærket spændingerne.

Beslutningen den 2. august 1993 om at udvide ERM-udsvingsbåndene havde til formål at genskabe en to-vejs-risiko. Dette blev anset for mere hensigtsmæssigt end en kursjustering, idet en ændring af centralkurserne ikke vurderedes at være påkrævet som følge af den underliggende økonomiske udvikling i medlemslandene. En kursjustering kunne i givet fald have ført til en yderligere underminering af systemets troværdighed.

De bredere udsvingsbånd kombineret med en forsigtig rentepolitik viste sig at være effektive til at forhindre spekulative bevægelser. Den tilfredsstillende funktion af det nye ERM-arrangement blev endvidere understøttet af en yderligere gradvis lempelse af pengepolitikken i alle medlemslande i efteråret 1993 samt af elimineringen ved udgangen af 1993 af tre hovedfaktorer bag markedsspændingerne i 1992-93, nemlig ubalancerede reale valutakurser, et ubalanceret policy-mix i Tyskland og et forskelligt konjunkturforløb inden for den generelle ramme af aftagende økonomisk aktivitet.

## **2.2 Udviklingen på obligationsmarkederne**

I 1993 skete der et globalt fald i de lange obligationsrenter (se tabel 3). I løbet af året faldt den 10-årige amerikanske obligationsrente med 85 basispoint. Den tilsvarende tyske rente faldt med 140 basispoint, mens det vægtede gennemsnit for renterne i EU faldt med 250 basispoint. Indenfor EU var der en tendens til, at renteforskellene blev indsnævret. Inflationsforventningerne i USA steg imidlertid i slutningen af 1993, da råvarepriserne begyndte at stige, mens arbejdsløsheden faldt markant, og forventningerne til den fremtidige økonomiske vækst blev bedre. Disse forhold bidrog til et vendepunkt for de lange amerikanske renter i oktober, men påvirkede ikke i begyndelsen de europæiske renter. På trods af denne ændring i stemningen i USA var obligationsmarkedets forventninger til 1994 relativt optimistiske, idet den amerikanske økonomi fortsatte sin ekspansion, uden at der kunne ses noget inflationspres. De kontinentaleuropæiske renter forventedes at falde på basis af et svagt opsving ledsaget af lav inflation, og de japanske renter forventedes at forblive lave som følge af en fortsat svag økonomi.

Tabel 3

## Lange rentesatser

(10-årige obligationsrenter\* ultimo måneden; procent)

	December 1992	December 1993	Juni 1994	December 1994	Ændring (a) 1993	Ændring (a) 1994
Belgien	7,71	6,42	7,72	8,31	-1,29	1,89
Danmark	8,91	6,09	8,18	9,14	-2,82	3,05
Tyskland	7,10	5,70	7,19	7,83	-1,40	2,13
Grækenland	24,50	22,25	20,00	19,00	-2,25	-3,25
Spanien	12,46	8,12	10,40	11,79	-4,34	3,67
Frankrig	8,07	5,64	7,50	8,28	-2,43	2,64
Irland	10,12	6,26	8,64	8,76	-3,86	2,50
Italien	13,54	8,84	10,59	12,34	-4,70	3,50
Luxembourg (b)	8,08	6,54	6,35	6,23	-1,54	-0,31
Holland	7,22	5,50	7,06	7,76	-1,72	2,26
Portugal	13,13 (e)	8,92	11,02	11,68	-4,21	2,76
England	8,17	6,07	8,91	8,85	-2,10	2,78
EU-12 (c)	9,41	6,91	8,80	9,58	-2,50	2,67
Østrig	7,45	5,99	7,13	7,62	-1,46	1,63
Finland	10,65	6,71	9,67	10,09	-3,94	3,38
Sverige (d)	9,91	7,35	9,78	10,68	-2,56	3,33
USA	6,68	5,83	7,34	7,84	-0,85	2,01
Japan	4,52	3,04	4,31	4,59	-1,48	1,55

Kilde: Nationale data

\* Eller nærmeste løbetid.

(a) Procentpoint, ændring målt i forhold til ultimo året.

(b) Ugegennemsnit i hele perioden.

(c) Se fodnote til figur 2.

(d) Månedsgennemsnit i hele perioden.

(e) For Portugal 3 1/2 års obligationsrente.

En række faktorer lå bag den dramatiske revision af de globale forventninger, som fandt sted i begyndelsen af 1994. For det første blev forhøjelsen af den amerikanske Federal Reserves udlånsrente fra 3 pct. til 3,25 pct. den 4. februar 1994 opfattet som et vendepunkt i renteutviklingen. For det andet betød sammenbruddet af handelsforhandlingerne mellem USA og Japan i begyndelsen af februar 1994 og den efterfølgende svækkelse af dollaren, at valutakursrisikoen ved at holde amerikanske obligationer steg. For det tredje kan offentliggørelsen i marts af reviderede data, der viste en årlig vækst i BNP i slutningen af 1993 på 7,5 pct., have øget forventningerne til, at den amerikanske økonomi ville blive ramt af et inflationært pres i 1994. Alle disse faktorer bidrog til et yderligere markant fald i de amerikanske obligationskurser, hvilket havde en direkte effekt på andre obligationsmarkeder - især i Europa - på trods af, at de fleste europæiske lande var bagefter USA i konjunkturcyklen. I 1994 steg den 10-årige amerikanske rente med 201 basispoint. Rentekurven blev mindre stejl som følge af stigende korte renter i takt med den gradvise pengepolitiske stramning.

De 10-årige obligationsrenter i EU steg i gennemsnit omkring 267 basispoint - dog varierende fra land til land. Rentekurven blev betydeligt mere stejl og fik positiv hældning i lande, hvor hældningen før havde været negativ. En række faktorer bidrog til den høje

korrelation mellem obligationsrenterne i USA og Europa (se figur 5). Koblingen kan have afspejlet en generel trend i retning af stigende integration af kapitalmarkederne, stor vækst i grænseoverskridende kapitalbevægelser og et større ønske om international spredning af investeringer. Mere specifikt var nogle køb af europæiske obligationer i 1993 gearret ved en lavere amerikansk rente, mens valutakursrisikoen var afdækket. Da de amerikanske renter steg, blev sådanne positioner dyre, og de blev i stor udstrækning lukket. Selvom sådanne tekniske eller spekulative faktorer kan forklare kortsigtsvirkningen af stigende amerikanske obligationsrenter på de europæiske renter, kan de dog ikke forklare, hvorfor udviklingen varede ved gennem hele året.

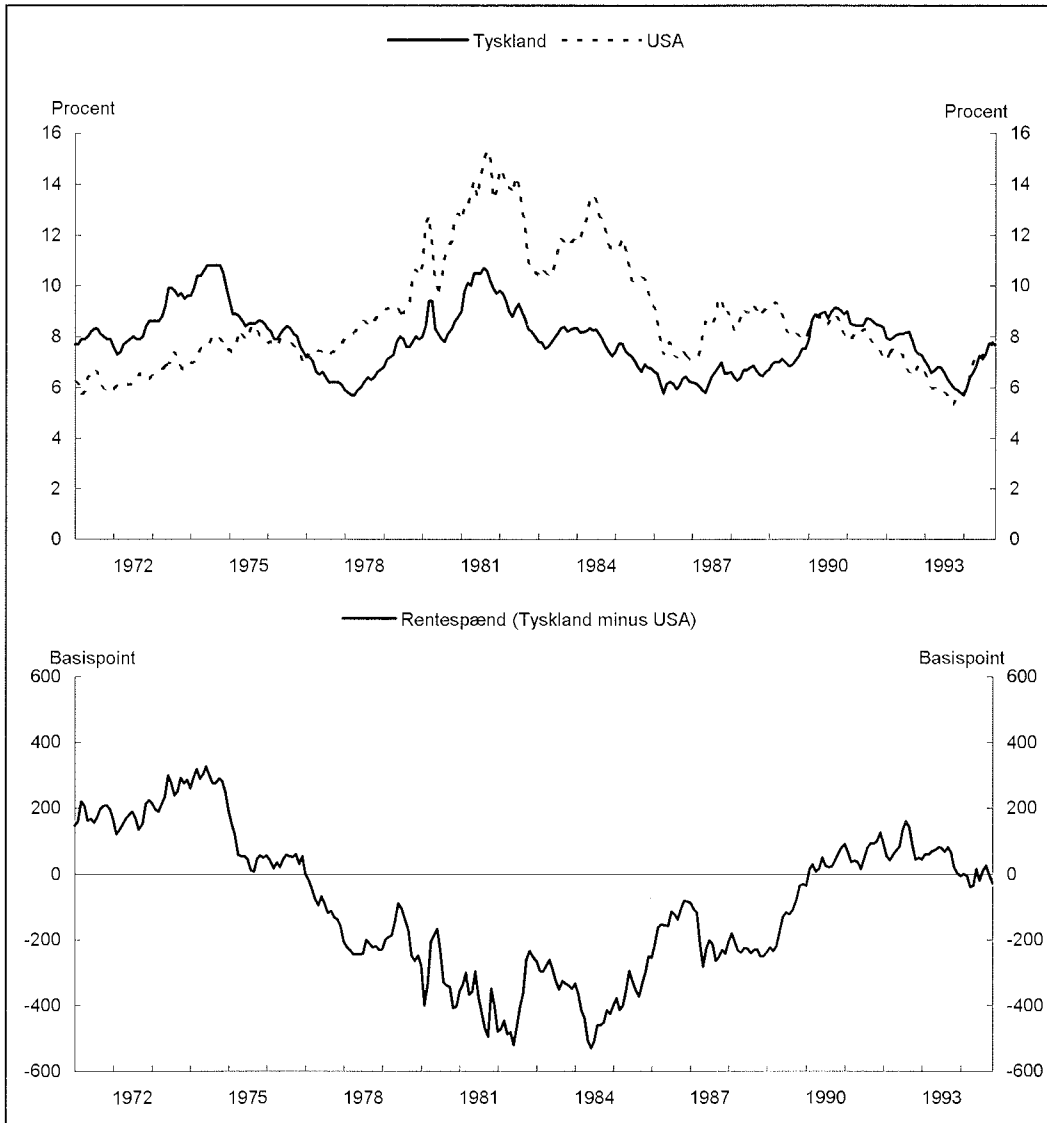
Et antal faktorer lå bag den globale stigning i de lange obligationsrenter i 1994, som i de fleste tilfælde, hvad angår størrelse, svarede til faldet i 1993. Der var en generel opadgående tendens i realrenterne, som med de stærkt integrerede finansielle markeder blev korrelerede på verdensplan. Denne tendens var fortsat drevet af både langsigtede faktorer og den cykliske udvikling. De sene 1980'ere var internationalt en periode præget af lav opsparringstilbøjelighed, delvist som følge af finansiel liberalisering og deregulering, som havde reduceret likviditetsbegrænsningerne ved låntagning og medført en bevægelse væk fra ikke-pris kreditrationering til vurdering af markedsrisikoen. Endvidere var det forventede afkast af investeringer steget globalt, hvilket afspejlede strukturelle reformer og den relativt lavere inflation i OECD-landene, den økonomiske udvikling i Østeuropa, Latinamerika og Fjernøsten, samt liberaliseringen af den internationale handel. Alt i alt bidrog dette til en forventelig ubalance mellem opsparing og investering.

Cykliske faktorer spillede også en vigtig rolle for stigningen i realrenterne. Den uventede styrke af opsvinget i Europa, stærk vækst i USA og en generel forbedring af udsigterne for industrilandene kan have givet et opadgående pres på realrenterne i forventning om fremtidig mangel på kapital. På samme tid forstærkede høje aktuelle og forventede offentlige underskud disse forventninger. En indikation af de stigende realrenter i 1994 kan findes i indeksobligationsrenterne i England og Danmark, som er fratrukket inflation. Disse renter steg omkring 90 basispoint.

Bortset fra stigningen i realrenterne kan yderligere to faktorer forklare den generelle stigning i obligationsrenterne og de stejle rentekurver. Én faktor er ændringen af markedets forventninger til den fremtidige inflation. Denne ændring kan delvist være forårsaget af styrken af det økonomiske opsving og virkningen af de forventede budgetunderskud. I tilgift til deres ekspansive virkning på den aggregerede efterspørgsel, kan store budgetunderskud give myndighederne incitament til at tillade inflationen at stige og/eller tillade en svækkelse af valutaen. Den anden faktor var usikkerhed om både den forventede inflation og realrente, som typisk fører til en øget risikopræmie.

Den relativt høje volatilitet på de europæiske obligationsmarkeder i 1994, som kan måles på optionspriserne, antyder, at usikkerhed kan have spillet en væsentlig rolle for stigningen i obligationsrenterne. Et antal forklaringer kan identificeres. For det første er der en tendens til, at usikkerheden om den fremtidige realrente og inflationen øges, når økonomierne når et vendepunkt i konjunkturcyklen. For det andet er der en tendens til, at usikkerheden om inflationen stiger, når den forventede fremtidige inflation stiger. Dette afspejler tidligere erfaringer med sammenfald af høj og volatil inflation. For det tredje ser det, som tilfældet var i USA i løbet af året, ud til, at usikkerhed om de pengepolitiske myndigheders reaktion på forventninger til fremtidig inflation også kan have været en afgørende faktor.

**Figur 5** 10-årige amerikanske og tyske obligationsrenter og rentespænd



Kilde: Nationale data.

Forventningerne til stigende inflation i Europa var dog ikke kommet til udtryk ved udgangen af 1994. Selvom det økonomiske opsving i 1994 var mere robust end oprindeligt ventet, var der ikke tegn på en generel stigning i inflationen, hverken fra undersøgelser af de økonomiske agents forventninger eller fra økonomiske fremskrivninger.

Forklaringerne ovenfor relaterer sig hovedsageligt til fundamentale økonomiske faktorer og hviler i høj grad på en antagelse om, at obligationsmarkederne på ethvert tidspunkt opfører sig rationelt og ved prisfastsættelsen af obligationerne medtager al relevant information. Men obligationsmarkederne kan være løsrevet fra de underliggende fundamentale faktorer i kortere perioder. For eksempel er det sandsynligt, at den markante reduktion i obligationsrenterne i 1993 delvist skyldtes en sådan løsrivelse, idet ekstrapolative eller "tekniske" forventninger til fremtidige fald i obligationsrenterne blev

selvopfyldende. Som nævnt resulterede akkumuleringen af negativ information om obligationsmarkedet i USA i første del af 1994 i en korrektion af obligationskurserne, som havde en afledt effekt på de europæiske obligationsmarkeder. Et aspekt af denne korrektion kan have været, at et stigende antal markedsdeltagere trak sig ud af markedet. Dette kan have ført til en stærk stigning i volatiliteten.

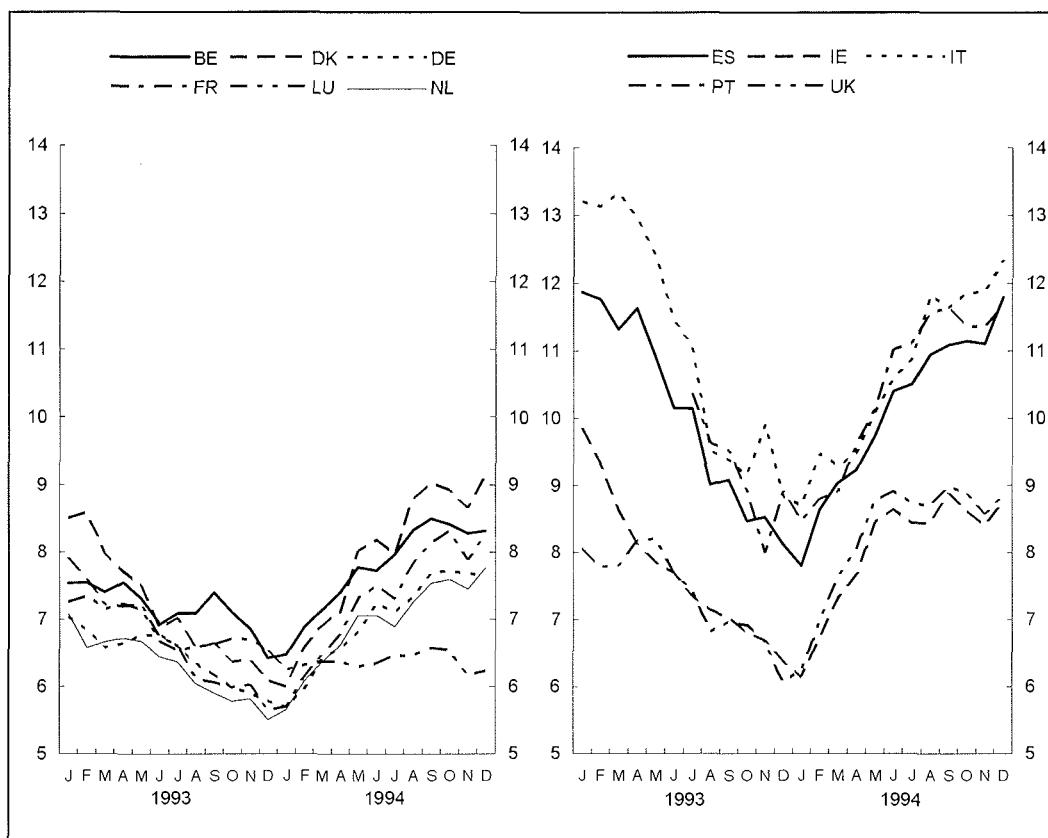
Selvom udviklingen i de europæiske obligationsrenter i 1993-94 i nogen grad kan forklares af internationale forhold, spillede lande-specifikke forhold også en væsentlig rolle. Dette indikeres af, at udviklingen i obligationsrenterne var forskellig mellem landene. For eksempel faldt renterne i 1993 med omkring 4 procentpoint i Spanien, Irland og Italien, og med mere end 2 procentpoint i Danmark, Grækenland, Frankrig og England. I de øvrige EU-lande var der mindre fald.

I 1994 steg de lange obligationsrenter i Belgien, Tyskland og Holland med henholdsvis 189, 213 og 226 basispoint, mens de i Spanien og Italien steg med 367 og 350 basispoint. Blandt de nye medlemsstater steg lignende renter med 333 basispoint i Sverige og 338 basispoint i Finland. Årsagerne til sådanne forskelle kan variere mellem landene. Generelt forekommer det dog som om, at den relative stigning i de fleste landes obligationsrenter i 1994 i stor udstrækning kan forklares med den historiske inflation, historisk valutakursudvikling og udviklingen i finanspolitikken. Disse forhold kan påvirke risikovurderingen af de enkelte landes obligationer. Dette ses af, at lande som Italien og Spanien - sammen med Sverige og Finland - der har relativt høje historiske inflationsrater og/eller tidligere har devalueret eller deprecieret, og som havde relativt store budgetunderskud på dette tidspunkt, oplevede forholdsvis større stigninger i de lange renter i 1994. I overensstemmelse med dette var der betydeligt mindre fluktuationer i de lange obligationsrenter i lande som Belgien, Holland, Tyskland og Frankrig - og også Østrig - der har bedre inflationsresultater, mere stabile valutaer og små budgetunderskud (se figur 6).

Mens den generelle stigning i de europæiske obligationsrenter i 1994 hang tæt sammen med vurderingen af fundamentale økonomiske forhold, underliggende realrenter og stigende usikkerhed, kunne forventningerne for Europa som helhed om stigende inflation ikke forklares hverken af prisudviklingen, centralbankernes inflationsfremskrivninger eller af realøkonomien. I givet fald skulle de strukturelle ændringer på de europæiske arbejdsmarkeder i retning af stigende reallønsfleksibilitet, institutionelle ændringer i nogle lande mod mere uafhængige centralbanker og den stigende opmærksomhed om at holde en vedvarende lav inflation, have haft en dæmpende virkning på inflationsforventningerne i Unionen. Inflationsforventningerne på de finansielle markeder synes imidlertid for nogle lande at have afvejet fra de officielle fremskrivninger. Dette afspejler, at det tager tid at opbygge troværdighed på de finansielle markeder med deraf følgende bekymring for budgetunderskuddene. Endelig kan ikke-fundamentale faktorer have spillet en rolle, ligesom den stigende integration af kapitalmarkederne sammen med gearede handels-strategier ser ud til at have medvirket til en tæt sammenkobling mellem de amerikanske og europæiske obligationsmarkeder.

Figur 6

**Lange obligationsrenter \***  
(Månedsgennemsnit. Procent)



Kilde: Nationale data.

\* 10-årige obligationer eller nærmeste løbetid.

Af hensyn til skalering er Grækenland ikke medtaget. Data for 1993 og 1994 som vist i tabel 3.

### 2.3 Udviklingen på andre kapitalmarkeder

Generelt var tendensen på de europæiske aktiemarkeder i 1993 opadgående. I starten af 1994 var de nationale indeks tæt på eller lige under tidligere rekordniveauer. Den opadgående udviklingstendens, som sås på flere af de europæiske aktiemarkeder, markerede en fortsættelse af det mønster, der var etableret i slutningen af 1992, hvor nedgang i den økonomiske aktivitet og et efterfølgende opsving blev forudset. Stærkere indikatorer for et økonomisk opsving og en stigning i virksomhedernes overskud var de vigtigste faktorer bag kursstigningen, der blev understøttet af lavere lange og korte renter. I nogle lande fik stigningen i aktiekurserne yderligere et skub i 1993 af deprecieringer af valutaen, som havde fundet sted året før. Den opadgående udviklingstendens i alle de europæiske lande sluttede dog i 1994, og på nogle markeder faldt kurserne endog. Disse kursfald kan i nogen grad have afspejlet porteføljetilpasninger, idet højere obligationsrenter kræver et højere aktieafkast for at investor vil holde aktier. Aktiekursfaldet var dog relativt begrænset sammenlignet med obligationskursernes fald, og i de fleste tilfælde modsvarede faldene blot de stigninger, der havde været i den forløbne del af 1994 frem til kursfaldet. Generelt sluttede de europæiske aktiemarkeder året tæt på niveauerne fra slutningen af 1993.

Udviklingen på privatbolig- og erhvervsejendomsmarkedet har spillet en betydelig rolle i den seneste konjunkturcyklus, ikke bare for nogle af de europæiske lande men også andre steder. I særdeleshed havde størrelsen af faldet i de nominelle ejendomspriser alvorlige konsekvenser for den finansielle position for husholdninger, ejendomsselskaber og banker. I de fleste medlemsstater, hvor der er tilgængelige data, var priserne på beboelsesejendomme konstante gennem 1993-94. Som følge af landespecifikke faktorer steg priserne dog i Danmark og Holland. I England stabiliseredes priserne på beboelsesejendomme gennem 1993-94 efter et stort og langvarigt fald. Stabiliteten i priserne vendte også gradvist tilbage på erhvervsejendomsmarkedet i de fleste lande efter fald i de foregående år (målt ved ejendomsprisindeks baseret på salg i bycentre). Priserne i Spanien og England viste for eksempel vækst efter adskillige år med faldende priser.

### **3. Økonomisk politik i EU**

Som det fremgik af afsnit 1 og 2 ovenfor, har de pengepolitiske myndigheder i EU-landene oplevet stadig gunstigere økonomiske betingelser i 1993-94. Samtidig har de stået over for vanskelige problemer skabt af udviklingen på valuta- og obligationsmarkederne. Også udviklingen i de offentlige budgetbalancer vedblev at være et alvorligt politisk problem. Afsnit 3.1 præsenterer baggrunden for finanspolitikken. Derpå følger vurderinger af pengepolitikken (afsnit 3.2) og af den samlede samfundsøkonomiske politik (afsnit 3.3). Talmaterialet, der danner baggrund for diskussionen af fiskale indikatorer, stammer fra Europa-Kommissionens fremskrivning fra efteråret 1994. Tallene for 1994 er estimeret.

#### **3.1 Finanspolitik**

Begyndelsen af 1990'erne markerede en brat vending i udviklingen i EU-landenes offentlige underskud. Efter en længere periode med faldende underskud forværredes budgetbalancerne betydeligt fra 1989 og frem. Efter at have udgjort 5 pct. af BNP i 1992 nåede summen af EU-landenes budgetunderskud op på 6 pct. af Unionens samlede BNP i 1993 - det højeste underskud, der er målt siden dannelsen af det Europæiske Fællesskab. Det samlede underskud faldt i 1994 - omend kun marginalt - til 5,6 pct. af BNP (se tabel 4).

Udviklingen i enkeltlande var i store træk på linje med dette generelle mønster. Mens de offentlige underskud steg i 1993 i næsten alle medlemsstater, var der tendens til faldende underskud i 1994 - dog ikke nok til at ophæve de store stigninger i 1993. Udviklingen over hele to-års-perioden indebar derfor for de fleste lande en forværring i forhold til referenceværdien på 3 pct. af BNP fastlagt i Maastricht-traktaten. Samtidig bestod der betydelige forskelle mellem landenes underskud/BNP-andel i 1994. I den øvre ende af skalaen fortsatte Grækenland og Italien med at have de største underskud, mens størstedelen af medlemsstaterne havde negative balancer på 4 til 6 pct. Kun Tyskland og Irland havde underskud under 3 pct., mens Luxembourg havde overskud.

**Tabel 4 Finanspolitiske indikatorer for EU-medlemsstater**  
(som pct. af BNP)

	Offentlig nettolångivning (+)/låntagning (-)				
	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>(a)</sup>
Belgien	-5,4	-6,5	-6,7	-6,6	-5,5
Danmark	-1,5	-2,1	-2,5	-4,4	-4,3
Tyskland <sup>(b)</sup>	-2,1	-3,2	-2,6	-3,3	-2,9
Grækenland	-14,0	-13,0	-11,7	-13,3	-14,1
Spanien	-3,9	-4,9	-4,2	-7,5	-7,0
Frankrig	-1,6	-2,2	-3,9	-5,8	-5,6
Irland	-2,2	-2,1	-2,2	-2,5	-2,4
Italien	-10,9	-10,2	-9,5	-9,5	-9,6
Luxembourg	5,9	2,3	0,3	1,1	1,3
Holland	-5,1	-2,9	-3,9	-3,3	-3,8
Portugal	-5,5	-6,6	-3,3	-7,2	-6,2
England	-1,5	-2,6	-6,2	-7,8	-6,3
EU-12 <sup>(c)</sup>	-4,0	-4,6	-5,0	-6,0	-5,6
Memo: EU konjunkturkorrigere- ret underskud	-5,5	-5,6	-5,3	-5,0	-4,9
	Offentlig bruttogæld				
	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>(a)</sup>
Belgien	130,8	132,9	133,8	138,9	140,1
Danmark <sup>(d)</sup>	59,6	64,6	68,8	79,5	78,0
Tyskland <sup>(b)</sup>	43,8	42,1	44,8	48,1	51,0
Grækenland	82,6	86,1	92,3	115,2	121,3
Spanien	45,1	45,9	48,2	59,8	63,5
Frankrig	35,4	35,8	39,6	45,8	50,4
Irland	96,8	96,2	93,4	96,1	89,0
Italien	97,9	101,3	108,4	118,6	123,7
Luxembourg	5,4	4,9	6,0	7,8	9,2
Holland	78,8	78,9	79,9	81,4	78,8
Portugal	67,7	69,3	61,7	66,9	70,4
England	...	35,8	42,0	48,3	50,4
EU-12 <sup>(c)</sup>	...	57,0	60,8	66,1	68,9

Kilde: Europa-Kommissionen, baseret på data fra medlemsstater, Europa-Kommissionens konjunkturvurdering (efteråret 1994).

(a) Foreløbig.

(b) Vesttyskland i 1990, derefter hele Tyskland

(c) Se fodnote til figur 2.

(d) Se fodnote (e) til tabel 9.

Internationale organisationers skøn over underskuddenes cykliske og strukturelle komponenter kan anvendes til nærmere vurdering af de seneste udviklingstendenser i de offentlige underskud. Alvorlige metodemæssige problemer taler for forsigtig anvendelse af sådanne skøn, men de kan give nyttig information især med hensyn til ændringen i den strukturelle budgetbalance (i modsætning til niveauet).

Af nylige skøn fra Europa-Kommissionen over de strukturelle underskud i EU fremgår, at den finanspolitiske udvikling i Unionen som helhed i 1993-94 overvejende - eller fuldstændigt - afspejlede cykliske faktorer. I 1994 var det strukturelle underskud på aggregeret niveau praktisk talt uændret, hvilket tyder på, at den stedfundne forbedring af



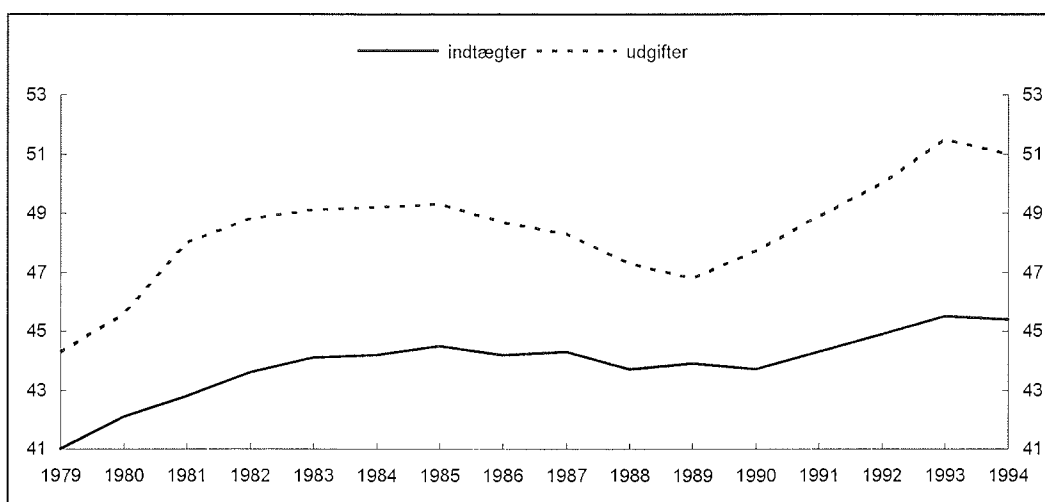
det aggregerede underskud skyldtes vækstfremgangen. Forringelsen af underskuddene i 1993 synes også at have været stærkt influeret af recessionen, idet de strukturelle underskud gennemsnitligt forbedredes en smule.

Hensyntagen til budgetunderskuddenes strukturelle og cykliske komponenter rejser spørgsmålet om, i hvilken grad kommende forbedringer af EU-landenes budgetunderskud vil være knyttet til den forventede fortsættelse af den økonomiske vækst. Som observeret i 1993-94 er den offentlige budgetsaldos reaktioner på konjunkturcykler ret ukompliceret, idet virkningen går via automatiske stabilisatorer. I et opsving drejer det sig om højere skatteindtægter som resultat af øget aktivitet samt reduceret behov for udbetaling af arbejdsløshedsdagpenge - og vice versa i en recession. Sådanne effekter kan dog kun midlertidigt opveje en forværring af den strukturelle budgetbalance. Forbedring af de strukturelle balancer er påkrævet ikke blot for at gøre finanspolitikken holdbar, men også af hensyn til langsigtede problemer, som medlemsstaterne står overfor. Problemet med samfundets stigende gennemsnitsalder lægger i særlig grad et opadgående pres på udgifterne. Det gælder for eksempel pensioner og sundhedsudgifter, som har tendens til at blive finansieret ud af de løbende indtægter. I betragtning af, at recessionen er ovre, og den økonomiske aktivitet er steget betydeligt, synes de samlede økonomiske betingelser nu at tale for finanspolitisk konsolidering.

Fortsatte tiltag med henblik på at reducere størrelsen af den offentlige sektor er også ønskelige. Den generelle stigning i underskuddene siden begyndelsen af årtiet har været ledsaget af en mærkbar forøgelse af både offentlige udgifter og indtægter, som må begrænses (se figur 7). I 1993 nåede de samlede offentlige udgifter og indtægter - med henholdsvis 51,5 pct. og 45,5 pct. af BNP - nye højder i Unionen som helhed. I 1994 faldt udgiftstrykket lidt til 51 pct., mens niveauet for offentlige indtægter blev opretholdt. Udgiftsstigningen i 1993 skyldtes for en stor del en stigning i offentligt forbrug og indkomst-overførsler. Som konsekvens forværredes den primære offentlige budgetsaldo (offentlig saldo eksklusiv renteudgifter på gælden) til et underskud på 0,6 pct. af BNP i 1993, og den forbedredes kun en smule i 1994.

Figur 7

### Offentlige indtægter og udgifter i EU (pct. af Unionens BNP)



Kilde: Europa-Kommissionen.

Det er vigtigt at tilføje, at de ovennævnte tal for udgifter og indtægter - igen - dækker over nogle ret markante forskelle mellem landene. For eksempel lå udgiftsstigningerne (målt som andel af BNP) i 1993 over gennemsnittet i Danmark, Grækenland, Spanien, Frankrig og Italien, mens foreløbige opgørelser for 1994 tyder på, at der i gennemsnit var tale om fald med undtagelse af Danmark, Grækenland, Frankrig og Portugal. I et mellemlangt perspektiv har de fleste EU-lande dog kraftigt forøget deres udgifter og indtægter i forhold til BNP, og kun i få tilfælde har der i de senere år fundet korrektioner sted. En langsigstendens mod stigende udgift/BNP-forhold vil almindeligvis være vanskelig at opveje gennem stigende indtægter, især i de lande hvor indtægterne allerede er relativt høje. Specielt når skatetrykket øges, følger ofte forøget unddragelse samt negative effekter på incitamenter og økonomisk effektivitet.

Generelt er det bekymrende, at stigningen i budgetunderskuddene blev ledsaget af en mærkbar forøgelse af de offentlige udgifter. Det er grunden til en række strukturelle stivheder i EU-økonomierne, som bidrager til at mindske konkurrenceevnen over for omverdenen. På den baggrund bør finanspolitisk konsolidering i de fleste medlemsstater primært fokusere på at beskære de løbende offentlige udgifter snarere end på at øge skatetrykket i den private sektor.

Som resultat af udviklingstendenserne belyst ovenfor steg den offentlige bruttogæld i forhold til BNP med fem pct. point til 66 pct. i 1993 og med næsten tre pct. point til 69 pct. i 1994 (se tabel 4). Den hurtige stigning i gælden som andel af BNP afspejlede i begge år det store behov for nye lån til medlemsstaternes regeringer, og i 1993 blev gældsandelen også øget af den langsomme vækst i nominel BNP under recessionen. For nogle lande bør specielle faktorer som regeringens indskud i centralbanken og værdiændringer relateret til valutadeprecieringer (for gæld i fremmed valuta) dog tages i betragtning, da de forårsagede signifikante ændringer i gældsandelen. Det var især tilfældet for Danmark, Grækenland, Spanien, Italien og Portugal. Mellem 1992 og 1994 steg gælden som andel af BNP i alle lande undtagen Irland og Holland. I Grækenland steg gældsandelen fra 92 til 121 pct., i Italien fra 108 til 124 pct., i Danmark fra 69 til 78 pct., i Spanien fra 48 til 64 pct., i Frankrig fra 40 til 50 pct., i UK fra 42 til 50

pct. og i Tyskland fra 45 til 51 pct. Generelt havde lande (Luxembourg undtaget) med gældsandele under Maastricht-traktatens 60 pct. tærskel tendens til at nærme sig denne værdi hurtigt, mens andre lande (undtagen Irland) med gældsandele et godt stykke over de 60 pct. fjernede sig endnu mere.

Analytisk afhænger udviklingen i gælden i forhold til BNP af forskellen mellem nominal BNP-vækst og renten på gælden samt af udviklingen i den primære budgetsaldo. Skønt stærkere BNP-vækst og lavere rente kan bidrage til at mindske gældsandelen, vil der uundgåeligt være et behov for større anstrengelser for at rette op på den primære saldo.

Opretholdelse af en ubalance i finanspolitikken af den størrelsesorden, som ses for tiden, medfører alvorlige risici for prisstabiliteten samt for vækstmulighederne på længere sigt. Med en stor offentlig andel af samfundsøkonomien skabes også en mindre gunstig baggrund for en stabilitetsorienteret pengepolitik. Spørgsmålet om sammensætningen af penge- og finanspolitik diskuteres i afsnit 3.3.

### **3.2. Pengepolitik**

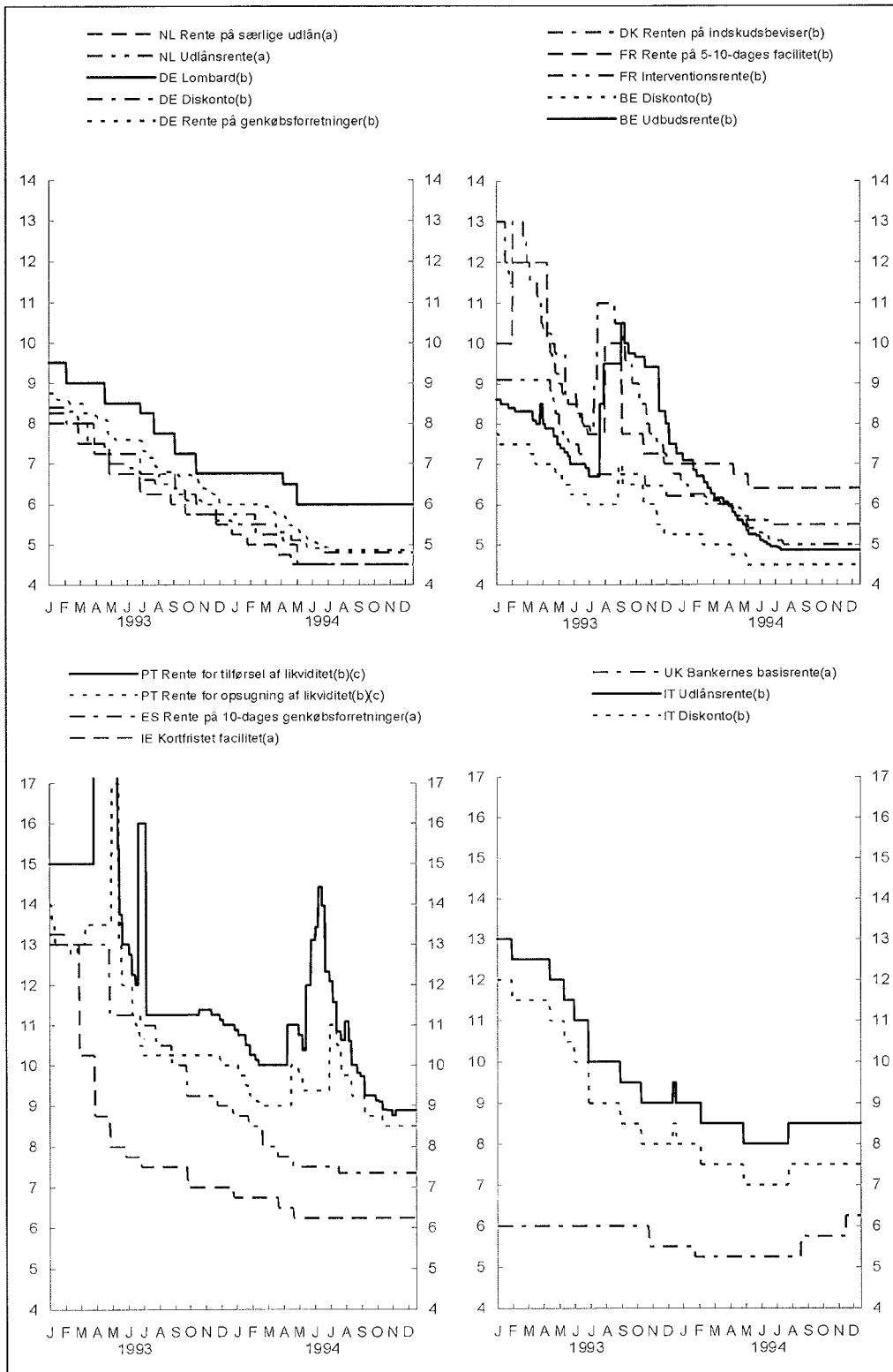
Dette afsnit gennemgår udviklingen i pengeforholdene i EU-landene. Afsnittet koncentrerer sig om udviklingen i pengemarkedsrenter, monetære aggregater og andre pengepolitiske indikatorer. Desuden gennemgås de pengepolitiske strategier, der er blevet fulgt siden udvidelsen af udsvingsbåndene i ERM.

#### *De korte renter*

Gennem det meste af 1993 og 1994 fortsatte centralbankerne i Unionen de gradvise nedsættelser af de officielle rentesatser, således at pengemarkedsrenterne kunne falde yderligere (se figur 8). I visse medlemslande steg de korte renter kraftigt i korte perioder, hvilket afspejlede valutauro, jf. afsnit 2.1. I praksis fortsatte processen med gradvise nedsættelser af de officielle renter indtil sommeren 1994. Kun Grækenland og Portugal reducerede de officielle rentesatser senere på året fra det høje niveau, de nåede op på i slutningen af foråret 1994 i forbindelse med forsvaret af de respektive valutaer mod spekulative pres.

Figur 8

Officielle rentesatser i EU-medlemsstater \*  
(procent)



Kilde: Nationale data.

\*Af hensyn til skalering er Grækenland ikke medtaget. Den græske lombardrente var 30 pct. ultimo 1994. Den portugisiske rente for tilførsel af likviditet oversteg 17 pct. mellem marts og maj 1993; der er ikke medtaget observationer i denne periode.

(a) Ultimo måneden.

(b) Ultimo ugen.

(c) Rente på lejlighedsvise operationer (op til én uge)

Selvom de officielle rentesatser kun blev nedsat i små successive trin, var den samlede reduktion betydelig. For eksempel blev den tyske diskonto nedsat med 4,25 procentpoint fra højdepunktet i juli 1992 til et niveau på 4,5 pct. i maj 1994. I løbet af de to år frem til juli 1994 faldt den tyske rente på genkøbsforretninger med 4,85 procentpoint, hvorefter den blev fastholdt på 4,85 pct. gennem den resterende del af 1994.

Spændingerne i valutamarkedet i juli 1993, som førte til, at udsvingsbåndene i ERM blev udvidet i august, aftog til dels som følge af de forsigtige lempelser af pengepolitikken i ERM-landene. ERM-valutaerne bevægede sig tilbage inden for de tidligere udsvingsgrænser eller fluktuerede tæt på deres tidligere nedre bilaterale grænse over for D-mark. Genetableringen af stabiliteten inden for ERM blev for mange lande ledsaget af en indsnævring af det korte rentespænd over for Tyskland til niveauet før krisen i juli 1993. Også volatiliteten i de korte renter reduceredes. Den belgiske 3-måneders interbank-rente steg betydeligt i sommeren 1993, men faldt herefter stærkt, og var i slutningen af 1993 atter på niveau med den tyske rente. De hollandske korte renter fluktuerede på et niveau lidt under de tilsvarende tyske renter, men var medio 1994 atter steget til tysk niveau. Spændet mellem de franske pengemarkedsrenter og de tilsvarende tyske renter forblev nogenlunde konstant gennem det meste af 1994. I den sidste del af året var der en vis svækkelse af den franske franc og en udvidelse af rentespændet forårsaget af politiske forhold. Tilsvarende men mere udtalte forhold medførte nogen ustabilitet i valutakurserne og de korte renter i andre lande, især Spanien.

Uden for ERM valgte centralbankerne i Italien og England som følge af tegn på en forværring af inflationsudsigterne at gennemføre forebyggende renteforhøjelser i 2. halvår 1994, hvilket understregede deres forpligtelse til opnåelse og fastholdelse af prisstabilitet.

**Tabel 5 Målsætninger og overvågningsintervaller for monetære aggregater**  
(Årlig procentvis ændring\*)

	Mål-variabel	1993		1994		1995
		Målinterval	Faktisk	Målinterval	Faktisk	Målinterval
Tyskland	M3	4,5-6,5	7,5	4-6	5,7	4-6
Grækenland	M3	9-12	15,0	8-11	8,1	7-9
Spanien	ALP	4,5-7,5	8,6	-	-	-
Frankrig	M3 <sup>(a)</sup>	4-6,5	-2,1	5	1,2	5
Italien	M2	5-7	7,9	5-7	2,9	5
	Overvågnings-variabel	Overvågnings-interval	Faktisk	Overvågnings-interval	Faktisk	Overvågnings-interval
Spanien	ALP <sup>(b)</sup>	-	-	3-7	8,2	<8
England	M0	0-4	4,5	0-4	5,6	0-4
	M4	3-9	3,3	3-9	5,6	3-9

Kilde: Nationale centralbanker.

\* Fra 4. kvartal til 4. kvartal eller fra december til december (England fra marts til marts).

(a) Mellemfristet mål fra og med 1994.

(b) Mellemfristet reference fra 1995.

### *Monetære aggregater*

I løbet af 1993-94 var der betydelige forskelle mellem væksten i pengemængderne i de enkelte lande. Forskellene kan imidlertid i høj grad tilskrives ekstraordinære eller midlertidige faktorer. Dette var mest udtalt i Tyskland og Frankrig, hvor særlige forhold påvirkede pengemængden i hver sin retning. Dette komplicerede fastlæggelsen af pengepolitikken for de centralbanker, der anvender pengemængdemål eller overvågningsintervaller for udviklingen i pengemængden, og i nogle lande førte dette til, at der blev fokuseret på en bredere vifte af indikatorer.

Pengemængdevæksten i Tyskland fortsatte med at tiltage som følge af en kraftig krediteksponation, og den oversteg målintervallet gennem det meste af 1993. Efter at have ligget betydeligt over målintervallet i begyndelsen af 1994, hovedsagelig som følge af ændringer i beskatningsregler og voksende usikkerhed på de globale obligationsmarkeder, faldt væksten i pengemængden (M3) markant i de følgende måneder. Men imod slutningen af året kom pengemængdevæksten inden for målzonen (se tabel 5). Afdæmpningen af væksten i det tyske M3 kan primært henføres til, at den indenlandske ikke-banksektors porteføljesammensætning, på baggrund af normaliseringen af rentestrukturen og de stigende lange renter, ændredes over mod længere løbende bankfordringer, der ikke indgår i M3. Den aftagende betydning af specielle skatterelaterede faktorer og kapitaleksport bidrog yderligere til denne udvikling. Ikke-banksektorens investeringer i investeringsforeninger, der alene investerer i D-mark-denominerede korte papirer og pengemarkedsrelaterede instrumenter (blev tilladt i 1994 og er ikke inkluderet i M3), spillede ligeledes en rolle for udviklingen i M3.

Andre lande, der havde fastsat målsætninger for pengemængdevæksten eller opstillet intervaller for overvågning af pengemængdeudviklingen, havde også problemer med at fastholde en fornuftig pengemængdevækst i 1993 og 1994. I Frankrig blev pengemængdevæksten negativ i sommeren 1993, da en ændring i finanspolitikken tilskyndede husholdningerne til at foretage betydelige omlægninger af deres midler fra kortfristede finansielle fordringer (specielt investeringer i pengemarkedsfonde, der er indeholdt i det franske M3) til en særlig statsobligation og til aktier i privatiserede virksomheder. En af de underliggende faktorer bag reduktionen af M3 var den stagnerende vækst i udlån til den private sektor. Pengemængdevæksten accelererede i løbet af 1994, men var fortsat betydeligt under det mellemfristede mål. Fra begyndelsen af 1994 anvendes den totale indenlandske bruttogæld som en supplerende monetær indikator. Væksten i denne indikator aftog ligeledes betydeligt gennem 1994, men forblev positiv som følge af det betydelige statslige finansieringsbehov.

Pengeefterspørgslen i Spanien svingede en del i 1993 og 1994 som følge af porteføljeskift, der skal ses på baggrund af fortsatte nyskabelser på det finansielle område og stigende usikkerhed på obligationsmarkederne. Væksten i det monetære aggregat, ALP (den private sektors likvide aktiver), oversteg referenceintervallet i både 1993 og 1994. I Italien oversteg væksten i pengemængdemålet, det brede M2, ligeledes målintervallet i 1993, hvilket delvist skal ses i lys af overskuddet på betalingsbalancens løbende poster. I første halvdel af 1994 oversteg væksten målintervallet, men væksten aftog betydeligt i anden halvdel af året. Dette betød, at væksten fra 4. kvartal 1993 til 4. kvartal 1994 var klart under den nedre grænse for målintervallet for 1994. I England var væksten i det snævre pengemængdebegreb (M0) i 1994 betragteligt over overvågningsintervallet. Dette hænger sammen med de forudgående nedsættelser af de

officielle renter, der reducerede alternativomkostningerne ved at holde penge, samt med den relativt stærke vækst i detailomsætningen. Væksten i M4 i England holdt sig tæt på midten af overvågningsintervallet. Efter en opadgående tendens i begyndelsen af året begyndte pengemængdevæksten i Grækenland at aftage og lå ved udgangen af 1994 inden for målintervallet.

Samlet aftog væksten i det brede pengemængdemål (det EU-harmoniserede M3) i EU i 1993 og stabiliseredes på en årlig vækstrate på godt 5,0 pct. i 1994. Nedgangen i væksten i pengemængden var ledsaget af et fald i de korte renter og stigende nominelle indkomster i EU. Denne udvikling dækker imidlertid over forskelligartede udviklingstendenser i de enkelte lande.

#### *Andre indikatorer for den monetære udvikling*

De korte realrenter, målt som forskellen mellem korte nominelle markedsrenter og væksten i forbrugerpriserne gennem de seneste 12 måneder, var højere end normalt i 1993 i forhold til konjunkturudviklingen. For EU som helhed faldt realrenterne dog fra et højdepunkt på 8 pct. i efteråret 1992 til et lavpunkt på 3,5 pct. i august 1994. De korte realrenter steg imidlertid lidt i kølvandet på det stærke økonomiske opsving.

Gennem 1993 og 1994 skete der et markant skift i rentestrukturernes udseende, der fra at have været faldende ændredes til en mere normal stigende form (de tidligste skift skete i Italien og i England). I modsætning til historiske erfaringer satte det økonomiske opsving imidlertid ind, før rentekurven blev stigende. Omsvinget i rentestrukturen afspejlede til at begynde med de ovennævnte gradvise lempelser af pengepolitikken, men derefter var den dominerende årsag den bratte stigning i de lange renter.

Selv om prisen på fast ejendom steg i nogle få lande, var udviklingen i priserne på reale aktiver generelt afdæmpet og gav derfor ingen grund til bekymringer om inflation (se afsnit 2.3). Udviklingen i prisen på korte rentefutures indikerede derimod en noget større usikkerhed om inflationsudviklingen. I 1. kvartal 1994 vendte udviklingen i 3-måneders euro-D-mark rentefutures, hvilket afspejlede et skift fra forventninger om yderligere lempelser til forventninger om en stramning af den tyske pengepolitik. 3-måneders pund sterling rentefutures udviste en endnu mere markant ændring i de forventede korte renter. Sådanne implicit beregnede forventninger skal dog fortolkes varsomt, da prisen på sådanne futures-kontrakter ser ud til at overreagere på ny information, og tillige kan afspejle en højere risikopræmie forårsaget af en forøget usikkerhed på de finansielle markeder i al almindelighed.

#### *Pengepolitiske strategier*

Efter udvidelsen af udsvingbåndene i ERM den 2. august 1993 (se afsnit 2.1.) havde centralbankerne i de deltagende lande i princippet mulighed for at benytte de udvidede manøvre muligheder til at lægge mindre vægt på valutakursen ved fastlæggelsen af pengepolitikken end tidligere. Denne mulighed blev af adskillige kommentatorer set som løsningen på det, der blev opfattet som et politikdilemma i flere lande, nemlig opretholdelsen af et kort renteniveau, der blev anset for uforeneligt med den svage økonomiske vækst og den lave eller aftagende inflation, og som også ansås for u hensigtsmæssigt i lyset af de nationale forskelle i den pengepolitiske transmissionsmekanisme (se boks 2). Muligheden for at lægge mindre vægt på

## Boks 2 Den pengepolitiske transmissionsmekanisme

En centralbank er gennem sit monopol på udstedelse af sedler og mønt i stand til at udøve stærk indflydelse på pengemarkedsrenten via centralbankens betingelser for tilførsel eller opsugning af likviditet. Den pengepolitiske transmissionsmekanisme består af de forskellige kanaler, ad hvilke de officielle rentesatser påvirker produktion og prisudvikling. Selv om der er stor lighed mellem disse kanaler i EU-landene, indebærer de eksisterende forskelle i de nationale transmissionsmekanismer, at en given ændring af de officielle rentesatser påvirker produktion og priser i medlemslandene forskelligt over tid. I ØMU's fase to kan forskelle i transmissionsmekanismen være en kilde til spændinger i de enkelte medlemslandes økonomiske politik, hvis der er uoverensstemmelse mellem den rentepolitik, der er nødvendig for at sikre valutakursstabilitet, og den rentepolitik, der harmonerer med de politiske mål for den indenlandske økonomiske udvikling. Forskelle i transmissionsmekanismerne vil ligeledes have betydelige implikationer for en fremtidig monetær union, jf. diskussionen i kapitel II.

Nogle af de væsentlige områder, hvor transmissionsmekanismen afviger mellem de enkelte medlemslande, er:

- Den relative betydning af finansiering ved langfristet låntagning i forhold til kortfristet låntagning eller låntagning til variable renter;
- Størrelse og sammensætning af den ikke-finansielle sektors balancer;
- Graden af åbenhed i økonomien og valutakursudviklingens betydning for transmissionsmekanismen;
- Hvor hurtigt pengemarkedsrenter og ændringer i de officielle renter slår ud i bankernes udlåns- og indlånsrenter;
- Forskelle i løn- og prisdannelsen.

Der kan opstå en række problemer for pengepolitikken, når der er forskelle mellem de enkelte lande på disse områder. I de tilfælde, hvor den private sektor i overvejende grad finansierer sig ved kortfristede lån eller lån med variabel rente, vil pengepolitikken have en større indflydelse på økonomien for en given sammensætning af den private sektors balance. Blandt EU-landene er kortfristet låntagning af relativt begrænset betydning for både husholdninger og virksomheder i Danmark, Tyskland, Holland og Sverige. Betydningen er også begrænset, men dog noget større i Belgien, Frankrig og Østrig.

Størrelsen og sammensætningen af den private sektors balancer har betydning for, i hvilket omfang disse potentielle effekter vil berøre adfærden. Hvis en betragtelig del af låntagningen er knyttet til korte renter eller er variabelt forrentet (som i England og Irland), vil dette bidrage til et relativt hurtigt og kraftigt gennemslag af ændringer i de officielle renter på forbrug og investeringer under ét. Selv om gælden hovedsagelig er langfristet og fast forrentet, vil en høj gældsætning (som i Sverige) kunne have betydning for transmissionen.

I de lande, hvor en stor andel af den offentlige sektors gæld er kortfristet eller variabelt forrentet, som i Portugal, Italien og Grækenland, kan en stramning af pengepolitikken relativt hurtigt blive opvejet af en fiskal ekspansion, såfremt de øgede rentebetalinger på gælden tilfalder indenlandske investorer. Denne effekt vil afhænge af størrelsen af den offentlige sektors gæld (se tabel 4). Der vil imidlertid på mellemlangt sigt være en kontraktiv effekt, da de voksende rentebetalinger og risikoen for fortsat stigende gæld vil tvinge den offentlige sektor til at stramme finanspolitikken. Der er i den forbindelse en nær sammenhæng mellem den offentlige sektors muligheder for at udstede langfristede lån til fast rente og den historiske inflation. Er en stor del af den offentlige sektors gæld optaget i udenlandsk valuta, vil dette endvidere medføre en påvirkning fra pengepolitikken til finanspolitikken via valutakursen.



## Boks 2 (forts.)

Graden af åbenhed i medlemsstaternes økonomier bestemmer blandt andet hastigheden og styrken af gennemslaget af ændringer i valutakurserne som følge af pengepolitiske indgreb møntet på produktion og priser. Graden af åbenhed, og hermed følsomheden over for eksterne begivenheder, er voksende i flere EU-lande i takt med den øgede integration. I det omfang medlemslandene er i stand til at opretholde stabile valutakurser over for hinanden, vil forskelle i de enkelte EU-landes handelsstrømme over for resten af verden være det bedste mål for forskellene i transmissionen gennem valutakursen. Åbenheden over for resten af verden - defineret ved, at import plus eksport udgør mere end 25 pct. af BNP - er særlig høj i Belgien, Luxembourg og Irland, og er af markant større betydning i Tyskland og England end i Frankrig og Italien.

Transmissionen kan også variere mellem EU-landene, da der er forskelle i den hastighed, hvormed ændringer i pengemarkedsrenterne slår ud i bankernes indlåns- og udlånsrenter, og fordi forskelle i løn- og prisrelationerne har betydning for, hvor kraftigt ændringer i overskudsefterspørgslen efter varer som følge af ændringer i pengepolitikken slår ud i produktion og priser.

Mens det er relativt simpelt at finde individuelle forskelle i struktur, er det mindre ligetil at vurdere, i hvilket omfang disse forskelle - når de aggregeres til et makroøkonomisk niveau - har betydning for den samlede transmissionsmekanisme. De mest markante forskelle, der kan udledes fra simulationer med makroøkonomiske modeller, er, at der blandt de fire største medlemslande er et stærkere og hurtigere gennemslag fra ændringer i officielle renter til nominelt BNP i England end i Tyskland, Frankrig og Italien. Strukturelle ændringer i de empiriske sammenhænge, der kan ændre eller underminere anvendeligheden af disse resultater i den nuværende situation, kan imidlertid ikke udelukkes.

Nogle af de ovenstående forskelle i transmissionsprocessen vil sandsynligvis forsvinde i løbet af de kommende år som følge af den stigende inflationskonvergens i medlemslandene (hvilket fx kan opmuntre til øget finansiering ved langfristet og fast forrentet låntagning) og som følge af effekterne af øget international konkurrence og finansiel integration (der kan betyde, at transmissionen fra pengemarkedsrenterne til bankernes ind- og udlånsrenter bliver mere ensartet). Desuden kan rækken af nylige institutionelle ændringer på de finansielle markeder og på arbejdsmarkederne have øget konvergens (vedrørende arbejdsmarkederne, se boks 1). Nogle af de nationale forskelle i graden af økonomisk åbenhed og i balancesammensætningen vil imidlertid fortsat findes fremover, herunder navnlig de forskelle, der skyldes forskellige præferencer hos befolkningerne i medlemslandene.

valutakursen som et nominelt anker i pengepolitikken blev generelt ikke benyttet. Dette bekræftede, at ERM fortsatte med at fungere som en ramme for de enkelte landes pengepolitik. Der blev dog foretaget nogle ændringer i de pengepolitiske strategier i flere EU-lande i løbet af 1993-94.

Det endelige mål for pengepolitikken er fortsat prisstabilitet, der er en forudsætning for holdbar økonomisk vækst og beskæftigelse. Dette primære mål kan defineres som en inflationsrate, der ikke forvrider opsparings- og investeringsbeslutningerne i den private sektor.

Inden for ERM fortsatte Bundesbank i 1993 og 1994 med at anvende et mellemfristet pengemængdemål for M3. Centralbankerne i de fleste andre ERM-lande holdt fast ved valutakursen som det centrale mellem mål med henblik på at opnå det endelige mål, eller som det var tilfældet med Banque de France, bibeholdt både valutakurs og væksten i M3 som mellem mål. Centralbankerne i nogle ERM-lande havde tidligere fundet det nyttigt at offentliggøre et mellem mål for pengemængdeudviklingen for at opnå yderligere støtte til valutakursmålsætningen. Disse centralbanker er imidlertid

senere blevet nødt til at tage stilling til, hvorvidt og i givet fald hvordan de skulle justere deres pengepolitiske strategi i lys af dereguleringen af de finansielle markeder, liberaliseringen af de internationale kapitalbevægelser, stigende økonomisk og finansiell integration, forstyrrelser som følge af finansielle innovationer samt udvidelsen af udsvingsbåndene i ERM.

Centralbankerne i nogle enkelte store men mindre åbne ERM-lande har enten justeret deres praksis vedrørende opstilling af monetære mål eller har ændret målsætning. Fra og med 1994 har Banque de France valgt at anvende en 5 pct. målsætning for væksten i M3 på mellemlangt sigt og har suppleret dette mål med den samlede indenlandske gæld som en vigtig indikator for pengeforholdene. Derudover inddrages udviklingen i den lange rente og betalingsbalancens løbende poster i vurderingen. Efter liberaliseringen af kapitalbevægelserne i februar 1992 oplevede Banco de España stigende vanskeligheder med at kontrollere udviklingen i det monetære aggregat, ALP. Fremkomsten af nye finansielle instrumenter (primært investeringsforeninger) og hyppige porteføljeomlægninger i den private sektor bidrog yderligere til stabilitetsproblemerne. Under disse omstændigheder blev det besluttet, at ALP fra 1994 kun kunne virke som en kvantitativ referenceramme for, om pengeforholdene var i overensstemmelse med målsætningen om prisstabilitet. I 1995 erstattede Banco de España pengemængdemålet med et direkte mål for inflationsudviklingen på mellemlangt sigt (se tabel 6). Samtidig bekræftede Banco de España målsætningen om en stabil valutakurs og fortsatte med at overvåge udviklingen i forskellige indikatorer, blandt hvilke ALP har en fremtrædende rolle. Endelig valgte nogle centralbanker i mindre, åbne økonomier, såsom Danmark, Holland og Portugal, i begyndelsen af 1993 at opgive deres respektive mellemfristede mål for (den indenlandske modpart til) pengemængdevæksten.

**Tabel 6** Offentliggjorte målsætninger for inflation  
(Årlig procentvis ændring)

	Inflationsvariabel <sup>(a)</sup>	1993		1994		1995	Mellemfristet mål
		Mål	Faktisk	Mål	Faktisk	Mål	
Spanien	CPI	-	4,6	-	4,7	-	<3 <sup>(b)</sup>
Frankrig	CPI	-	2,1	£2	1,6	£2	£2
Italien	CPI	4-5	4,3	3,5	3,9	2,5	-
Finland	CPIX	-	2,6	-	1,3	2	2
Sverige	CPI	- <sup>(c)</sup>	4,7	- <sup>(c)</sup>	2,2	1-3	1-3
England	RPIX	1-4	3,0	1-4	2,4	1-4	1-2,5 <sup>(d)</sup>

Kilde: Nationale data

(a) CPI = Forbrugerprisindeks. CPIX = CPI eksklusive indirekte skatter, subsidier og udgifter til bolig. RPIX = Detailprisindeks eksklusive rentebetalinger på boliglån.

(b) Mål for 1997.

(c) Inflationsmålet i 1993 og 1994 var at undgå stigninger i den underliggende inflation.

(d) Ved ophør af den nuværende valgperiode (senest april 1997).

De lande, der suspendede deres ERM-medlemskab i 1992, måtte omdefinere deres pengepolitiske strategi mere fundamentalt og finde nye måder at tilkænde give deres forpligtelse til prisstabilitet over for offentligheden. England valgte at centrere den pengepolitiske styring omkring et direkte inflationsmål (se tabel 6). Beslutninger om ændringer i de officielle renter baseres på en nøje vurdering af inflationsudsigterne på

mellemlangt sigt. I vurderingen tages højde for udviklingen i både snævre og brede pengemængdebegreber (for hvilke der opstilles overvågningsintervaller), den effektive valutakurs og priserne på forskellige reale aktiver. I Italien fik et kvantitativt pengemængdemål større betydning efter at den italienske lire begyndte at flyde, omend også andre indikatorer blev benyttet, herunder især et aggregat for den samlede kreditgivning og valutakursen. I lys af den seneste turbulens på de finansielle markeder, der påvirkede udviklingen i M2 og gjorde fortolkningen mindre klar, valgte Banca d'Italia imidlertid for 1995 at annoncere et centralt referencemål for væksten i M2 på 5 pct. Dog besluttedes det samtidig at følge udviklingen i en bred vifte af indikatorer for det fremtidige inflationspres, af hvilke valutakursen fortsat spiller en vigtig rolle.

Den græske nationalbank fastlagde et mellemfristet mål for væksten i M3, der er i overensstemmelse med en aftagende inflationstakt. Herudover fulgtes en ikke-akkommoderende valutakurspolitik, der kun delvist tillader effektive devalueringer som kompensation for højere inflation i forhold til udlandet. Efter den endelige afslutning på den gradvise liberalisering af kapitalbevægelserne i maj 1994, blev valutakursmålsætningen tillagt større vægt, mens der blev taget mindre hensyn til udviklingen i M3.

Blandt de nye medlemslande har Østrig traditionelt haft D-mark som nominel ankervaluta, mens Sverige og Finland offentliggjorde direkte inflationsmål efter beslutningerne om at lade deres valutaer flyde.

#### *Pengepolitikens stramhedsgrad i de forskellige EU-lande*

Hvorvidt stramhedsgraden af pengepolitikken i EU er passende, kan ikke alene vurderes på et samlet EU-plan, men kræver en vurdering af situationen i hvert enkelt land. Årsagerne hertil er oplagte. For det første er de enkelte centralbanker ansvarlige for den nationale pengepolitik i ØMU'ens fase to. For det andet er der, ud over forskelle i konjunkturforløbet, fortsat også strukturelle forskelle mellem de enkelte EU-lande, hvilket blandt andet påvirker den pengepolitiske transmissionsmekanisme (se boks 2). Disse strukturelle forskelle vil sandsynligvis kun udlignes meget langsomt og gradvist. Derfor må centralbankerne i øjeblikket fastlægge pengepolitikken under forskellige betingelser.

De økonomiske forhold i Tyskland tillod i 1993 og 1994, at Bundesbank kunne fortsætte med de gradvise og forsigtige nedsættelser af de officielle rentesatser, der var påbegyndt i september 1992. Hovedårsagen til, at denne politik kunne gennemføres, var udsigterne til en vigende inflation, især på baggrund af den stærke D-mark, udsigterne til en forbedring af statsfinanserne, og at resultatet af overenskomstforhandlingerne indebar moderate lønstigninger. Desuden syntes det stadige fald i den lange rente i 1993 og i begyndelsen af 1994 at bekræfte, at de finansielle markeder havde tiltro til, at inflationen på sigt ville falde. Væksten i M3 lå i en længere periode over målzonen, men en betydelig del af væksten blev anset for at være et midlertidigt fænomen forårsaget af specielle faktorer og ikke et tegn på højere fremtidig inflation. I lys af problemerne med at vurdere de underliggende finansielle forhold var det imidlertid nødvendigt med en forsigtig tilgang til rentepolitikken for ikke at bringe troværdigheden i fare eller bidrage til usikkerheden på de finansielle markeder. Set i bakspejlet lykkedes det Bundesbank både at bringe væksten i M3 inden for målzonen og at reducere inflationen uden at formindske troværdigheden og uden at bringe den økonomiske genopretning i fare.

Der er visse tegn på, at det er lykkedes andre EU-landes centralbanker at øge deres troværdighed i de finansielle markeder i løbet af de seneste to år som følge af deres faste vilje til at føre en anti-inflationær pengepolitik. Gennem sidste halvdel af 1993 og i begyndelsen af 1994 kunne centralbankerne i ERM-landene ved forsigtige nedsættelser af de officielle satser reducere det korte rentespænd over for Tyskland, i hovedparten af perioden uden væsentlige spændinger i valutakurserne. Ud over konvergens i inflationsraterne ser også den sammenfaldende opgang i konjunkturerne ud til at have ydet et positivt bidrag. På den anden side har der - altovervejende forårsaget af indenlandske politiske forhold - været et par kortvarige perioder med ustabilitet i valutakurserne, hvilket midlertidigt udvidede rentespændene. Herudover var der en tendens til, at det lange rentespænd over for Tyskland udvidedes i løbet af 1994, hvilket blandt andet er et tegn på de underliggende økonomiske problemer (se afsnit 2.2).

Uden for ERM forøgedes de engelske pengepolitiske myndigheders troværdighed som følge af den beslutsomhed, hvormed de officielle renter to gange i løbet af 1994 blev hævet for at undgå inflationære tendenser. Som tidligere beskrevet anvender de pengepolitiske myndigheder i England en lang række indikatorer ved vurderingen af inflationsrisikoen. Disse indikatorer vægtes sammen til et skøn for inflationsudviklingen i de kommende to år under forudsætning af uændret finans- og pengepolitik. Da dette skøn viste en voksende sandsynlighed for, at inflationen ville overstige målzonen (på 1-2,5 pct.) ved udgangen af den nuværende valgperiode, blev det fundet nødvendigt at hæve de officielle renter, selvom den aktuelle inflation var den laveste i 27 år. Pengepolitikken blev ligeledes strammet i Italien som følge af tegn på stigende inflation. Som det også var tilfældet i Grækenland, måtte de pengepolitiske myndigheder desuden bære byrden ved en finanspolitisk ubalance, der vanskeliggjorde en passende sammensætning af den økonomiske politik.

Samlet indebar den usikkerhed, der blev skabt som følge af valutauroen i ERM i 1992 og 1993, at det er blevet endnu vigtigere, at pengepolitikken fortsat er et troværdigt anker for nominel stabilitet. Rentepolitikken måtte derfor være forsigtig, og unødige risici måtte undgås, især fordi det i mange lande forblev uklart, om lønudviklingen og finanspolitikken ville følge den samme stabilitetsorienterede kurs. Genopretningen af stabiliteten inden for ERM må, kombineret med den betydelige reduktion i inflationen i hele EU, ses som det primære bevis på, at den pengepolitiske stramhedsgrad i de enkelte lande og i EU som helhed stort set var passende. Afsnit 4.1 i dette kapitel ser på pengepolitikens stramhedsgrad ud fra en mere fremadrettet synsvinkel.

### **3.3 Den samlede finans- og pengepolitik**

Opretholdelsen af prisstabilitet kræver samspil med og støtte fra finanspolitikken, således at der skabes en afbalanceret finans- og pengepolitik. I denne sammenhæng har de pengepolitiske myndigheders opgave i de senere år ikke været let, og den er blevet vanskeliggjort af stigende offentlige underskud og stor offentlig gæld i mange medlemsstater.

### Boks 3 Den økonomiske situation i de nye EU-medlemsstater.

Finland, Sverige og Østrig tilsluttede sig Den Europæiske Union den 1. januar 1995 efter de positive resultater af folkeafstemningerne, der blev afholdt henholdsvis 16. oktober, 13. november og 12. juni 1994.

Som i de fleste EU-lande øgedes væksten i den østrigske økonomi i 1994 efter stagnation i 1993, mens forbrugerprisinflationen aftog. Sammenlignet med de andre nyindtrådte lande synes Østrigs offentlige finanser i mindre grad ude af balance, skønt yderligere forbedring er nødvendig for at opfylde Maastricht-traktatens kriterier for offentlige finanser.

Økonomierne i Finland og Sverige er ved at komme sig efter alvorlige recessioner, og der var positive vækstrater i 1994 efter produktionsfald i de foregående år. Styrken i den finske recession skyldtes i høj grad det tab af eksportmarkeder, som fulgte Sovjetunionens kollaps. I begge lande har eksportvæksten hjulpet økonomien ud af recessionen efter de betydelige deprecieringer af valutaen. I begge lande opstod betydelige offentlige underskud som konsekvens af, at arbejdsløshedsunderstøttelse fungerede som automatisk stabilisator. I Sverige bidrog skattereformen, vedtaget af parlamentet i 1989/90 og sat fuldt i kraft fra 1991, til stigningen i underskuddet. Budgetunderskuddene har i de seneste år ført til markante stigninger i den offentlige gæld. I begyndelsen af 1990'erne bidrog en bankkrise og finansiel støtte fra regeringen til væksten i den offentlige gæld. Endvidere er de lange renter i Finland og Sverige over EU-gennemsnittet i 1994 trods de lave inflationstakter. Inflationen i Sverige nåede et lavpunkt i foråret 1994. For at modvirke inflationspres hævdede Sveriges Riksbank de officielle rentesatser i sommeren 1994. I Finland hævdede Suomen Pankki sin udlånsrente i december 1994 med 50 basispoint.

#### Vigtige økonomiske indikatorer for de nye EU-Medlemsstater

		Real BNP (a)	Inflation (b)	Nominel effektiv valutakurs (1991=100)	Lang rente (c)	Offentlig nettolångivning(+)/låntagning(-) <sup>(d)</sup>	Offentlig bruttogæld <sup>(d)(e)</sup>
Østrig	1993	-0,3	3,6	103,2	6,8	-4,1	63,5
	1994	2,8	3,0	103,8	7,0	-4,4	65,0
	1995	3,1	2,5	105,0	...	-4,9	...
Finland	1993	-2,6	2,2	75,0	8,8	-7,2	61,8
	1994	3,7	1,1	81,2	9,1	-4,7	70,0
	1995	5,0	2,0	85,8	...	-5,0	76,0
Sverige	1993	-2,1	4,7	81,1	8,6	-13,3	74,4
	1994	2,2	2,4	80,2	9,5	-11,7	81,0
	1995	2,7	2,9	80,5	...	-9,6	...

Kilde: Europa-Kommissionen (BNP, offentlig långivning og bruttogæld), nationale data (inflation (forbrugerprisindeks), lange renter), OECD (effektive valutakurser). Tallene for 1995 er taget fra Europa-Kommissionens konjunkturvurdering, efteråret 1994. Data kan ændre sig.

(a) Procentvis årlig ændring. (b) Årsrate (c) Pct. point, årgennemsnit. (d) Pct. af BNP. (e) Data er ikke helt i overensstemmelse med Maastricht-traktatens definition.

### **Boks 3 (forts.)**

Alle de nye EU-lande er blevet medlemmer af Det Europæiske Monetære System (EMS), men kun Østrig har besluttet at deltage i valutakursmekanismen, ERM, med virkning fra januar 1995. Den østrigske schilling har gennem en lang periode udvist en høj grad af stabilitet over for D-marken. Finland og Sverige forlod ECU-tilknytningen i efteråret 1992 efter en periode med alvorligt pres mod finske mark og svenske kroner. Efter beslutningen om at lade valutaen flyde indførte myndighederne i begge lande en pengepolitisk ramme baseret på et inflationsmål - uden valutakursen som mellem mål. På grund af den nuværende samfundsøkonomiske ubalance i den finske og svenske økonomi har myndighederne besluttet at udskyde landenes deltagelse i ERM. Udvidelsen af EMS og ERM's medlemskare førte ikke til nogen ændring i det eksisterende paritetsgitter eller i sammensætningen af ECU-kurven (der er fastlåst i henhold til Traktaten).

For det første kan vedvarende store offentlige lånebehov skabe tvivl om holdbarheden af en fast pengepolitik og føre til forventninger om øget inflation og depreciering af valutakursen. Det er muligt, at sådanne forventninger hos de økonomiske agenter bliver indarbejdet i pris- og lønforhandlinger. For det andet vanskeliggøres centralbankernes opgave af, at den stigende offentlige gæld lægger pres på kapitalmarkederne og i stigende grad gør budgetbalancen følsom over for renteændringer.

## **4. Udsigter og udfordringer**

Ved en vurdering af de faktorer, der sandsynligvis vil influere på pengepolitikken i 1995, er det vigtigt at se på de store træk i de samfundsøkonomiske udsigter for 1995 og - i lyset heraf - den passende pengepolitik for hele EU, før de væsentlige udfordringer - nemlig risikoen ved de centrale fremskrivninger, opretholdelsen af valutakursstabilitet, udviklingen på obligationsmarkederne og finanspolitiske spørgsmål - vurderes. Det skal bemærkes, at der med Unionen eller EU også i denne del af rapporten overvejende refereres til Fællesskabet bestående af tolv lande. Baggrundsinformation om de nye medlemslande findes i boks 3.

### **4.1 Udsigter**

#### *Økonomiske udsigter på kort sigt*

Ifølge de seneste konjunkturvurderinger fra Europa-Kommissionen, OECD og IMF vil den realøkonomiske udvikling uden for Unionen sandsynligvis fortsat give en positiv stimulans til det økonomiske opsving i Europa. Produktionen i USA ventes at vokse med omkring 3 pct. i 1995, samtidig med at den japanske økonomi gradvist er på vej ind i en periode med opsving, hvor væksten skønnes at nå op på 2,5 pct. i 1995. Det er endnu ikke klart om, eller i hvilket omfang, de økonomiske skader som følge af Kobe-jordskælvet vil hæmme opsvinget. I andre regioner, især Sydøstasien, ventes også fortsat vækst. Verdenshandelen ventes at vokse med 6 pct. Vedrørende den eksterne indflydelse på inflationen ventes der fortsatte prisstigninger for alle kategorier af handlede varer. Påvirkningen fra denne udvikling på priserne i Unionen vil også afhænge af valutakursmønsteret i 1995.

**Tabel 7** Vurdering af hovedtræk i EU's konjunkturudvikling  
(procentvis årlig ændring)

	1995			1996	
	EC	OECD	IMF	EC	OECD
Real BNP	2,9	3,0	2,9	3,2	3,2
Investeringer <sup>(a)</sup>	5,7	5,3	4,9	6,3	5,9
Beskæftigelse	0,8	0,9	0,7	1,1	1,1
BNP deflator	2,8	2,5	2,7	3,0	2,6
Offentligt underskud <sup>(b)</sup>	-4,7	-5,1	-5,1	-3,9	-4,2
Betalingsbalance <sup>(b)</sup>	0,5	0,5	...	0,6	0,6

Kilder: Europa-Kommissionen, OECD, IMF.

(a) Real vækst i faste investeringer

(b) Pct. af BNP, Europa-Kommissionens nationalregnskabstal.

De økonomiske udsigter for EU-landene i 1995 må også ses på baggrund af de i stigende grad gunstige udviklingstendenser i 1994 med accelererende økonomisk aktivitet og ophør i arbejdsløshedsstigningen.

Ifølge konjunkturvurderinger fra Europa-Kommissionen, IMF og OECD (se tabel 7) ventes den økonomiske aktivitet i 1995 at tiltage inden for EU-12 med en real BNP-vækst på i gennemsnit næsten 3 pct. Der skønnes at komme en udpræget udligning af vækstforskelle. Kun i Irland og Danmark (samt Finland) ventes aktiviteten at vokse noget stærkere end gennemsnittet, mens der i Grækenland forudses en fortsættelse af den relativt lave vækst. Angående sammensætningen af væksten ventes nettoeksporten - overvejende gennem vækst i eksporten - fortsat at give et betydeligt vækstbidrag. Med den stadige forbedring af stemningen i erhvervssektoren ventes investeringsaktiviteten stærkt udvidet i 1995. Det private forbrug, som var afdæmpet i 1994, vil sandsynligvis blive livligere, givet at forbrugertilliden er øget i de seneste måneder, og at stigningen i arbejdsløsheden er bragt til ophør. På den anden side kan forbruget påvirkes i modsat retning af de skattestigninger, der allerede er annonceret eller fastlagt til ikrafttrædelse i mange lande.

Som afspejling af den udenlandske efterspørgsels dominans ventes både handels- og betalingsbalancen yderligere forbedret i 1995 for Unionen som helhed. Blandt enkeltlande ventes den mest bemærkelsesværdige forbedring af betalingsbalancen i 1995 i Italien. For Danmark skønnes dog nogen forværring især som afspejling af stærk vækst i den indenlandske efterspørgsel.

I Unionen som helhed ventes fra 1994 til 1995 en lille nedgang i inflationen til lige under 3 pct. Ligesom for realvæksten ventes yderligere konvergens for inflationen. Skøn tyder på, at inflationen vil ligge i et interval omkring 2-3 pct. i de fleste medlemsstater. Grækenland og i mindre grad Spanien, Italien og Portugal vil være de væsentligste undtagelser.

En nøglefaktor, der bidrager til udsigterne for inflationen, ventes at være lønudviklingen. Selvom der ventes en vis stigning i løninflationen og enhedslønmodkostningerne i 1995, vil stigningerne i de fleste lande sandsynligvis forblive klart mindre end under tidligere konjunkturopgange. I de fleste lande forudses reduktion af arbejdsløshedsprocenterne og positiv beskæftigelsesvækst i 1995. Alligevel ventes arbejdsløshedsniveauerne at forblive pænt over, hvad der er set i denne fase af tidligere konjunkturopgange, hvilket er en indikation af stigning i det strukturelle

arbejdsløshedsniveau i den mellemliggende periode. Ydermere er der betydelig risiko for inflation, som diskuteres nedenfor.

De følgende afsnit vurderer pengepolitikken i lyset af den ovenstående konjunkturvurdering.

#### *De pengepolitiske mål i de enkelte lande*

Der er fremsat en række tilkendegivelser vedrørende de mellemfristede og endelige mål for de pengepolitiske myndigheder i 1995. Under hensyntagen til rammerne for de enkelte landes pengepolitik understreger tilkendegivelserne målsætningen om prisstabilitet både under det nuværende økonomiske opsving og på mellemlangt sigt.

Blandt ERM-landene har Tyskland offentliggjort en målzone for væksten i M3 på 4-6 pct. svarende til målzonen for 1994. Målet anses at være foreneligt med prisstabilitet og med væksten i produktionskapaciteten. Målet er fastsat under antagelse af en normativ inflation på 2 pct., en vækst i produktionskapaciteten på 2,75 pct. samt en reduktion af den underliggende omløbshastighed med 1 pct. Målintervallet redresserer delvist den høje gennemsnitlige pengemængdevækst for 1994. Banque de France har, ud over sine ERM-forpligtelser, annonceret et mellemfristet mål for væksten i M3 på 5 pct. og et loft for inflationen på 2 pct., både i 1995 og på mellemlangt sigt. Banco de España har bekræftet forpligtelsen til valutakursstabilitet og har desuden angivet som mål, at inflationen senest i 1997 må være højst 3 pct. Andre ERM-lande fokuserer udelukkende på valutakursen som middel til sikring af prisstabilitet.

Blandt landene uden for ERM har de pengepolitiske myndigheder i England bekræftet inflationsmålsætningen på 1-4 pct. med henblik på, at inflationen skal være i den nedre halvdel af zonen senest ved udgangen af april 1997. Banca d'Italia vil gennem sin pengepolitik søge at opfylde regeringens inflationsmål for 1995, hvilket ved udgangen af september 1994 blev fastsat til 2,5 pct.

Da der går en vis tid før en stramning af pengepolitikken har effekt på den økonomiske udvikling, er det vigtigt, at pengepolitikken strammes på et tidligt tidspunkt, hvis der skulle vise sig tegn på stigende inflation i medlemsstaterne, efterhånden som den økonomiske vækst øges. Dette gælder alle medlemsstater, men navnlig dem, hvor inflationen er relativt høj og konvergens derfor ikke fuldstændig.

#### *Den gensidige overensstemmelse mellem pengepolitikken i de enkelte lande og pengeforholdene i EU*

For lande, der lægger vægt på en stabil valutakursudvikling, må den nationale pengepolitik anses for at have en passende stramhedsgrad, hvis pengepolitikken bidrager til konvergens i retning af prisstabilitet, uden at der samtidig forårsages større pres mod valutakursen. For andre lande er det mere relevant at betragte den pengepolitiske stramhedsgrad som passende, hvis den bidrager til konvergens mod prisstabilitet.

Ifølge disse kriterier må de enkelte landes pengepolitik i 1995 anses for gensidigt at være i overensstemmelse. Der er imidlertid fortsat visse forskelle mellem konjunkturuudviklingen i de enkelte lande. I nogle lande er konjunkturopgangen længere fremme end i andre. Desuden - og mere væsentligt - var der i nogle af landene ved



begyndelsen af opsvinget mindre forskel mellem produktionskapacitet og faktisk produktion samt højere markedsrenter end i andre lande.

I den nuværende situation udgør strukturelle forskelle en større fare for den gensidige overensstemmelse af de enkelte landes pengepolitik end forskelle i konjunkturudviklingen. Strukturelle forskelle mellem de enkelte medlemslande (den offentlige og den private sektors gælds niveau og -sammensætning, arbejdsløshed, inflation osv.) betyder, at der er forskel på de betingelser, de enkelte centralbanker opererer under (se boks 2). I den forbindelse kan ugunstige begivenheder, som for eksempel en manglende begrænsning af budgetunderskuddet i lande med en kritisk budgetsituation, påvirke valutakursstabiliteten. På længere sigt vil det være lettere at opnå gensidig overensstemmelse i pengepolitikken, efterhånden som den strukturelle konvergens forøges.

Betydningen af stigningen i den lange rente i 1994 for den indbyrdes overensstemmelse af pengepolitikken afhænger af den finansielle struktur i de enkelte lande, idet effekten af en given stigning i den lange rente varierer fra land til land. I nogle lande, hvor rentestigningen var specielt stor, er den private sektors langfristede fastforrentede gæld relativt beskedne. Dette gælder Spanien og Italien. Imidlertid kan mere udtalte forskelle mellem renteændringerne i de enkelte lande medføre problemer for den gensidige overensstemmelse, da der på mellemlangt sigt kan være betydelige forskelle mellem virkningerne på investeringer og produktionskapacitet. Desuden kan forskelle i renteutviklingen gøre det vanskeligt at nedbringe budgetunderskuddene, specielt i lande med en stor offentlig gæld.

## 4.2 Udfordringer i fremtiden

### *Inflationære risici i de økonomiske skøn*

Det centrale inflationsskøn forekommer gunstigt givet opsvingets styrke. Dette er i nogen grad relateret til den forudgående recession, som skabte betydelig ledig produktionskapacitet i adskillige lande. I nogle lande ventes den faktiske BNP-vækst at være under eller kun lidt over den potentielle vækst i 1995, hvilket betyder, at den ledige kapacitet kun forsvinder i langsomt tempo. I andre lande synes produktionsgabene allerede at være temmelig lille. Dog er en præcis vurdering af mængden af ledig overskudskapacitet vanskelig. Den mulige produktion kan være negativt påvirket af stigningen i strukturel arbejdsløshed og lave investeringer. Desuden kan prisstigninger stamme fra flaskehalse i enkeltsektorer i økonomien. En faktor, der taler imod bekymring over produktionsgabets størrelse, kan være, at fleksibiliteten ved udnyttelsen af kapitalapparatet er større end tidligere.

Lønudviklingen er et vigtigt usikkerhedselement i inflationsskønnet. Efter to år med beskedne lønstigninger er der risiko for stærkere lønpres i kølvandet på det økonomiske opsving. På den anden side er arbejdsløsheden høj, og i nogle lande kan lønnens konjunkturfølsomhed være steget som følge af nyligt indgåede aftaler mellem arbejdsmarkedets parter og/eller arbejdsmarkedsreformer.

Arbejdsmarkedets funktionsmåde kan bringe en stabilitetsorienteret politik i fare. Der er udbredte tegn på, at niveauet for strukturel ledighed er fortsat med at stige i de senere år, hvilket implicerer, at konjunkturopsvinget kun vil være i stand til at løse en del af arbejdsløshedsproblemet. Derfor kan en fortsættelse af de moderate lønstigninger ikke

tages for givet, skønt arbejdsløshedsprocenterne er høje, da økonomierne hurtigt vil kunne løbe ind i flaskehalse eller mangel på bestemte kvalifikationer. Hertil kommer, at en fortsat stor arbejdsløshed under et opsving vil kunne betyde, at den politik, der sigter mod opnåelse og fastholdelse af prisstabilitet, risikerede at miste offentlighedens støtte. Løsningen på det strukturelle arbejdsløshedproblem kalder på midler, der hovedsageligt går på udbudssiden og retter sig mod stivheder på arbejdsmarkedet. Fremskridt på dette område er afgørende for at sikre prisstabilitet.

Der er yderligere risici ved inflationsudsigterne i lande, hvis valutaer er deprecieret i de seneste år. Indtil nu har effekten på indenlandske forbrugerpriser af de seneste deprecieringer været mindre end forventet ud fra tidligere erfaringer. Da deprecieringen af valutaerne har ført til reduktion af realindkomsten, er der imidlertid en risiko for, at de, som har tabt, vil prøve at bruge det gunstigere økonomiske klima til at genskabe deres indkomstposition.

Inflationært pres kan også komme fra udviklingen uden for Unionen. For eksempel kunne stigningen i råvarepriserne give anledning til alvorlig bekymring.

#### *Opretholdelse af valutakursstabilitet i ERM*

Udvidelsen af valutakursernes udsvingsbånd i august 1993 har opfyldt det ønskede formål om at reducere virkningen på valutakurserne af envejs-spekulation ved i stedet at fremme en tovejs-risiko for spekulanter. Med konvergen mod lave inflationsniveauer sikres, at landenes konkurrenceevne ikke kommer klart ud af trit, hvilket vil være den bedste garanti for, at valutakursspændinger begrænses i fremtiden. Desuden vil den forventede tætte konvergens af vækstraterne i 1995 reducere spændingerne mellem de økonomier, der vokser langsommere, og de der gennemgår en hurtig vækst - spændinger, som i 1992 forårsagede en konflikt mellem interne og eksterne mål for nogle lande i den førstnævnte gruppe. Mere generelt bestyrkes opfattelsen af sammenhæng i den økonomiske politik af den fremadskridende konvergens og optimismen i de økonomiske udsigter.

Ikke desto mindre bør det erindres, at der har været perioder med valutaspændinger - især mod slutningen af 1994. Disse har illustreret den kendsgerning, at markederne er på vagt, hver gang de opfatter en konflikt i den økonomiske politik, især i lande med stor offentlig gæld og/eller politisk usikkerhed.

#### *Pengepolitiske konsekvenser af udviklingen på obligationsmarkederne*

Ifølge diskussionen i afsnit 2.2 afhænger de politiske implikationer, som kan udledes af den seneste udvikling på obligationsmarkederne i 1995, af det omfang, hvori stigningen i de lange nominelle renter blev forårsaget af voksende inflationsforventninger, højere realrenter eller tiltagende usikkerhed.

I de fleste EU-lande synes den generelle stigning i obligationsrenterne ikke at signalere en umiddelbart forestående stigning i inflationen, og en pengepolitisk reaktion ville derfor være uhensigtsmæssig. I lande, hvor inflationsrisikoen er mere overhængende, er en stramning af pengepolitikken påkrævet.

Stigningen i de lange renter er sandsynligvis delvis en afspejling af stigningen i de globale realrenter som følge af de forbedrede vækstudsigter, og den synes dermed ikke

at kræve politisk handling. I det omfang stigningen i realrenter på nationalt niveau også afspejler en crowding-out fra nuværende og planlagte budgetunderskud, er der dog en klar risiko for, at den igangværende konjunkturopgang belastes, og at de fremtidige vækstmuligheder undertrykkes.

Forskellen på obligationsrenteændringer mellem landene antages at udtrykke vigtige bekymringer i markederne, især om finanspolitikken, såvel som forøget fokus på de relative resultater med hensyn til langvarig valutakurs- og prisstabilitet. Ud over de ovenfor nævnte crowding-outeffekter synes den vigtigste bekymring vedrørende finanspolitikken at have været forøget usikkerhed omkring holdbarheden af finanspolitikken og dermed frygt for en opblødning af prisstabilitetsmålsætningen. Implikationen af sådanne mønstre er, at det passende svar på højere renter er finanspolitisk stramning. For at reducere usikkerheden må pengepolitikken indrettes på at sikre den langsigtede troværdighed af inflationsbekæmpelsen.

**Tabel 8** Offentlige finanser i EU-medlemsstater  
(Vurdering for 1995-96, pct. af BNP)

	Offentlig nettolångivning(+) eller låntagning(-)		Offentlig bruttogæld	
	1995	1996	1995	1996
Belgien	-4,7	-4,0	138,7	136,0
Danmark	-3,0	-2,2	78,0 <sup>(a)</sup>	78,2 <sup>(a)</sup>
Tyskland	-2,4	-2,0	59,4	58,9
Grækenland	-13,3	-12,9	125,4	128,1
Spanien	-6,0	-4,7	65,8	66,1
Frankrig	-4,9	-3,9	53,4	55,6
Irland	-2,0	-1,5	83,7	79,1
Italien	-8,6	-7,9	126,8	128,6
Luxembourg	1,6	2,0	9,8	9,9
Holland	-3,5	-2,7	78,8	78,0
Portugal	-5,8	-4,8	71,7	72,3
England	-4,6	-3,4	52,4	53,1
EU-12 <sup>(b)</sup>	-4,7	-3,9	72,9	73,4

Kilde: Europa-Kommissionen, baseret på data fra medlemsstaterne, Europa-Kommissionens konjunkturvurdering (efteråret 1994).

(a) Se fodnote (e) til tabel 9. Efter justering er gælden ultimo året vurderet til 54,6% af BNP i 1995 og 55,2% af BNP i 1996.

(b) Se fodnote til figur 2.

#### *Finanspolitiske perspektiver*

Ifølge skøn fra Europa-Kommissionen faldt det gennemsnitlige budgetunderskud i Unionen med 0,4 pct. point i 1994 til 5,6 pct. I 1995 ventes reduktion af de faktiske underskud i praktisk talt alle EU-lande, hvorved EU-gennemsnittet ventes at komme ned på 4,7 pct., selvom kun få lande vil nå referenceværdien på 3 pct. (se tabel 8). Forbedringen i 1995 vil i høj grad stamme fra konjunkturfaktorer, men der ventes også nogen strukturel forbedring. Til trods herfor vil de strukturelle underskud sandsynligvis forblive høje i mange lande, og mere langsigtede fremskrivninger tyder på, at de faktiske budgetunderskud vil forblive på meget høje niveauer i adskillige lande på trods af det fremskredne opsving. I gennemsnit vil gælden som andel af BNP sandsynligvis forværres til 73 pct. af BNP i 1995 sammenlignet med 69 pct. i 1994. Hvis det nuværende mønster

af realrenter og vækstrater opretholdes, kan målsætningen med at stabilisere eller reducere gældsandelene blive sværere at opfylde - især i lande med usædvanlig høje niveauer for udestående gæld.

Finanspolitik vil spille en afgørende rolle, når vedholdenheden af en ikke-inflationær konjunkturoppgang skal sikres. Der er et klart behov for, at regeringerne i EU anvender målbevidste midler til budgettilpasning; men der er risiko for, at bestræbelserne på konsolidering ikke bliver til virkelighed i en periode, hvor konjunkturopsvinget har en tendens til at reducere de faktiske underskud. Erfaringen fra slutningen af 1980'erne, hvor mange regeringer i praksis lempede finanspolitikken på baggrund af stærk økonomisk vækst, må i den henseende være en lære. Fremskridt mod finanspolitisk konsolidering er nødvendig ikke blot for at bringe budgetterne tilbage på et holdbart spor og for at hjælpe med at genskabe acceptable niveauer for den offentlige gæld, men også for at hjælpe med at reducere obligationsrenterne. Sådanne fremskridt er også væsentlige for at bremse inflationspresset i en konjunkturfase, hvor aktiviteten nærmer sig kapacitetsgrænsen. Uden fortsatte bestræbelser for at reducere den strukturelle del af budgetbalancen kan der ikke gøres varige fremskridt mod en bæredygtig finanspolitik og en mere afbalanceret sammensætning af hele Unionens økonomiske politik. Finanspolitisk konsolidering er endnu mere vigtig i de lande, hvor pengepolitikken allerede er overbelastet. I den henseende er det af stor vigtighed, at forpligtigelserne indeholdt i konvergensprogrammerne bliver respekteret, og at mere opmærksomhed rettes mod forvridende effekter af nuværende skatte- og bistandsregler. De strukturelle reformer i den offentlige sektor og indholdet af konsolideringen bør tillægge udgiftsbegrænsning betydelig større vægt end skattestigninger. Det ville have en positiv effekt på økonomiens effektivitet og derved bidrage til reduktion af et muligt inflationært pres og hjælpe med at sikre vedvarende vækst i de europæiske økonomier.

## B. FREMSKRIDT I RETNING AF KONVERGENS

### 1. EMI's rolle i vurderingen af konvergens

Traktaten om Det Europæiske Fællesskab kræver, at de lande, der indgår i Den Økonomiske og Monetære Union, forinden opfylder de nødvendige betingelser for indførelsen af den fælles mønt. Ifølge Traktaten er EMI tildelt en vigtig rolle i vurderingen af konvergens. Artikel 109j(1) fastlægger, at EMI og Europa-Kommissionen skal afgive beretning til EU-Rådet, som især skal fokusere på opnåelse af en høj grad af vedvarende konvergens under henvisning til følgende kriterier:

- "opfyldelse af en høj grad af prisstabilitet; dette vil fremgå af en inflationstakt, som ligger tæt op ad inflationstakten i de højst tre Medlemsstater, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet;
- holdbare offentlige finanser; dette vil fremgå af, at Medlemsstaten har opnået en offentlig budgetstilling, der ikke udviser et uforholdsmæssigt stort underskud som fastslået i henhold til Traktaten;
- overholdelse af de normale udsvingsmargener i Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme i mindst to år uden devaluering over for andre Medlemsstaters valutaer;
- 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".

Europa-Kommissionens og EMI's beretninger skal også omhandle udviklingen i ECU'en, markedsintegrationen, situationen og udviklingen i betalingsbalancens løbende poster og en vurdering af udviklingen i enhedslønomkostningerne og andre prisindeks.

EMI's beretning vil vurdere konvergens for de enkelte lande og vil blive fremlagt i løbet af 1996.

Derudover skal EMI, ifølge artikel 7 i statuten for EMI, en gang om året afgive en beretning til EU-Rådet, som blandt andet skal indeholde en vurdering af fremskridtene i retning af konvergens i Fællesskabet. Denne årsberetning fra EMI opfylder, udover kravene i statuttens artikel 11, også forpligtelserne i artikel 7, og spørgsmålet om konvergens behandles derfor. Dette må ses som EMI's første skridt i forberedelsen af en udtømmende artikel 7-beretning, som udkommer senere i år.

I hovedparten af dette afsnit tages der udgangspunkt i analyserne i de foregående afsnit af prisudviklingen, udviklingen i de offentlige finanser, valutakurserne og de lange renter, og udviklingen betragtes i lyset af konvergensspørgsmålet. Data er sammenfattet i tabel 9. Kommende beretninger i henhold til artikel 7 vil inddrage andre faktorer i vurderingen af graden af vedvarende konvergens. Dette afsnit omhandler udelukkende konvergens blandt de tolv EU-lande i 1993-94, da de nye medlemsstater først blev medlemmer den 1. januar 1995. Det statistiske datagrundlag for en endelig vurdering af konvergens i henhold til artikel 109j(1) vil blive leveret af Europa-Kommissionen. Som foreløbigt statistisk datagrundlag, der vurderes at opfylde formålet så godt som muligt, benytter denne beretning flere kilder. For mere detaljeret at klargøre disse og andre spørgsmål, er der indsat bokse til belysning af lovmæssig baggrund, statistiske og andre spørgsmål i lyset af Traktatens bestemmelser vedrørende konvergens.

**Tabel 9 Økonomiske indikatorer og Maastricht-traktatens konvergenskriterier**

		Inflation <sup>(a)</sup>	Lang rente <sup>(b)</sup>	Offentlig nettolångivning(+) eller -låntagning(-) <sup>(c)(d)</sup>	Offentlig bruttogæld <sup>(c)(d)</sup>
Belgien	1993	2,8	7,2	-6,6	138,9
	1994	2,4	7,7	-5,5	140,1
Danmark	1993	* 1,3	* 7,3	-4,4	79,5 <sup>(e)</sup>
	1994	** 2,0	** 7,8	-4,3	78,0 <sup>(e)</sup>
Tyskland	1993	4,1 <sup>(f)</sup>	6,5	-3,3	# 48,1
	1994	3,0 <sup>(f)</sup>	7,0	# -2,9	# 51,0
Grækenland	1993	14,5	23,4	-13,3	115,2
	1994	10,8	20,8	-14,1	121,3
Spanien	1993	4,6	10,2	-7,5	# 59,8
	1994	4,7	10,0	-7,0	63,5
Frankrig	1993	2,1	6,8	-5,8	# 45,8
	1994	* 1,6	* 7,2	-5,6	# 50,4
Irland	1993	** 1,5	** 7,7	# -2,5	96,1
	1994	2,4	7,9	# -2,4	89,0
Italien	1993	4,3	11,3	-9,5	118,6
	1994	3,9	10,6	-9,6	123,7
Luxembourg	1993	3,6	6,9	# 1,1	# 7,8
	1994	*** 2,1	*** 6,4	# 1,3	# 9,2
Holland	1993	2,6	6,4	-3,3	81,4
	1994	2,7	6,9	-3,8	78,8
Portugal	1993	6,5	10,0	-7,2	66,9
	1994	5,2	10,4	-6,2	70,4
England	1993	*** 1,6 <sup>(g)</sup>	*** 7,5	-7,8	# 48,3
	1994	2,4 <sup>(g)</sup>	8,1	-6,3	# 50,4

Kilde: nationale data (inflation (forbrugerprisindeks), lange renter), Europa-Kommissionen (offentlig nettolångivning eller -låntagning og bruttogæld; se også fodnote (e)); Statistisk datamateriale til vurdering af medlemsstaternes opfyldelse af konvergenskriterierne skal leveres af Europa-Kommissionen.

\*, \*\*, \*\*\* = Første-, anden- og tredjebedste resultat med hensyn til prisstabilitet.

# = Offentligt underskud ikke over 3% af BNP; offentlig gæld ikke over 60% af BNP.

(a) Årlig rate.

(b) Årligt gennemsnit, i procent.

(c) Som procent af BNP.

(d) Foreløbigt tal for 1994.

(e) Tallene for offentlig bruttogæld er ikke justeret for Den Sociale Pensionsfonds aktiver overfor den ikke-offentlige sektor, statens indskud i Nationalbanken med henblik på styring af valutareserven, og offentlig gæld fra offentlige virksomheder. I følge Rådets og Kommissionens udtalelser vedrørende artikel 1(4) af Rådetsforordning 3605/93 af 22. november 1993 skal disse poster gives særskilt. Efter denne justering er gælden ultimo året på 52,1% af BNP i 1993 og 53,5% af BNP i 1994.

(f) Forbrugerprisstigning i Vesttyskland.

(g) Englands inflationsmålsætning er fastsat som forbrugerprisindekset eksklusive rentebetalinger (RPIX). Dette mål, som er tættere på den harmoniserede definition af forbrugerpriserne, som for øjeblikket overvejes, steg på årsbasis med 3,0% i 1993 og 2,4% i 1994.

Selv om Traktatens og Protokollens konvergenskriterier er behandlet hver for sig i denne beretning, bør det understreges, at de udgør et sammenhængende og integreret hele. Når tiden kommer til kriterierne formelle anvendelse, skal de opfyldes samlet uden afvejning mellem de enkelte krav. De enkelte kriterier skal opfattes og anvendes i strikt betydning. De vil derfor hjælpe med til at styrke det overordnede pengepolitiske og økonomisk-politiske samarbejde i anden fase og forberede en stabilitetsorienteret fælles pengepolitik i tredje fase.

## **2. Prisstabilitet**

### **2.1 Inflation i 1993-94**

Som vist i tabel 9 forblev den årlige gennemsnitlige inflation i både 1993 og 1994 i hver af de tre EU-lande med de bedste resultater på et niveau tæt ved, hvad der almindeligvis betragtes som prisstabilitet, nemlig en inflation på 2 pct. eller mindre. I 1993 var disse lande Danmark, Irland og England<sup>1</sup>, som havde inflationsrater fra 1,3 til 1,6 pct. I 1994 noterede Frankrig, Danmark og Luxembourg den laveste inflation inden for et interval fra 1,6 til 2,1 pct.

Adskillige medlemsstater kom tæt på inflationen i de tre lande med de bedste resultater. I 1993 var det Frankrig, Holland og Belgien med inflationsrater mellem 2,1 og 2,8 pct. I 1994 var det Belgien, Irland, Holland og England, som havde en inflation på omkring 2,5 pct. efterfulgt af Tyskland med en inflation på 3 pct.

I de fire lande, der åbenbart stadig har mest at indhente med hensyn til prisstabilitet, er inflationen faldet betydeligt i de seneste få år. I Italien er inflationen faldet fortløbende siden 1990 og nåede 4,3 pct. i 1993 og 3,9 pct. i 1994, mens inflationen i Spanien forblev noget over 4,5 pct. i gennemsnit i begge de betragtede år. Portugal har mere end halveret sin inflation over de seneste fire år til 6,5 pct. i 1993 og 5,2 pct. i 1994. Grækenland har også gjort fremskridt, men noterer stadig tocifret inflation (14,5 pct. i 1993 og 10,8 pct. i 1994).

### **2.2 Vurdering af prisstabilitet**

Alt i alt har konvergensprocessen i retning af prisstabilitet gjort tydelige fremskridt i de sidste to år. Som diskuteret i afsnit A er den økonomiske tilbagegang bestemt en vigtig faktor i forklaringen af den gunstige udvikling i inflationen. Efterspørgselpresset var svagt og lønstigningerne moderate, og særligt i løbet af 1994 kunne der opnås betydelige produktivetsgevinster. Denne udvikling var tilstrækkelig stærk til at modvirke de inflationsimpulser, som stammede fra betydelige devalueringer af valutaen i flere lande. Den signifikante ændring af den økonomisk-politiske tankegang er dog en anden og måske endnu vigtigere faktor. Prisstabilitet anses nu for at være et af de vigtigste mål for den generelle økonomiske politik, og det primære mål for pengepolitikken i

---

<sup>1</sup> Baseret på detailprisindekset (RPI). Eksklusive renter på realkreditlån steg indekset (RPIX), der er tættere på den harmoniserede definition af forbrugerpriserne, som for øjeblikket overvejes, med 3,0 pct. i 1993 og 2,4 pct. i 1994.

## Boks 4

## Prisstabilitet

### 1. Retligt grundlag

Artikel 109j (1) i Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab kræver, at:

priskriteriet vurderes på basis af den relative inflationsudvikling, der skal være "tæt op ad inflationstakten i de højst tre Medlemsstater, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet".

Artikel 1 i Protokollen (nr. 6) om konvergenskriterierne omtalt i artikel 109j (1) i Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab foreskriver, at:

"Kriteriet vedrørende prisstabilitet som nævnt i Traktatens artikel 109j, stk. 1, første led, betyder, at en Medlemsstat har en holdbar prisudvikling og en gennemsnitlig inflationstakt, som betragtet i en periode på et år før undersøgelsen ikke overstiger inflationstakten i de højst tre Medlemsstater, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet, med mere end 1,5 procentpoint. Inflationen måles ved hjælp af forbrugerprisindekset på et sammenligneligt grundlag, der tager hensyn til forskelle i nationale definitioner."

### 2. Statistiske spørgsmål

Selvom EU-landenes metoder til at beregne forbrugerprisindeks har en række fælles træk, er der også vigtige forskelle. Før det formelt kan vurderes, hvilke lande, der opfylder kriteriet, er det nødvendigt at gøre væsentlige fremskridt i det arbejde med at udvikle harmoniserede forbrugerprisindeks, som Europa-Kommissionen (EUROSTAT) med assistance fra sin arbejdsgruppe om harmonisering af forbrugerprisindeks har påtaget sig. Arbejdet udføres i tæt samarbejde med EMI. Europa-Kommissionen har derfor fremlagt et forslag til forordning for Rådet. Afhængig af den videre udvikling, burde medlemsstaterne i princippet være i stand til at udarbejde de første harmoniserede 12-måneders forbrugerprisindeks for januar 1997. Til beretningerne fra Europa-Kommissionen og EMI i løbet af 1996 forudses en midlertidig løsning, som vil tillade beretningerne at anvende tal, der er harmoniseret i størst mulig grad ved anvendelse af foreliggende data. Indtil videre bygger dette afsnits sammenligninger på de nationale forbrugerprisindeks.

### 3. Emner til yderligere overvejelse

Formuleringen i protokol (nr.6) artikel 1, definerer ikke utvetydigt, til hvilken referenceværdi inflationskriteriet skal knyttes, idet der anføres begrebet: "de højst tre Medlemsstater, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet". Dertil kommer, at formuleringen rejser spørgsmålet om, hvordan "holdbar" prisudvikling skal fortolkes.

særdeleshed. Det skal dog bemærkes, at den gennemsnitlige inflationstakt i Den Europæiske Union på omkring 3 pct. stadig var over, hvad der betragtes som værende i overensstemmelse med prisstabilitet.

For at styrke troværdigheden af de tiltag, der rettes mod at opnå dette mål, må de opnåede resultater bevares og styrkes i fremtiden. I takt med det økonomiske opsving i EU-landene kan risikoen for inflationspres stige, og fremskridt i retning af lavere inflationsrater kan blive betydeligt sværere at opnå end i de seneste år. Det er derfor vigtigt, at arbejdsmarkedets parter bliver enige om overenskomster, som ikke bringer prisstabiliteten i fare, at virksomhederne fortsat søger at forbedre produktiviteten, og at finanspolitikken udnytter opsvinget til at reducere det strukturelle budgetunderskud fremfor blot at forlade sig på en konjunkturmæssig forbedring af budgettet eller på stigende indirekte beskatning, hvorved inflationsforventningerne påvirkes.

Den foranliggende periode vil derfor være et test af medlemsstaternes evne til at fastholde og uddybe deres forpligtelse med hensyn til prisstabilitet. For pengepolitikens



vedkommende kræves en høj grad af påpasselighed. Det er alle EU-centralbankers opgave at modvirke mål-afvigelse andre steder i økonomierne, og at sikre, at der handles i rette tid, hvis der opstår inflationspres, eller inflationsforventningerne forøges. Dette vil hjælpe til at sikre vedvarende vækst uden inflation. Pengepolitikken alene vil dog blive overbelastet, hvis den ikke støttes af en sammenhængende politik på andre områder.

### **3. Finanspolitikens holdbarhed**

#### **3.1 Finanspolitik i 1993-94**

De finanspolitiske data, som er præsenteret i tabel 9, blev fremlagt af Europa-Kommissionen i efteråret 1994 og kan blive revideret. Disse data viser, at underskuddet som andel af BNP mindskedes en smule i mange EU-lande i 1994, men fortsatte med at ligge på et bekymrende niveau. Gældsandelene steg i de fleste lande kraftigt mellem 1993 og 1994.

Målt i forhold til referenceværdien på 3 pct. for underskud i forhold til BNP er to lande under dette niveau i 1993 (Irland og Luxembourg), mens antallet af lande i 1994 stiger til tre (Tyskland, Irland og Luxembourg). Blandt de resterende lande var der betydelige forskelle. I 1994 noterede Holland og Danmark underskuds-procenter på 3,8 og 4,3, mens adskillige andre medlemsstater stadig har underskud i intervallet fra 5,5 til 7 pct. af BNP (Belgien, Spanien, Frankrig, Portugal og England). Endelig var der betragtelige underskuds-procenter for Italien og Grækenland (henholdsvis 9,6 og 14,1).

Hvad angår gæld/BNP-andelen lå kun Tyskland, Frankrig, Luxembourg og England på niveauer under 60 pct. i 1993 og 1994. Spanien kom over 60 pct.-niveauet i 1994. Et antal andre lande (Irland, Holland og Portugal) lå i intervallet 70-90 pct. i 1994, og to af landene var i stand til at reducere deres gæld/BNP-andele mellem 1993 og 1994. Grækenland og Italien havde gældsandele på mellem 115 og 124 pct., og de steg yderligere i referenceperioden. Belgiens gældsandel var tæt på 140 pct. i begge år.

## Boks 5

## Offentlige finanser

### 1. Retligt grundlag

Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, artikel 109j (1), kræver:

"holdbare offentlige finanser; dette vil fremgå af, at Medlemsstaten har opnået en offentlig budgetstilling, der ikke udviser et uforholdsmæssigt stort underskud som fastslået i henhold til artikel 104c, stk. 6". Protokollen (nr. 6) om konvergenskriterierne (artikel 2) fastsætter, at dette kriterie "betyder, at Medlemsstaten på tidspunktet for undersøgelsen ikke er omfattet af en rådsafgørelse som omhandlet i Traktatens artikel 104c, stk. 6, om, at den pågældende medlemsstat har et uforholdsmæssigt stort underskud".

Artikel 104c fastlægger proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store offentlige underskud. Ifølge artikel 104c (2 og 3) skal Europa-Kommissionen udarbejde en rapport, hvis der i en medlemsstat gælder, at:

a) "den procentdel, som det forventede eller faktiske offentlige underskud udgør af bruttonationalproduktet, overstiger en given referenceværdi (defineret i Protokollen til 3 pct.), medmindre

denne procentdel er faldet væsentligt og vedvarende og har nået et niveau, der ligger tæt på referenceværdien;

eller overskridelsen af referenceværdien kun er exceptionel og midlertidig, og nævnte procentdel fortsat ligger tæt på referenceværdien"

b) "den procentdel, som den offentlige gæld udgør af bruttonationalproduktet, overstiger en given referenceværdi (defineret som 60 pct. af bruttonationalproduktet i Protokollen), medmindre denne procentdel mindskes tilstrækkeligt og nærmer sig referenceværdien med en tilfredsstillende hastighed."

Europa-Kommissionens rapport skal endvidere tage "alle andre relevante forhold" i betragtning. Europa-Kommissionen kan ligeledes udarbejde en rapport, hvis den, selv om kravene efter kriteriet er opfyldt, er af den opfattelse, at der er risiko for et uforholdsmæssigt stort underskud i en medlemsstat. Den Monetære Komité (henholdsvis Den Økonomiske og Finansielle Komité) skal afgive en udtalelse om Europa-Kommissionens rapport. Endelig skal Rådet, der træffer afgørelse med kvalificeret flertal på grundlag af en indstilling fra Europa-Kommissionen, i henhold til artikel 104c (6), efter en generel vurdering fastslå, om der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud i medlemsstaten.

### 2. Statistiske spørgsmål

Det statistiske grundlag for undersøgelse af den finanspolitiske udvikling er sammenlignelige data indsamlet på nationalregnskabsbasis i overensstemmelse med det europæiske nationalregnskabssystem (ENS 2. udgave). Disse data udarbejdes af Europa-Kommissionen, som baserer sine tal på data indrapporteret af medlemsstaterne. Tallene i denne beretning blev offentliggjort af Europa-Kommissionen i november 1994.

### 3. Emner til yderligere overvejelse

Anvendelse af følgende bestemmelser i Traktaten kræver yderligere overvejelse:

- "denne procentdel (underskud/BNP) er faldet væsentligt og vedvarende og har nået et niveau, der ligger tæt på referenceværdien;... eller overskridelsen af referenceværdien kun er exceptionel og midlertidig, og nævnte procentdel fortsat ligger tæt på referenceværdien";

- "medmindre denne procentdel (gæld/BNP) mindskes tilstrækkeligt og nærmer sig referenceværdien med en tilfredsstillende hastighed";

- "andre relevante forhold".

### 3.2 Vurdering af finanspolitikens holdbarhed

Maastricht-traktaten anerkender, at der er alvorlige risici knyttet til en ubalanceret finanspolitik. Den fastsætter derfor, at Rådet fra starten af anden fase regelmæssigt vurderer budgetsituationen i de enkelte medlemsstater, og at der fra starten af tredje fase er mulighed for at indføre sanktioner over for medlemsstater med uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Udfra data tilgængelige i første halvdel af 1994 og på baggrund af synspunkter fra Europa-Kommissionen og Den Monetære Komité besluttede EU-Rådet i september 1994, at ti medlemslande (alle undtagen Irland og Luxembourg) havde et uforholdsmæssigt stort offentligt underskud. I Irlands tilfælde, hvor der noteredes en underskuds-procent på 2,4 og en gældsandel på næsten 90 pct. i 1994, sammenholdt med 2,5 pct. og 96 pct. i 1993, blev der taget hensyn til de fremskridt, der er gjort med hensyn til reduktion af gældsandelen. I henhold til betingelserne fastlagt i Traktatens artikel 104c (7), rettede Rådet henstillinger til medlemsstaterne med henblik på at bringe deres finanspolitiske situation tilbage på et holdbart spor.

EMI er alvorligt bekymret over den finanspolitiske udvikling i medlemsstaterne. Forværringen af budgetunderskuddene, som startede i 1990, fortsatte i 1993, og blev kun lettere reverseret i 1994. I de fleste tilfælde kan kun en del af den betydelige forværring siden 1990 tilskrives recessionen. Størstedelen er en konsekvens af den strukturelle forværring, som har været observeret gennem en længere periode. Desuden var forbedringen af budgetunderskuddene i 1994 i høj grad bestemt af konjunkturopsvinget, og med visse undtagelser blev der ikke gjort fremskridt af betydning med at reducere de strukturelle underskud. Det er også bekymrende, at den seneste stigning i underskuddene var ledsaget af en betydelig forøgelse af både offentlige udgifter og offentlige indtægter. Det har en uheldig effekt på økonomiens udbudsside og på de mellemfristede vækstudsigter.

Hvis de underliggende strukturelle ubalancer får lov at bestå, vil selv en varig økonomisk opgang ikke tilvejebringe en radikal forbedring af budgetbalancerne. I tilfælde af at det økonomiske klima blev forværret, så budgetunderskuddene igen påvirkes af en konjunkturbetinget nedgang i indtægtsstigningen og en forøgelse af udgifterne, vil de eksisterende strukturelle ubalancer hurtigt dukke op igen i de faktiske underskud. Men selv om fortsat vækst over en længere periode virkelig bidrog til en betydelig reduktion i de faktiske underskud, for eksempel til omkring 3 pct. af BNP, ville dette ikke nødvendigvis blive betragtet som holdbart. En underskud/BNP-andel af denne størrelsesorden på et tidspunkt med stærk økonomisk aktivitet ville snarere blive betragtet som utilstrækkelig med henblik på opnåelse af varige fremskridt med genopretning af budgetbalancerne.

Det er grunden til, at målet for budgetpolitikken bør være at bruge det kommende opsving til at opnå en passende grad af finanspolitisk konsolidering. Den konjunkturopgang, der er undervejs i alle EU-medlemsstater, giver mulighed for at vende de foregående års budgetudvikling. En situation med vedvarende vækst burde være mere fremmende for bestræbelserne på at bringe udgifterne under kontrol og foretage gennemgribende reformer af den offentlige sektors virkemåde og størrelse. Det ville genskabe fleksibiliteten i finanspolitikken og tillade de automatiske stabilisatorer at virke under fremtidige recessioner uden at drive budgetunderskuddene op over 3 pct. af BNP. Mere fundamentalt vil en rettidig ændring af en ugunstig budgetudvikling være afgørende for forbedring af udsigterne til holdbar vækst og forøgelse af pengepolitikens effektivitet med hensyn til opnåelse af prisstabilitet.

Ved en vurdering af konvergensen i landenes finanspolitik rejses også vigtige spørgsmål, når man betragter den eksisterende gæld og dens udvikling over tiden. I lande med meget stor gæld/BNP-andel må der vises klare tegn på reduktion af andelen, og der må følges en politik, der vil sikre, at den gældsandel, Traktaten omtaler, mindskes tilstrækkeligt og nærmer sig referenceværdien med en tilfredsstillende hastighed. For lande, hvis gældsandel for tiden overstiger 60 pct., gælder, at jo højere gældsandel i udgangspunktet, desto mindre er den krævede underskudsandel. I nogle tilfælde indebærer dette store primære overskud eller endog et samlet budgetoverskud. Denne implicite sammenhæng mellem udviklingen i underskud og gæld understreger det synspunkt, at opnåelsen af et underskud på omkring 3 pct. af BNP ikke i alle tilfælde kan betragtes som tilstrækkeligt.

## **4. Valutakursstabilitet**

### **4.1 Valutakursudviklingen i 1993-94**

Valutakursudviklingen er beskrevet mere detaljeret i afsnit A.2. Dette afsnit giver et kort sammendrag. Det retlige grundlag og en udtalelse fra EMI-rådet er vist i en boks.

I 1993 var valutakurserne i EMS, som i de foregående år, udsat for betydelige spændinger. I første halvdel af 1993 fandt to devalueringer sted (irske pund, spanske pesetas og portugisiske escudos). Den 2. august 1993 førte et hidtil uset markedspress til, at økonomi- og finansministrene og centralbankcheferne i fællesskab besluttede at udvide udsvingsbåndene i ERM til +/- 15 pct., mens centralkurserne forblev uændrede. Som resultat af en bilateral aftale blev de tidligere udsvingsmargener på +/- 2,25 pct. opretholdt mellem hollandske gylden og D-mark.

Umiddelbart efter udvidelsen af udsvingsbåndene blev alle valutaer i det tidligere snævre bånd, med undtagelse af hollandske gylden, handlet under deres tidligere nedre udsvingsgrænse over for D-mark. Fra august og frem til midten af oktober lå afvigelserne mellem 4 pct. og 8,5 pct. for irske pund, franske franc, belgiske franc og danske kroner. Spanske pesetas og portugisiske escudos fluktuerede indenfor deres tidligere udsvingsgrænser over for D-mark.

Gennem det meste af 1994 forblev udnyttelsen af de brede bånd på omkring 6 pct., bortset fra korte perioder, hvor den nåede 8 pct. I januar og december 1994 blev pesetaen svækket, og det samme gjorde portugisiske escudos i juni. Belgiske franc og hollandske gylden og i en kort periode irske pund var de stærkeste valutaer i disse perioder.

Tre lande, Grækenland, Italien og England, forblev udenfor ERM i 1993-94.

## Boks 6

## Valutakursstabilitet

### 1. Retligt grundlag

Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, artikel 109j (1), kræver:

"Overholdelse af de normale udsvingsmargener i Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme i mindst to år uden devaluering over for andre Medlemsstaters valutaer".

Artikel 3 i Protokollen (nr. 6) om konvergenskriterierne som nævnt i artikel 109j (1) i Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, foreskriver:

"Kriteriet vedrørende deltagelse i Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme som nævnt i Traktatens artikel 109j, stk. 1, tredje led, betyder, at en medlemsstat har overholdt de normale udsvingsmargener i Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme uden alvorlige spændinger i mindst de seneste to år før undersøgelsen. Medlemsstaten må især ikke i samme periode på eget initiativ have devalueret sin valutas bilaterale centralkurs over for en anden medlemsstats valuta".

### 2. Vurdering

Den 7. oktober 1994 udsendte EMI-Rådet følgende udtalelse om udsvingsbåndene i ERM, der senere blev tiltrådt af EU-Rådet.

"1. Den 2. august 1993 traf økonomi- og finansministrene og centralbankcheferne i fællesskab beslutning om at udvide udsvingsbåndene for obligatorisk intervention inden for EMS'ens valutakursmekanisme (ERM) til +/- 15 pct., mens centralkurserne blev bevaret uændret. Erfaringerne siden da viser, at det bredere bånd har bidraget til en tilstrækkelig grad af valutakursstabilitet inden for ERM. Med det brede bånd er spekulative angreb på ERM-valutaerne blevet modvirket, hvorved store valutakursnedskrivninger eller store valutamarkedsinterventioner med potentielle inflationære konsekvenser er blevet forhindret. I lyset af denne erfaring og under de nuværende omstændigheder finder EMI-Rådet det tilrådeligt at opretholde det nuværende arrangement.

2. EMI-Rådet anbefaler samtidig medlemslandene at fortsætte bestræbelserne på at undgå betydelige valutakursbevægelser ved at tilrettelægge deres politikker med henblik på opnåelse af prisstabilitet og reduktion af offentlige budgetunderskud og derved bidrage til opfyldelsen af de konvergenskriterier, som er fastlagt i Traktatens artikel 109j, (1) og den relevante Protokol".

Som nævnt blev det generelle indtryk af et aftagende valutakurspres som følge af udvidelsen af udsvingsbåndene bekræftet af en faldende valutakursvolatilitet, mindre volatile korte renteforskelle og en betydelig reduktion i interventionsaktiviteten til støtte for valutaer under nedadgående pres.

### 4.2 Vurdering af valutakursstabiliteten

Der kan udledes flere erfaringer af udviklingen i de seneste år. Fundamentale økonomiske forhold, og især alle de forhold, der er bestemmende for inflationsudviklingen, er vigtige faktorer for dannelsen af valutakursforventninger. Når markederne reagerer på nyheder eller reviderer deres forventninger tages ikke kun den aktuelle konvergensudvikling i betragtning, men også tidligere erfaringer vil indgå. Markedsdeltagerne skal overbevises om, at den overordnede makroøkonomiske politik er effektivt tilrettelagt med sigte på prisstabilitet. Troværdigheden styrkes mest effektivt gennem en holdbar økonomisk politik og en passende tilpasning af de institutionelle rammer, herunder uafhængige centralbanker. Der kan dog ikke ses bort fra politiske

forhold eller uventede begivenheder af stor betydning, og valutakursbevægelser kan således være en følge af den usikkerhed, sådanne begivenheder kan medføre.

Det var på denne baggrund, EMI-Rådet fremkom med en udtalelse til EU-Rådet om udsvingsbåndene i ERM (se boks 6). EMI-Rådet fandt det under de gældende omstændigheder tilrådeligt at opretholde det nuværende arrangement og fortsætte bestræbelserne på at undgå betydelige valutakursbevægelser ved at tilrettelægge medlemslandenes politikker med henblik på opnåelse af prisstabilitet og reduktion af offentlige budgetunderskud. EU-Rådet tiltrådte dette synspunkt.

## **5. Konvergens i de lange renter**

### **5.1 Lange renter i 1993-94**

Dette afsnit refererer til data i tabel 9. Selvom de anvendte lange renter ikke er fuldt ud sammenlignelige, anses de for at være de mest relevante. Bestræbelserne på at opstille det mest repræsentative og sammenlignelige sæt af lange renter fortsætter.

Konvergens i de lange renter udviste et ensartet mønster i de to betragtede år. I 1993 og 1994 noterede en gruppe på otte medlemslande (alle undtagen Grækenland, Spanien, Italien og Portugal) årgennemsnit inden for relativt snævre intervaller på henholdsvis 6,4-7,7 pct. og 6,4-8,1 pct. De lange renter i Spanien, Italien og Portugal holdt sig omkring eller noget over 10 pct., mens de var over 20 pct. i Grækenland.

### **5.2 Vurdering af konvergens i de lange renter**

Som nævnt i Traktaten vil holdbarheden af den konvergens, som en medlemsstat har opnået, og af dens deltagelse i ERM afspejle sig i konvergens i de lange renter. Herom fastlægger Traktaten, at de lange renter i de lande, der har de laveste inflationstakter, anvendes som referenceværdier. Implikationen af denne bestemmelse er, at det ikke nødvendigvis er den eller de laveste rentesatser, der anvendes som målestok ved vurdering af konvergensens varighed. For eksempel klarede Frankrig sig bedst i 1994 med hensyn til inflation, men den gennemsnitlige lange rente var 7,2 pct. og oversteg de niveauer, som noteredes i Luxembourg (6,4 pct.), Holland (6,9 pct.) og Tyskland (7,0 pct.). Afhængig af mønstret i inflationstakterne og de lange renter kan dette under tiden føre til forskellig placering af medlemsstaterne, når den faktiske præstation sammenlignes både ud fra inflation og lang rente.

### 1. Retligt grundlag

Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, artikel 109j (1), kræver:

"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"

Artikel 4 i Protokollen (nr. 6) om konvergenskriterierne nævnt i artikel 109j (1) i Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, foreskriver:

"Kriteriet vedrørende konvergens i rentesatserne som nævnt i Traktatens art. 109j., stk. 1, fjerde led, betyder, at en Medlemsstat over en periode på et år før undersøgelsen har haft en gennemsnitlig langfristet nominel rentesats, som ikke overstiger den tilsvarende rentesats i de højst tre Medlemsstater, der har nået de bedste resultater med hensyn til prisstabilitet, med mere end 2 procentpoint. Rentesatserne måles på grundlag af langfristede statsobligationer eller tilsvarende værdipapirer, idet der tages hensyn til forskelle i nationale definitioner".

### 2. Statistiske spørgsmål

Traktatens bestemmelser betyder i statistiske termer, at den repræsentative lange rente så præcist som muligt bør afspejle enhver ændring i markedets opfattelse af den varige karakter af den pågældende medlemsstats konvergens og deltagelse i ERM. De mulige negative effekter fra andre faktorer bør være så begrænsede som muligt. Europa-Kommissionen er ansvarlig for levering af den øvrige statistik, der skal bruges ved anvendelsen af Protokollen om konvergenskriterierne. Givet sin ekspertise på området arbejder EMI for tiden på at bidrage til en harmoniseret rentedefinition, som tilfredsstiller ovennævnte krav. Tallene, der bruges i tabel 9, afspejler disse igangværende bestræbelser, og de anses for tiden for de mest relevante.

### 3. Emner til yderligere overvejelse

I forbindelse med dette kriterium opstår samme spørgsmål som ved vurderingen af kriteriet for prisstabilitet, nemlig valget af lande, der skal bruges til at beregne referenceværdien ved anvendelsen af kriteriet.

Ved en betragtning af resultaterne for 1993-94 synes den generelle ændring i konvergens temmelig lille. Da de fleste lande stort set noterede en stigning i den gennemsnitlige lange rente på omkring 50 basispoint i 1994, ændrede forskellene sig kun marginalt. Nogle medlemsstater med relativt høje lange renter (Grækenland, Italien, Portugal og Spanien) kunne endog udvise en reduktion i forskellen til landene med de laveste renter i 1994. Disse gennemsnitlige årsværdier skjuler imidlertid en betydelig udvidelse af renteforskellene i løbet af 1994. Det gælder især Spanien, Italien og Portugal i forhold til landene med de bedste præstationer. Hvis mønsteret fra udgangen af 1994 varer ved, vil det have en negativ effekt på den samlede konvergensstatus. Som nærmere analyseret i afsnit 2.2 kan dette tages som en indikation af en væsentlig bekymring i markederne, især over budgetbalancerne, og som udtryk for en øget fokus på landenes langsigtede resultater med hensyn til valutakurs- og prisstabilitet. Forskellene mellem landene i den henseende førte til udvidelse af obligationsrenteforskellene i løbet af 1994, hvilket tyder på, at fremskridtene mod overordnet konvergens stadig bør styrkes gennem vedvarende bestræbelser fra politisk ansvarlige til alle sider.

## **6. Overordnet konvergens og holdbarhed**

Der er gjort bemærkelsesværdige fremskridt i retning af prisstabilitet, og konvergens blev også forøget på andre områder. Dette afspejles i tilbagevenden til en højere grad af valutakursstabilitet i 1994. Samtidig henstår dog mangler. Adskillige lande noterer stadig utilfredsstillende niveauer for inflationen, og konvergens er endnu ikke så etableret, at den kan afvise udfordringerne fra udviklingen på valuta- og obligationsmarkederne. Det største enkeltproblem fortsatte med at være den bekymrende situation for de fleste EU-landes budgetbalancer. Til trods for at regeringerne er fuldkommen bevidste om problemerne og er begyndt at foretage modforanstaltninger, er der behov for, at disse styrkes og fortsættes på permanent basis. Der er brug for synlige reduktioner ikke blot af faktiske men også af underliggende strukturelle budgetunderskud. Konvergens vil desuden være lettere at opretholde, hvis der gøres yderligere fremskridt med hensyn til forbedring af strukturen på arbejds- og varemarkederne. På grundlag af udviklingen beskrevet i det foregående synes konvergensresultaterne i almindelighed stadig at være utilstrækkelige.



## **KAPITEL II**

# **CENTRALBANKCHEFKOMITEENS OG EMI'S AKTIVITETER**

## INDLEDNING: FRA CENTRALBANKCHEFKOMITEEN TIL EMI

Med EMI's oprettelse den 1. januar 1994 ophørte Centralbankchefkomiteen med at eksistere. I 1964 blev Komiteen, for at følge op på principperne bag Rom-traktaten, oprettet som det vigtigste forum for samarbejde mellem medlemslandenes centralbanker. Mange forhold har forandret sig siden da. Rådet vedtog i 1971, i overensstemmelse med anbefalingerne i Werner-rapporten, at styrke samarbejdet mellem centralbankerne. Den 10. april 1972 underskrev EF-centralbankerne en aftale om indsnævring af valutakursernes udsvingsbånd ("slange"-samarbejdet), og Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde (EMCF) blev oprettet i 1973. Efter vanskelighederne for den europæiske monetære integrationsproces, som fulgte det første olieprischok, fik Centralbankchefkomiteen nyt ansvarsområde med oprettelsen af Det Europæiske Monetære System (EMS) i 1979, herunder især styringen af EMS'ens valutakursmekanisme (ERM). Komiteen bidrog til den monetære enhedsproces, som blev genindledt i anden halvdel af 1980'erne med Den Europæiske Fælles Akt i 1985, med Delors-rapporten, som var et udkast til realisering i faser af økonomisk og monetær union, og med Maastricht-traktaten, som ændrede Rom-traktaten med henblik på realiseringen af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU).

I ØMU's første fase, som startede den 1. juli 1990, blev Centralbankchefkomiteen yderligere styrket, for at øge koordinationen af medlemsstaternes pengepolitik med henblik på at fremme prisstabilitet. Centralbankchefkomiteen påbegyndte også et forberedende arbejde, der skulle gøre det muligt for EMI at udføre sine opgaver i anden fase, som startede den 1. januar 1994.

På grund af den relativt korte tid til rådighed og opgavernes komplekse karakter blev forberedelserne af ØMU's tredje fase påbegyndt af Centralbankchefkomiteen. Som anført i Komiteens årsrapport for 1992 var de første trin at identificere de spørgsmål, som skulle undersøges på et tidligt tidspunkt, samt at etablere et arbejdsprogram frem til udgangen af 1993 og derudfra definere mandaterne for de tre eksisterende underkomiteer og fem arbejdsgrupper, der var oprettet med dette formål.

Den 29. oktober 1993 nåede medlemsstaternes regeringer i deres sammensætning af stats- og regeringschefer til enighed om placeringen af EMI's hjemsted - Frankfurt - og om udnævnelsen af formanden. Traktaten, og dermed også den tilknyttede protokol om statuten for EMI, trådte i kraft den 1. november. Den 1. januar 1994 oprettedes EMI og fik overdraget sine funktioner i henhold til Traktaten. På grund af forsinkelsen med ratifikationen af Traktaten og udsættelsen af beslutningen om EMI's hjemsted og formand måtte der etableres en række foreløbige arrangementer, således at EMI kunne udføre sine opgaver i den første fase af sin eksistens. De vigtigste funktioner blev indtil november 1994 udført hos BIS i Basel, hvor den tidligere Centralbankchefkomité havde haft til huse. Efter beslutningen i marts 1994 om lokaliseringen af EMI's hjemsted i Frankfurts "Eurotower" fortsatte forberedelserne i de følgende måneder med overflytningen til Frankfurt og ansættelse af en stab. EMI-Rådet holdt sit første møde i "Eurotower" i Frankfurt den 15. november 1994.

De følgende afsnit sammenfatter EMI's vigtigste opgaver og funktioner samt organisationsstruktur.

## **A EMI'S ROLLE OG STRUKTUR**

### **1. EMI's mål, opgaver og funktioner**

Traktaten (artikel 109f) og den tilknyttede protokol om statuten for EMI fastlægger EMI's mål, opgaver og funktioner.

EMI's overordnede mål er at bidrage til realiseringen af Den Økonomiske og Monetære Union, herunder navnlig ved at forberede de nødvendige betingelser for overgangen til tredje fase. Indenfor denne overordnede ramme skal EMI:

- styrke centralbanksamarbejdet og samordningen af de nationale pengepolitikker med henblik på at forbedre konvergens og sikre prisstabilitet;
- foretage de nødvendige forberedelser med henblik på at oprette Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) og på at føre en fælles monetær politik og indføre en fælles valuta i tredje fase.

Flere operationelle og rådgivende funktioner følger direkte eller indirekte af disse mål. EMI skal navnlig:

- lette anvendelsen af ECU'en og overvåge dens udvikling, herunder om ECU-clearing- og betalingssystemet fungerer smidigt;
- overvåge funktionen af EMS og overtage de opgaver, som tidligere blev udført af EMCF;
- afholde konsultationer vedrørende spørgsmål, der falder ind under de nationale centralbankers kompetence, og som berører de finansielle institutioners og markeders stabilitet;
- høres af Rådet om ethvert forslag til fællesskabsretsakt og af nationale myndigheder om ethvert udkast til retsforskrift, inden for dets kompetenceområde;
- aflægge beretning over for Rådet en gang årligt om medlemsstaternes fremskridt i opfyldelsen af deres forpligtelser med hensyn til skabelsen af ØMU;
- have mulighed for at besidde og forvalte valutareserver som agent for og efter anmodning fra nationale centralbanker.

#### **1.1 Styrkelse af centralbanksamarbejdet og den pengepolitiske samordning**

I fase to forventes EMI at styrke koordinationen af den økonomiske politik med henblik på at fremme en høj grad af makroøkonomisk konvergens. Ved udførelsen af denne opgave handler EMI i overensstemmelse med de samme mål og principper, som er fastlagt for ESCB, navnlig hvad angår pengepolitikens hovedmålsætning om at fremme prisstabilitet.

Ved udøvelsen af sine forpligtelser udgør EMI et forum for høring og udveksling af synspunkter og information om politikspørgsmål, mens udførelsen af pengepolitikken forbliver de nationale myndigheders ansvar. EMI kan afgive udtalelser og rette henstillinger vedrørende det generelle sigte for penge- og valutakurspolitikken samt de dertil knyttede foranstaltninger, som hver medlemsstat indfører. EMI kan rette udtalelser eller henstillinger til regeringerne og til Rådet vedrørende politikker, som vil kunne påvirke

Fællesskabets monetære situation indadtil og udadtil, og navnlig vedrørende den måde, hvorpå EMS fungerer. EMI afholder konsultationer vedrørende spørgsmål, der falder ind under de nationale centralbankers kompetence, og som berører de finansielle institutioner og markeders stabilitet.

## 1.2 Forberedelse af ESCB's oprettelse

EMI har fået et særligt ansvarsområde i henhold til Traktatens artikel 109f(3): "Senest den 31. december 1996 skal EMI fastlægge de vedtægtsmæssige, organisationsmæssige og logistiske rammer, der er nødvendige for, at ESCB kan udføre sine opgaver i tredje fase".

De vedtægtsmæssige, organisationsmæssige og logistiske rammer, der er nødvendige for at ESCB kan udføre sine opgaver, omfatter blandt andet følgende områder:

- definition af begreberne og rammerne for udførelsen af den fælles pengepolitik og forberedelse af ESCB's operationelle regler og procedurer;
- implementeringen af en fælles valutakurspolitik;
- fremme af effektiviteten af grænseoverskridende betalinger;
- indsamling og harmonisering, hvor det er nødvendigt, af troværdig og rettidig statistik til støtte for den fælles pengepolitik;
- tilsyn med den tekniske forberedelse af trykning og udstedelse af en europæisk pengeseddel;
- harmonisering af de nationale centralbankers regnskabsregler og -standarder og etablering af et hensigtsmæssigt informatiksystem i ESCB.

I betragtning af opgavens komplekse karakter, samspillet mellem aktivitetsområder og mellem involverede institutioner og det korte tidsrum til rådighed for forberedelserne har EMI-Rådet organiseret arbejdet på grundlag af en omfattende plan, som beskriver de vigtigste aktiviteter. Denne plan, der er en vejledning i organisering, overvågning og vurdering af EMI-stabens, underkomiteernes og arbejdsgruppernes aktiviteter, omfatter de hovedemner, som skal behandles gennem det forberedende arbejde. Den skitserer en arbejdsplan for de forskellige underkomiteer og arbejdsgrupper og etablerer en kronologisk orden for drøftelserne af emnerne i EMI-Rådet.

EMI må sikre sig, at forberedelsen af fase tre inden for de forskellige områder frembringer et sammenhængende projekt, som har en indre konsistens og gennemføres i henhold hertil. Gennemførelsen skal ifølge Traktaten være mulig ved udgangen af 1996. Dette nødvendiggør, at der arbejdes med gennemførlige løsningsmodeller: Da det af og til tager lang tid at gennemføre en løsningsmodel kan det blive nødvendigt at overveje eventuelle forholdsregler. For at sikre, at forberedelserne følger planen, både hvad angår indhold og tidsfrister, vil fremskridt blive løbende overvåget.

Beretningerne om fremskridt i det forberedende arbejde vil blive videreformidlet til tredjeparter, herunder især til Europa-Kommissionen, Den Monetære Komité og, én gang årligt, til Ministerrådet i henhold til artikel 7.1 i EMI-statutten.

### **1.3 Overvågning af ECU'ens udvikling**

I henhold til artikel 4.1 i EMI-statutten skal EMI "lette anvendelsen af ECU'en og overvåge dens udvikling". Denne opgave drejer sig primært om at vurdere retsforholdene i EU-landene og at undersøge de retlige hindringer for den private brug af ECU'en. I denne sammenhæng samarbejder EMI med Europa-Kommissionen. Retlige hindringer for brugen af ECU'en bør fjernes. Der er imidlertid enighed om, at ECU'en ikke skal udstyres med en national valutas karakteristika i fase to for ikke at påvirke medlemstaternes pengepolitiske suverænitet.

EMI foretager også en årlig gennemgang af udviklingen i den finansielle og ikke-finansielle brug af ECU'en. Dertil kommer, at EMI på eget initiativ eller på foranledning af andre fællesskabsinstitutioner og medlemsstaterne spiller en konsulterende rolle. Det indebærer især, at EMI skal skabe klarhed over overgangen til en fælles mønt i fase tre og over kontinuiteten af ECU-denominerede kontrakter og finansielle instrumenter.

### **1.4 Andre opgaver**

EMI er blevet betroet andre operationelle og rådgivende opgaver, som er beskrevet i kapitel II.B. I henhold til statutens artikel 6.4 har EMI også ret til at besidde og forvalte valutareserver som agent for, og efter anmodning fra, nationale centralbanker. Indtil videre er der dog ikke fremført sådanne anmodninger.

Det er også værd at bemærke, at EMI i henhold til Traktatens artikel 109f (7) af Ministerrådet kan få overdraget andre opgaver med henblik på forberedelsen af fase tre.

## **2. EMI's organisationsstruktur**

Det Europæiske Monetære Institut er en organisation under Den Europæiske Union, oprettet i henhold til Traktatens bestemmelser og med status som juridisk person. Medlemmerne af EMI er medlemsstaternes centralbanker.

EMI's stab arbejder i udførelsen af sine opgaver tæt sammen med tre underkomiteer og fem arbejdsgrupper om specifikke spørgsmål. EMI's struktur er beskrevet nedenfor.

### **2.1 EMI-Rådet**

EMI-Rådet er EMI's beslutningstagende organ. Ifølge Traktatens artikel 109f(1) og EMI-statutens artikel 9 er det EMI-Rådet, som leder og forvalter EMI. EMI-Rådet består af formanden for EMI og cheferne for de nationale centralbanker. Formanden for Rådet for Den Europæiske Union og et medlem af Europa-Kommissionen kan også deltage i EMI-Rådets møder, men uden stemmeret. EMI-Rådet mødes mindst 10 gange om året, og forhandlingerne er fortrolige.

Ved udøvelsen af de funktioner, opgaver og pligter, som Traktaten og statutten har pålagt EMI-Rådet, handler medlemmerne på eget ansvar, selvom de repræsenterer deres institutioner. EMI-Rådet må ikke søge eller modtage instrukser fra andre fællesskabsinstitutioner eller -organer eller medlemsstaternes regeringer. Fællesskabsinstitutioner og -organer samt medlemstaternes regeringer sørger for at

respekttere dette uafhængighedsprincip. Hvert medlem af Rådet har én stemme, og Rådet træffer normalt beslutninger med simpelt flertal. Der kræves et kvalificeret flertal på to-tredjedele blandt andet ved vedtagelse af udtalelser eller henstillinger om penge- eller valutakurspolitik, afgørelser om finansielle ressourcer eller vedtagelse af retningslinier for gennemførelse af de nødvendige betingelser for, at ESCB kan udføre sine opgaver. Enstemmighed kræves især ved afgørelser, der vedrører præcisering af ESCB's vedtægtsmæssige, organisationsmæssige og logistiske rammer, ved offentliggørelse af udtalelser og henstillinger, eller i tilfælde af, at EMI giver tredjelands pengepolitiske myndigheder status af "andre indehavere" af officielle ECU.

Efter stats- og regeringschefernes underskrivelse af tiltrædelsestraktaten på Korfu i juni 1994 blev centralbankerne fra Østrig, Finland, Norge og Sverige ifølge gammel tradition i Det Europæiske Fællesskab inviteret af EMI til at deltage som observatører i Rådets, Stedfortræderkomiteens, underkomiteernes og arbejdsgruppernes møder. Efter det norske nej til medlemskab af Den Europæiske Union ved folkeafstemningen i november 1994 har repræsentanterne for Norges centralbank afstået fra yderligere deltagelse i EMI-møder. Da Østrig, Finland og Sverige formelt blev medlemmer af Den Europæiske Union den 1. januar 1995 blev deres centralbankchefer medlemmer af EMI-Rådet.

## **2.2 EMI's formand**

I overensstemmelse med Traktatens og EMI-statuttens bestemmelser er formanden for EMI udpeget for tre år efter fælles overenskomst mellem medlemsstaterne på stats- og regeringschefniveau på grundlag af en indstilling fra Centralbankchefkomiteen eller EMI-Rådet og efter høring af Europa-Parlamentet og EU-Rådet. Formandens opgaver omfatter forberedelse og ledelse af EMI-Rådets møder, den daglige ledelse af EMI og forelæggelse af EMI's synspunkter udadtil. I formandens fravær udføres hans pligter af næstformanden, som EMI-Rådet vælger blandt centralbankcheferne for en periode af tre år.

## **2.3 EMI's interne organisation**

Ved oprettelsen den 1. januar 1994 overtog EMI en stab på 28 personer fra sekretariatet for Centralbankchefkomiteen. Efter at beslutningen om EMI's hjemsted var truffet, blev administrationsafdelingen i Frankfurt oprettet i april for at indrette de nye kontorer, ansætte personale og forberede flytningen fra Basel. Staben udgjorde den 31. december 1994 126 personer. Personalet er almindeligvis ansat på en fast treårig kontrakt. Det er i øjeblikket hensigten, at personaleantallet skal nå op på 199 ved udgangen af 1995.

Ledelsen omfatter i øjeblikket generaldirektøren og fire afdelingschefer. Generaldirektørens vigtigste ansvarsområde er at hjælpe formanden i udførelsen af hans opgaver, navnlig den daglige ledelse af EMI. De fire afdelinger er: Sekretariatet, Den Monetære, Økonomiske og Statistiske Afdeling, Administrationsafdelingen og Afdelingen for Informatik og Telekommunikationssystemer.

Sekretariatet består af to kontorer. Politikkontoret er ansvarlig for: (a) forberedelse af Rådsmøder, varetagelse af forbindelser mellem institutioner, produktion og fordeling af EMI's rapporter og ajourføring af EMI's arkiv; (b) overvågning af ECU-clearing- og

afregningssystemer og af medlemsstaternes betalingssystemer samt forberedelse af tredje fases betalingssystem for hele EU; (c) støtte Monitoring- og Koncertationsgruppernes aktiviteter, overvåge funktionen af EMS, fremme brugen af ECU og overvåge dens udvikling, udføre EMS-relevante operationer og forberede de valutamarkedsoperationer, som skal udføres af ESCB i tredje fase; (d) foretage baggrundsanalyser for høringer vedrørende spørgsmål om stabiliteten af finansielle institutioner og markeder; og (e) koordinere forberedelsen af fase tre samt overvåge, vurdere og rapportere om fremskridt i henhold til Traktatens tidsfrister. Kontoret arbejder tæt sammen med og bistår Den Valutapolitiske Underkomité, Den Banktilsynsmæssige Underkomité samt arbejdsgrupperne om EU-betalingssystemer, regnskabsspørgsmål og trykning og udstedelse af en europæisk pengeseddel.

Juridisk Kontor er ansvarlig for alle retlige spørgsmål. Disse omfatter bistand til opfyldelse af EMI's mandat, navnlig hvad angår retlige aspekter ved forberedelsen af ESCB's vedtægtsmæssige og organisationsmæssige rammer samt spørgsmål vedrørende Traktatens fortolkning. Desuden bistår Juridisk Kontor med forberedelse af EMI's udtalelser, hvis EMI høres af EU-Rådet eller af nationale myndigheder om forslag til nationale eller fællesskabsretsfor skrifter inden for dets kompetenceområde. Personalet i dette kontor yder juridisk rådgivning til EMI's ledelse om administrative spørgsmål. Sekretariatet er også ansvarlig for EMI's presse- og oversættelsesservice.

Den Monetære, Økonomiske og Statistiske Afdeling, der består af tre kontorer, bistår Den Pengepolitiske Underkomité og er ansvarlig for EMI's bibliotek. Fase to-kontoret leverer økonomiske analyser af spørgsmål i relation til styrkelsen af det pengepolitiske samarbejde mellem centralbankerne og samordningen af pengepolitikkerne med henblik på at fremme prisstabilitet i fase to. Kontoret kan også bistå EMI-Rådet ved formulering af udtalelser og henstillinger vedrørende makroøkonomisk politik, herunder spørgsmål relateret til konvergenskriterierne, og det kan levere analyser af spørgsmål i relation til de finansielle markeder. Til støtte for disse funktioner koncentrerer den økonomiske analyse i kontoret sig især om de kort- og langfristede aspekter ved den økonomiske og finansielle adfærd i EU-landene og sammenligninger mellem disse. Fase tre-kontoret er ansvarlig for analyser af de fælles pengepolitiske begreber, rammer og regler i fase tre, navnlig hvad angår definitionen af de pengepolitiske instrumenter, procedurer og målsætninger. Kontoret bidrager til analysen af den praktiske tilrettelæggelse af valutakurspolitikken i fase tre, og udfører økonomisk forskning i langfristede udviklingstendenser og strategier og rådgiver om operationelle spørgsmål i relation til påbegyndelsen af tredje fase på EU-plan. Begge kontorer arbejder tæt sammen med Den Pengepolitiske og Den Valutapolitiske Underkomité.

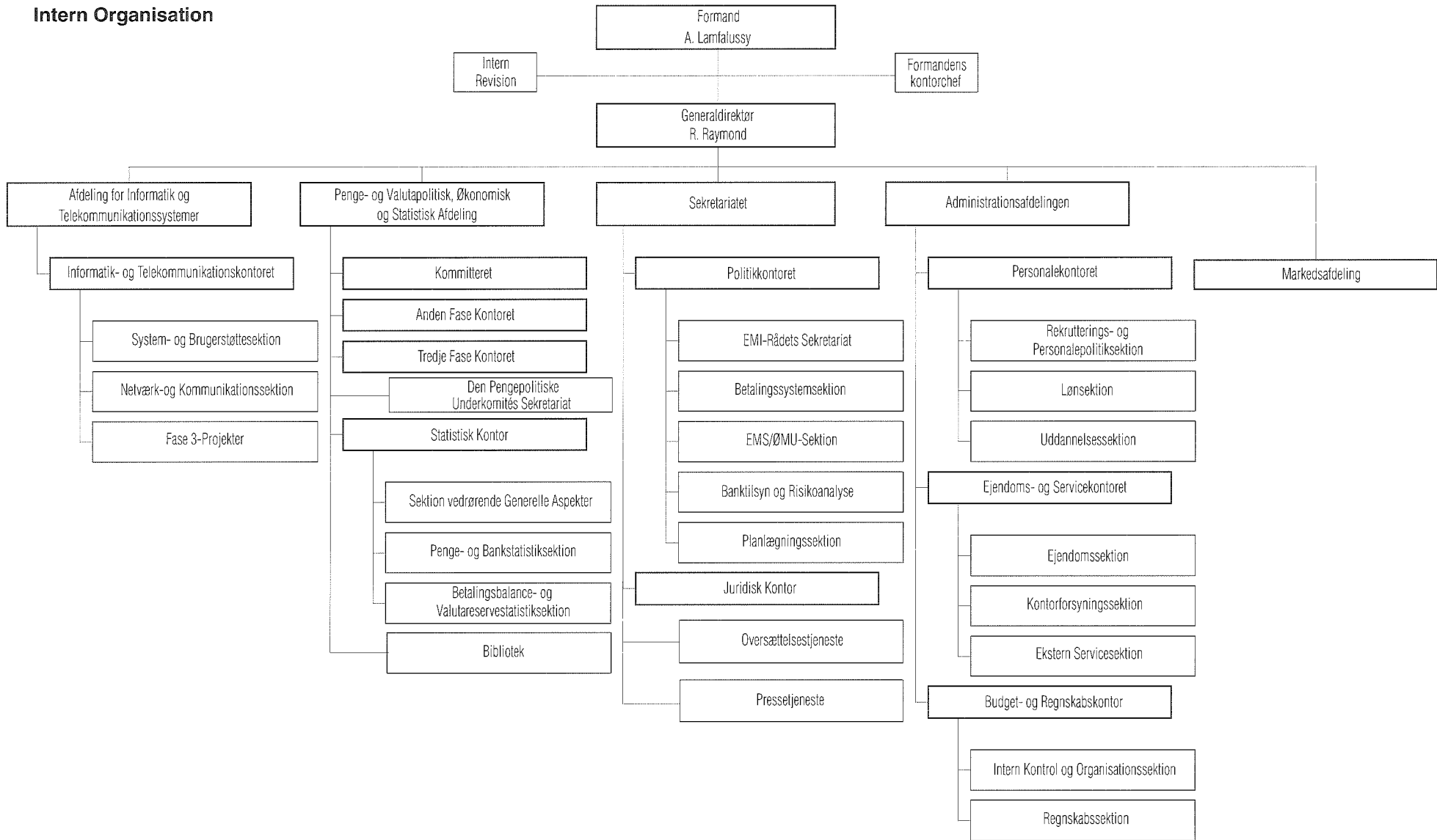
Statistisk Kontor's hovedopgaver er at bidrage til forbedringen af den statistiske information, som er nødvendig for at fremme den pengepolitiske koordination i fase to, forberede de harmoniserede begreber og metoder og specificere de vedtægtsmæssige, organisationsmæssige og logistiske rammer for den statistik, som ESCB får brug for ved udførelsen af sine opgaver. Kontoret arbejder tæt sammen med Statistikgruppen og det har også til opgave at sikre den almindelige tilgængelighed af statistiske data og faciliteter for hele EMI.

Afdelingen for Informatik og Telekommunikationssystemer, som er ansvarlig for udformning og implementering af EMI's og ESCB's informatik- og telekommunikationssystemer, består for øjeblikket af ét kontor, der er underopdelt i tre

funktionsafsnit. Dette arbejde udføres i tæt samarbejde med Arbejdsgruppen om Informationssystemer, som afdelingen er sekretariat for. Afdelingen er endvidere ansvarlig for teknisk støtte til brugere af EMI's informationer, for kommunikationen indenfor EMI og - under opsyn af Arbejdsgruppen om Informationssystemer - for overvågning, koordinering og videreudvikling af det kommunikationssystem, der allerede fungerer mellem EMI og centralbankerne.



# Intern Organisation

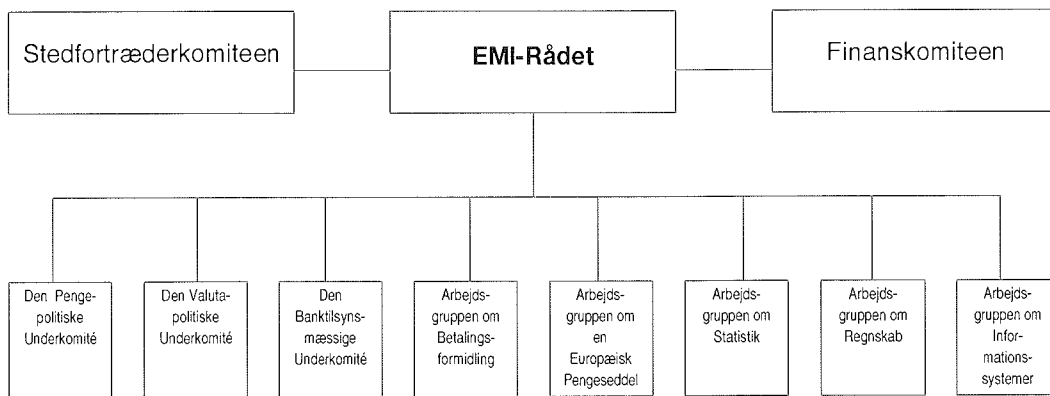


Administrationsafdelingen består af tre kontorer. Personalekontoret er ansvarlig for: (a) rekruttering og personalepolitik; (b) lønspørgsmål og (c) personaleudvikling. Ejendoms- og servicekontoret er ansvarlig for: (a) ejendommen; (b) kontorforsyning; og (c) organisering af konferencer, møder og rejser. Budget- og regnskabskontoret tager sig af: (a) EMI's regnskaber; og (b) intern revision og generelle organisationsspørgsmål.

Da EMI-statuttens artikel 6.4 giver EMI mulighed for at besidde og forvalte valutareserver som agent for og efter anmodning fra nationale centralbanker, vil EMI om nødvendigt oprette en Finansafdeling.

## 2.4 Komiteer, underkomiteer og arbejdsgrupper.

Til udførelse af sine opgaver biståes EMI-Rådet af flere komiteer og arbejdsgrupper, der er struktureret på følgende måde:



Stedfortræderkomiteen, som ledes af EMI's generaldirektør, består af højtstående repræsentanter for EU-centralbankerne, der er udpeget af deres respektive centralbankchefer som deres stedfortrædere i EMI-Rådet. Stedfortræderkomiteens hovedopgave er at bidrage til forberedelsen af møderne i EMI-Rådet.

Finanskomiteen ledes af næstformanden og består derudover af de to ældste medlemmer af EMI-Rådet. Medlemskabet af komiteen er for ét år på rotationsbasis. Komiteens vigtigste ansvar er, på EMI-Rådets vegne, at undersøge og udtale sig til EMI-Rådet om formandens forslag til årligt budget, årsregnskabet og de periodiske udsagn om EMI's udgifter i løbet af finansåret.

Underkomiteerne og arbejdsgrupperne, som består af eksperter fra de nationale centralbanker, blev oprettet af Centralbankchefkomiteen, og EMI-Rådet besluttede at fortsætte deres aktiviteter. Formændene for underkomiteerne og arbejdsgrupperne er udpeget for en treårig periode med start den 1. januar 1994.

Den Pengepolitiske Underkomité bistår Rådet i styrkelsen af samordningen af de nationale pengepolitikker i Den Europæiske Union, og den bidrager til de regelmæssige konsultationer vedrørende overvågningen af pengepolitikken i form af de fremadskuende ("ex ante") og de bagudrettede ("ex post") analyser. Herved undersøges især medlemstaternes pengepolitiske mål og strategier og deres forenelighed med prisstabilitetsmålsætningen i hele Unionen. Endvidere foretager Underkomiteen en årlig

gennemgang af udviklingen på budgetområdet. Underkomiteen foretager også de nødvendige undersøgelser med henblik på at lette EMI's arbejde med forberedelsen af den fælles pengepolitik. Den undersøger navnlig metoder og organisationsmæssige aspekter ved udførelse af den fælles pengepolitik for at kunne forberede de instrumenter og procedurer, som bliver nødvendige for udførelse af ESCB's pengepolitiske opgaver i tredje fase.

Den Valutapolitiske Underkomité bistår EMI-Rådet med forberedelse af diskussioner om valutakursudviklingen, EMS'ens funktion og udviklingen i brugen af den private ECU. Underkomiteen har også regelmæssig informationsudveksling med ikke-EU centralbanker indenfor rammerne af "koncertationsproceduren", hvor repræsentanter for 19 industrialiserede landes centralbanker udveksler data om markedsudviklingen, valutamarkedsintervention og andre officielle valutatransaktioner. Underkomitéen bistår endvidere EMI med forberedelsen af grundlaget for ESCB's valutarelaterede funktioner.

Den Banktilsynsmæssige Underkomité afholder regelmæssige konsultationer om spørgsmål vedrørende de finansielle institutioners og markeders stabilitet. I de tilfælde, hvor nationale centralbanker ikke har et retligt ansvar for banktilsynet, deltager en repræsentant for de respektive nationale tilsynsmyndigheder i Underkomiteen.

Arbejdsgruppen om EU-Betalingsformidling er, under EMI-Rådets ledelse, ansvarlig for samordning af centralbankernes aktiviteter vedrørende betalingssystemer, for analyse af måder til at lette grænseoverskridende betalinger i det indre marked og som forberedelse for fase tre, samt for forberedelse af EMI-Rådets beslutninger vedrørende overvågning af ECU clearing- og afregningssystemer.

Arbejdsgruppen om Trykning og Udstedelse af en Europæisk Pengeseddel bistår EMI i at vejlede ved de tekniske forberedelser af indførelsen af ECU-pengesedler. Dette arbejdsområde indbefatter en undersøgelse af de forskellige muligheder for design og produktion af europæiske pengesedler samt udstedelse, fordeling, sortering og håndtering af pengesedlerne, så snart de er produceret.

**Tabel 10**                      **Centralbankernes andel af EMI's finansielle midler**  
(som procent af total)

	1994	fra 1995
Deutsche Bundesbank	24,20	22,55
Banque de France	18,30	17,00
Banca d'Italia	17,05	15,85
Bank of England	16,45	15,35
Banco de España	9,50	8,85
De Nederlandsche Bank	4,55	4,25
National Bank of Belgium	3,00	2,80
Bank of Greece	2,15	2,00
Banco de Portugal	1,95	1,85
Danmarks Nationalbank	1,80	1,70
Central Bank of Ireland	0,90	0,80
Institut Monétaire Luxembourgeois	0,15	0,15
Sveriges Riksbank	-	2,90
Oesterreichische Nationalbank	-	2,30
Suomen Pankki	-	1,65

Kilde: EMI-Rådets beslutninger nr. 2/94 og 3/95.

Statistikgruppen bidrager til forbedring af den statistiske information, som er nødvendig for at fremme den pengepolitiske samordning i fase to, og til udviklingen af et statistisk grundlag for udførelse af den fælles pengepolitik i fase tre.

Regnskabsgruppen udviklede EMI's regnskabsmetoder (se det vedlagte årsregnskab). Den er ansvarlig for forberedelsen af grundlaget for henstillinger vedrørende harmoniseringen af regnskabsstandarder i ESCB, især hvad angår bestemmelser om monetær indkomst, indbetaling af kapital og overførsel af valutareserveaktiver.

Arbejdsgruppen om Informationssystemer er ansvarlig for at bistå EMI ved udarbejdelse og gennemførelse af EMI's og ESCB's tekniske strategi vedrørende informatik- og telekommunikationssystemer.

### **3. EMI's finansielle midler**

I henhold til statuttens artikel 16 har EMI fået finansielle midler på i alt 615,6 millioner ECU (se anmærkningerne til det vedlagte årsregnskab). Størrelsen af de nødvendige midler blev fastsat af EMI-Rådet på baggrund af det årlige renteaflast, der er nødvendigt for at dække de forventede løbende omkostninger i et normalt arbejdsår (omkring 44 mill. ECU). Ved fastsættelsen af midlernes størrelse blev der også ydet en godtgørelse for EMI's førstegangsinvesteringer i udstyr, og der etableredes en kontantbeholdning til arbejdsformål. Hvis der ved årets udgang er overskud, vil det blive behandlet på følgende måde: Først vil et beløb fastsat af EMI-Rådet blive overført til en reservefond, der kan tilbagebetales til centralbankerne sammen med den oprindelige indbetaling, når EMI træder i likvidation. Dernæst vil et eventuelt ikke-overført restoverskud blive tilbagebetalt til centralbankerne.

EMI's finansielle midler blev tilvejebragt gennem bidrag fra de nationale centralbanker i overensstemmelse med en fordelingsnøgle baseret på hvert enkelt lands befolknings- og BNP-andel, og efter den samme metode, som vil blive benyttet af ECB i tredje fase.

På årsbudgettet er omkring 40% afsat til personaleomkostninger og 25% til leje og vedligeholdelse af ejendommen. De resterende 35% dækker køb af varer og serviceydelser, hvoraf en tredjedel skyldes de nødvendige faciliteter i EMI til afholdelse af et stort antal internationale møder i de ovenfor beskrevne grupper samt regelmæssige forbindelser med nationale og internationale institutioner involveret i EMI's arbejde.

## **B EMI'S AKTIVITETER**

### **1. Samordning af penge- og valutakurspolitik**

EMI har til opgave at styrke medlemsstaternes pengepolitiske samordning med sikring af prisstabilitet som målsætning. I denne forbindelse skal EMI afholde regelmæssige konsultationer om udviklingen i pengepolitikken, som i fase to er de nationale myndigheders ansvar. EMI skal normalt høres af de nationale pengepolitiske myndigheder inden de træffer beslutninger om udviklingen i pengepolitikken inden for de fælles rammer for forudgående samordning. EMI overvåger også udviklingen indenfor EMS.

Til dette formål har EMI fortsat og intensiveret det arbejde, som blev sat i gang under ØMU'ens første fase af Centralbankchefkomiteen. I denne sammenhæng sker der en regelmæssig overvågning af den økonomiske og monetære udvikling og af politikkerne indenfor dette område med henblik på at fremme en fælles vurdering af de fremherskende forhold og de mest hensigtsmæssige politiske svar. Proceduren indbefatter en ugentlig gennemgang på ekspertniveau af den aktuelle udvikling på valutamarkedet og renteudviklingen. De vigtigste faktorer, som kan påvirke valutakursudviklingen i enkelte medlemsstater eller inden for EMS som et hele, bliver vurderet, og der foretages en eksaminering af den seneste økonomiske udvikling eller udsigt, af økonomisk-politiske beslutninger indenfor det penge- eller finanspolitiske område og af finansmarkedernes forventninger til bevægelser i valutakurser og renter. Under sine månedlige møder gennemgår EMI-Rådet den økonomiske og finansielle situation i de enkelte medlemsstater og den aktuelle udvikling på de internationale finansmarkeder.

Hertil kommer en fremadskuende analyse, "ex ante opgaven", som udføres hvert efterår, førend de nationale myndigheder offentliggør beslutninger vedrørende pengepolitikens fremtidige retning. Indenfor denne ramme analyserer EMI økonomiske, monetære og finansielle udviklingstendenser og diskuterer hensigtsmæssigheden af den førte pengepolitik i de enkelte medlemsstater. Den overordnede karakter af pengepolitikken i Unionen undersøges så vel som den indbyrdes forenelighed af national penge- og valutakurspolitik. Der følges normalt i foråret op på den fremadskuende analyse gennem en bagudrettet overvågningsøvelse. Den bagudrettede analyse gennemgår den førte pengepolitik, sammenligner den aktuelle økonomiske udvikling med tidligere fremskrivninger og undersøger de økonomiske og pengeforholdsmæssige udsigter for den resterende del af året.

Det analytiske grundlag for overvågningen bliver hele tiden revurderet og opdateret. I 1994 blev der lagt særlig vægt på den pengepolitiske transmissionsmekanisme og på konsekvenserne af nationale forskelle heri for den pengepolitiske samordning i Unionen.

EMI har også ret til at afgive udtalelser og rette henstillinger vedrørende det generelle sigte for penge- og valutakurspolitikken såvel som rette henstillinger til medlemsstaternes pengepolitiske myndigheder vedrørende varetagelsen af deres penge- og valutakurspolitik. Hidtil har EMI ikke fundet det nødvendigt at gøre brug af denne bestemmelse. I 1994 videreførte EMI også Centralbankchefkomiteens praksis med årlig detailundersøgelse af udviklingen i de offentlige finanser og deres konsekvenser for den pengepolitiske samordning. EMI anerkender, at en sund finanspolitik er af afgørende

betydning for en stabilitetsorienteret pengepolitik. I foråret 1994 udtrykte EMI ved to lejligheder sin bekymring til Rådet over de offentlige finansers tilstand i Unionen.

## **2. Forberedelse af fase tre**

En af EMI's hovedopgaver er at forberede grundlaget for ESCB's udøvelse af sine funktioner fra starten af fase tre. Dette indbefatter udførelse af forberedende arbejde indenfor flere af en centralbanks aktivitetsområder, navnlig: pengepolitik; valutakurspolitik; statistik; betalingssystemer; og udstedelse af pengesedler.

### **2.1. Pengepolitik**

Traktaten fastlægger statutterne for ESCB, der har opretholdelse af prisstabilitet som hovedmål. Med hensyn til den praktiske gennemførelse af den fælles pengepolitik angiver statutterne imidlertid alene generelle principper, for eksempel princippet om åbne markeder med fri konkurrence, forbuddet mod centralbankernes finansiering af offentlige budgetunderskud, samt muligheden for decentral udførelse af ESCB's arbejdsopgaver, så de nationale centralbanker kan anvendes til at udføre transaktioner, "i det omfang det skønnes muligt og hensigtsmæssigt".

Det forberedende arbejde omfatter detaljeret teknisk analyse af de forskellige instrumenter, som potentielt er til rådighed eller allerede anvendes i medlemsstaterne, for derved at kunne identificere institutionelle forskelle mellem landene (i annek 1 findes en beskrivelse af de nuværende strategier og instrumenter for pengepolitikken i EU-medlemsstaterne). Det omfatter ligeledes en generel gennemgang af de grundlæggende principper, som kan anvendes ved udarbejdelse og implementering af pengepolitik i Den Europæiske Union, således at der kan træffes beslutning om de forhold, som kræver strategiske valg. De endelige svar på de fleste af disse spørgsmål vil først blive givet på et senere tidspunkt, eftersom de i høj grad afhænger af de økonomiske og finansielle betingelser ved starten af fase tre. Da indførelsen af et nyt operationelt instrumentarium er tidskrævende, er det imidlertid nødvendigt at fortsætte forberedelserne, og der foregår allerede arbejde på dette omfattende område.

Et centralt spørgsmål for varetagelsen af pengepolitikken i fase tre er, om ESCB skal have prisstabilitet som det direkte mål, eller om der skal anvendes en strategi baseret på et mellemliggende mål. Begge strategier kræver for at være effektive en høj grad af gennemsigtighed og troværdighed og forudsætter, at der eksisterer en tilstrækkeligt forudsigelig sammenhæng mellem pengepolitiske foranstaltninger og prisudviklingen. Valget af strategi fordrer en empirisk vurdering, som først kan foretages fuldt ud på et senere tidspunkt, men som dog i vid udstrækning vil skulle baseres på de hidtidige erfaringer og det foreliggende datagrundlag. Det bør understreges, at uanset valget mellem den direkte og den indirekte indfaldsvinkel og mellem forskellige mellemliggende mål, vil ESCB være nødt til at overvåge andre indikatorer, som kan give information om den aktuelle og fremtidige monetære, økonomiske og finansielle situation, og om hvorvidt pengepolitikken er tilrettelagt hensigtsmæssigt. Det er hensigten at vende tilbage til disse spørgsmål i 1996.

For at kunne vurdere virkningerne på priser og produktion af den fælles pengepolitik er det nyttigt at analysere forskelle i transmissionsmekanismen mellem landene, eftersom sådanne kan komplicere den fælles pengepolitik. Det fremgår af en

indledende undersøgelse (se boks 2 i kapitel I), at sådanne forskelle er meget tæt forbundet med strukturelle og institutionelle forhold. Selv om den øgede integration og overgangen til fase tre vil medføre øget konvergens på det finansielle område, er det hverken ønskeligt eller muligt at fjerne alle andre strukturelle forskelle mellem landene. Sådanne forskelle eksisterer også internt i de enkelte lande.

I den daglige håndtering af pengepolitikken vil ESCB fokusere på en eller flere korte rentesatser. Ved at påvirke denne eller disse renter vil ESCB give information til markedsdeltagerne. Det er derfor nødvendigt, at ESCB har mulighed for at udsende klare og utvetydige signaler, som ikke afsvækkes af lokale forskelle i rentefastsættelsen.

Forudsætningerne for en fælles pengepolitik omfatter ikke alene instrumenter og procedurer, men også integration af interbank-markederne og betalingssystemerne for at sikre ensartede pengepolitiske signaler i alle lande. En høj grad af harmonisering af instrumenter og procedurer er nødvendig. En anden afgørende betingelse er, at pengeinstitutterne har tilstrækkelige arbitragemuligheder. Renteændringer kan kun spredes hurtigt og ensartet i Unionen, hvis pengeinstitutterne frit og inden for den samme dag kan overføre centralbankreserver på tværs af landegrænser. Dette har klare implikationer for den nødvendige integration af betalings- og afviklingssystemer (se afsnit 2.4).

Bedømmelsen af alternative pengepolitiske instrumenter og operative procedurer bør baseres på en række generelle principper:

- effektivitet: de pengepolitiske instrumenter og procedurer må sikre, at ESCB effektivt kan kontrollere sine mål. Et vigtigt træk ved et effektivt operationelt instrumentarium er, at det sikrer, at ESCB's pengepolitiske signaler er ensartede og konsistente;
- overensstemmelse med markedsmæssige principper: pengepolitikken skal være "i overensstemmelse med princippet om en åben markedsøkonomi med fri konkurrence, som fremmer en effektiv ressourceallokering" (Maastricht-traktaten, artikel 105);
- ligebehandling: ESCB skal behandle alle grupper af finansielle institutioner, som har adgang til dets faciliteter, ens og uden hensyntagen til oprindelsesland;
- enkelhed og gennemsigtighed: pengepolitikken og de tilknyttede procedurer skal være enkle og anvendes på en letforståelig måde og på denne måde bidrage til opfyldelse af kriterierne om ligebehandling og overensstemmelse med markedsmæssige principper i et decentraliseret system af centralbanker;
- decentralisering: ESCB skal anvende de nationale centralbanker til at udføre transaktioner, "i det omfang det skønnes muligt og hensigtsmæssigt" (artikel 12 i statuten om ESCB). Hensynet til dette princip kan have praktisk betydning, især fordi ECB kan udnytte de nationale centralbankers erfaringer med og kendskab til lokale markeder;
- kontinuitet: overgangen til de nye operationelle rammer ved starten af fase tre kan lattes ved i så vid udstrækning som muligt at basere sig på den i udgangspunktet eksisterende infrastruktur og ved at anvende instrumenter, som kan tilpasses til de ændrede betingelser.

Diskussioner af de operationelle rammer (valg af instrumenter, definition af deres ønskede karakteristika og de relevante operationelle procedurer), som skal danne

grundlag for ESCB's gennemførelse af pengepolitikken, er påbegyndt. Med udgangspunkt i en grundig gennemgang af hvert enkelt pengepolitisk instrument i lys af de nationale erfaringer vil der blive foretaget en sammenligning mellem de mulige alternative modeller for den overordnede operationelle ramme på baggrund af de forventede økonomiske og finansielle betingelser i fase tre.

Udformningen af et eventuelt reservekrav må forberedes i god tid, således at tilpasning af eksisterende systemer eller introduktion af nye systemer i givet fald kan gennemføres. De samme overvejelser gør sig gældende for stående faciliteter og markedsoperationer. Det vil ligeledes være nødvendigt at fastlægge, hvilke typer af værdipapirer, der vil kunne anvendes som sikkerhedsstillelse i forbindelse med stående faciliteter og som grundlag for markedsoperationer. Der må desuden foretages en teknisk analyse af mulighederne for at anvende decentraliserede markedsoperationer samt sådanne operationers udformning. Endelig vil resultaterne af disse delstudier skulle overvejes under ét med henblik på at muliggøre en generel diskussion af de overordnede operationelle rammer for ESCB. De nævnte analyser vil dog på ingen måde begrænse ESCBs frihed til at udvælge og anvende instrumenterne.

## **2.2 Valutakurspolitik**

Fra begyndelsen af ØMU's fase tre skal ESCB være klar til at føre en fælles valutakurspolitik. For at sætte ESCB i stand hertil, må flere forhold være forberedt i god tid. Det drejer sig først og fremmest om overførsel af valutareserver fra de nationale centralbanker til Den Europæiske Centralbank (ECB), styring af ECB's og nationale centralbankers reserver, organisering af intervention på valutamarkedet samt valutakursforhold til de medlemsstaters valutaer, der ikke deltager i fase tre.

EMI har planlagt at undersøge disse emner i løbet af 1995 og 1996. En foreløbig analyse af organiseringen af intervention påbegyndtes i 1994. Selvom de vigtige beslutninger vil blive truffet af ECB, skal, som det også gælder den fælles pengepolitik, organiseringen af udførelsen af valutakursoperationer defineres og forberedes før starten af fase tre. I særdeleshed skal det afgøres, om og i hvilken grad valutakursoperationer skal være centraliserede eller decentraliserede. Både de tekniske muligheder i alternative organisatoriske rammer såvel som deres respektive hensigtsmæssighed med hensyn til gennemførelse af politiske målsætninger vil blive vurderet før en endelig beslutning træffes. Et andet emne, der skal undersøges, er forholdet mellem den nye fælles valuta og andre valutaer, dels ikke-EU valutaer, dels valutaer fra medlemsstater med dispensation, samt konsekvenserne heraf for organiseringen af valutakurspolitikken.

## **2.3 Statistik**

Traktaten pålægger EMI "hvor det er nødvendigt (at) fremme harmoniseringen af de regler og den praksis, der gælder for indsamling, udarbejdelse og udgivelse af statistikker inden for dets kompetenceområde". Dette indebærer et ansvar for, at passende struktureret statistik for den monetære union er tilgængelig i fase tre til støtte for EMI's bestræbelser på at "styrke samordningen af medlemsstaternes monetære politik med henblik på at sikre prisstabilitet".

Under hensyntagen til den lange udviklingstid, der er nødvendig på statistikområdet, påbegyndte Centralbankchefkomiteen i 1992 det forberedende arbejde



til fase tre. Der blev efterfølgende indgået en foreløbig aftale med Europa-Kommissionen om, at Centralbankchefkomiteen og - efter overgangen til anden fase - EMI, inden for Den Europæiske Union skulle være hovedansvarlig for den begrebsmæssige udvikling af penge- og bankstatistik generelt og tillige for udviklingen af statistik over kapitalbevægelserne på betalingsbalancen og de tilsvarende beholdningsstørrelser. Både denne foreløbige aftale og de øvrige aftaler om samarbejde på statistikområdet på EU-niveau er under genovervejelse. Det er hensigten i 1995 at fastlægge den fremtidige ESCB's og Europa-Kommissionens (EUROSTAT) ansvars- og kompetenceområde inden for de forskellige typer af statistik.

Den første opgave var at fastlægge de sandsynlige behov for statistik i fase tre. Resultaterne af disse overvejelser indicerede, at der til varetagelsen af en fælles pengepolitik er behov for en bred vifte af penge-, valuta-, finansiel- og betalingsbalancerelateret statistik. Dette indbefattede passende struktureret penge- og valutastatistik for den monetære union på månedsbasis. Statistikken må være tilgængelig med kort tidsforsinkelse, ligesom der er brug for en tilpas hurtigt tilgængelig månedlig opgørelse af den monetære unions betalingsbalance overfor tredjelande, som minimum med fordeling på de vigtigste hovedposter.

Som den første opfølgning på dette arbejde enedes Centralbankchefkomiteen i september 1993 om, at samtlige centralbanker skulle udnytte de allerede eksisterende muligheder for at nedbringe tidsforsinkelsen på de dele af bankstatistikken og betalingsbalancestatistikken, der betegnes som "essentielle". Med henblik på at sikre muligheden for produktion af passende penge- og valutastatistik for den monetære union fra starten af fase tre var der ligeledes enighed i Komiteen om, at der i alle medlemsstaterne træffes foranstaltninger til, at bankernes samlede udenlandske mellemværende kan opdeles på mellemværender med lande, der er medlemmer af den monetære union, og mellemværender med øvrige lande.

Der blev lavet opgørelser over allerede tilgængelig statistik i medlemslandene og over statistik, der enten allerede var planlagt eller kunne tilvejebringes forholdsvis let. Sammenligning af disse opgørelser anvendtes til at identificere forskelle og til at klarlægge, på hvilke områder harmonisering var nødvendig. Det viste sig, at der i ganske betydeligt omfang var sammenfald i den måde, medlemslandene opgjorde deres statistik, og at der var god overensstemmelse med de krav, der måtte stilles i den monetære union. Men der er talrige mindre betydende forskelle og en del substantielle forskelle, der afspejler forskelle i politisk prioritering og i strukturer og forretningsgange i det finansielle system.

Ved udgangen af 1994 var EMI-Rådet nået til enighed om begrebet "monetær finansiel institution", der dækker de institutter, hvis balancer skal indgå i den konsoliderede balance for banksektoren i den monetære union. Ligeledes var der opnået enighed om udformningen af denne konsoliderede balance. Endvidere var der enighed i EMI-Rådet om behovet for månedlig betalingsbalancestatistik for den monetære union og om definitionerne af valutarisk status og afgrænsningen af de økonomiske sektorer.

En klar, men fleksibel holdning til behovet for harmonisering må fastholdes. Harmonisering implicerer ikke nødvendigvis identiske løsninger for medlemsstaterne. På nogle af ECB's primære interesseområder vil en rimelig sammenlignelighed mellem landene i den kommende monetære union muligvis være tilstrækkelig, specielt når det tages i betragtning, at strukturen og den måde, de nationale finansielle markeder fungerer på, (stadig) vil udvise betydelige forskelle. Der er imidlertid behov for nøje

overensstemmelse i de tilfælde, hvor statistik skal aggregeres og specielt i de tilfælde, hvor konsolidering af de forskellige medlemsstaters statistik er nødvendig. Sådanne overvejelser vil påvirke den prioritet, der vil blive tillagt de enkelte harmoniseringsbestræbelser.

For så vidt angår det fremtidige arbejde, er der stadig vigtige områder blandt EMI's hovedopgaver, som det tilbagestår at undersøge i statistisk henseende. Dette gælder f.eks. centralbankernes balancer, renter, finansielle sektorbalancer og opgørelser af status over for udlandet. Disse områder vil blive prioriteret højt i det kommende arbejde. Selv om det er Europa-Kommissionens opgave at tilvejebringe de nødvendige data til belysning af konvergenskriterierne, må EMI endvidere nøje vurdere disse data for at kunne afgive beretning herom, således som det er krævet i henhold til Traktaten. Der vil følgelig blive ofret flere ressourcer på studier af den statistik, der er nødvendig for vurderingen af konvergens.

Selv om det statistiske arbejde inden for EMI først og fremmest må koncentrere sig om den statistik, som er nødvendig for at føre en fælles pengepolitik i fase tre (og for at koordinere de enkelte medlemsstaters pengepolitik i fase to), anerkender EMI internationale standarder og EU-standarder for statistik, samtidig med at man søger indflydelse på udviklingen i disse. EMI er tillige opmærksom på de omkostninger, der bæres af de indberettende institutioner i forbindelse med indsamlingen af statistik og ønsker i så vid udstrækning som muligt at undgå, at de pålægges yderligere udgifter. Følgelig tillægger EMI et nært samarbejde på statistikområdet stor betydning; ikke blot med de i medlemslandene statistikansvarlige myndigheder, men også med Europa-Kommissionen (EUROSTAT) og med internationale organisationer. Dette samarbejde fremmes via deltagelse i Komiteen om penge- og valuta, finansiell og betalingsbalancestatistik, som består af repræsentanter for EØS-centralbanker og statistikinstitutioner, Europa-Kommissionen og EMI, samt via deltagelse i andre internationale komiteer, samlinger og arbejdsgrupper.

## **2.4 Betalingssystemer**

En af EMI's hovedopgaver er at udforme de rammer, der gør ESCB i stand til at fremme effektiviteten af og sikkerheden ved grænseoverskridende betalinger fra starten af fase tre. I denne sammenhæng skelner Maastricht-traktaten ikke mellem engros- og detailbetalinger. Det forberedende arbejde har dog indtil nu fokuseret på engrosbetalinger, der udgør de centrale elementer i betalingssystemer i moderne økonomier. Detailbetalinger har (da risikoelementet er lavere) været genstand for mindre opmærksomhed, og dette har indtil videre også været tilfældet for værdipapirafviklingssystemer.

Analyse af konsekvenserne for betalingssystemerne ved overgangen til fase tre blev påbegyndt i 1992 i Centralbankchefkomiteen i EU og er siden fortsat i EMI-regi. I november 1994 udsendte EMI et notat ("EMI's intentions with regard to cross-border payments in Stage Three"), der via de nationale centralbanker blev videregivet til repræsentanter for de nationale pengeinstitutorganisationer.

For øjeblikket er betalingsrelationerne mellem EU-landene primært baseret på anvendelsen af korrespondentbanker. Selvom de traditionelle ulemper ved anvendelsen af korrespondentbanker med hensyn til hurtighed og risiko er blevet formindsket (og formodentlig fortsat vil mindskes i takt med teknologiske fremskridt og en grundig

risikoovervågning), vil anvendelsen af korrespondentbanker ikke alene være tilstrækkeligt til fremover at formidle store interbank-betalinger samt betalinger, der hidrører fra ESCB's pengepolitiske operationer.

Som tilfældet er med de nuværende nationale systemer, må det være muligt at foretage engrosbetalinger i centralbankkredit indenfor ØMU-området gennem systemer med en meget høj standard, hvad angår sikkerhed, hurtighed og effektivitet. I overensstemmelse med de principper, der er indført på nationalt niveau, vil en stor del af engrosbetalingerne i fase tre blive effektueret ved centralbankkreditter på realtidsbruttoafviklings-basis for at minimere risiciene for deltagerne og systemet som helhed. Et system for hele ØMU-området skal etableres, for at effekterne af pengepolitiske beslutninger hurtigt og effektivt kan spredes til alle deltagerne i det fælles pengemarked, som vil omfatte alle medlemsstater, der deltager i ØMU.

Den tid og de ressourcer, der er nødvendig for at designe og implementere et sådant nyt system, er klart af et sådant omfang, at det forberedende arbejde må igangsættes adskillige år i forvejen. EMI og EU-centralbankerne bør give den private sektor retningslinier, således at den kan foretage valg og planlægge investeringer i perioden op til starten af fase tre.

Udviklingen af et fælles realtidsbruttoafviklings-system (RTGS) i ØMU-regi bør i henhold til Maastricht-traktaten følge 3 fundamentale principper: effektivitet, markedsmæssige vilkår og decentralisering. Nye betalingsarrangementer fra ESCB skal i særlig grad øge den tekniske effektivitet, minimere systemrisikoen og så vidt muligt være omkostningsmæssigt konkurrencedygtig. For at leve op til princippet om markedsmæssige vilkår vil deltagelse i RTGS-systemet i ØMU-regi ikke være obligatorisk for kreditinstitutter. Kun transaktioner i relation til pengepolitiske operationer vil skulle gennemføres i det foreslåede TARGET-system (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System). Andre systemer kan bibeholdes for såvel detail- som engrosbetalinger under forudsætning af, at deres sikkerhedsstandarder er passende og ikke er væsentligt ringere end i det fælles realtidsbruttoafviklings-system. Endelig vil systemet blive opbygget med udgangspunkt i allerede eksisterende infrastrukturer og afviklingskonti i de nationale centralbanker som følge af princippet om decentralisering.

I overensstemmelse med disse principper har EU-centralbankerne og EMI vedtaget en strategi, der bygger på et minimum af harmonisering af de nationale systemer og en fælles infrastruktur, der er nødvendig for at kunne implementere et nyt betalingsarrangement i fase tre - TARGET-systemet. Det vil omfatte et realtidsbruttoafviklings-system i hvert land, der deltager i den monetære union samt et "interlinking"-system - et system bestående af infrastruktur og procedurer, der skal forbinde de nationale realtidsbruttoafviklings-systemer, for at disse kan håndtere grænseoverskridende betalinger.

I løbet af 1995 vil EMI i tæt samarbejde med EU-centralbankerne og andre parter (f.eks. kreditinstitutter), som er involveret i disse spørgsmål, definere de tekniske specifikationer af systemet.

## 2.5 Forberedelse af europæiske pengesedler

Under ØMU's tredje fase skal ESCB udstede en fælles mønt, navnlig i form af pengesedler, som skal erstatte de eksisterende nationale. EMI har som særlig opgave at føre tilsyn med den tekniske forberedelse af disse pengesedler.

Processen med at trykke og udstede pengesedler er langvarig, og der er tale om et betydeligt tidsrum, før en ny serie pengesedler er klar til at blive introduceret som erstatning for en eksisterende. Udskiftningen af samtlige pengesedler denomineret i national valuta med en serie af fælles pengesedler er et meget mere omfattende foretagende, både hvad angår timing og karakteren af de problemer, der skal løses. Dette kan illustreres ved, at der var 12 mia. pengesedler i cirkulation ved udgangen af 1994 i de 15 medlemsstater, og yderligere 8 mia. sedler blev holdt uden for cirkulation. Der blev i 1994 trykt 6,5 mia. nye sedler for EU-centralbanker.

Nogle af spørgsmålene vedrørende forberedelse af europæiske pengesedler er allerede blevet behandlet af EMI, navnlig hvad angår antallet af denomineringer og deres værdi samt den fælles mønts grænse mellem mønter og sedler. For det første er der, hvad angår grænsen mellem sedler og mønter, blevet enighed om, at den højeste værdi for mønter skal være 2 ECU, og at 5 ECU skal være den mindste værdi for en pengeseddel. Dette synspunkt deles af Møntdirektøernes Arbejdsgruppe, som EMI har arbejdet tæt sammen med. For det andet, hvad angår rækkefølge, antal og værdi af pengeseddelenomineringer, tages der som arbejdshypotese udgangspunkt i rækkefølgen 1:2:5, således at der bliver 7 pengesedler fra 5 ECU til 500 ECU. For det tredje er valget mellem de europæiske pengesedlers udseende blevet indskrænket til at stå mellem to muligheder: identiske pengesedler, der udstedes overalt i det fælles monetære område; og pengesedler, der er identiske på den ene side, men som på den anden side har et mindre nationalt kendetegn.

Det er planen at gå videre med arbejdet vedrørende retlige, institutionelle og organisatoriske aspekter af udstedelse og efterfølgende håndtering af sedler. Man har også påbegyndt arbejdet med at udvælge designtemaer for en serie af pengesedler. Til dette formål har EMI oprettet en rådgivende komité, som består af eksperter i historie, psykologi og grafisk design.

Europæiske pengesedler vil have tekniske specifikationer, der giver dem de mest avancerede sikkerhedsegenskaber, således at falskmøntneri forebygges og de forskellige brugergrupper hjælpes til let at opdage falske pengesedler. Formålet med hver enkelt sikkerhedsegenskab vil blive grundigt overvejet for at inddrage de sikkerhedsmæssigt mest effektive i designet af de fælles pengesedler.

Der foregår også forberedende arbejde med de praktiske aspekter vedrørende lancering af de nye europæiske pengesedler. Der undersøges her forskellige muligheder under hensyntagen til forhold som timing, teknisk gennemførlighed, omkostninger, offentlighedens accept og politiske hensyn. Da dette er et område af helt afgørende betydning for troværdigheden og godtagelsen af den fælles mønt, sørger EMI for at arbejde tæt sammen med andre kompetente organer.

## 2.6 Oprettelse af ESCB

Oprettelsen af ECB og ESCB kræver betydeligt forberedende arbejde indenfor flere tekniske og institutionelle områder. Et område, hvor arbejdet allerede er påbegyndt, vedrører harmonisering af regnskabsprocedurer, således at det bliver muligt at lave et

samlet regnskab for ESCB fra starten af fase tre. Harmonisering af regnskabsregler og - standarder er faktisk en uundværlig betingelse for udførelse af den fælles pengepolitik og for anvendelse af ESCB-statuttens bestemmelser om fordelingen af de nationale centralbankers møntningsgevinst og valutatransaktioner.

Som et første trin er der sket en indsamling af EU-centralbankers regnskabsmetoder. Dette arbejde lagde grunden til udvikling af EMI's regnskabspraksis. Denne metode videreudvikler blandt andet principperne for værdiansættelse af aktiver og passiver og for indkomstansættelse, regler for kapitalisering og afskrivning, regnskabsteknikker samt kontrolprocedurer.

Der foregår nu arbejde med at forberede harmonisering af regnskabsregler og - standarder for ESCB. I udviklingen af en hensigtsmæssig overordnet ramme for regnskabsprincipper skal der tages tilbørlig hensyn til de analytiske og operationelle krav til pengepolitikens rette funktion, og der skal også tages hensyn til, at en fleksibel og gennemskuelig overordnet ramme er ønskværdig for alle nationale centralbanker. De retlige aspekter ved at implementere de anbefalede, harmoniserede regnskabsregler og - standarder i hver enkelt medlemsstat er også blevet overvejet. Forberedende arbejde er også i gang vedrørende metoder for beregning af møntningsgevinsten, således at der opnås et retfærdigt, kontrollabelt og gennemskueligt system.

Tidsrammen for det forberedende arbejde levner tilstrækkelig med plads til, at nationale centralbanker kan iværksætte de anbefalinger, som EMI-Rådet måtte godkende, herunder om nødvendigt ændringer i national lovgivning.

Et andet område, hvor forberedende arbejde vedrørende oprettelsen af ESCB er påbegyndt, er informatik- og telekommunikationssystemerne mellem ECB og de nationale centralbanker. En række opgaver for ECB og ESCB er her blevet identificeret, til hvilke informatik- og kommunikationssystemer må forberedes.

For det første vil et fleksibelt og effektivt telekonferencsystem blive nødvendigt for ESCB's aktiviteter i fase tre. Det nuværende system, som EMI har, er især begrænset af sine manglende udvidelsesmuligheder. For det andet skal informatiksystemerne gøre det muligt inden for ESCB at udveksle ikke-statistisk information, som det for eksempel vil være nødvendigt, når ECB skal tage policy-beslutninger og for at sikre en effektiv udførelse af den fælles pengepolitik i fase tre. Disse informatiksystemer skal også være i stand til at sikre udveksling af statistisk information, som for eksempel data vedrørende pengepolitiske og valutakurspolitiske operationer så vel som data vedrørende regnskab og seddeludstedelse samt de finansielle og økonomiske data, der kræves for at udføre den fælles pengepolitik. For det tredje skal der laves teknisk analyse af muligheden for decentralt at udføre markedsoperationer og valutamarkedsintervention; et informationssystem til udførelse af sådanne operationer må udformes. For det fjerde er det nødvendigt med en hensigtsmæssig informatikarkitektur for ECB's valutastyring og valutamarkedsoperationer. Endelig skal et hensigtsmæssigt informatik- og telekommunikationssystem være på plads for at støtte TARGET-systemet, der vil blive oprettet ved at sammenkøre nationale RTGS-systemer, således at man sikkert og effektivt vil kunne formidle engrosbetalinger i fase tre.

Med undtagelse af undersøgelsen om et nyt telekonferencsystem kan det mere præcise udviklingsarbejde på ovennævnte projekter først begynde, når de relevante brugerkrav er identificeret. Det er hensigten, at disse funktionelle krav vil blive fastlagt af de respektive underkomiteer og arbejdsgrupper snarest muligt.

### 3. Anvendelsen af ECU og oversigt over ECU-clearingsystemet

#### 3.1 Anvendelsen af private ECU i 1993 og 1994

Anvendelsen af private ECU i 1993 og 1994 var stærkt påvirket af udviklingen i økonomiske, retlige og institutionelle forhold. Spændingerne i ERM i første halvdel af 1993 skabte usikkerhed om udviklingen i renter og valutakurser for kurv-komponenterne og dermed for ECU, både for den nærmeste fremtid og på længere sigt. Udvidelsen af ERM-udsvingsbåndene til +/-15 pct. den 2. august 1993 øgede markedets opmærksomhed om sådanne risici. Den efterfølgende gradvise tilbagevenden til mere ordnede markedsforhold, og de fleste valutaers tilbagevenden til de tidligere udsvingsbånd, bidrog dog til mere stabile markedsforventninger.

På det retlige og institutionelle niveau betød afslutningen på usikkerheden omkring ratifikationen af Traktaten om Den Europæiske Union og dens ikrafttræden den 1. november 1993, at udsigterne for ØMU atter trådte i forgrunden. I overensstemmelse med artikel 109 g i Maastricht-traktaten blev sammensætningen af ECU-kurven fastfrosset med virkning fra Traktatens ikrafttræden. Dette reducerede usikkerheden om den fremtidige værdi af ECU. I april 1994 vedtog Europa-Kommisionen tre retlige dokumenter, der havde til formål at berolige markederne med hensyn til den aktuelle og fremtidige retlige status for ECU i finansielle kontrakter og lignende. Pakken bestod af et forslag til en Rådsforordning, som konsoliderede eksisterende lovgivning vedrørende valutasammensætningen af ECU-kurven, og som efterfølgende er godkendt af Rådet, en henstilling fra Europa-Kommisionen vedrørende den retlige behandling af ECU og kontrakter denomineret i ECU, samt et forklarende notat fra Europa-Kommisionen vedrørende nye klausuler i obligationsprospekter med henblik på at sikre retslig kontinuitet mellem ECU og den fremtidige fælles valuta.

På trods af fremskridt vedrørende de retlige og institutionelle rammer forhindrede tilbagevendende usikkerhed og udviklingen på de globale obligationsmarkeder gennem det meste af 1994 en tilbagevenden til de mere gunstige forhold, som var gældende før ERM-uroen. Alt i alt har ECU-markedet dog vist nogen modstandskraft i lyset af den vanskelige periode med ERM-spændinger, markedets ændrede opfattelse af tidsplanen for ØMU og senest de globalt trykkede obligationsmarkeder.

Efter at være faldet med 2,8 pct. mellem september 1992 og september 1993, faldt den samlede størrelse af de finansielle markeder for ECU yderligere (med 6,6 pct.) i de følgende 12 måneder til september 1994. Fra højdepunktet i september 1992 reduceredes de finansielle markeder for ECU med 9,2 pct., men var dog stadig 3,5 pct. større end i september 1991.

I banksektoren er ind- og udlånsaktiviteten i ECU endnu ikke kommet sig efter faldet i anden halvdel af 1992. Efter at være stagneret gennem de første tre kvartaler af 1993 faldt de samlede udestående ECU-denominerede bankaktiver og -passiver i de 12 måneder op til september 1994 med henholdsvis 9,9 pct. og 9,7 pct. Interbanktransaktioner forblev dominerende med næsten 70 pct. af udestående ECU-denominerede aktiver og næsten 85 pct. af bankernes passiver. Som følge af stigningen i den internationale ind- og udlånsaktivitet faldt ECU's markedsandel til 2,7 pct., sammenlignet med 3,0 pct. i slutningen af september 1992. Faldet skete på trods af en betydelig opbygning af centralbankernes beholdning af private ECU.

Tabel 11

## Finansielle markeder for ECU

(Udestående ultimo. Mia. ECU)

	1991	1992	1993	1994			
	mar.	jun.	sep.	mar.	jun.	sep.	dec.
Obligationer:	111,4	130,3	126,5	125,1	125,4	124,4	124,6
- Internationale	72,3	86,3	80,2	75,6	73,5	71,6	70,6
- Indenlandske	39,1	44,0	46,3	49,5	51,9	52,8	54,0
Skatkammerbeviser	7,9	6,9	8,3	6,2	5,4	4,7	3,5
Euro CP'ere og gældsbeviser	9,5	8,6	6,5	6,1	6,1	6,4	6,7
Bankudlån, skøn <sup>(a)</sup>	60,7	66,5	66,6	65,4	61,9	59,9	...
Total:	189,5	213,3	207,9	202,8	198,8	195,4	...
Dobbeltregning, skøn <sup>(b)</sup>	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	...
Samlet markeds - størrelse, skøn	169,5	193,3	187,9	182,8	178,8	175,4	...
Bankaktiver	175,7	198,0	196,0	188,2	182,4	176,4	...
- Over for ikke-banker <sup>(c)</sup>	46,1	61,6	61,0	59,0	55,4	54,6	...
Bankpassiver	180,9	200,7	191,9	186,3	180,3	173,1	...
-- Over for ikke-banker <sup>(c)</sup>	28,7	34,9	30,9	28,4	27,5	26,9	...
Memo:							
Centralbankers beholdninger af private ECU	28,8	18,9	19,1	24,1	24,8	24,0	23,7
Omsætning i ECU-værdipapirer <sup>(d)</sup>	1143,7	1473,6	333,6	370,3	395,0	402,0	...
<i>Procent af den samlede omsætning i alle valutaer</i>	<i>16,0</i>	<i>13,3</i>	<i>6,1</i>	<i>5,5</i>	<i>6,6</i>	<i>6,9</i>	<i>...</i>

Kilde: BIS, Euroclear og Cedel.

(a) Endeligt udlån og udlån til banker udenfor indberetningsområdet.

(b) Der er overlappning mellem værdipapirs- og bankmarkederne på grund af bankernes rolle som udsteder og indehaver af ECU-værdipapirer. I mangel af dækkende data er der foretaget et skøn over størrelsen af denne overlappning.

(c) Kun identificerede ikke-banker.

(d) Primære og sekundære markeder. Euro- og indenlandske stående lån, konvertible obligationer, variabelt forrentede gældsbeviser, CD'ere, korte og mellemlange gældsbeviser.

ECU-obligationsmarkedet blev også påvirket af ERM-uroen i 1992 og 1993. Udstedelsesaktiviteten, der næsten var tørret ind i slutningen af 1992 og begyndelsen af 1993, steg dog herefter igen. Oprindeligt igangsat af EU-medlemsstater og -institutioner, som var interesserede i at udvikle ECU-markedet og til at opretholde tilfredsstillende likviditetsforhold, har udstedelserne på det seneste også involveret deltagere fra den private sektor. Ikke desto mindre forblev aktiviteten under niveauet fra før ERM-krisen. Bruttoudstedelserne var lidt mindre end indfrielseerne gennem 1993 og 1994, hvilket betød, at det totale udestående stagnerede lige under niveauet fra slutningen af september 1992. Likviditeten i det sekundære obligationsmarked, som blev reduceret gennem anden halvdel af 1992, forbedredes noget derefter. Antallet af market-makere i ECU-obligationstransaktioner faldt som følge af de negative markedsforhold. Ved slutningen af 1994 kunne kun et par af de store ECU-udstedelser betragtes som rigtigt likvide. Investorerne skiftede enten deres ECU-beholdninger til kortere løbetider eller lukkede ECU-positioner for at skifte til mere likvide obligationsmarkeder, specielt i D-mark, franske franc og amerikanske dollars.

Det relativt lille marked for ECU-denominerede korte- og mellemlange papirer på Euromarkedet var stort set uændret i absolutte tal gennem den betragtede periode, sammenlignet med fortsat høj aktivitet i andre valutaer. Dette betød en faldende markedsandel for ECU-papirerne. Udestående i ECU-denominerede skatkammerbeviser var konstant i England og faldt i Italien.

Udviklingen på markederne for afledte instrumenter i ECU afspejlede udviklingen på de underliggende markeder. Omsætningen på MATIF i futures-kontrakter på lange ECU-obligationer var allerede faldet i begyndelsen af 1993 sammenlignet med højdepunktet i 1992, men var i 2. kvartal af 1994 igen begyndt at nærme sig niveauerne fra før ERM-krisen, hvor den stabiliseredes. På LIFFE var omsætningen i futures-kontrakten på 3-måneders ECU-renter historisk høj i månederne op til og efter udvidelsen af ERM-udsvingsbåndene. Derefter faldt omsætningen igen, men stabiliseredes i anden halvdel af 1994 på et niveau noget over omsætningen før ERM-krisen.

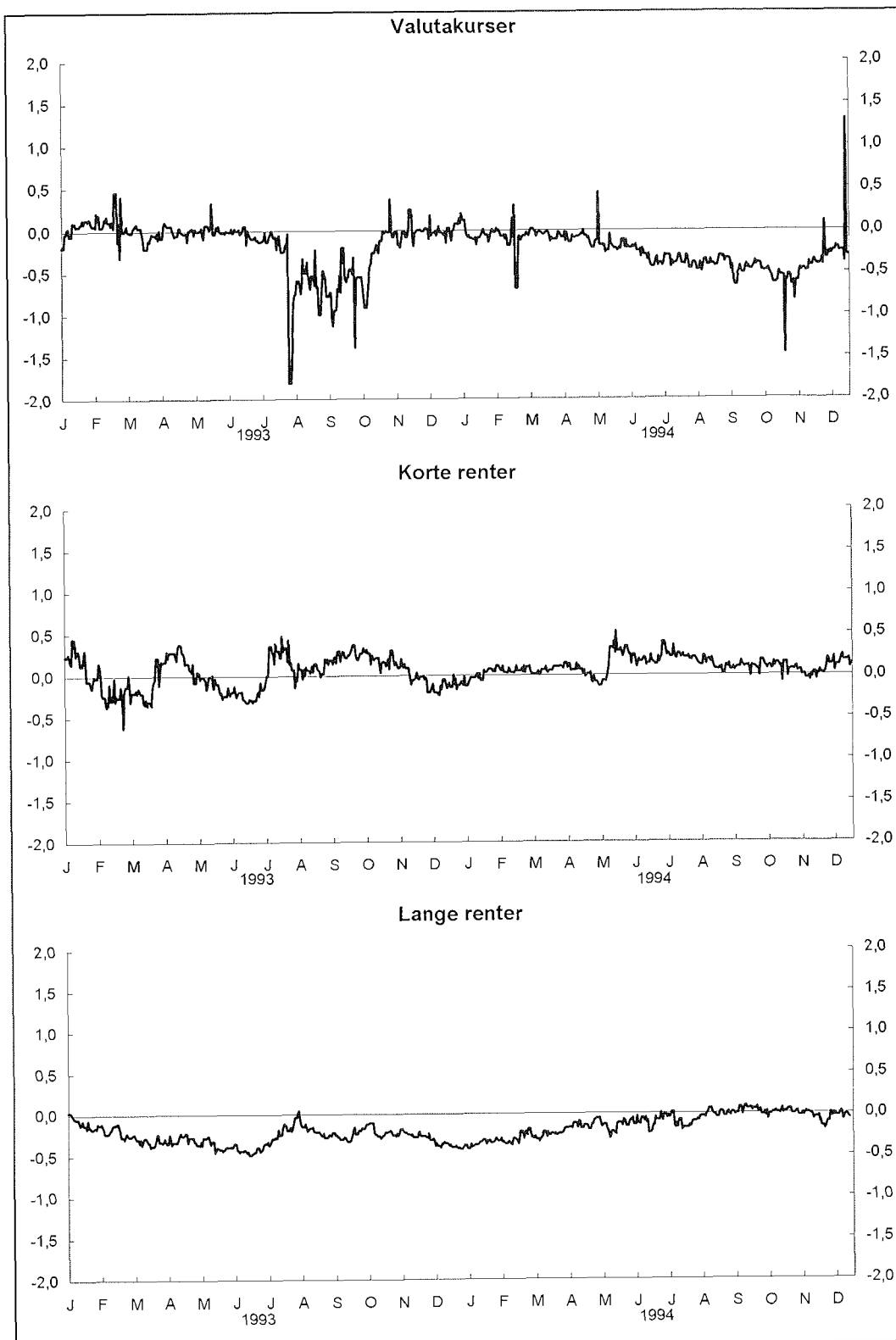
I modsætning til anden halvdel af 1992 resulterede ERM-spændingerne i første halvdel af 1993 ikke i en betydelig udvidelse af spændet mellem værdien af den teoretiske kurv og markedsværdien af ECU, bortset fra perioden før og efter udvidelsen af ERM-udsvingsbåndene, hvor spændet steg til 150 basispoint. Den gradvise tilbagevenden til mere rolige forhold på valutamarkederne understøttede en betydelig indsnævring af spændet mod slutningen af 1993. Fra 2. kvartal 1994 udvidedes spændet igen til 50 basispoint og forblev på dette niveau indtil slutningen af september 1994. I 4. kvartal 1994 blev spændet reduceret. Det ovenfor nævnte salg af ECU-obligationer i et relativt illikvidt marked kan være en del af forklaringen på udvidelsen af spændet.

Forskellen mellem markedsrenter og teoretiske renter lå indenfor et relativt snævert interval gennem 1993 og 1994. For korte løbetider (3-måneders Euro-indskud) var spændet skiftevis positivt og negativt indenfor et interval på 50 basispoint. Ændringerne i spændet mellem markedsrenter og teoretiske renter fulgte tættere end tidligere for de længere løbetider udviklingen i spændet for de korte renter. Indtil første halvdel af 1994 lå markedsrenterne en smule under de teoretiske renter (i et interval på 10 til 50 basispoint). I 2. halvdel af 1994 var der praktisk taget ikke nogen forskel.



Figur 9

Spænd mellem markeds-ECU og kurv-ECU  
(Procentpoint)



Kilde: Nationale data.

En undersøgelse af ECU's retlige status foretaget af den tidligere Centralbankchefkomité i november 1993, der efterfulgte en gennemgribende undersøgelse af Europa-Kommisionen om eksistensen af regulative forhindringer for brugen af ECU, bekræftede, at ECU'en i alle EU-lande undtagen to formelt betragtes som en valuta. Endvidere har ophævelsen af de tilbageværende valutarestriktioner for kapitalbevægelser reduceret forskelsbehandlingen af fremmedvalutaer, herunder ECU, i forhold til nationale valutaer.

For nylig er der taget adskillige initiativer til forbedring af den statistiske dækning af brugen af ECU i ikke-finansielle transaktioner, denomineringen af finansielle bevægelser indenfor EU's budget og ECU-denominerede transaktioner i betalingsbalancestatistikker. Som et af disse initiativer gennemførte Europa-Kommisionen i slutningen af 1994 en undersøgelse baseret på en analyse af de transaktioner, som gav anledning til afregning via ECU-clearingsystemet. Undersøgelsen viser, at de samlede årlige ikke-finansielle ECU-transaktioner svarer til omkring 88 mia. ECU. Dette er omkring 1 pct. af alle ECU-transaktioner afviklet gennem ECU-clearingsystemet.

### **3.2 Oversigt over ECU-clearingsystemet**

ECU-clearingsystemet blev etableret i februar 1986 og var fuldt operationelt i april 1987. Det er et privat system, der er etableret og udviklet med henblik på at erstatte det gamle clearingsystem til afregning af ECU-balancer baseret på fælles afregningskonti denomineret i kurv-valutaerne. Systemet blev etableret i 1982 af en lille gruppe kommercielle banker, der var aktive i ECU-markedet. Det er det eneste system, som behandler og afvikler ECU-transaktioner. Deltagende banker behandler egne betalingsordrer og betalingsordrer, der gennemføres på vegne af korrespondentbanker, som har ECU-konti. Clearingbankerne afvikler deres multilaterale nettopositioner gennem konti i Bank for International Settlements.

I 1994 deltog 45 clearingbanker i systemet, som behandlede omkring 6.000 transaktioner pr. dag med en gennemsnitlig daglig omsætning på 50 mia. ECU. ECU-clearingsystemet er det tredjestørste automatiserede netto-afviklingssystem i Den Europæiske Union efter EAF i Tyskland og CHAPS i England.

Tilsynet med ECU-clearingsystemet startede i 1992 indenfor rammerne af Centralbankchefkomiteen. Fra og med januar 1994 har EMI i overensstemmelse med Traktaten overtaget denne opgave. Tilsynet med ECU-clearingsystemet har som sin fundamentale opgave at sikre over for EU-centralbankerne, (a) at clearingoperationerne ikke indebærer uacceptable systemiske risici for ECU-markedet eller for de indenlandske markeder i EU; (b) at de risici, der løbes af banker ved deres medvirken i systemet, er kontrollerede.

Indenfor disse rammer søger EMI at sikre, at Foreningen af ECU Banker (EBA), som styrer systemet, tager skridt til at reducere de involverede systemiske risici betydeligt. Denne politik er i overensstemmelse med den risikoreduktionspolitik, som følges af EU-centralbankerne i deres respektive hjemlande. Gennem kontakter med EBA-Sekretariatet modtager EMI regelmæssig information om, hvordan clearingsystemet fungerer. EMI informerer EU-centralbankerne herom. Direkte drøftelser mellem clearingbankerne og de respektive centralbanker understøtter EMI's arbejde.

Gennem tiden har der været en intensiv dialog med EBA og en række skridt er taget med henblik på en større overensstemmelse mellem de sikkerhedsstandarder, der blev fremlagt i rapporten om interbank-nettingsystemet fra 1990. Det første skridt, som blev implementeret i 1993, er et limitsystem, der sætter grænser for de multilaterale netto-positioner, som deltagerne må have ved dagens slutning. Formålet med denne forholdsregel er at tilskynde bankerne til en bedre styring af betalingsstrømme med henblik på en reduktion af de risici, de enten selv løber eller pålægger andre deltagere. Limits danner grundlag for en likviditetsfordelingsaftale og en tabsfordelingsaftale, der skal sikre, at afregningen clearer ved dagens slutning, selv i det tilfælde hvor den største debitorbank ikke er i stand til at afvikle sine forpligtelser.

I det nuværende system er finansielle sanktioner kun mulige, når limits misligholdes. Dette forhindrer ikke systemet i at acceptere en betaling, som vil indebære, at en clearingbank overskrider sine limits. EBA har på den baggrund accepteret nødvendigheden af at introducere bindende intra-dag limits, som vil blive indført på kontinuert basis over dagen fra juni 1996. Selvom de tekniske faciliteter for intra-dag limits ikke vil være fuldt implementerede før juni 1996, vil kapaciteten til at overvåge intra-dag handelspositioner være til stede tidligere, hvilket vil indebære en mulighed for frivillige aftaler med clearingbanker om ikke at overskride limits. I tilslutning til disse tiltag har EMI-rådet også henledt EBA's opmærksomhed på behovet for at indføre faciliteter for sikkerhedsstillelse i afviklingsprocessen og behovet for at forbedre det retlige grundlag for clearinggen gennem kontraktmæssige arrangementer.

Med hensyn til fremtiden for ECU-clearingsystemet i ØMU'ens tredje fase, kan det fortsætte med at operere som et privat nettoafviklingssystem parallelt med og i konkurrence med andre systemer, der opfylder acceptable sikkerhedskrav.

## **4. Samarbejde mellem centralbanker**

### **4.1 Betalingssystemer**

Samarbejdet mellem de nationale centralbanker på betalingsformidlingsområdet har været koncentreret om tre hovedspørgsmål: (a) samarbejde om tilsyn med betalingssystemer, (b) fastsættelse af fælles minimumsstandarder for indenlandske betalingssystemer, samt (c) småpengekort.

#### *Samarbejde om tilsyn med betalingsformidlingssystemer*

Medlemsstaternes centralbanker fører tilsyn med udviklingen på de indenlandske interbankmarkeder samt med de betalings- og afviklingssystemer, der understøtter disse markeder. Denne opgave hidrører direkte fra centralbankernes primære funktion som udbyder af centralbankkredit - det endelige betalingsmiddel i økonomien. Hovedformålet med tilsynet er at fremme betalingssystemernes smidige funktion og at beskytte det finansielle system mod mulige "domino-effekter", som kan opstå, når en eller flere deltagere i betalingssystemet får solvens- eller likviditetsproblemer. I modsætning til tilsyn med banker er tilsyn med betalingssystemer møntet på et givet system (for eksempel et betalingsafviklingssystem) og ikke de individuelle deltagere.

Principperne for et samarbejde om tilsyn med grænseoverskridende deltagelse i indenlandske betalingssystemer blev fastsat af EU-centralbankerne som reaktion på de problemstillinger, der opstod som følge af implementeringen af 2. bankharmoniseringsdirektiv (2BCD), der blev vedtaget af Ministerrådet i 1988. Direktivet fastsatte bestemmelser for, at hjemlandets myndigheder (dvs. den medlemsstat, i hvilket kreditinstituttet er hjemmehørende) skulle have det primære ansvar for tilsyn med filialer af kreditinstitutter med bemyndigelse til at drive virksomhed i et andet EU-land, mens en begrænset kompetence blev tildelt værtslandets myndigheder (dvs. den medlemsstat, hvor betalingssystemet er hjemmehørende). Ved udgangen af november 1994 deltog 162 filialer af udenlandske kreditinstitutter direkte i andre EU-landes engrosbetalingssystemer. Heraf var de 107 filialer af kreditinstitutter i EU, mens 55 var filialer af banker udenfor EU. Uden samarbejdet om tilsyn kunne værtslandenes centralbanker komme til at mangle de nødvendige informationer til varetagelse af tilsynet med deres betalingssystem, idet disse informationer før var tilgængelige via det direkte tilsyn med de udenlandske filialer.

Aftalerne om samarbejde mellem de forskellige myndigheder blev etableret i 1993 i Centralbankchefkomiteens regi. De bestod af generelle aftaler om udveksling af informationer mellem centralbanker og andre tilsynsmyndigheder indenfor rammerne af de enkelte tilsynsmyndigheders bestemmelser om tavshedspligt. Der var enighed om, at under normale omstændigheder ville udvekslingen af informationer kun finde sted mellem centralbanker eller mellem tilsynsmyndigheder, og at et "observatorium" med EU-betalingssystemer skulle etableres under EMI.

Observatoriet, som blev etableret i september 1994, indsamler og videregiver informationer med en lav grad af fortrolighed og ajourfører fortegnelser over: de praktiske regler for medlemslandenes interbankbetalingsafviklingssystemer; højt placerede medarbejdere i EU-centralbanker, der kan kontaktes i tilfælde af problemer med betalingssystemer for derved at lette informationsudvekslingen mellem centralbanker særligt i tilfælde af krisesituationer; samt deltagere i grænseoverskridende virksomhed (herunder deltagere med fjernadgang) i EU-interbankbetalingsafviklingssystemer.

#### *Definition af fælles minimumskrav til EU-betalingssystemer*

I 1992 gennemførte Centralbankchefkomiteen en sammenlignende analyse af betalingssystemer i EU, som er beskrevet i en rapport fra september 1992 med titlen "Betalingssystemer i EF medlemsstaterne" ("Payments Systems in EC Member States"), den såkaldte Blue Book (der vil blive udgivet i en revideret udgave i 1996). Rapporten afslørede en række markante forskelle i EU-landenes engrosbetalingssystemer, især for så vidt angår adgangsbetingelser, metoder til risikokontrol, juridiske og tekniske aspekter, prispolitik samt åbningstider.

Forskelle mellem de indenlandske interbankbetalingssystemer kan påvirke effektiviteten i grænseoverskridende betalinger og forstyrre de konkurrencemæssige forhold. De kan også skabe problemer for indenlandske og grænseoverskridende betalingssystemers integritet og stabilitet, idet integriteten af systemet som helhed afhænger af det svageste led. Endelig kan forskelle give mulighed for regelmæssig arbitrage, herunder at deltagerne vil gennemføre betalinger gennem billigere, men muligvis utilstrækkeligt beskyttede systemer. Effekterne af disse forstyrrelser kan blive forstærket i et samlet monetært område. For at undgå disse risici er det nødvendigt, at

interbankbetalingsafviklingssystemerne som minimum har visse bestemte fælles egenskaber, der afgør systemernes integritet og sikkerhed. EU-centralbankernes mål på dette område er beskrevet i rapporten "Minimumskrav til fællestræk for nationale betalingssystemer" ("Minimum common features for domestic payment systems"), der blev offentliggjort af Centralbankchefkomiteen i november 1993. Med henblik på harmonisering af de nationale systemer udstikker rapporten ti principper, der vedrører adgang, risikokontrol samt juridiske, tekniske og operationelle karakteristika.

Det vigtigste element med henblik på at minimere de systemmæssige risici i interbankbetalingskredsløb er, at alle medlemslande etablerer et realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS) for engrosbetalinger. Denne type system muliggør eliminering af de risici, der er indbygget i nettoafviklingssystemer som følge af forsinkelsen mellem overførslen af betalingsmeddelelse og afvikling. Dertil kommer, at det ikke bare giver grundlag for endelig afvikling af forpligtelser som følge af transaktioner gennemført i andre afviklingssystemer, men også for en lang række forskellige former for arrangementer baseret på levering ved betaling i værdipapirmarkederne og i valutamarkederne. Endvidere vil realtidsbruttoafviklingssystemerne blive kædet sammen til at udgøre et RTGS system for hele ØMU'en i fase tre.

Et andet element er at tillade nettoafviklingssystemer for engrosbetalinger, der afvikles via konti i centralbankerne, at eksistere parallelt med RTGS-systemerne, dog under den forudsætning, at afviklingen finder sted samme dag og fuldt ud opfylder sikkerhedsstandarderne i rapporten om interbanknettingsystemer ("Report on Interbank Netting Schemes"), der blev offentliggjort af BIS i 1990.

Et tredje element understreger behovet for at fastsætte standarder for kontrol med adgangen til betalingssystemer. Adgangen til interbankbetalingsafviklingssystemer bør være strengt afgrænset til kreditinstitutter, der er underlagt tilsyn som fastsat i 2. banksamordningsdirektiv, enkelte offentlige enheder samt enkelte andre finansielle institutioner, der er underlagt et passende tilsyn. Kun disse institutioner er i stand til at opfylde en række passende standarder i form af finansiell styrke, ledelsesmæssige egenskaber og evne til at tilvejebringe likvide midler med meget kort varsel. Der bør ikke på dette område diskrimineres mellem kreditinstitutter placeret i hjemlandet og kreditinstitutter med tilladelse fra andre EU-lande. Endvidere bør der i et offentligt tilgængeligt dokument angives gennemskuelige adgangskrav samt procedurer for at ekskludere eller suspendere deltagere fra et system. Endelig drøftes i ovennævnte rapport andre principper for det juridiske grundlag for indenlandske betalingssystemer, behovet for overensstemmelse mellem bankstandarderne og effektive kommunikationskanaler mellem indenlandske betalingssystemer, centralbankernes risikopolitik samt åbningstid for større EU-betalingssystemer.

Med assistance fra de nationale EU-centralbanker foretog EMI en generel vurdering af hovedtrækkene i EU's interbankbetalingsafviklingssystemer i lys af de principper, der blev fastsat i rapporten fra november 1993. Hovedresultaterne er beskrevet i en rapport: "Udviklingen i EU-betalingssystemerne i 1994" ("Developments in EU payment systems in 1994"), som er en opfølgning på rapporten fra 1993, og som blev overgivet til de nationale pengeinstitutorganisationer i februar 1995.

Rapporten bekræfter, at det væsentligste arbejde i spørgsmålet om betalingssystemer for tiden består i at udforme og implementere RTGS-systemer i alle EU-lande. Selvom RTGS-systemer kun opererer i 6 lande, og hovedparten af engrosbetalinger afvikles i nettoafviklingssystemer, er det nu forventningen, at RTGS-

systemer i slutningen af 1996 vil være indført for engrosbetalinger i samtlige EU-lande på nær to. I ni EU-lande forventes alle engrosbetalinger at blive håndteret i RTGS-systemer til den tid. Derfor må samarbejdet mellem kreditinstitutter og centralbanker fortsætte for at undgå forsinkelser i iværksættelsen af sådanne systemer, især af hensyn til gennemførelsen af TARGET-systemet i fase tre.

Metoder til risikokontrol er blevet indarbejdet i nogle af nettoafviklingssystemerne. I nogle lande vil sådanne systemer sandsynligvis forsvinde, i hvert fald for så vidt angår engrosbetalinger, når RTGS-systemerne er fuldt operationelle. Derudover forudses EMI og EU-centralbankerne at måtte varetage en række nye opgaver. For det første er det påkrævet at gennemføre nærmere studier af de betingelser, som kreditinstitutter, der ikke er etableret i en medlemsstat, skal opfylde for direkte at deltage i det pågældende lands betalingssystem (spørgsmålet om såkaldt "fjernadgang" (remote access)). For det andet er det fortsat nødvendigt at arbejde på at sikre, at de indenlandske betalingssystemers retlige grundlag er fornuftigt og kan håndhæves. Der arbejdes i øjeblikket på, at eksisterende usikkerhed i, og uoverensstemmelser mellem, de nationale retlige systemer skal være elimineret i 1996.

Endelig vil spørgsmål i relation til detailbetalinger blive genstand for mere opmærksomhed i overensstemmelse med Maastricht-traktaten, der overdrog EMI hvervet at "fremme effektiviteten af grænseoverskridende betalinger" før fase tre. Især vil EMI opfordre pengeinstitutterne til at undlade at bibeholde standarder, der er uforenelig med andre standarder.

#### *Småpengekort*

Det bredt anvendelige kort (eller den elektroniske pung) er et plastickort, der indeholder effektiv købekraft, som indehaveren har betalt for på forhånd. Kort, som kun kan benyttes til et enkelt formål (for eksempel telefonkort) eller til en begrænset række serviceydelser (for eksempel internt i en virksomhed), betragtes ikke som småpengekort. Selvom udviklingen af elektroniske punge kun er på et tidligt trin, er der en reel mulighed for udbredelse af sådanne kort i fremtiden. Hvis de blev anvendt i en lang række detailforretninger, ville de være en direkte konkurrent, ikke kun til andre kontantløse betalingsinstrumenter, men også til seddel og mønt udstedt af centralbanker og andre monetære myndigheder.

I lys af småpengekortets muligheder for at vinde bred accept er sagen blevet analyseret af EMI og EU-centralbankerne. I maj 1994 blev en rapport om småpengekort overgivet til bankforeningerne og andre interesserede institutioner. Analysen i rapporten havde to formål: a) at sikre, at introduktionen af det nye kort ikke ville få u hensigtsmæssige konsekvenser for offentlighedens tillid til betalingssystemer og betalingsmidler; samt b) at vurdere de praktiske konsekvenser for centralbankernes aktiviteter af den mulige udvikling af småpengekort.

Analysens væsentligste konklusion var, at retten til at udstede elektroniske punge skulle begrænses til kreditinstitutioner for at: a) beskytte forbrugerne mod konsekvenserne af udsteders konkurs; b) beskytte detailbetalingssystemernes integritet; c) lette udførelsen af pengepolitikken; samt d) sikre lige konkurrencevilkår for de udstedende institutioner.

For så vidt angår småpengekortssystemer, der allerede fungerede før maj 1994, kan de respektive nationale centralbanker beslutte, at udstedere af elektroniske penge ikke nødvendigvis skal være fuldt udbyggede kreditinstitutioner, såfremt de opfylder følgende betingelser: for det første må de kun yde indenlandsk betalingservice; for det andet skal de være underlagt passende lovgivning, især med hensyn til likviditetsbestemmelser; samt for det tredje skal de være under tilsyn af det nationale tilsyn med kreditinstitutioner.

EU-centralbankerne vil i EMI-regi fortsat udveksle information om større småpengekortssystemer og nøje overvåge udviklingen af dette nye betalingsinstrument.

#### **4.2. Banktilsyn**

Ifølge EMI's statutter er én af EMI's hovedopgaver "at afholde konsultationer vedrørende spørgsmål, der falder ind under de nationale centralbankers kompetence, og som berører finansielle institutioners og markeders stabilitet". Mens ansvaret for udførelsen af tilsynet fortsat vil ligge inden for de nationale myndigheders kompetenceområde, har EMI fået til opgave at fremme samarbejdet om emner af systemmæssig karakter, der relaterer sig til stabiliteten i finansielle virksomheder og markeder. For at opfylde denne forpligtelse bistår EMI af Den Banktilsynsmæssige Underkomité, der er sammensat af repræsentanter fra centralbankerne og de specialiserede tilsynsorganer. I 1993-94 omfattede konsultationerne mellem de nationale tilsynsmyndigheder en række emneområder, herunder: (a) implementeringen af 2. banksamordningsdirektiv; (b) krisehåndtering; (c) insolvens; (d) finansiell skrøbelighed; (e) centrale kreditregistre.

##### *2. banksamordningsdirektiv (2BCD)*

2. banksamordningsdirektiv blev implementeret med virkning fra 1. januar 1993, hvorved det indre marked på bankområdet blev virkeliggjort. Direktivet giver EU-baserede kreditinstitutioner frihed til at udføre finansielle tjenesteydelser i hele Den Europæiske Union ved etablering af filialer og ved grænseoverskridende virksomhed. Tilsynet er i den sammenhæng baseret på princippet om "hjemlandskontrol", i følge hvilket tilsynsansvaret hovedsageligt ligger hos myndighederne i den medlemsstat, hvor pengeinstituttet har fået sin tilladelse. Dette princip gælder også kreditinstitutioner, der har fået tilladelse i lande, som er omfattet af EØS-aftalen (undtagen i de tilfælde, hvor der eksisterer særlige reciprocitetsbestemmelser over for tredjelande).

Implementeringen af princippet om hjemlandskontrol forudsætter et tæt samarbejde mellem tilsynsmyndighederne i henholdsvis hjemlandet og værtslandet. Det er søgt opnået gennem bilaterale aftaler ("memoranda of understanding") mellem tilsynsmyndighederne i medlemsstaterne. Konsultationerne mellem tilsynsorganerne har i vidt omfang fokuseret på analyser af overordnede problemstillinger vedrørende den praktiske implementering af direktivet, som navnlig er opstået i forbindelse med udformningen af de bilaterale aftaler.

### *Krisehåndtering*

Med baggrund i både ikrafttrædelsen af 2. banksamordningsdirektiv og de vanskeligheder, som nogle internationale pengeinstitutter har stået over for, har opmærksomheden været rettet mod årsager til og håndteringen af bankkriser ud fra en synsvinkel om at føre tilsyn med EU-baserede pengeinstitutter. Drøftelserne har især fokuseret på behovet for at udveksle informationer mellem banktilsynene og for at koordinere tilsynsmæssige modforholdsregler, når en krisesituation var under opsejling, idet de bilaterale aftaler hovedsagelig omhandler løbende informationsudveksling og i mindre udstrækning samarbejde om håndtering af bankkriser.

Selv om enhver krise har sine egne kendetegn og må håndteres i lys af dens særlige omstændigheder, har det været anset for hensigtsmæssigt at udforme nogle principper, som kunne bistå banktilsynsmyndigheder, der konfronteres med en akut krisesituation i et pengeinstitut, der udøver virksomhed i flere lande i Den Europæiske Union. Ét af hovedprincipperne er, at hjemlandets tilsynsmyndigheder skal fungere som koordinator ("lead supervisor") af informationsstrømmen og enhver tilsynsmæssig modforholdsregel. For at fungere efter hensigten må disse principper tage hensyn til modforholdsregler, der træffes af tredjelandes tilsynsmyndigheder i situationer, hvor kreditinstitutter tillige udøver virksomhed uden for Den Europæiske Union.

I sammenhæng med håndteringen af bankkriser er grænsefladen mellem banktilsynsopgaven og "lender of last resort" funktionen blevet analyseret med det formål at tilvejebringe en beskrivende oversigt over de gældende forhold i medlemsstaterne.

### *Problemer ved insolvens*

Konsultationerne har behandlet aspekter i relation til fremgangsmåden ved ordnet afvikling af et pengeinstitut, der udfører virksomhed i flere lande i Den Europæiske Union. Det blev anerkendt, at forskelle i de juridiske bestemmelser og insolvensretlige skridt i medlemsstaterne kan forårsage vanskeligheder for samordningen af tilsynsmæssige modforholdsregler (i en krisesituation).

For det første er der spørgsmålet om foreneligheden mellem princippet om, at hovedansvaret for tilsynet med filialer påhviler hjemlandets myndigheder og foranstaltningerne over for insolvens, der er underkastet national lovgivning. I særdeleshed har EU-landenes tilsyn som værtslandsmyndigheder ikke alle de samme beføjelser til at medvirke i foranstaltninger mod en filial af et udenlandsk pengeinstitut, hvilket kan hindre koordinerede aktioner med andre medlemsstaters tilsynsmyndigheder. For det andet vil foranstaltninger mod et pengeinstitut, der er foretaget i hjemlandet, ikke nødvendigvis blive anerkendt i andre jurisdiktioner, hvor kreditinstituttet har filialer. For det tredje kan de forskellige likvidationsregler, som medfører en forskellig behandling af aktiver ("the single-entity and separate-entity approaches"), resultere i diskrimination mellem indskydere i medlemsstaterne.

Disse problemer blev forelagt for Rådet for De Europæiske Fællesskaber af formanden for Centralbankchefkomiteen, som opfordrede til, at arbejdet med forslaget om et likvidationsdirektiv blev givet en høj prioritet med henblik på at få etableret et harmoniseret grundlag for foranstaltninger mod insolvens i hele Den Europæiske Union. I og med, at sådanne foranstaltninger kan berøre lande uden for Den Europæiske Union,



blev det parallelle arbejde på dette område inden for Baselkomiteen om Banktilsyn også inddraget.

### *Finansiel skrøbelighed*

Finansiel skrøbelighed i kreditinstitutter (eksistensen af aktuelle eller fremtidige pres, der kan underminere et kreditinstituts levedygtighed) er en hjørnesteen i tilsynsopgaven. Vanskeligheder i et enkelt institut kan påvirke andre pengeinstitutter på en måde, der kan true banksystemet som helhed (systemrisiko). Inden for rammerne af den rådgivende proces er der blevet udformet en oversigt over de måder, hvorpå finansiel skrøbelighed manifesterer sig i banksystemet, og over de afledte virkninger. Et af analysens hovedresultater er, at graden af skrøbelighed inden for banksystemet kan være forøget betydeligt i de senere år. Speciel opmærksomhed har været rettet mod det forhold, at kreditrisiko stadig hører til hovedtypen af risici, som kreditinstitutter er eksponerede for, og som har været den primære årsag til tab.

De ydre omstændigheder, hvorunder kreditinstitutter opererer, ændres løbende, så de i stigende grad udsættes for konkurrence ikke alene inden for banksystemet, men også i nogen udstrækning fra andre typer af finansiel virksomhed. Traditionelle udlånsaktiviteter udføres i en mere konkurrencepræget sammenhæng, og dette kan på sigt svække profitabiliteten i pengeinstitutter. Endvidere bevirker den stigende konkurrence sammen med den teknologiske udvikling, at kreditinstitutter bevæger sig bort fra traditionel bankvirksomhed for at søge indtjening inden for nye virksomhedsområder (værdipapirer, afledte instrumenter, ikke-finansielle instrumenter osv.), der eksponerer dem til et bredt spektrum af potentielle risici.

Den hastige udvikling af det finansielle system rejser nye udfordringer for tilsynsfunktionen, som skal være i stand til at vurdere grundlaget for kreditinstitutters forretningsstrategi i lys af deres ledelsesmæssige kapacitet og markedsforholdene i almindelighed. I den forbindelse kaster den ovennævnte undersøgelse lys over nogle af de tilsynsmæssige bekymringer, som fremkommer ved en analyse af pengeinstitutternes reaktioner på markedsudviklingen.

I lys af undersøgelsens resultater besluttedes det at foretage yderligere studier på dette område med fokus rettet mod de ændringer, der i de seneste par år er indtruffet i måden, hvorpå pengeinstitutterne styrer deres kreditrisiko, specielt med hensyn til valg af risikoprofil, prispolitik og kontrolforanstaltninger. Fremover vil opmærksomheden blive rettet mod advarselssignaler, der på et tidligt tidspunkt kan pege på kilder til finansiel skrøbelighed, og faktorer, der kan påvirke pengeinstitutters konkurrencemæssige levedygtighed på længere sigt.

### *Centrale kreditregistre*

En analyse af egenskaber og opgaver for centrale kreditregistre (CKR) i medlemsstaterne og indvirkningen af 2. banksamordningsdirektiv på disses potentielle effektivitet repræsenterede et andet diskussionsemne.

I 1994 gennemførtes over en 6-måneders periode et eksperiment mellem kreditregistre i fem lande (Belgien, Frankrig, Tyskland, Italien og Spanien) om udveksling af information om låntagere af tilsynsmæssige hensyn. Eksperimentet var en

succes, og det besluttedes derfor at fortsætte informationsudvekslingen permanent. Beslutningen vil komme til at omfatte de to andre EU-lande, der fører kreditregistre (Østrig og Portugal), så snart de har løst en række juridiske problemer.

For at give medlemsstater, der ikke har kreditregistre, mulighed for at bedømme hensigtsmæssigheden af et sådant redskab, vil disse lande på forsøgsbasis få adgang til - gratis i en periode på 6 måneder og kun i tilsynsøjemed - at få oplysningerne i registrene; til gengæld skal disse lande udlevere oplysninger om store engagementer i det omfang, de anmodes herom, af deres modparter.

De fleste CKR er opbygget for at stille oplysningerne til rådighed for de indrapporterende pengeinstitutter, idet dette betragtes som en integreret del af tilsynsopgaven. Oplysninger i registrene kan således anvendes af pengeinstitutterne til at forbedre deres forretningsgang med hensyn til styring af kreditrisici. Af samme grund er de tekniske og juridiske problemer, der forhindrer de indrapporterende pengeinstitutter i at få grænseoverskridende adgang til kreditregistre, ved at blive analyseret med henblik på at finde løsninger.

## 5. Andre opgaver

### 5.1 Operationelle opgaver (EMS/EMCF)

I henhold til Traktatens artikel 109f(2) overtog EMI med effekt fra 1. januar 1994 opgaverne, som hidtil blev udført af Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde (EMCF). Disse opgaver omfatter administration af mekanismer i Det Europæiske Monetære System (EMS) (den ultrakorte finansieringsmekanisme, det kortfristede støttesystem, ECU-skabelse i henhold til EMS-aftalen) samt administration af Fællesskabets låneoperationer under det mellemfristede bistandssystem.

Alle EMCF's aktiver og passiver blev i overensstemmelse med EMI-statuttens artikel 1.3 automatisk overført til EMI den 1. januar 1994. De administrative aspekter af EMI's operationelle funktioner er imidlertid indtil videre blevet udført af BIS på basis af en aftale mellem sidstnævnte og EMI. Den administrative funktion vil blive endeligt overtaget af EMI fra maj 1995.

#### *EMS-mekanismer*

EMI udfører operationer knyttet til skabelse, brug og afkast af officielle ECU. Dette indbefatter navnlig swaps med de EU-centralbanker, som deltager i valutakursmekanismen (ERM), eller deponering af reserveaktiver mod officielle ECU på frivillig basis. Som resultat af disse swaps udstedes der til deltagende centralbanker officielle ECU mod deponering af 20% af deres guldbeholdning og brutto US-dollar reserver. Disse swap-operationer fornyes hver tredje måned, hvilket muliggør de nødvendige justeringer, som må foretages for at: for det første sikre, at hver enkelt centralbanks deponering i EMI til stadighed udgør mindst 20% af dens guld og US-dollar reservebeholdning ultimo forudgående måned; og, for det andet, tage hensyn til ændringer i guldprisen og valutakursen for US-dollar overfor ECU. Resultatet af disse operationer er vist i årsregnskabet bilagt nærværende beretning.

Mængden af officielle ECU udstedt af EMI under den sidste 3-måneders swap-transaktion i 1994, som blev foretaget den 11. oktober 1994, nåede op på 56,6 mia. ECU. I forhold til ultimo 1993 er mængden af ECU skabt gennem swaps forøget med mere end 3 mia. ECU. Denne stigning skyldes især en forøgelse af deltagende centralbankers US-dollar reserveaktiver og af prisen på guld, mens et fald i US-dollar/ECU-kursen bidrog som en negativ faktor.

Oesterreichische Nationalbank og den schweiziske nationalbank fik, i kraft af deres status som "andre indehavere" af ECU, tildelt ECU gennem swaps med visse EU-centralbanker; ultimo 1994 beløb de officielle ECU, som disse to centralbanker holdt, sig til henholdsvis 60 og 63,5 mill. ECU.

Efter Østrigs, Finlands og Sveriges EU-medlemskab den 1. januar 1995 blev Oesterreichische Nationalbank, Suomen Pankki og Sveriges Riksbank deltagere i aftalen af 13. april 1979, som fastsatte de operationelle procedurer for Det Europæiske Monetære System (EMS) og aftalen af 9. februar 1970, som oprettede det kortfristede støttesystem (STMS). Oesterreichische Nationalbank blev medlem af ERM fra den 9. januar 1995, og dette medførte dens deltagelse i ECU swap-mekanismen fra den dag; bankens status af "anden indehaver" blev som en følge heraf bragt til ophør. Mens

Suomen Pankki og Sveriges Riksbank besluttede indtil videre ikke at deltage i ERM, udtrykte de det som deres hensigt at foretage frivillige deponeringer af guld og US-dollar mod ECU i EMI. Suomen Pankki foretog sin første frivillige deponering i forbindelse med den kvartalsvise fornyelse af swaps den 11. januar 1995.

Ud over skabelse af officielle ECU beskæftiger EMI sig også med benyttelse af de deltagende centralbankers ECU-beholdninger. Dette indbefatter overførsel af officielle ECU mellem centralbankernes ECU-reservekonti, navnlig med henblik på afregning af gæld og fordringer hidrørende fra intervention finansieret over den ultrakorte finansieringsmekanisme (VSTF), frivillige transaktioner mellem centralbanker, der deltager i EMS, rentebetaling beregnet ud fra centralbankers netto ECU-positioner og operationer under ECU-mobiliserings mekanismen. Sidstnævnte mekanisme har dog ikke været i brug siden 1986.

For de EU-centralbanker, som deltager i ERM, bogfører EMI gæld og fordringer i ECU overfor EMI hidrørende fra intervention udført af disse centralbanker i andre medlemslandes valutaer og finansieret over VSTF. EMI bogfører også afregningen af disse poster under VSTF. Der blev ikke gjort brug af VSTF i 1994. Efter en førtidig tilbagebetaling af Banque de France blev alle udestående debitor- og kreditoronti lukkede i januar 1994.

EMI bogfører de operationer, der udføres indenfor rammerne af det kortfristede støttesystem (STMS), som blev oprettet for at gøre det muligt for en deltagende centralbank at søge om kortfristet finansiel støtte i tilfælde af behov som følge af et midlertidigt betalingsbalanceunderskud og forårsaget af uforudsete vanskeligheder eller konjunkturmæssige forskelle. Denne facilitet har ikke været i brug siden 1974.

#### *Fællesskabslån*

I henhold til artikel 10 af Rådets forordning (EF) nr. 1969/88 af 24. juni 1988 skal EMI administrere Fællesskabets låneoperationer under det mellemfristede bistandssystem. Arrangementet tilbyder lån til medlemsstater, som har eller alvorligt trues af betalingsbalancevanskeligheder (på løbende balance eller kapitalbalance). EMI effektuerer betalinger, der følger af disse låneoperationer. Det kontrollerer lånekontrakternes forfaldsdatoer vedrørende betaling af rente og tilbagebetaling af hovedstol og indberetter til Europa-Kommissionen om operationer udført på EU's konto.

I 1994 fortsatte EMI med at modtage betalinger fra Grækenland og Italien som låntagere, og med at betale Fællesskabets kreditorer de skyldige beløb vedrørende rente, kommission og udgifter på udestående lån. Den følgende tabel viser de samlede udestående låneoperationer for Fællesskabet pr. 31. december 1994.

**Tabel 12** **Udestående Fællesskabslån**  
(pr. 31. december 1994 i millioner)

	Samlet i D-mark	Samlet i ECU	Udestående i ECU
Grækenland	536	740	1 021
Italien	3 900	1 975	4 022
Total	4 436	2 715	5 043

Kilde: EMI

## 5.2 Rådgivende funktioner

Traktaten om Det Europæiske Fællesskab, artikel 109f(6), og EMI-statuttens artikel 5.3 fastlægger, at EMI høres af Rådet for Den Europæiske Union eller de ansvarlige nationale myndigheder om ethvert forslag til fællesskabsretsakt eller national retsforskrift inden for dets kompetenceområde. Rækkevidden og betingelserne for nationale myndigheders høring er fastlagt i Rådets beslutning nr. 93/717/EF af 22. november 1993. Artikel 1 af denne beslutning siger, at "medlemsstaternes myndigheder hører EMI særlig med hensyn til:

- penge- og valutapolitisk lovgivning, ECU'ens status samt betalingsmiddel;
- de nationale centralbankers vedtægter og kompetence samt de penge- og valutapolitiske instrumenter;
- indsamling, udarbejdelse og udgivelse af monetære og finansielle statistikker samt bank- og betalingsbalancestatistikker;
- clearing- og betalingsordninger, især vedrørende grænseoverskridende transaktioner;
- regler for finansieringsinstitutter, for så vidt de påvirker disses eller de finansielle markeders stabilitet".

Der blev i 1994 modtaget 12 anmodninger om høring: fem kom fra Rådet og syv kom fra nationale myndigheder.

Høringerne fra EU-Rådet vedrørte: en rådsforordning om konsolidering af eksisterende Fællesskabslovgivning vedrørende definitionen af ECU efter ikrafttræden af Traktaten om Den Europæiske Union; en rådsforordning om Fællesskabets ageren på statistikområdet; en ændring til et direktiv om kreditinstitutters solvensnøgletal som følge af godkendelse af forskellige former for (bilaterale) aftaler om netting; en ændring til et direktiv om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter); samt en ændring til en rådsbeslutning om oprettelse af en komité om statistik vedrørende monetære- og finansielle forhold samt betalingsbalancestatistik.

Ud af de syv høringer forelagt af nationale myndigheder drejede fire sig om de nationale centralbankers vedtægter og kompetence samt om penge- og valutapolitiske instrumenter, og to drejede sig om finansieringsinstitutters eller finansielle markeders stabilitet.

EMI's rettesnor for sin vurdering i høringerne var primært foreneligheden af den foreslåede lovgivning med Traktaten om Det Europæiske Fællesskab. Man undersøgte dog også fremtidige arrangementers potentielle konsekvenser for tredje fase af ØMU og i særlige tilfælde spørgsmålet om, hvorvidt finansieringsinstitutters eller finansielle markeders stabilitet ville blive påvirket.

## 5.3 Samarbejde med andre institutioner

Under udførelsen af sine opgaver samarbejder EMI med andre EU-organer inden for en række områder og på en række forskellige niveauer. I henhold til statuttens artikel 11.1 og 11.2 kan formanden for Rådet for Den Europæiske Union og et medlem af Europa-Kommissionen deltage i møderne i EMI-Rådet uden stemmeret. Formanden for EMI skal indbydes til at deltage i Rådets møder, når dette behandler spørgsmål, der

vedrører EMI's mål og opgaver. Dette indbefatter formandens deltagelse i uformelle ECOFIN-Rådsmøder, som normalt afholdes to gange om året. Formanden for EMI kan efter anmodning fra Europa-Parlamentet eller på eget initiativ høres af Europa-Parlamentets kompetente udvalg.

På lavere niveau bliver EMI også inviteret til at deltage i Den Monetære Komites møder som observatør. Samarbejdsforbindelser findes også med Europa-Kommissionen, inklusive EUROSTAT (Kommissionens statistiske afdeling) og gennem Komitéen om statistik om monetære- og finansielle forhold og om betalingsbalancestatistik. EMI samarbejder endvidere med de nationale møntdirektører, som repræsenterer de institutioner, som er ansvarlige for produktionen af mønter, der skal cirkulere sammen med de fælles europæiske pengesedler i fase tre.

Der eksisterer også kontakter med flere institutioner uden for Fællesskabet. Gennem for eksempel "koncerteringsproceduren", der sørger for udveksling af data om udviklingen på valutamarkedene, intervention og andre officielle valutatransaktioner, udveksler Den Valutapolitiske Underkomité regelmæssigt information med ikke-EU centralbanker - særligt med centralbanker, som er medlemmer af G10-landene.

Forbindelserne med centralbankerne i Norge og Schweiz, der blev skabt under Centralbankchefkomiteen, er blevet fortsat, og der har været regelmæssige konsultationer inden for spørgsmål af fælles interesse. Bilaterale swap-arrangementer med Norges Bank, som første gang blev indgået i December 1990 for at give adgang til kortfristet finansiering som støtte for Norges valutakurspolitik, er med udgangen af 1994 blevet forlænget med yderligere et år.

EMI varetager en række vigtige forbindelser med Bank for International Settlements (BIS), som siden 1964 har stillet medarbejdere og tekniske ressourcer til rådighed for sekretariatet for Centralbankchefkomiteen samt leveret teknisk støtte til EMI's etablering. Efter at EMI flyttede til Frankfurt, er samarbejdet fortsat især på det statistiske område. BIS er fortsat med at fungere som EMI's agent på midlertidig basis (se afsnit 5.1 ovenfor).

EMI har også oprettet kontakter med Bretton Woods institutionerne: EMI er blevet inviteret med som observatør til Den Internationale Valutafond (IMF) og Verdensbankens årsmøder. På teknisk niveau drejer samarbejdet mellem IMF og EMI sig om statistik samt om IMF's stigende fokus på regional overvågning.

## Kapitel III

# INSTITUTIONELLE RAMMER FOR DE NATIONALE CENTRALBANKER

## INDLEDNING

Det følger af Traktaten, at visse institutionelle rammer for de nationale centralbanker skal ændres i løbet af gennemførelsen af ØMU. I overensstemmelse med Traktatens artikel 108 sikrer hver medlemsstat senest på datoen for ESCB's oprettelse, at dens nationale lovgivning, herunder statutterne for dens nationale centralbank, er forenelig med traktaten og statuten for ESCB.<sup>1</sup> Artikel 109e (5) foreskriver, at processen mod centralbankuafhængighed skal begynde i fase to. Forbuddet i Traktatens artikel 104 mod, at centralbanken stiller overtræksfaciliteter eller anden kredit til rådighed for den offentlige sektor, gælder fra begyndelsen af fase to (se Traktatens artikel 109e (3)).<sup>2</sup> Offentlige institutioners privilegerede adgang til finansielle institutioner skal også være elimineret pr. 1. januar 1994.

### A. STATUTTER OG UAFHÆNGIGHED

Før starten på fase tre skal statutterne for medlemsstaternes centralbanker tilpasses, så de er forenelige med ESCB's, herunder navnlig bestemmelserne angående uafhængighed og hovedmålet om at fremme prisstabilitet. I henhold til artikel 109j(1) skal EMI afgive beretning til Rådet for Den Europæiske Union om fremskridt i retning af opnåelse af forenelighed med Traktaten. EMI forventer at afgive sin første beretning herom i efteråret 1995 i henhold til artikel 7 i EMI-statuten.

Traktaten om Den Europæiske Union giver et klart mandat til ESCB om at sikre prisstabilitet. Det er vigtigt for udførelse af dette mandat, at ESCB's besluttende myndigheder ikke er underlagt direktiver fra andre organer, som kan føre til konflikt med dette mål.

Som følge heraf fastlægger statuten for ESCB en række bestemmelser, der sikrer ESCB's uafhængighed ved udførelsen af dets tildelte opgaver. Statuten præciserer navnlig, at ECB, de nationale centralbanker og alle medlemmer af deres besluttende organer skal virke uden instruktion fra nationale eller Fællesskabsmyndigheder. Statuten garanterer endvidere, at medlemmer af de besluttende organer er sikret fast ansættelse ved udførelsen af sine pligter. Udover de bestemmelser, der sikrer politisk og institutionel uafhængighed, er ESCB's økonomiske og praktiske uafhængighed bekræftet af funktionelle, operationelle og finansielle bestemmelser i statuten.

---

<sup>1</sup> Denne bestemmelse gælder ikke for England, så længe det ikke deltager i den tredje fase af ØMU (se afsnit 5 og 11 i protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige). Endvidere indebærer stats- og regeringschefernes beslutning på Edinburgh-topmødet den 11. og 12. december 1992, at Danmark (der har meddelt ikke at ville deltage i tredje fase af ØMU) vil bevare sine nuværende beføjelser med hensyn til pengepolitik i henhold til danske love og forskrifter, herunder Danmarks Nationalbanks beføjelser i pengepolitiske anliggender.

<sup>2</sup> I henhold til afsnit 11 i protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige, som giver regeringen ret til at opretholde sin "ways and means"-facilitet hos Bank of England, såfremt og så længe Det Forenede Kongerige ikke går over til tredje fase af ØMU. Protokollen vedrørende Portugal giver også en midlertidig tilladelse til, at de autonome regioner Azorerne og Madeira kan benytte sig af en rentefri kreditfacilitet i Banco de Portugal.



## 1. Institutionelle ændringer i 1993 og 1994

I Centralbankchefkomiteens årsberetning for 1992 (kapitel III og anneks II) var der en beskrivelse af centralbankernes institutionelle rammer med særlig fokus på deres uafhængighed. En oversigt over disse rammer blev givet i beretningens tabel 7. Siden 1992 har flere centralbanker fået ændret deres institutionelle rammer i overensstemmelse med Traktatens krav.

De to vigtigste eksempler herpå er Banque de France og Banco de España. Lovgivningen blev også tilpasset for Den Belgiske Nationalbank, Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia og de Nederlandsche Bank.

Lovgivningen for Banque de France blev ændret med lov nr. 93-980 af 4. august 1993 og lov nr. 93-1444 af 31. december 1993, der trådte i kraft den 1. januar 1994. Disse love omhandler uafhængighed i udførelsen af pengepolitikken samt forbud mod centralbankfinansiering af offentlige institutioner. Ansvarsområdet for "Conseil de la politique monétaire" er formulering og tilrettelæggelse af pengepolitikken, og Rådet må ikke søge eller modtage instrukser fra regeringen. En regeringsrepræsentant må deltage i Rådets møder, men uden stemme- eller vetoret. Rådsmedlemmer er underkastet regler vedrørende fortrolighed samt forbud mod anden beskæftigelse, og udnævnelsesproceduren er præcist defineret. Rådet tager sig kun af rene pengepolitiske beslutninger, mens et "Conseil Général" udfører alle andre ledelsesopgaver i Banque de France. "Conseil Général" udgøres af medlemmerne af "Conseil de la politique monétaire" samt en regeringsrepræsentant og en personalerepræsentant.

Lovgivningen for Banco de España blev ændret med lov nr. 13/1994 af 1. juni 1994 om Banco de Españas autonomi. Denne lov havde udtrykkeligt til formål at indføre Traktatens bestemmelser om pengepolitik og centralbankuafhængighed. Loven fastsætter således prisstabilitet som pengepolitikens hovedmål og giver banken fuld bemyndigelse og uafhængighed til at definere og tilrettelægge pengepolitikken. Navnlig forbydes regeringen og alle andre offentlige myndigheder at give instruks til banken vedrørende pengepolitikken målsætninger eller tilrettelæggelse. Der er også andre bestemmelser, som vedrører udnævnelse og åremålsansættelse af direktionsformanden og rådsmedlemmerne, og som afspejler alment accepterede krav til uafhængighed for centralbankers beslutningstagende organer. Loven omhandler også andre grundlæggende forhold: nye retlige rammer udstikkes for bankens virke og beslutninger og for dens budgetmæssige stilling; bankens ansvarsområde og funktion bestemmes nøje, navnlig med hensyn til formulering og tilrettelæggelse af pengepolitikken samt bankens forhold til regeringen, hvad angår valutakurspolitik; der fastlægges også bestemmelser for betalingssystemer og udstedelse af pengesedler. På andre områder indebærer loven imidlertid ikke nogen betydende ændringer. Navnlig er bankens tilsynsmæssige funktioner stadig reguleret af lov nr. 26/1988 af 29. juli 1988 om kreditinstitutterts disciplin og intervention og anden lovgivning.

I Italien overdrog lov nr. 82 af 7. februar 1992 retten til at fastsætte diskontoen til direktionsformanden for Banca d'Italia (før denne lov var diskontoen fastsat af finansministeren). Endvidere afskaffede lov nr. 483 af 26. november 1993 Banca d'Italias stående kreditfacilitet til Finansministeriet, og gav Banca d'Italia ansvar for, indenfor visse rammer, at fastsætte kassereservekrav.

I Belgien indførte en lov af 22. marts 1993 nogle bestemmelser, som tilpassede regeringens kompetence med hensyn til at kontrollere Den Belgiske Nationalbanks

beslutninger og operationer. Før denne lov havde regeringens kommissær og finansministeren ret til at modsætte sig og suspendere de af bankens beslutninger, som gik imod statens interesser, lovgivningen eller statutterne vedrørende banken, men de politiske myndigheder havde dog ikke ret til at afgive instruks. Den nye lov indskrænker disse rettigheder i forbindelse med spørgsmål om definition og tilrettelæggelse af pengepolitikken, udførelse af valutamarkedsoperationer, besiddelse og forvaltning af valutareserver samt støtte til betalingssystemers smidige funktionsmåde. Disse rettigheder kan nu kun udøves, når bankens beslutninger ikke er i overensstemmelse med lovgivningen og statutterne for banken. Banken har således fået en høj grad af autonomi på det pengepolitiske område.

I Holland indførte en lov af 9. december 1993 en bestemmelse, som krævede at regeringen søgte rådgivning hos De Nederlandsche Bank i sager vedrørende valutakursarrangementer eller ændringer i centalkurser. Loven krævede endvidere, at rådgivningen blev offentliggjort. En lov af 15. december 1994 betroede De Nederlandsche Bank tilsynet med valutaomvekslingsbureauer.

## **2. Gældende institutionelle rammer for nationale centralbanker i Den Europæiske Union**

1992-årsberetningen fra Centralbankchefkomiteen indeholdt en detaljeret beskrivelse af de nationale centralbankers institutionelle rammer på daværende tidspunkt. Tabel 13 nedenfor beskriver de basale institutionelle rammer for de nationale centralbanker i Den Europæiske Union. I henhold til EMI-statuttens artikel 7 vil en særlig beretning fra EMI analysere de nationale centralbankers institutionelle rammer og vurdere konvergensfremskridtene med hensyn til de lovgivningskrav, som nationale centralbanker skal opfylde for at blive en del af ESCB.

Tabel 13

## Institutionelle rammer for Den Europæiske Unions centralbanker

	DEN BELGISCHE NATIONALBANK	DANMARKS NATIONALBANK	DEUTSCHE BUNDESBANK	GRÆKENLANDS BANK	BANCO DE ESPAÑA
<b>VÆSENTLIGSTE LOVBESTEMTE MÅLSÆTNINGER</b>	Ingen, omend beskyttelse af valutaen underforstået	Opretholde et sikkert og stabilt pengevesen	Beskytte pengenes værdi	Kontrollere cirkulationen af penge og kredit	Sikre prisstabilitet
<b>BEMYNDIGET TIL:</b>					
1- Bestemme valutakurssystem	1 - Regering	1 - Regering	1 - Regering	1 - Regering	1 - Regeringen efter at have konsulteret centralbanken
2- Sætte mål for: - pengemængdevækst - inflation	2 - Centralbank <sup>(a)</sup> Centralbank <sup>(a)</sup>	2 - Centralbank <sup>(a)</sup> Centralbank <sup>(a)</sup>	2 - Centralbank Centralbank <sup>(a)</sup>	2 - Centralbank - Regering <sup>(a)</sup>	2 - Centralbank <sup>(b)</sup> Centralbank
3- Ændring af nøglerentesatser	3 - Centralbank	3 - Centralbank	3 - Centralbank	3 - Centralbank	3 - Centralbank
<b>ANSVARSRÅDER:</b>					
1- Effektivisering af penge- og valutakurspolitik	1 - Ja	1 - Ja	1 - Ja (2-ugers udsættelse af beslutninger mulig efter henstilling fra regeringen, men er aldrig blevet anvendt)	1 - Ja	1 - Ja
2- Udstedelse af pengesedler	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja
3- Betalingssystemydelse	3 - Ja	3 - Ja	3 - Ja	3 - Ja	3 - Ja
4- Bankernes og regeringens bank	4 - Ja	4 - Ja	4 - Ja	4 - Ja	4 - Ja
5- Tilsyn med finansielle institutioner	5 - Nej	5 - Nej	5 - Nej	5 - Ja	5 - Ja
6- Sørge for finansiell stabilitet	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja
7- Forvalte officielle reserver	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja
<b>LEDELSE</b>	- Guvernør - Bestyrelse - Styrelsesråd - Censurkomitéen - Generalråd	- Direktion - Repræsentantskab - Bestyrelse - Kgl. Bankkommissær	- Centralbankråd - Direktion - Direktion for Länders centralbanker	- Generalråd - Guvernør (- Assisterende guvernører)	- Guvernør - Assisterende guvernører - Generalråd - Eksekutivråd
<b>UDNÆVNELSE AF GUVERNØR</b>					
Af:	- Kongen efter indstilling af regeringen	- Kongen efter indstilling af regeringen	- Forbundspræsidenten efter indstilling af forbundsregeringen efter konsultation med Centralbankrådet	- Republikkens præsident efter indstilling af regeringen og efter nominering af Generalråd	- Kongen efter indstilling af regeringschefen
Udnævnelsesperiode:	- 5 år (genudnævnelse ganske)	- Ingen åremålsbegrænsning	- Normalt 8 år, minimum 2 år (genudnævnelse kan ske)	- 4 år (genudnævnelse kan ske)	- 6 år (kan ikke genudnævnes)
<b>NYLIGE OG PLANLAGTE ÆNDRINGER</b>	Lovgivning som sikrer centralbanken uafhængighed i pengepolitiske beslutninger, vedtoges den 22. marts 1993.	Ingen	Ingen	Grækenlands Bank har foreslået regeringen at ændre lovgivningen med henblik på at øge dens uafhængighed og ændre Statutterne i overensstemmelse med Traktaten om Den Europæiske Union.	Lov nr. 13/1994 af 1. juni 1994 om selvstændighed for Banco de España har gennemført bestemmelserne i Traktaten om Den Europæiske Union vedrørende centralbanker.

(a) Ingen målsætning pt. (b) Ingen målsætning pt. Der anvendes kun overvågningsintervaller/satser.

Tabel 13(fortsat)

## Institutionelle rammer for Den Europæiske

	BANQUE DE FRANCE	CENTRAL BANK OF IRELAND	BANCA D'ITALIA	INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS	NEDERLANDSCHE BANK
<b>VÆSENTLIGSTE LOVBESTEMTE MÅLSÆTNINGER</b>	Sikre prisstabilitet	Beskytte pengenes integritet	Ingen, omend underforstået beskyttelse af pengenes værdi	Indbefatter fremme af stabiliteten af pengenes værdi	Beskytte pengenes værdi
<b>BEMYNDIGET TIL:</b> 1- Bestemme valutakurssystem 2- Sætte mål for: - pengemængdevækst - inflation 3- Ændring af nøglerentesatser	1 - Regering 2 - Centralbank - Centralbank 3 - Centralbank	1 - Regering 2 - Centralbank <sup>(a)</sup> Centralbank <sup>(a)</sup> 3 - Centralbank	1 - Regering 2 - Sammen med regering - Regering 3 - Centralbank	1 - Regering 2 - Centralbank <sup>(a)</sup> - Sammen med regering <sup>(a)</sup> 3 - Centralbank <sup>(a)</sup>	1 - Regering 2 - Centralbank <sup>(a)</sup> Centralbank <sup>(a)</sup> 3 - Centralbank
<b>ANSVARSRÅDER:</b> 1- Effektivering af penge- og valutakurspolitik 2- Udstedelse af pengesedler 3- Betalingssystemydelse 4- Bankernes og regeringens bank 5- Tilsyn med finansielle institutioner 6- Sørge for finansiell stabilitet 7- Forvalte officielle reserver	1 - Ja 2 - Ja 3 - Ja 4 - Ja 5 - Ja, gennem Commission Bancaire 6 - Ja 7 - Ja	1 - Ja 2 - Ja 3 - Ja 4 - Ja 5 - Ja 6 - Ja 7 - Ja	1 - Ja 2 - Ja 3 - Ja 4 - Ja 5 - Ja 6 - Ja 7 - Ja (sammen med Det italienske Valutakontor)	1 - Ja (delvis) 2 - Ja 3 - Ja 4 - Nej 5 - Ja 6 - Ja 7 - Ja	1 - Ja (regering har stadig formelt ret til instruks, men er aldrig blevet anvendt) 2 - Ja 3 - Ja 4 - Ja 5 - Ja 6 - Ja 7 - Ja
<b>LEDELSE</b>	- Det Pengepolitiske Råd - Generalråd	- Bestyrelse	- Guvernør, generaldirektør, 2 vicegeneraldirektører (direktoratet) - Bestyrelse	- Direktion - Råd	- Direktion - Tilsynsførende Råd
<b>UDNÆVNELSE AF GUVERNØR</b> Af:  Udnævnelsesperiode:	- Ministerråd  - 6 år (genudnævnelse ganske)	- Præsident efter indstilling af regering  - 7 år (genudnævnelse ganske)	- Bestyrelse med godkendelse af regering  - Uden fast åremål	- Storhertugen efter indstilling af ministerrådet  - 6 år (genudnævnelse kan ske)	- Indstilles på fælles møde af Direktion og Tilsynsførende Råd og udnævnes af kongen på forslag af ministerrådet - 7 år (genudnævnelse kan ske)
<b>NYLIGE OG PLANLAGTE ÆNDRINGER</b>	Love af 4. august og 31. december 1993 om Banque de Frances statut har gennemført bestemmelserne i Traktaten om Den Europæiske Union vedrørende centralbanker.	En række mindre ændringer vil indgå i kommende lovgivning.	Ingen	Lovforslag om effektivering af ændringer i lovgivningen som følge af Traktaten om Den Europæiske Union under behandling i Parlamentet.	Lov af 9. december 1993 har gennemført bestemmelser i Traktaten om Den Europæiske Union vedrørende centralbanker. Endelig tilpasning i overensstemmelse med Traktaten er under overvejelse.

(a) Ingen målsætning pt.

Tabel 13(fortsat)

Institutionelle rammer for Den Europæiske

	OESTERREICHISCHE NATIONALBANK	BANCO DE PORTUGAL	SUOMEN PANKKI	SVERIGES RIKSBANK	BANK OF ENGLAND
<b>VÆSENTLIGSTE LOVBESTEMTE MÅLSÆTNINGER</b>	Opretholde den interne og eksterne værdi af den østrigske valuta	Opretholde pengenes interne stabilitet og valutaens eksterne værdi	Opretholde et stabilt og sikkert penge- og valutasystem samt hjælpe og fremme pengecirkulationen i Finland	Ingen, omend underforstået beskyttelse af pengenes værdi	Ingen, omend underforstået beskyttelse af pengenes værdi
<b>BEMYNDIGET TIL:</b> 1- Bestemme valutakurssystem 2- Sætte mål for: - pengemængdevækst - inflation 3- Ændring af nøglerentesatser	1 - Centralbank i samarbejde med regering 2 - Centralbank <sup>(a)</sup> Centralbank <sup>(a)</sup> 3 - Centralbank	1 - Regeringen efter at have konsulteret centralbanken 2 - Centralbank <sup>(a)</sup> Centralbank <sup>(a)</sup> 3 - Centralbank	1 - Regering efter forslag af centralbank 2 - Centralbank <sup>(b)</sup> Centralbank 3 - Centralbank	1 - Centralbank 2 - Centralbank <sup>(a)</sup> Centralbank 3 - Centralbank	1 - Regering 2 - Regering <sup>(b)</sup> Regering 3 - Regering
<b>ANSVARSRÅDER:</b> 1- Effektuering af penge- og valutakurspolitik 2- Udstedelse af pengesedler 3- Betalingssystemydelse 4- Bankernes og regeringens bank 5- Tilsyn med finansielle institutioner 6- Sørge for finansiell stabilitet 7- Forvalte officielle reserver	1 - Ja 2 - Ja 3 - Ja 4 - Ja 5 - Nej 6 - Ja 7 - Ja	1 - Ja 2 - Ja 3 - Ja 4 - Ja 5 - Ja 6 - Ja 7 - Ja	1 - Ja 2 - Ja 3 - Ja 4 - Nej 5 - Nej 6 - Ja 7 - Ja	1 - Ja 2 - Ja 3 - Ja 4 - Ja 5 - Nej 6 - Ja 7 - Ja	1 - Ja 2 - Ja 3 - Ja 4 - Ja 5 - Ja 6 - Ja 7 - Ja (som agent for regeringen)
<b>LEDELSE</b>	- Direktion - Bestyrelse	- Guvernør - Bestyrelse - Revisionsråd - Rådgivende Komité	- Parlamentarisk Tilsynsråd - Bestyrelse	- Direktion - Guvernør	- Råd af direktører
<b>UDNÆVNELSE AF GUVERNØR</b> Af:  Udnævnelsesperiode:	- Forbundsrepublikkens præsident efter indstilling af forbundsregeringen - 5 år (genudnævnelse ganske)	- Ministerråd efter indstilling af finansminister - 5 år (genudnævnelse ganske)	- Republikkens præsident efter indstilling fra Parlamentarisk Tilsynsråd - Ingen åremålsbegrænsning	- Direktion - 5 år (genudnævnelse ganske)	- Kongen efter indstilling af premierminister - 5 år (genudnævnelse ganske)
<b>NYLIGE OG PLANLAGTE ÆNDRINGER</b>	Ingen	Ændringer til styrkelse af centralbankens uafhængighed i overensstemmelse med Artikel 109e(5) og 108 i Traktaten om Den Europæiske Union er under overvejelse.	Lovgivning i overensstemmelse med Traktaten om Den Europæiske Union er under overvejelse.	Lovforslag med henblik på overholdelse af Traktatens krav vil blive fremlagt i løbet af indværende lovgivningsperiode.	Ingen. Ændringer vil blive nødvendige, hvis England deltager i tredje fase.

(a) Ingen målsætning pt. (b) Ingen målsætning pt.; Der anvendes kun overvågningsintervaller/satser.

### 3. Kommende ændringer i lovgivningen

I Luxembourg blev et lovforslag om Institut Monétaire Luxembourgeois (IML) forelagt parlamentet i december 1993, og forslaget er stadig under behandling.

Formålet med lovforslaget er, således som det fremgår af dets "Exposé des Motifs", at implementere alle traktatens bestemmelser vedrørende fase to og at indføre visse af de rammer for de nationale centralbanker, som skal være på plads før fase tre. IML's hovedformål er at sikre prisstabilitet, og et afledt mål er at understøtte regeringens økonomiske politik. IML's kompetence fastlægges også nøje, herunder definition og tilrettelæggelse af pengepolitikken. IML skal udføre sine forretninger i overensstemmelse med markedsøkonomiske principper. Møntunionen mellem Belgien og Luxembourg vil imidlertid fortsætte uændret i fase to.

Lovforslaget afspejler Traktatens artikel 107 og giver IML uafhængighed af regeringen ved at forbyde instrukser eller retningslinier fra offentlige myndigheder. Lovforslagets artikel 24 indfører i national lovgivning indholdet af traktatens artikel 104 ved at forbyde alle finansielle faciliteter til den offentlige sektor. Andre artikler i lovforslaget afspejler indholdet af det system, som traktaten foreskriver for ESCB, og national lovgivning tilpasses derfor kravene i fase tre. I lovforslaget påpeges det, at yderligere lovgivning vil være nødvendig i god tid inden fase tre.

Foreløbigt arbejde er i gang i Finland med hensyn til at forberede en lov, der skal indføre visse af traktatens bestemmelser om nationale centralbanker, nemlig autonomi i spørgsmål vedrørende pengeforholdene og forbud mod monetær finansiering af den offentlige sektor. Et udkast til lov er til vurdering i den finske regering, men er ikke endnu forelagt parlamentet. Lovudkastet definerer Suomen Pankki's hovedmål som "beskyttelse af pengenes værdi", og som afledt mål opnåelse af andre økonomisk-politiske mål. Loven sikrer også uafhængighed af regeringen, dels gennem institutionelle ændringer dels ved at fastslå, at der ikke må accepteres eller anmodes om instruks fra regeringsmyndighederne.

De Nederlandsche Bank undersøger for øjeblikket, i samarbejde med Finansministeriet, om der er bestemmelser i traktaten, som kræver yderligere tilpasning af national lovgivning. Lignende undersøgelser udføres for øjeblikket i Den Belgiske Nationalbank. I Portugal forberedes en ændring af Banco de Portugals statut, således at uafhængigheden styrkes. I Irland vil en række mindre tilpasninger blive indbefattet i kommende lovgivning, men der ventes ikke større institutionelle ændringer. Den svenske regering har annonceret, at de lovgivningsmæssige ændringer, som er nødvendige i henhold til traktaten, vil blive fremlagt i indeværende parlamentssamling.

## B. MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG

### 1. Generelle bemærkninger og EMI's rolle

Historiske såvel som aktuelle erfaringer har vist, at en pengepolitik, der er rettet mod prisstabilitet, kan bringes i fare, hvis centralbankerne bliver indblandet i finansiering af de offentlige budgetter. Det er derfor et centralt aspekt ved ØMU's institutionelle rammer, at det ikke er tilladt at yde den offentlige sektor monetær finansiering og privilegeret adgang til finansielle institutioner (artiklerne 104 og 104a i Traktaten).

Centralbankfinansiering og privilegeret adgang til finansielle institutioner er ikke alene forbudt i ØMU's fase tre, men også i fase to, da det betragtes som uforeneligt med konvergensprocessen mod monetær stabilitet.<sup>3</sup> Disse forbud har derfor været gældende fra 1. januar 1994 (se artikel 109e(3) i Traktaten). Definitionerne vedrørende gennemførelse af forbuddene er fastlagt i den tilknyttede sekundære lovgivning (Rådsforordninger (EF) nr. 3603/93 og 3604/93 af 13. december 1993). Forbuddet mod monetær finansiering medfører blandt andet, at muligheden for at tillade overtræk eller at yde andre former for kreditfaciliteter til den offentlige sektor så vel som køb af gældsinstrumenter direkte fra den offentlige sektor afskaffes. Ved "andre former for kreditfaciliteter" forstås en bred vifte af andre former for centralbankfinansiering gennem forskellige transaktioner eller ydelser, som centralbanken yder den offentlige sektor.<sup>4</sup> Forbuddet mod den offentlige sektors privilegerede adgang forhindrer enhver lov eller administrativ bestemmelse, som forpligter finansielle institutioner til at erhverve eller ligge inde med fordringer på den offentlige sektor, eller enhver indirekte foranstaltning så som skattemæssige eller finansielle fordele, der ikke stemmer overens med markedsøkonomiske principper, og som sigter på at fremme finansielle institutioners erhvervelse eller besiddelse af fordringer af nævnte art. Afvigelser fra dette princip er kun tilladt udfra tilsynsmæssige hensyn.

I henhold til Traktatens artikel 169 er det Europa-Kommissionens opgave at sikre, at medlemsstaterne overholder traktatens bestemmelser, mens det i henhold til artikel 109f(9) og 180(d) i traktaten er EMI's opgave at overvåge centralbankernes overholdelse af traktaten.

Centralbankchefkomiteen undersøgte dette spørgsmål før fase to startede, og den var inddraget i forberedelsen af følgelovgivningen. I 1994 etablerede EMI en fast procedure til overvågning af centralbankernes overholdelse af deres forpligtelser i henhold til artiklerne 104 og 104a i Traktaten og den tilknyttede følgelovgivning. Denne overvågning udføres kvartalsvis.

---

<sup>3</sup> Se fodnote 2.

<sup>4</sup> I Italiens tilfælde skal, til dette formål, Det italienske Valutakontor (Ufficio italiano dei cambi) vurderes sammen med Banca d'Italia.

## 2. Overholdelse af forbuddet mod centralbankens kreditgivning til den offentlige sektor.

Hovedparten af medlemstaterne havde på forhånd taget hensyn til bestemmelserne i artikel 104 og i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og tilpasset den relevante nationale lovgivning før starten af fase to. EMI's overvågning i 1994 viser, at landene i vid udstrækning allerede har gennemført de foranstaltninger, som er nødvendige for at overholde forbuddet. Nogle få mindre tilpasninger er endnu under overvejelse.

Rådets forordning tillader offentlig gæld til nationale centralbanker, hvis fordringen er erhvervet inden den 1. januar 1994 og har en fast løbetid, uanset den faktiske løbetid, og uanset om fordringen forrentes til markedsrenten eller ej. De fleste udestående fordringer, som ikke var omsættelige, er blevet konverteret til fordringer med fast løbetid. I enkelte medlemsstater mangler nogle få fordringer, som centralbanken har på den offentlige sektor, at blive konverteret. Der arbejdes derfor fortsat med disse forhold. I nedenstående tabel 14 gives en oversigt over de udestående ikke-omsættelige fordringer, som centralbankerne havde på den offentlige sektor ved udgangen af 1994.

**Tabel 14** Centralbankers fordringer på den offentlige sektor \*  
(Ultimo 1994)

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	PT	GB
Samlede fordringer (i pct. af BNP)	...	-	0,3	27,8	3,3	0,5	0,4	4,8	1,5	-	1,4	...
heraf: fordringer uden fast løbetid	...	-	-	-	-	0,2	-	-	1,5	-	0,03 <sup>(a)</sup>	... <sup>(b)</sup>
Længste faste løbetid	<sup>(c)</sup>	-	2033	2023	2023	2003	2000	2043	<sup>(c)</sup>	-	2002	<sup>(c)</sup>
Renten på fordringer med fast løbetid (pct. p.a.)	<sup>(c)</sup>	-	0-1	0-10	0-11	5	5,3- 5,5	1	<sup>(c)</sup>	-	1,3- 10,5 <sup>(d)(e)</sup>	<sup>(c)</sup>

Kilde: Nationale centralbanker

\* Ikke-omsættelige fordringer og fordringer, som ikke er baseret på markedsræssige vilkår bortset fra mønter, midlertidig kredit i forbindelse med clearing af checks og fordringer på offentlig egede kreditinstitutter, som ikke er overtaget som led i centralbankernes udbud af reserver.

(a) Fritagelse for Banco de Portugals rentefri kreditfacilitet for de selvstyrende regioner Azorerne og Madeira, jf. Traktatens protokol om Portugal.

(b) Traktatens protokol med særlige bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland tillader opretholdelse af Det Forenede Kongeriges regerings "Ways and Means"-facilitet hos Bank of England.

(c) Der eksisterer ingen ikke-omsættelige fordringer med fast løbetid.

(d) Rentesafer, som (delvist) følger markedsrenterne.

(e) Rentesafer som følger markedsrenterne: i det første år (1993) benyttedes en rentesats svarende til 10 pct. af den årlige basisrente på skatkammerbeviser, som Banco de Portugal offentliggør (dvs. det vægtede gennemsnit af de seneste 12 skatkammerbeviser). Denne procentssats vil blive forøget 10 procentpoint hvert år indtil udløb. I 1993 var renten 1,3 pct. Den 31. december 1994 var basisrenten på skatkammerbeviser ifølge Banco de Portugal 10,5 pct.



Forbuddet mod den offentlige sektors adgang til overtræk i centralbanken er generelt blevet overholdt. Overtræk har dog lejlighedsvis fundet sted i enkelte tilfælde, hovedsagelig enten som følge af problemer med overgangen til nye ordninger eller som konsekvens af en forsinkelse af en tredjeparts betalinger. De nationale centralbanker har dog vurderet, at overtrækkene ikke var af strukturel karakter og ikke havde betydning for pengepolitikken. Foranstaltninger til afskaffelse af disse uregelmæssigheder ventes gennemført.

I 1994 blev der ikke foretaget opkøb i det primære marked af obligationer eller andre gældsinstrumenter udstedt af den indenlandske offentlige sektor. Køb af gældsinstrumenter i det sekundære marked er ikke i modstrid med traktaten, såfremt købene ikke har til formål at omgå hensigten med artikel 104. Enkelte centralbanker foretog betydelige opkøb af statspapirer på det sekundære marked i 1994, men disse opkøb ansås ikke for at være i uoverensstemmelse med forbuddet mod direkte køb af papirer udstedt af den offentlige sektor.

I forbindelse med centralbankernes rolle som fiskal agent er det ikke tilladt at yde nogen som helst form for kredit til offentlige enheder. Rådets forordning giver mulighed for enkelte undtagelser fra den generelle regel og tillader bl.a. inden for visse rammer eller under særlige omstændigheder kreditgivning til den offentlige sektor inden for dagen, midlertidig kredit i forbindelse med centralbankens indløsning af checks udstedt af tredjemand til den offentlige sektor samt kredit som følge af centralbankens beholdning af mønter udstedt af den offentlige sektor. Disse undtagelser tillades, da et fuldstændigt forbud mod denne form for kredit er unødvendigt ud fra en økonomisk synsvinkel, og da en ændring af praksis kunne være forbundet med store omkostninger.<sup>5</sup>

I Rådets forordning tillades kredit inden for dagen, da sådanne kreditter smidiggør betalingssystemernes funktion. Kredit inden for dagen er derfor forenelig med traktatens artikel 104, forudsat at kreditten ikke forlænges til næste dag. I de lande, hvor der eksisterer kreditter inden for dagen, er der derfor indført forholdsregler for at sikre, at forlængelse af kreditten ud over den pågældende dag ikke er mulig. Eksempelvis er nogle regeringers indskud i centralbankerne relativt store for at undgå et negativt indestående ved dagens slutning, eller alternativt har regeringerne truffet aftale om overtræksadgang hos kommercielle banker, som kan benyttes ved dagens slutning.

Centralbankernes procedure for indløsning af checks kan resultere i en midlertidig, rentefri kredit til den offentlige sektor, hvis checkene krediteres den offentlige sektors konto, før trassatbanken debiteres. Rådets forordning fastsætter derfor klare grænser for kredit som følge af checkclearing på vegne af staten, således at kun undtagelsesvis kreditter, der har en "ubetydelig størrelse og udlignes over en kort periode", er tilladte. I de fleste medlemsstater var checkclearingen ved udgangen af 1994 ophørt med at resultere i en midlertidig kredit til fordel for den offentlige sektor.

Endelig kan kredit til den offentlige sektor skyldes, at centralbanken ejer mønter udstedt af den offentlige sektor og krediteres dennes konto. Rådets forordning fastlægger en øvre grænse for sådanne kreditter. Det er fastlagt, at centralbankernes beholdning af mønter udstedt af den offentlige sektor og krediteret dennes konto skal være mindre end

---

<sup>5</sup> Centralbankers finansiering af forpligtelser, som den offentlige sektor har over for Den Internationale Valutafond, eller som skyldes iværksættelse af mekanismen for mellemfristet finansiel støtte i Den Europæiske Union, er betingelsesløst undtaget.

10 pct. af det samlede møntomløb.<sup>6</sup> Denne bestemmelse blev stort set overholdt i 1994, bortset fra en enkelt overtrædelse i årets fire første måneder.

### **3. Overholdelse af forbuddet mod privilegeret adgang til finansielle institutioner**

Som det var tilfældet med forbuddet mod monetær finansiering, havde de fleste medlemsstater på forhånd taget hensyn til kravene om forbud mod at give den offentlige sektor privilegeret adgang til finansielle institutioner som fastlagt i artikel 104a og i Rådets forordning (EF) nr. 3604/93. Medlemsstaterne ophævede foranstaltninger, som kunne udlægges som en slags privilegeret adgang, endog før Maastricht-traktaten blev ratificeret. Dette skete for det første på baggrund af direktivet om liberalisering af kapitalbevægelserne, som trådte i kraft i hovedparten af medlemsstaterne den 1. juli 1990, og for det andet som følge af den øgede konkurrence i den finansielle sektor, der i stigende omfang tvang den offentlige sektor til at finansiere sig på markedsvilkår og at betale markedsrenten.

Forbuddet mod privilegeret adgang er overvejende rettet mod forholdet mellem den offentlige sektor og de finansielle institutioner. Ifølge Rådets forordning er de nationale centralbanker hverken finansielle institutioner eller en del af den offentlige sektor. Centralbankerne påvirkes ikke desto mindre af forordningen og især med hensyn til reglerne for mobilisering og pantsætning af værdipapirer. EMI's gennemgang af disse regler tyder imidlertid ikke på, at reglerne på nuværende tidspunkt indebærer nogen form for privilegeret adgang.

Et andet område, hvor centralbankerne potentielt kunne yde den offentlige sektor privilegeret adgang, er i forbindelse med reservekrav. Indtil for nylig kunne offentlige gældsinstrumenter såsom skatkammerbeviser i nogle medlemsstater benyttes til at opfylde reservekrav. Disse regler var ikke i overensstemmelse med bestemmelserne i traktaten og Rådets forordning og er derfor blevet ændret.

---

<sup>6</sup> I lys af genforeningen er den tilladte øvre grænse 15 pct. for Tysklands vedkommende frem til udgangen af 1996.

## ÅRSREGNSKAB FOR EMI

**ÅRSREGNSKAB FOR EMI**

**Balance pr. 31. december 1994**

	ECU				ECU
<b>I EMS-relaterede aktiver</b>				<b>I EMS-relaterede passiver</b>	
Guld	28.624.566.048			ECU udstedt til	56.575.849.005
US-dollars	27.951.282.957			EF's	
	<hr/>			centralbanker	<hr/>
	<u>56.575.849.005</u>				<u>56.575.849.005</u>
 <b>II Øvrige aktiver</b>				 <b>II Øvrige passiver</b>	
(1) Kontanter og	499.203			(1) Kreditorer	3.639.743
anfordringsindsbud				og øvrige	
i banker				passiver	
(2) Værdipapirer	12.358.418			(2) Hensættelser til	377.803
(3) Materielle aktiver	6.595.995			pensioner	
(4) Øvrige aktiver	1.277.793			og lignende forpligtelser	
	<hr/>			(3) Øvrige hensættelser	3.566.464
	<u>20.731.409</u>			(4) Kursreguleringskonto	117.401
				(5) Bidrag fra	13.029.998
				medlemslandenes	
				nationale centralbanker	
				(ifølge statuten artikel 16.2)	<hr/>
					<u>20.731.409</u>
 <b>Aktiver i alt</b>	 <u>56.596.580.414</u>			 <b>Passiver i alt</b>	 <u>56.596.580.414</u>
 <i>Supplerende oplysninger:</i>				 <i>Supplerende oplysninger:</i>	
Termins-tilgodehavender				Terminforpligtelser	
i ECU	56.575.849.005			i guld og US-dollars	56.575.849.005
(hidrørende fra revolverende					
kvartalsvise swaps)					

## Resultatopgørelse 1994

ECU

### **Indtægter**

Rente af værdipapirer	341.956
<b>Indtægter i alt</b>	<b>341.956</b>

### **Udgifter**

Udgifter til personale m.v.	3.388.001
Andre administrationsudgifter (inkl. etableringsomkostninger: 6.862.916)	14.692.575
Afskrivning på materielle aktiver	231.382
<b>Udgifter i alt</b>	<b>18.311.958</b>

**Årets underskud** (17.970.002)

### **Fordeling af underskud**

Bidrag fra nationale centralbanker ifølge artikel 17.6 i statuten.	17.970.002
---	------------

Frankfurt am Main,  
Den 31. januar 1995

**Det Europæiske Monetære Institut**

A. Lamfalussy

*Formand*

Formanden og Rådet  
for Det Europæiske Monetære Institut

Frankfurt am Main

Vi har revideret medfølgende regnskabsopgørelse for Det Europæiske Monetære Institut. Ledelsen af Det Europæiske Monetære Institut er ansvarlig for udfærdigelsen af regnskabsopgørelsen. Det er vort ansvar at fremkomme med en uafhængig vurdering af regnskabsopgørelsen baseret på vor revision og at rapportere denne vurdering til Dem.

Vor revision er foretaget i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsprincipper. En revision indbefatter en stikprøvebaseret kontrol af beløb og indhold af de enkelte poster. Revision indbefatter ligeledes en gennemgang af de væsentligste vurderinger og skøn, der er foretaget i forbindelse med udfærdigelsen af regnskabsopgørelsen, samt af om de anvendte regnskabsprincipper er tilstrækkeligt belyst og i det hele taget anvendelige for Det Europæiske Monetære Institut.

Det er vor opfattelse, at den regnskabsopgørelse, som er blevet udfærdiget i henhold til regnskabsprincipperne præsenteret i 2. afsnit af noterne til regnskabsopgørelsen for Det Europæiske Monetære Institut, giver et retvisende indtryk af Det Europæiske Monetære Instituts finansielle situation den 31. december 1994 og af resultatet af transaktionerne foretaget i det forløbne år.

Frankfurt am Main, den 14. februar 1995

C&L TREUARBEIT  
DEUTSCHE REVISION  
Aktieselskab

(Wagener)

Revisor

(Kern)

Revisor

## 1. Indledning

1.1 Ifølge artikel 16 i statuten for EMI skal EMI have egne midler tilvejebragt gennem bidrag fra de nationale centralbanker, og disse midler skal anvendes til at skabe den indkomst, der skønnes nødvendig for at dække EMI's administrative udgifter. I henhold til artikel 16.2 skulle disse midler have været indbetalt ved oprettelsen af EMI. Det var ikke muligt at tage beslutning vedrørende det præcise niveau for de til formålet nødvendige midler, før EMI nåede op på et transaktionsomfang, der muliggjorde en realistisk vurdering af de fremtidige løbende udgifter til administration. Derfor har de nationale centralbanker foretaget betalinger, der har sat EMI i stand til at påbegynde dets transaktioner, klargøre dets lokaliteter, rekruttere personale og dække løbende daglige udgifter. I alt blev der i løbet af 1994 indbetalt 31 mill.ECU i tre rater (i overensstemmelse med fordelingsnøglen specificeret i artikel 29.1 i statuten for ESCB) af de tolv nationale centralbanker, som på det tidspunkt var fuldgældende medlemmer af EMI.

1.2 Ud af disse bidrag blev 18,3 mill.ECU anvendt til dækning af løbende administrative udgifter. Heraf var 6,9 mio. ECU engangsomkostninger i forbindelse med erhvervelse og indretning af lokaliteterne samt i forbindelse med rekruttering, omplacering og installering af personale i Frankfurt am Main. EMI startede året uden egen reservefond og indtægter, og den del af de nationale centralbankers bidrag, der er medgået til dækning af disse udgifter - 18,0 mill.ECU inkl. renteindtægter på likvide beholdninger - er henregnet som betalinger i henhold til statuttens artikel 17.6, som omhandler inddækning af løbende underskud.

1.3 De resterende 13 mill.ECU af de nationale centralbankers betalinger i 1994 er blevet henregnet som et bidrag til EMI's midler i henhold til statuttens artikel 16.2. Heraf repræsenterer 6,6 mill.ECU nettoinvesteringer i anlægsaktiver og 6,4 mill.ECU ikke-øremærkede omsætningsaktiver.

1.4 På dets møde den 3. januar 1995 var Rådet for EMI i stand til at træffe beslutning vedrørende den fulde størrelse af de nødvendige midler. Yderligere bidrag på 602,5 mio. ECU blev betalt af de nationale centralbanker den 17. januar 1995 på baggrund af en ny fordelingsnøgle, der inddrager de nye medlemmer af Rådet (Oesterreichische Nationalbank, Suomen Pankki og Sveriges Riksbank) fra den 1. januar 1995. Bidrag foretaget i 1994 i henhold til artikel 16.2 blev i denne forbindelse omfordelt i overensstemmelse med den nye fordelingsnøgle. De samlede bidrag i henhold til artikel 16.2 beløber sig til 615.573.495 ECU. Af dette beløb er 597,2 mill.ECU blevet placeret i tidsindsud med det formål at generere den indkomst, der skønnes nødvendig til dækning af EMI's administrative omkostninger. Den resterende del af beløbet udgøres af materielle aktiver og omsætningsaktiver.

## 2. Anvendt regnskabspraksis

2.1 Årsregnskabet er udfærdiget i overensstemmelse med regnskabsprincipper fastlagt af Rådet for EMI i henhold til artikel 17.3 i statuten og er udtrykt i officielle ECU.

2.2 Selv om EMI som en af De Europæiske Fællesskabers institutioner ikke er underlagt national lovgivning og regulering med hensyn til udfærdigelsen af regnskaber, er institutionens regnskabspolitik i overensstemmelse med internationalt anerkendte regnskabsprincipper, undtagen i de tilfælde hvor specifikke forhold for EMI gør sig gældende. På trods af, at EMI kun skal eksistere i en begrænset periode, er regnskabet udfærdiget efter "going concern"-principper.

2.3 Aktiver og passiver i forbindelse med EMS er optaget til anskaffelsesprisen. Nulkupon-papirer er optaget til anskaffelsesprisen korrigeret for varighedsreduktionen. Øvrige værdipapirer er optaget til markedsværdien ultimo året. Andre finansielle aktiver og passiver er optaget til nominel værdi.

2.4 Materielle aktiver er værdifastsat til anskaffelsespris med fradrag af afskrivninger. Der er foretaget lineær afskrivning over aktivernes forventede levetid, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen.

2.5 Når der ses bort fra de EMS-relaterede aktiver og passiver, er balanceposter i øvrige valutaer omregnet til ECU på baggrund af de officielle kurser den 31. december 1994 som offentliggjort af Europa-Kommissionen. Til værdifastsættelse af transaktioner i andre valutaer end ECU er der i resultatopgørelsen anvendt et gennemsnit af de officielle kurser i den pågældende periode. Sådanne transaktioner i EMI har fundet sted siden den 18. april 1994.

2.6 Indtægter og udgifter er periodiserede. Urealiserede gevinster hidrørende fra revaluering af aktiver set i forhold til anskaffelsesprisen tages ikke til indtægt, men føres separat på en kursreguleringskonto. På denne konto modregnes urealiserede kurstab fra tidligere urealiserede kursgevinster. Eventuelle overskydende kurstab fratrækkes EMI's samlede overskud.

2.7 I overensstemmelse med artikel 17.4 i statuten har Rådet for EMI udpeget C&L Treuarbeit Deutsche Revision til uafhængige eksterne revisorer.



### 3. Noter til balancen

#### 3.1 EMS-relaterede aktiver og passiver.

Disse poster vedrører de 3-måneders revolverende swaps, hvor officielle ECU skabes som modydelse til de nationale centralbankers bidrag til EMI i form af 20% af deres reserver i guld og US-dollars. Disse transaktioner er beskrevet i kapitel II B.5.1 i nærværende beretning. De pågældende aktiver og passiver fremgår af EMI's regnskaber. Posterne medfører ingen renteudgifter eller -indtægter. Renteafkast af officielle reserver, der er swappet til officielle ECU, tilfalder fortsat de underliggende ejere. Renter på beholdninger af ECU som følge af ovennævnte swaps bliver kun aktuelle i de tilfælde, hvor en centralbanks beholdning overstiger dens terminsforpligtelse i ECU. I disse tilfælde dækkes rentebetalinger af renteindtægter fra centralbanker, hvis terminsforpligtelser i ECU overstiger deres ECU-beholdninger.

Den 1. januar 1994 overtog EMI Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejdes aktiver og passiver, hver på 56,96 mia.ECU. Heraf vedrørte 53,48 mia.ECU udstedelsen af ECU til EF's centralbanker mod reserver i guld og US-dollar, mens 3,48 mia.ECU vedrørte transaktioner i forbindelse med den ultrakorte kreditfacilitet.

#### 3.2. Andre aktiver.

|| (1) *Sedler, mønt og anfordringsindsud*: Likviditet blev holdt på en løbende konto i D-mark, som er den valuta, hvori næsten alle EMI's daglige løbende betalinger foretages. Denne konto blev udelukkende anvendt til ud- og indbetalinger i forbindelse med EMI's daglige administration.

|| (2) *Værdipapirer*: Overskudslikviditet blev dagligt placeret i skatkammerbeviser udstedt af Den Tyske Forbundsrepublik. Den 31. december 1994 indeholdt værdipapirbeholdningen ingen andre værdipapirer.

|| (3) *Materielle aktiver*: Disse bestod ved årsskiftet af:

Udstyr	ECU	4.676.422
Computere og software	ECU	1.717.027
Andet	<u>ECU</u>	<u>202.546</u>
I alt	<u>ECU</u>	<u>6.595.995</u>

"Udstyr" indbefatter de kapitaliserede omkostninger i forbindelse med særlige installationer, som var nødvendige i EMI's kontorer i Eurotower-bygningen i Frankfurt am Main for at imødekomme EMI's specielle behov. Beløbene er vist efter afskrivninger, som beløb sig til i alt 231.382 ECU, der er fratrukket på resultatopgørelsen for 1994.

|| (4) *Andre aktiver*: Denne post består overvejende af fordringer på det tyske finansministerium som følge af betalt moms og andre indirekte skatter på erhvervede varer og tjenester. I henhold til artikel 3 i protokollen vedrørende De Europæiske Fællesskabers privilegier og immuniteter skal sådanne skatter refunderes. Ifølge artikel 21 i statuten for EMI er EMI også omfattet af denne protokol.

### 3.3 Andre passiver

|| (1) *Kreditorer og andre passiver*: Denne post indeholder overvejende gæld til leverandører, uafregnet indkomstskat (der endnu ikke er overført til EF) samt personalets akkumulerede pensionsbidrag inklusive forrentning heraf. Ifølge den foreløbige ordning, der er gældende på tidspunktet for opgørelsen af balancen, bidrager personalet til en pensionsordning med en vis procentdel af deres løn (og EMI bidrager med det dobbelte af dette beløb, jf. || (2) nedenfor). Personalets bidrag med tilskrivning af renter tilbagebetales ved udløbet af ansættelseskontrakten.

|| (2) *Hensættelser til pensioner og lignende forpligtelser*: Denne post indeholder EMI's akkumulerede bidrag til personalets pensionsordning. Disse bidrag er nødvendige til dækning af eventuelle omkostninger i forbindelse med fratrædelsesløn og sygepensioner.

|| (3) *Andre hensættelser*: Disse omfatter midler reserveret til istandsættelse af EMI's lokaliteter ved udløb af lejemålet (jf. noter til resultatopgørelsen), til udfærdigelsen af årsberetningen og regnskabsopgørelsen for 1994 samt til betalinger til Bank for International Settlements for dens funktioner som agent for EMI.

|| (4) *Kursreguleringskonto*: Styrkelsen af D-mark over for ECU i 1994 medførte urealiserede kursgevinster på aktiver denomineret i D-mark. Disse kursgevinster er ført på denne konto.

|| (5) *Bidrag fra de nationale centralbanker i henhold til artikel 16.2 i statuten*: Denne post indeholder de nationale centralbankers bidrag i 1994 fratrukket årets driftsunderskud (jf. indledningen ovenfor og "Fordeling af underskud" under noter til resultatopgørelsen). Beløbet er blevet henregnet som forudindbetalinger af de midler, der skal stilles til rådighed ifølge statuttens artikel 16.

## 4. Noter til resultatopgørelsen

### 4.1 Indtægter

Denne post indeholder renteindtægter af overskudslikviditet placeret i skatkammerbeviser (jf. "Andre aktiver", note || (2)).

### 4.2 Omkostninger

*Personaleomkostninger:* Denne post indeholder udgifter til lønninger m.v. samt arbejdsgivers bidrag til pensions-, syge- og ulykkesforsikring for EMI's medarbejderstab. Den 31. december 1994 bestod EMI's samlede bemanning af formanden og en medarbejderstab på 126, hvoraf 5 var placerede i overordnede ledelsesfunktioner. Der blev indgået en generel aftale med BIS om servicering i forbindelse med omflytningen i løbet af november og december og indtil EMI's endelige etablering i Frankfurt am Main. Omkostninger til personale ansat af BIS i Basel (overvejende fra det tidligere sekretariat for Centralbankchefkomiteen) før omflytningen er posteret under "Andre administrationsomkostninger". Lønninger m.v. til medarbejdere, herunder cheflønninger, er i alt væsentligt udformet som og sammenlignelige med lønningerne i De Europæiske Fællesskabers institutioner.

*Andre administrationsomkostninger:* På denne post føres alle øvrige løbende udgifter, dvs. udgifter til husleje, vedligeholdelse af lokalteter og udstyr, diverse varer, honorarer og øvrige tjenesteydelser (herunder de af BIS midlertidigt ydede). Etableringsomkostninger er ført under denne post og indbefatter de ekstraordinære og mindre betydende udgifter, der er påløbet gennem året i forbindelse med etableringen af EMI i Frankfurt am Main. Disse omkostninger er specielt afholdt i forbindelse med istandsættelse af lokaliteterne, til salærer i forbindelse med leje og til indsættelse af inventar, samt i forbindelse med rekruttering, omplacering og installering af medarbejderstaben. Herudover dækker disse omkostninger hensættelser til imødegåelse af udgifter på den kontraktmæssige forpligtigelse, EMI har til at bringe lejede lokaliteter tilbage til deres oprindelige stand ved lejemålets ophør.

### 4.3 Fordeling af underskud.

Da EMI ved starten af året ikke var i besiddelse af reserver, blev driftsunderskuddet dækket fuldt ud via de betalinger, de nationale centralbanker foretog i løbet af 1994 i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 17.6 i statuten.



## **ANNEKSER**

## NUVÆRENDE PENGEPOLITISKE STRATEGIER OG INSTRUMENTER I ENKELTE EU-LANDE

### 1. Pengepolitiske strategier

Der er enighed blandt centralbankerne i EU om, at pengepolitikens hovedmål er at opnå og fastholde prisstabilitet. Som beskrevet i kapitel I.A.3.2., anvender de enkelte medlemslande imidlertid på nuværende tidspunkt forskellige pengepolitiske strategier (se tabel 15). Indenfor ERM anvender de fleste en indirekte målsætning. Et land (Tyskland) benytter pengemængden som et mellemliggende mål, hvorimod andre lande baserer sig på en valutakursmålsætning. Et af disse lande (Frankrig) har en pengemængdemålsætning og overvåger samtidig den samlede gæld, mens et andet land (Spanien) direkte benytter inflationen som målsætning og overvåger pengemængdevæksten. EU-lande udenfor ERM benytter pengemængden som mellem mål eller benytter et direkte inflationsmål, selv om disse lande fortsat tillægger valutakursstabilitet betydning.

Disse forskelle bør imidlertid ikke overdrives, idet implementeringen af såvel den indirekte som den direkte målsætning på det seneste er blevet anvendt mere pragmatisk. På den ene side har lande med en direkte målsætning nøje fulgt udviklingen i monetære aggregater og valutakursen. På den anden side har centralbankerne i landene med et mellemfristet pengemængdemål til en vis grad også vurderet ændringer i disse aggregater i lys af andre indikatorer for inflationsudviklingen herunder lønomkostninger, offentlige budgetunderskud, importpriser eller mål for afvigelsen mellem faktisk og muligt BNP.

### 2. Instrumenter

EU-landene anvender på nuværende tidspunkt en bred vifte af instrumenter. De kan inddeles i tre hovedkategorier: reservekravssystemer, stående faciliteter og markedsoperationer. I reservekravssystemerne tvinges bankerne til at holde et minimum af forrentede eller uforrentede reserver som indskud i centralbanken. Disse mindstereserver beregnes normalt som en procentdel af bankernes monetære passiver. Stående faciliteter omfatter centralbankernes stående tilbud om at indgå i bestemte typer af transaktioner (vekseldiskontering, refinansiering og modtagelse af indskud) på initiativ af de kommercielle banker, hvor centralbankerne på forhånd har annonceret betingelserne. Der kan være fastsat kvoter for de enkelte kommercielle bankers adgang til at benytte faciliteterne. Markedsoperationer udføres på centralbankens eget initiativ med private markedsdeltagere. Formålet er at tilføre eller opsuge likviditet i markedet. Der kan enten være tale om direkte transaktioner eller genkøbsforretninger, og der kan benyttes forskellige typer af finansielle aktiver (statspapirer, private værdipapirer, værdipapirer udstedt af centralbanken og fremmed valuta).

De forskellige instrumenters udformning og funktion varierer fra land til land, som vist i tabel 15.

I lande med reservekrav (Tyskland, Spanien, Frankrig, Italien, Østrig og Portugal) eller stående faciliteter (Holland) bidrager en gennemsnitsfacilitet (dvs. reservekrav eller kvoter skal overholdes i gennemsnit over en vis beregningsperiode) eksempelvis til stabilisering af de korte pengemarkedsrenter. Som konsekvens heraf behøver centralbanken kun at intervenere i pengemarkedet med relativt lav hyppighed. I lande, hvor reservekrav ikke eksisterer eller ikke har til hovedformål af stabilisere renterne (for eksempel i Belgien, Irland og England), løses denne opgave derimod af hyppige finjusteringsoperationer eller stående faciliteter. For at begrænse udsvingene i de korte renter benytter de fleste lande tillige forskellige kombinationer af stående faciliteter (marginal refinansiering, indskudsfaciliteter eller vekseldiskontering), hvorved likviditet kan opsuges eller tilføres på de kommercielle bankers initiativ til renter, som centralbankerne har fastsat på forhånd. Typisk har disse rentesatser også en pengepolitisk signalfunktion.

I adskillige lande (Belgien, Tyskland, Grækenland, Irland, Italien, Portugal, Finland og Sverige) udgør to af renterne på de stående faciliteter en korridor, inden for hvilken de korte renter normalt bevæger sig. Selv om de stående faciliteter i visse lande har relativt stor kvantitativ betydning for tilførsel (eller opsugning) af likviditet, opfyldes denne funktion nu overvejende af markedsoperationer. Der er imidlertid markante forskelle mellem landene med hensyn til den mest anvendte type af markedsoperationer (direkte transaktioner i Grækenland og Finland og genkøbsforretninger i de fleste af de andre lande), og med hensyn til den anvendte type af værdipapirer, auktionsmetode og hyppigheden af transaktionerne. Der kan dog iagttages en vis konvergens. Markedsoperationernes rolle er generelt forøget i de seneste år, hvilket formentlig også afspejler myndighedernes bestræbelser på at understøtte udviklingen af markederne og i højere grad basere sig på markedsmekanismer. Denne tendens er tillige blevet ledsaget af en stigende anvendelse af genkøbsforretninger fra centralbankens side.

Med henblik på at skabe en bedre forståelse af de forskellige operationelle pengepolitiske rammer i EU beskrives de centrale pengepolitiske instrumenter i EU-landene nedenfor.

## **2.1 Reservekrav**

Flertallet af EU-landene har pålagt banksystemet reservekrav, normalt med den hensigt at opfylde en kombination af forskellige pengepolitiske mål: (a) forøgelse af bankernes efterspørgsel efter reserver, (b) stabilisering af de korte renter, i nogle tilfælde ved hjælp af en gennemsnitsfacilitet, hvorved behovet for hyppige centralbankinterventioner reduceres, (c) stabilisere og forøge forudsigeligheden af kreditmultiplikatoren, samt (d) forøge pengeefterspørgslens følsomhed over for renteændringer ved at skabe en forskel mellem renterne på monetære og ikke-monetære aktiver. Der er ofte forskel på, hvilken betydning landene tillægger de forskellige funktioner. I lande uden reservekrav (dvs. Belgien, Danmark og Sverige) eller i lande, hvor hovedformålet med reservekrav ikke er af pengepolitisk karakter (England), opfyldes en del af ovennævnte funktioner af andre instrumenter for eksempel ved at variere størrelsen og hyppigheden af markedsoperationer.

Den tekniske udformning af reservekrav varierer også signifikant mellem landene (se tabel 16), hvilket afspejler prioriteringen af de forskellige funktioner og strukturelle forskelle mellem landenes finansielle systemer. De største forskelle vedrører: (a)

definitionen af den del af bankernes passiver, som er pålagt reservekrav (typer af instrumenter, pålydende valuta, besiddende sektor), (b) beregnings- og deponeringsperiodernes længde og den tidsmæssige forskydning mellem disse to, (c) om der er en gennemsnitsfacilitet eller ej, (d) forrentning (nul i visse lande, positiv, men under markedsrenten i andre lande, eller som i Holland tæt på markedsrenten), (e) niveau og differentiering af reservebrøken efter typen af passiver, samt (f) hvilke institutioner, der er pålagt reservekrav. I de senere år har der været en tendens til, at reservebrøkerne konvergerer mod lavere niveauer. Dette afspejler til dels behovet for at reducere incitamenterne til at anvende institutter lokaliseret i udlandet eller andre former for placering i midler, der ikke er pålagt reservekrav. Tendensen afhænger imidlertid også af, i hvilket omfang reserverne forrentes. Der er ikke desto mindre væsentlige forskelle på tværs af landene med hensyn til reservekravenes størrelse både i procent af passiverne og i forhold til BNP.

## **2.2 Stående faciliteter**

Selv om stående faciliteter anvendes mindre nu end tidligere, vil sådanne sikkert fortsat komme til at spille en vigtig rolle. Bortset fra Banco de España anvender alle centralbankerne i EU på nuværende tidspunkt stående faciliteter som et led i pengepolitikken. Der er imidlertid betydelige forskelle med hensyn til kombinationen af faciliteter, deres grundlæggende udformning og funktion. Der er grundlæggende tre typer af stående faciliteter: (a) marginal refinansiering til en strafrente, hvilket eksisterer i alle EU-lande bortset fra tre, (b) udlån til under markedsrenten, hvilket eksisterer i seks EU-lande og (c) indskudsfaciliteter (eller andre faciliteter, som udfylder en tilsvarende funktion), hvilket eksisterer i seks EU-lande. Kun i Belgien benyttes alle tre faciliteter.

Marginal finansiering spiller normalt en vigtig rolle for at lette betalingssystemernes funktion ved at finansiere ubalancer ved dagens slutning til en strafrente. Tilsvarende anvendes indskudsfaciliteter til at opsuge likviditetsoverskud. I lande, hvor ingen af disse faciliteter eksisterer, kan markedsoperationer udfylde samme funktion. Udlån til under markedsrenten, for eksempel faciliteter til vekseldiskontering, benyttes i flere lande, men den kvantitative betydning for den samlede finansiering varierer mellem landene. Eftersom denne facilitet indebærer en subsidieret form for finansiering, er bankernes anvendelse normalt begrænset af individuelle kvoter.

## **2.3 Markedsoperationer**

Markedsoperationer har fået stigende betydning i det seneste årti og afspejler dermed reduceret anvendelse af stående faciliteter til tilførsel af likviditet og nedsættelserne af reservekravene. De fleste centralbanker i EU anvender nu markedsoperationer regelmæssigt og til finjusteringer. Ud fra centralbankernes synspunkt har markedsoperationer det vigtige fortrin, at de fungerer i overensstemmelse med markedsprincipperne, eftersom de ikke omfatter subsidier eller implicite skatter, men udnytter markedsmekanismen til at fordele likviditet og viderebringe politiske signaler.

Genkøbsforretninger i indenlandske værdipapirer anvendes nu i alle EU-landene og udgør i de fleste af dem det vigtigste pengepolitiske instrument. Transaktionernes løbetid ligger overvejende i intervallet én dag til én måned. Kun i Grækenland er løbetiden på op til seks måneder. Fordelen ved disse transaktioner er, at de kan



iværksættes med stor fleksibilitet, og at centralbanken fortsat har initiativ til at bestemme hyppighed, timing, løbetid og beløbsstørrelse (eller, alternativt, rente). Genkøbsforretninger kan tillige i en vis udstrækning reducere vanskelighederne med at vurdere kvaliteten af det underliggende aktiv, og samtidig har de en mindre signifikant effekt på aktivets markedspris i forhold til prisen på andre typer af aktiver.

Direkte transaktioner anvendes p.t. i fem EU-lande, men udgør kun et væsentligt instrument i Finland, Grækenland og England. Disse transaktioner gennemføres hovedsagelig i statspapirer med en restløbetid på under tre måneder, bortset fra i Italien, hvor værdipapirer med lang løbetid også benyttes, i Finland, hvor papirer udstedt af centralbanken og indskudsbeviser udstedt af bankerne udveksles, samt i England, hvor korte værdipapirer udstedt af erhvervene dominerer.

Valutaswap-transaktioner (en kombination af en spot- og en forward-transaktion) kan tages i brug i de fleste EU-lande, men anvendes overvejende til lejlighedsvis finjusteringer.

Syv af centralbankerne har mulighed for at udstede korte papirer, men kun fire (Danmark, Holland, Finland og England) benytter sig regelmæssigt af denne mulighed. I fire lande (Belgien, Grækenland, Holland og Finland) kan centralbanken gennemføre långivnings- og låntagningstransaktioner på pengemarkedet. I Irland og Sverige kan centralbankerne tilbyde indskud med en fast løbetid.

\*\*\*\*\*

Denne generelle gennemgang af EU-landenes nuværende pengepolitiske strategier, instrumenter og procedurer viser på den ene side en vis grad af konvergens i retning af mere udstrakt brug af markedsbaserede instrumenter, selv om der fortsat er betydelige forskelle med hensyn til de anvendte kombinationer af instrumenter i de enkelte lande og udformningen af de enkelte instrumenter. På den anden side er mange af de eksisterende forskelle mellem centralbankernes pengepolitiske strategier hovedsagelig betinget af historiske forhold, forskelle i de finansielle systemer og underliggende økonomiske forhold samt af forskelle i landenes i tilknytning til EMS-samarbejdet.

Tabel 15

Pengepolitiske strategier, instrumenter og procedurer i EU-medlemstater

	Belgien	Danmark	Tyskland	Grækenland	Spanien	Frankrig	
<b>Pengepolitiske strategier<sup>(a)</sup></b>	XR	XR	MT	XR, MT (M3)	IT, XR	XR, MT (M3)	
<b>Pengepolitisk begrundede kasserereservekrav</b>	nej	nej	ja	ja	je	ja	
- Størrelse (pct. af BNP) <sup>(b)</sup>	...	...	1,3	4,3	1,4	0,1	
- Forrentning	...	...	nej	delvis	nej	nej	
<b>Stående faciliteter<sup>(c)</sup></b>							
- udlånsfaciliteter til under eller tæt ved markedsrenter (rentesats)	<input type="checkbox"/> (under markedsrente)	...	<input checked="" type="checkbox"/> (under markedsrente)	<input type="checkbox"/> (under markedsrente)	...	...	
- Indskudsfacilitet	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...	...	...	...	
- Marginal refinansiering	<input type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input type="checkbox"/>	
<b>Markedsoperationer</b>							
1. <u>Typer:</u> <sup>(c)</sup>							
- Direkte transaktioner <sup>(d)</sup>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input checked="" type="checkbox"/>	
- Genkøbsforretninger i indenlandske værdipapirer	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
- Valutaswap transaktioner	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	...	
2. <u>Hyppighed af transaktioner:</u> <sup>(e)</sup>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	
3. <u>Auktionsmetode:</u> <sup>(c)</sup>							
- Mængdelicitation	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	...	...	...	
- Rentelicitation	<input checked="" type="checkbox"/>	...	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	

Kilde: Nationale data.

(a) Situationen ved udgangen af 1994. XR= valutakursmålsætning, IT=inflationsmålsætning, MT=pengemængdemålsætning. For de lande, som har et pengemængdemål, er målet angivet i parentes.

(b) Krævede reserver deponeret i centralbanken i procent af BNP i løbende priser (medio 1994).

(c) Betydning for tilførsel (eller opsugning) af likviditet til(eller i) markedet:  lille;  middel;  stor.

(d) Herunder centralbankens udstedelse af indskudsbeviser i hhv. Danmark, Holland og Finland; indskud med fast løbetid i Irland og Sverige; placering eller modtagelse af indskud på interbankmarkedet i Belgien, Grækenland, Holland og Finland.

(e)  Omkring én gang om ugen;  Flere gange om ugen;  Mere end én gang om dagen.

	Irland	Italien	Holland	Østrig	Portugal	Finland	Sverige	England
	XR	MT (M2)	XR	XR	XR	IT	IT	IT
	ja 1,3 tæt på markeds- rente	ja 6,7 delvis	ja 3,7 tæt på markeds- rente	ja 2,8 nej	ja 1,8 nej	ja 1,3 nej	nej ... ...	nej ... ...
	... <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/> (tæt på markeds- rente) ... <input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> (tæt på markeds- rente) ... ...	<input checked="" type="checkbox"/> (tæt på markeds- rente) ... ...	... <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	... <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>	... <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	... ... <input checked="" type="checkbox"/>
	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> ... <input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> ... <input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> ... ...	... <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> ... <input type="checkbox"/>	... <input checked="" type="checkbox"/> ... <input checked="" type="checkbox"/> ... <input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> ... <input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> ... <input checked="" type="checkbox"/> ... <input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> ... <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>

Tabel 16

**Udformning af reservekrav i EU-Medlemstater**  
(Situationen ved udgangen af 1994)

	<b>DE</b>	<b>GR</b>	
<b>1. Reservekravsbrøk</b>	- Passiver på anfordring: 5 % - Andre passiver pålagt reservekrav: 2 %	- Passiver i national valuta: 9 % - Indlændinges og indvandreres indskud i fremmed valuta: 100 %	
<b>2. Beregningsperiodens længde</b>	1 måned	1 måned	
<b>3. Deponeringsperiodens længde</b>	1 måned	1 måned	
<b>4. Tidsmæssig forskydning <sup>(a)</sup></b>	15 dage	60 dage	
<b>5. Gennemsnitsfacilitet</b>	ja	nej	
<b>6. Kontantbeløb kan opfylde reservekrav</b>	ja <sup>(c)</sup>	ja	
<b>7. Mulighed for overførsel mellem perioder</b>	nej	ja <sup>(e)</sup>	
<b>8. Forrentning</b>	nej	ja <sup>(g)</sup>	

	<b>NL <sup>(b)</sup></b>	<b>AT</b>	
<b>1. Reservekravsbrøk</b>	Ændres hyppigt i overensstemmelse med forholdene på pengemarkedet	- Passiver på anfordring: 9% - Tids- og opsparingsindskud: < 1 år: 7% ≥ 1 år: 6% - Værdipapirer: < 2 år: 6%	
<b>2. Beregningsperiodens længde</b>	3 måneder <sup>(m)</sup>	1 måned <sup>(n)</sup>	
<b>3. Deponeringsperiodens længde</b>	variabel	1 måned	
<b>4. Tidsmæssig forskydning <sup>(p)</sup></b>	variabel	15 dage	
<b>5. Gennemsnitsfacilitet</b>	nej	ja	
<b>6. Kontantbeløb kan opfylde reservekrav</b>	nej	ja	
<b>7. Mulighed for overførsel mellem perioder</b>	nej	nej	
<b>8. Forrentning</b>	ja	nej	

(a) Intervallet fra slutningen af beregningsperioden til slutningen af deponeringsperioden.

(b) De daglige balancer må ikke udgøre mindre end en bestemt andel (pt 91 pct.) af det gennemsnitlige månedlige krav.

(c) Kreditinstitutter har ret til at fratække deres gennemsnitlige beholdning af sedler og mønter i deponeringsperioden op til en grænse på 25 pct. af de krævede reserver.

(d) Den 20. i hver måned skal hvert kreditinstitut placere et indskud med en løbetid på 1 måned i centralbanken. Indskuddet svarer til 3 pct. af instituttets reservepålagte passiver den sidste dag i den foregående måned fratrukket instituttets beholdning af sedler og mønter den pågældende dag. Fra marts 1995 vil højst 20 pct. af et instituts beholdning af selder og mønter kunne medregnes i de krævede reserver.

(e) Kun reserveunderskud kan overføres.

(f) Op til 90 pct. af de overskydende reserver kan overføres, hvis overskuddet udgør under 2 pct. af det krævede. Op til 75 pct. af et overskud, som overstiger den sidstnævnte procentsats, kan overføres. Reserveunderskud kan ikke overføres.

(g) Halvdelen af de krævede reserver forrentes med 12,5 pct.

	ES	FR	IE	IT
	2%	- Indskud på anfordring og indskud med bankbog: 1 % - Andre passiver pålagt reservekrav: 0,5 %	3%	15%
	10 dage	1 dage	1- dag	1 måned
	10 dage	1 måned	1 måned	1 måned
	2 dage	15 dage	50 dage	45 dage
	ja	ja	nej	ja <sup>(b)</sup>
	nej	ja	ja <sup>(d)</sup>	nej
	nej	ja <sup>(f)</sup>	nej	nej
	nej	nej	ja <sup>(f)</sup>	ja <sup>(f)</sup>

	PT	FI	UK <sup>(k)</sup>	BE/DK/LU/SE
	2%	- Anfordrings- og tidsindskud: < 1 måned: 2% - Andre indskud: 1,5% - Andre passiver: 1 %	0,35% <sup>(i)</sup>	Reservekrav anvendes ikke
	7 dage	1 dag	6 måneder <sup>(o)</sup>	-
	7 dage	1 måned	6 måneder	-
	3 dage	60 dage	Omkring 6 måneder	-
	ja	nej	nej	-
	nej	nej	nej	-
	nej	nej	nej	-
	nej	nej	nej	-

(h) De krævede reserver forrentes med 80 pct. af afkastet på udvalgte korte indenlandske statsobligationer med en restløbetid på mellem 6 måneder og 3½ år. Renten reguleres ved starten af hver deponeringsperiode. De krævede reserver forrentes normalt lavere end 1-måneders renten på interbankmarkedet. I perioder, hvor rentestrukturen er stærkt stigende, kan forrentningen dog overstige 1-måneders renten.

(i) De krævede reserver forrentes med 5,5 pct. Overskydende reserver forrentes med 0,5 pct.

(j) Oplysningerne i denne kolonne vedrører reservekrav, der regulerer likviditeten på pengemarkedet.

(k) Oplysningerne i denne kolonne vedrører de uforrentede reservekrav.

(l) 0,25 pct. for reservepålagte passiver i filialer af nordiske banker, hvis primære forretningsområde i Det Forenede Kongerige er Nordirland.

(m) Størrelsen af de reservepålagte passiver er identisk med det beløb, ud fra hvilket centralbanken fastlægger den såkaldte "tilladelige låntagning" i centralbanken. Den tilladelige låntagning for hver enkelt bank fastlægges som den gennemsnitlige låntagning i en 3-måneders periode og beregnes på basis af bankens gennemsnitlige passiver i de seneste tre måneder.

(n) De krævede reserver beregnes på basis af gennemsnittet af de reservepålagte passiver den 23. og den sidste dag i den foregående måned samt den 7. og den 15. i indberetningsmåneden.

(o) Størrelsen af et instituts krævede reserver beregnes to gange om året (i april og oktober) som 0,35 % af de gennemsnitlige reservepålagte passiver indberettet ved udgangen af de foregående seks måneder.

(p) Vægtet gennemsnit af renten på sikrede lån og renten på særlige udlån.



## FORRETNINGSORDEN FOR EMI

Rådet for Det Europæiske Monetære Institut, i det følgende kaldet henholdsvis "Rådet" og "EMI",

- under henvisning til Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab som ændret med Traktaten om Den Europæiske Union, i det følgende kaldet "Traktaten", og særlig artikel 109f,
- under henvisning til Protokollen om statuten for Det Europæiske Monetære Institut, herefter kaldet "statutten", og særlig artiklerne 9 og 10,

har hermed vedtaget følgende forretningsorden for EMI:

### **Artikel 1 - Traktat og statut**

Denne forretningsorden skal tjene som supplement til Traktaten og statutten, og bestemmelserne i forretningsordenen skal have den mening, som de har i Traktaten og i statutten. Henvisninger til artikler er til statuttens artikler, med mindre andet er angivet.

### **Artikel 2 - Næstformand**

Næstformanden vælges af Rådet blandt direktionsformændene. Skulle næstformanden ikke fuldføre sin tjenesteperiode, skal Rådet vælge en ny næstformand for den resterende del af tjenesteperioden.

### **Artikel 3 - Tid og sted for Rådsmøder**

3.1 Rådet skal mødes mindst ti gange om året. Datoen for møderne skal besluttes af Rådet på forslag af formanden.

3.2 Formanden kan også indkalde til møde i Rådet:

- når han/hun vurderer, at det er nødvendigt; eller
- efter ønske fra et medlem af Rådet, og efter at have konsulteret de andre medlemmer.

Formanden skal indkalde til møde i Rådet, hvis mindst tre medlemmer af Rådet kræver det.

3.3 Rådet skal i princippet afholde sine møder på EMI's hjemsted.

3.4 I undtagelsestilfælde, efter formandens afgørelse, kan møder også finde sted i form af telekonferencer.

#### **Artikel 4 - Deltagelse i Rådets møder**

4.1 Hver direktionsformand må ledsages på Rådets møder af det respektive medlem af Stedfortræderkomiteen, omtalt i artikel 7 i denne forretningsorden, samt af yderligere en repræsentant fra hans/hendes institution. Under særlige omstændigheder kan en direktionsformand beslutte, at det respektive medlem af Stedfortræderkomiteen skal erstattes på mødet eller på dele af mødet af en anden højtstående repræsentant for hans/hendes centralbank efter hans/hendes valg.

4.2 Formanden kan ledsages af generaldirektøren, op til tre afdelingschefer og, afhængig af dagsordenen, af op til yderligere tre EMI-stabsmedlemmer.

4.3 Formanden for Rådet for Den Europæiske Union må ledsages af generalsekretæren for Rådet for Den Europæiske Union eller af hans/hendes repræsentant. Medlemmet af Europa-Kommissionen, som repræsenterer hans/hendes institution, kan ledsages af et medlem af Kommissionens stab.

4.4 Rådet kan invitere formændene for underkomiteerne og arbejdsgrupperne, omtalt i artikel 10 i nærværende forretningsorden, til sine møder, hvis det vurderer det hensigtsmæssigt at gøre det.

4.5 Rådet kan også invitere andre personer til sine møder, hvis det vurderer det hensigtsmæssigt at gøre det, herunder særlig formanden for Den Monetære Komité, omtalt i Traktatens artikel 109c.

#### **Artikel 5 - Afstemning**

5.1 Hvis et medlem af Rådet er forhindret i at deltage i et møde eller i dele heraf, skal han/hun udpege en anden repræsentant fra hans/hendes institution til at deltage i mødet og stemme på hans/hendes vegne. Dette skal meddeles formanden.

5.2 For at Rådet kan er beslutningsdygtig skal to-tredjedele af dets medlemmer eller udpegede repræsentanter være tilstede.

5.3 Beslutninger kan også tages gennem skriftlig procedure, med mindre mindst tre medlemmer af Rådet modsætter sig det. Sådanne beslutninger skal fremgå af beslutningsreferatet, omtalt i artikel 6.2 i denne forretningsorden, for det næstfølgende rådsmøde.

5.4 Stemmeundladelse af medlemmer af Rådet eller deres udpegede repræsentanter skal ikke forhindre Rådets godkendelse af beslutninger, som kræver enstemighed.

5.5 I de tilfælde, hvor Rådet godkender en udtalelse med det af Traktaten og statuten krævede flertal, har mindretallet ret til at få deres opfattelse optaget i et annekst til udtalelsen.

5.6 Hemmelig afstemning kan kun foretages i sager af personlig karakter.



## **Artikel 6 - Organisering af Rådsmøder**

6.1 Dagsordenen for hvert møde skal godkendes af Rådet. En foreløbig dagsorden skal udarbejdes af formanden og skal sammen med de relevante dokumenter fremsendes til Rådets medlemmer og deltagere i henhold til artikel 11 senest otte dage før mødet, bortset fra i hastetilfælde, hvor formanden skal agere under hensyntagen til omstændighederne. Rådet kan beslutte at fjerne eller tilføje punkter på den foreløbige dagsorden på forslag fra formanden eller fra et medlem af Rådet. Et punkt skal fjernes fra dagsordenen på forlangende af mindst tre medlemmer, hvis de relevante dokumenter ikke var fremsendt til medlemmerne rettidigt.

6.2 Et beslutningsreferat af Rådets forhandlinger skal forelægges dets medlemmer til godkendelse på det næste møde.

## **Artikel 7 - Stedfortræderkomiteen**

7.1 Der oprettes hermed en Stedfortræderkomité, som skal bidrage til forberedelsen af møderne i Rådet og fastlægge sin dagsorden i overensstemmelse hermed.

7.2 Stedfortræderkomiteen skal bestå af højtstående repræsentanter for centralbankerne, udpeget af deres respektive direktionsformænd. Det enkelte medlem af komiteen kan ledsages på møder i komiteen af en repræsentant fra hans/hendes institution.

7.3 Generaldirektøren skal være Stedfortræderkomiteens formand. Han/hun må være ledsaget af op til tre afdelingschefer og, afhængig af dagsordenen, af op til yderligere tre EMI-stabsmedlemmer. I generaldirektørens fravær skal Stedfortræderkomiteen ledes af den ældste stedfortræder.

## **Artikel 8 - EMI's organisation**

Rådet skal, på forslag af formanden baseret på forudgående høring af Rådets medlemmer, tage beslutning vedrørende:

- EMI's opdeling i afdelinger;
- udnævnelse af generaldirektøren og afdelingscheferne; og
- ansættelsesforhold for EMI's personale.

## **Artikel 9 - Finanskomiteen**

9.1 Der oprettes hermed en Finanskomité bestående af næstformanden og de to anciennitetsmæssigt ældste medlemmer af Rådet. Deres tjenesteperiode skal være et år. Ved udgangen af tjenesteperioden skal de to medlemmer af Rådet, som anciennitetsmæssigt følger efter, blive medlemmer af Finanskomiteen.

9.2 Skulle et medlem af Finanskomiteen ikke fuldføre sin tjenesteperiode, skal Rådet udpege et nyt medlem for den resterende del af tjenesteperioden i henhold til samme regler, med mindre den resterende del af tjenesteperioden er mindre end seks måneder. I sidstnævnte tilfælde skal det nye medlem gøre tjeneste for den resterende del af forgængerens tjenesteperiode plus en yderligere periode på et år.

9.3 Finanskomiteens formand skal ledes af næstformanden og skal:

- undersøge formandens forslag til Rådet om årsbudgettet og årsregnskabet så vel som regelmæssige udtalelser vedrørende EMI's udgifter i finansåret; og
- afgive udtalelse herom til Rådet.

## **Artikel 10 - Underkomiteer og arbejdsgrupper**

10.1 Rådet kan, på forslag af formanden, oprette underkomiteer og arbejdsgrupper på særlige områder, fastsætte deres mandat og udpege deres formænd.

10.2 Bestemmelsen i artikel 10.1 i denne forretningsorden skal ikke hindre formandens ret til at bemyndige ad hoc møder mellem EMI og repræsentanter for de nationale centralbanker.

## **Artikel 11 - Fortrolighed**

11.1 Forhandlingerne i Rådet eller i en komité eller gruppe oprettet af Rådet er fortrolige, medmindre Rådet, ved enstemmighed, bemyndiger formanden til at offentliggøre resultatet af forhandlingerne.

11.2 Med forbehold af artiklerne 11.3 og 17.3 skal alle dokumenter produceret af EMI være fortrolige, medmindre Rådet beslutter noget andet.

11.3 De nationale centralbanker skal sikre, at deres repræsentanter med hensyn til deres aktiviteter indenfor EMI's rammer er bundet af den samme fortrolighedsforpligtelse som EMI-stabsmedlemmer.

## **Artikel 12 - Årsberetning**

EMI's årsberetning, som omtalt i artikel 11.3, skal godkendes af Rådet i første kvartal af næstfølgende finansår og offentliggøres i Det Europæiske Fællesskabs officielle sprog i løbet af den fjerde måned i dette finansår.

## **Artikel 13 - Afsluttende bestemmelse**

Denne forretningsorden kan ændres, hvis og når, der er behov herfor.

## ORDFORKLARING

**Andet banksamordningsdirektiv:** direktiv godkendt den 15. december 1989 (89/646/EF), om samordning af love og administrative bestemmelser vedrørende EU-baserede kreditinstitutters etablering og virksomhed. Direktivet ændrer det første banksamordningsdirektiv fra 1977 (77/780/EF).

**Basel-Nyborg aftalen:** aftale indgået i Basel af EF-medlemsstaternes centralbankchefer den 8. september 1987 om forholdsregler til at styrke EMS'ens operative mekanismer (forlængelse af varigheden af den ultrakorte finansieringsmekanisme, øget mulighed for intervention og mere udstrakt brug af ECU) og om brugen af instrumenter (valutakursfleksibilitet indenfor båndet, renteændringer, intervention og rettidig justering af centralkurser) til imødegåelse af markedspress. Denne aftale blev godkendt af EF's finansministre og centralbankchefer ved deres uformelle møde i Nyborg den 12. september 1987.

**Baselkomiteen om banktilsyn:** en komité bestående af myndigheder med ansvar for banktilsyn, som blev oprettet af centralbankchefer for G10-landene i 1975. Den består af banktilsynsmyndigheder og centralbanker fra Belgien, Canada, Frankrig, Tyskland, Italien, Japan, Luxembourg, Holland, Sverige, Schweiz, England og USA. Møderne afholdes sædvanligvis i Bank for International Settlements i Basel.

**Betalingsafviklingssystem (FTS):** et formelt arrangement baseret på private kontrakter eller skreven lov, med flersidigt medlemskab, fælles regler og standardiserede arrangementer til overførsel og afregning af pengemæssige forpligtelser mellem medlemmerne.

**Betalingsagent:** institutionen som effektuerer en clearings endelige afregning på vegne af alle deltagerne.

**Betalingsrisiko:** en overordnet betegnelse, som bruges vedrørende både kreditrisiko og likviditetsrisiko i et system til overførsel af beløb. Det er risikoen for, at en deltager ikke kan opfylde en eller flere af sine forpligtelser overfor sine modparter eller overfor betalingsagenten eller betalingsinstitutionen.

**Bilateral centralkurs:** Den officielle paritet mellem to ERM medlemsvalutaer, omkring hvilken udsvingsbåndet er defineret.

**Centrale kreditregister (CKR):** informationssystem beregnet til at forsyne forretningsbanker, centralbanker og andre tilsynsmyndigheder med data vedrørende virksomheder og privates gæld til banksystemet.

**Direkte deltagere (adgang) i IFTS:** deltagere i en IFTS, som er ansvarlige overfor betalingsagenten (eller overfor alle andre direkte deltagere) for afregningen af deres egen, deres kunders og de, af de direkte deltageres betaling, på hvis vegne de afregner.

**Engrosbetalinger:** betalinger, generelt af meget store beløb (typisk godt over 100.000 ECU), som især udveksles mellem banker eller mellem finansmarkedsdeltagere og som kræver hurtig og præcis afregning. For eksempel regnes betalingsoperationer i nettoafviklingssystemer for at være engros betalinger uanset beløbsstørrelse, fordi de skal udføres på et nøje fastsat tidspunkt.

**ERM udsvingsbånd:** øvre og nedre grænse for bilaterale valutakurser, inden for hvilke ERM-valutaer må svinge.

**Fjernadgang til IFTS:** Et kreditinstitut har fjernadgang til et IFTS, hvis dets hovedkontor eller en af dets filialer har direkte adgang til et IFTS lokaliseret i et andet land, uden at det har en fysisk tilstedeværelse der.

**Institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS):** institutter, som i overensstemmelse med direktiv nr. 85/611/EF har som eneste formål at foretage kollektiv investering i værdipapirer af kapital tilvejebragt i offentligheden. Andele udbudt af UCITS kan genkøbes eller indfries, direkte eller indirekte, på forlangende af ihændehaber udaf instituttets aktiver.

**Interbankbetalingsafviklingssystem (IFTS):** system til overførsel af beløb, hvor de fleste (eller alle) af deltagerne er kreditinstitutter.

**Intervention på grænsen:** intervention udført af de centralbanker, hvis valutaer er enten på den øvre eller nedre grænse for sit bilaterale udsvingsbånd.

**Intramarginal intervention:** intervention udført af en centralbank til støtte for sin valuta, hvis kurs stadig befinder sig inden for sit udsvingsbånd.

**Komiteen om penge-, valuta-, finansiel og betalingsbalancestatistik (CMFB):** nedsat af Ministerrådet for at styrke samarbejdet på det statistiske område mellem EØS-statistiske institutter og Europa-Kommissionen på den ene side, og EØS-centralbanker og Det Europæiske Monetære Institut på den anden side, samt komme med udtalelser om statistiske spørgsmål til alle relevante parter.

**Koncerteringsgruppen:** gruppe bestående af valutamarkedseksperter fra centralbanker i EU-medlemsstater, Norge, Schweiz, Japan, Canada og USA. Gruppen udveksler regelmæssigt information om udviklingen på de finansielle markeder.

**Koncerteringsproceduren:** ramme inden for hvilken de eksperter, der deltager i Koncerteringsgruppen, udveksler information om markedsudviklingen.

**Korrespondentbank:** arrangement under hvilket en bank forsyner en anden bank med betaling og andre ydelser. Betalinger mellem korrespondenter udføres ofte gennem gensidige konti (såkaldte nostro og loro-konti), til hvilke der kan være knyttet stående kreditfaciliteter. Korrespondentbankydelse foregår navnlig over internationale grænser.

**Kursjustering:** ændring i ECU-centralkursen og i de bilaterale kurser for en eller flere af de valutaer, som deltager i EMS's valutakursmekanisme.

**Levering-mod-betaling (DVP):** betingelser, som gør det muligt for to eller flere operatører at afregne to overførselsordrer vedrørende samme transaktion på samme tid. Ved værdipapiroverførsler, for eksempel, gør DVP-mekanismer det muligt for deltagerne samtidigt at afregne værdipapirerne og de relevante beløb.

**Licitation til fast rente:** auktion af centralbankkredit til en forudannonceret rente (til forskel fra licitation til variabel rente).

**Likvidationsdirektivet:** direktiv om samordning af love og administrative bestemmelser vedrørende sanering og likvidation af kreditinstitutter, som blev foreslået af Den Europæiske Kommission den 11. januar 1988 (ændret forslag), og som stadig er under behandling i EU-Rådet.

**Likviditetfordelingsregel (eller likviditetfordelingsaftale):** en aftale mellem deltagere i et clearingsystem vedrørende fordelingen af likviditetsrisiko, som opstår, når en eller flere deltagere ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser; arrangementet foreskriver, hvorledes likviditetsrisiko vil blive fordelt mellem de berørte parter i tilfælde af, at aftalen aktiveres.

**Nettoafviklingssystem (NSS):** et IFTS i hvilket betalinger udveksles i løbet af arbejdsdagen (eller dele af arbejdsdagen) og afregnes netto ved dagens slutning (eller, mere sjældent, flere gange om dagen).

**Officiel ECU:** officielle ECU fremkommer gennem swap-operationer mod 20% af de centralbankers US-dollar og guldreserver, som deltager i EMS. Værdien af ECU beregnes som et vejte gennemsnit af værdien af de deltagende valutaer. ECU'ens valutasammensætning blev fastfrosset den 1. november 1993, da Traktaten om Den Europæiske Union trådte i kraft.

**Overvågningsgruppen:** gruppe bestående af valutamarkedsekspertes fra EU-centralbanker, som overser aktuelle økonomiske og monetære udviklingstendenser og politikker med henblik på at vurdere EMS's funktion.

**Realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS):** System til overførsel af beløb, i hvilket betalingsordrer udføres enkeltvis, som de opstår, og som sørger for afvikling med det samme af alle betalinger forudsat, at der er tilstrækkeligt med likvide midler eller overtræksfaciliteter på en udsteders konto hos betalingsagenten.

**Tabfordelingsregel (eller tabfordelingsaftale):** en aftale mellem deltagere i et clearingsystem vedrørende fordelingen af tab, som opstår, når en eller flere deltagere ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser; arrangementet foreskriver, hvorledes tabet vil blive fordelt mellem de berørte parter i tilfælde af, at aftalen aktiveres.

**Tiltrædelsestraktat:** Traktaten mellem Den Europæiske Union og EFTA-ansøgerlandene Østrig, Finland, Norge og Sverige, som fastsatte forudsætninger og betingelser for deres medlemskab af EF. Udvidelsesforhandlingerne blev formelt afsluttet i April 1994. Tiltrædelsestraktaten blev underskrevet under Det Europæiske Råds møde på Korfu i juni 1994 og trådte i kraft den 1. januar 1995 for Østrig, Finland og Sverige, efter at disse landes parlamenter havde ratificeret den.

**Zero-hour reglen:** bestemmelse i konkurslovgivning, som med tilbagevirkende kraft ophæver transaktioner i en institution under konkursbehandling fra midnat (kl. 0.00) på den dato, hvor der bliver afgivet konkurserklæring

## FORKORTELSER

### Lande<sup>1</sup>

BE	Belgien
DK	Danmark
DE	Tyskland
GR	Grækenland
ES	Spanien
FR	Frankrig
IE	Irland
IT	Italien
LU	Luxembourg
NL	Holland
AT	Østrig
PT	Portugal
FI	Finland
SE	Sverige
UK	England
JP	Japan
US	USA

### Valutaer

BEF/LUF	Belgiske/luxembourgske franc
DKK	Danske kroner
DEM	D-mark
GRD	Græske drachmer
ESP	Spanske pesetas
FRF	Franske franc
IEP	Irske pund
ITL	Italienske lire
NLG	Hollandske gylden
ATS	Østrigske schilling
PTE	Portugisiske escudos
FIM	Finske mark
SEK	Svenske kronor
GBP	Engelske pund
JPY	Japanske yen
USD	US-dollar

---

<sup>1</sup> I overensstemmelse med EF-praksis er landene i beretningen anført i alfabetisk rækkefølge efter de nationale sprog.

## Andre forkortelser

BIS	Bank for International Settlements (Den Internationale Betalingsbank)
BNP	Bruttonationalprodukt
CKR	Centrale kreditregister
CHAPS	Clearing House Automated Payments System (Clearinghuses automatiserede betalingsssystem)
EBA	Foreningen af ECU-banker
ECB	European Central Bank (Den europæiske centralbank)
ECOFIN	Rådet af økonomi- og finansministre
EF	Det Europæiske Fællesskab
EMCF	European Monetary Cooperation Fund (Den europæiske fond for monetært samarbejde)
EMI	Det Europæiske Monetære Institut
EMS	Det Europæiske Monetære System
ERM	Exchange Rate Mechanism of the EMS (Valutakurssamarbejdet i EMS)
ESCB	European System of Central Banks (Det europæiske system af centralbanker)
EU	Den Europæiske Union
EUROSTAT	Den europæiske unions statistiske kontor
EØF	Det Europæiske Økonomiske Fællesskab
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde
IFTS	Interbank Funds Transfer System (Interbank system til overførsel af beløb)
IMF	International Monetary Fund (Den Internationale Valutafond)
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (Det luxembourgske monetære institut)
LIFFE	London International Financial Futures Exchange
MATIF	Marché à Terme d'Instruments Financiers (Den franske futuresbørs)
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development (Organisationen for økonomisk samarbejde og udvikling)
RTGS	Realtidsbruttoafviklingsystem
STMS	Short-Term Monetary Support mechanism (Det kortfristede støttesystem)
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system
2BCD	Andet banksamordningsdirektiv
VSTF	Very Short-Term Financing mechanism (Den ultrakorte finansieringsmekanisme)
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union



## FORTEGNELSE OVER EMI'S PUBLIKATIONER<sup>\*</sup>

"Recent developments in the use of the private ECU: statistical review", Den Valutapolitiske Underkomité, marts 1993

"Minimum common features for domestic payment systems", Arbejdsgruppen om Betalingsformidling, november 1993

"Recent developments in the use of the private ECU: statistical survey", Den Valutapolitiske Underkomité, februar 1994

"Prepaid cards", Arbejdsgruppen om Betalingsformidling, maj 1994

"Information Booklet", oktober 1994

"Note on the EMI's intentions with regard to cross-border payments in Stage Three", Arbejdsgruppen om Betalingsformidling, november 1994

"Developments in EU paymentsystems in 1994", Arbejdsgruppen om Betalingsformidling, februar 1995

---

\* Nogle af publikationerne blev offentliggjort i 1993 af Centralbankchefkomiteen

## MEDLEMMERNE AF EMI-RÅDET

A. Lamfalussy	Formand for EMI
L. Rojo	Banco de España og næstformand for EMI <sup>2</sup>
A. Verplaetse	Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
E. Hoffmeyer (indtil 31. december 1994) B.N. Andersen (fra 1. januar 1995)	Danmarks Nationalbank
H. Tietmeyer	Deutsche Bundesbank
Y. Boutos (indtil 26. oktober 1994) L. Papademos (fra 26. oktober 1994)	Bank of Greece
J.-C. Trichet	Banque de France
M. Doyle (indtil 30. april 1994) <sup>3</sup> M. O'Connell (fra 1. maj 1994)	Central Bank of Ireland
A. Fazio	Banca d'Italia
P. Jaans	Institut Monétaire Luxembourgeois
W. Duisenberg	De Nederlandsche Bank
M. Schaumayer (fra 1. januar 1995)	Oesterreichische Nationalbank
M. Beleza (indtil 28. juni 1994) A. de Sousa (fra 28. juni 1994)	Banco de Portugal
S. Härmäläinen (fra 1. januar 1995)	Suomen Pankki
U. Bäckström (fra 1. januar 1995)	Sveriges Riksbank
E. George	Bank of England

---

<sup>2</sup> Siden juli 1994.

<sup>3</sup> Næstformand for EMI fra januar til april 1994

## MEDLEMMER AF EMI'S LEDELSE

A. Lamfalussy	Formand
R. Raymond	Generaldirektør

### Afdelingschefer

H. K. Scheller	Generalsekretær
G. J. Hogeweg	Den Monetære, Økonomiske og Statistiske Afdeling
P. W. Schlüter	Administrationsafdelingen
J. S. Etherington	Afdelingen for Informatik og Telekommunikationssystemer

## FINANSKOMITEEN

L. Rojo	Banco de España
E. Hoffmeyer (indtil 31. december 1994)	Danmarks Nationalbank
W. Duisenberg	De Nederlandsche Bank
A. Verplaetse (fra 1. januar 1995)	Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique

## FORMÆND FOR UNDERKOMITEER OG ARBEJDSGRUPPER

L. Papademos (indtil 6. januar 1995)	Den Pengepolitiske Underkomité
J.-J. Rey (fra 9. januar 1995)	
F. Saccomanni	Den Valutapolitiske Underkomité
B. Quinn	Den Tilsynsmæssige Underkomité
T. Padoa-Schioppa	Arbejdsgruppen om Betalingsformidling
A. Jarvis	Arbejdsgruppen om Trykning og Udstedelse af en Europæisk Pengeseddel
K. Hanau	Statistikgruppen
H. Heemskerck	Regnskabsgruppen
Y. Barroux	Arbejdsgruppen om Informationssystemer

