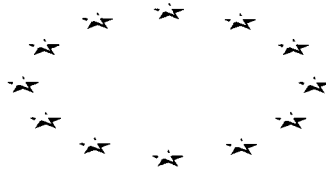




DET EUROPÆISKE MONETÆRE INSTITUT

Å R S B E R E T N I N G
1 9 9 6



April 1997

© Det Europæiske Monetære Institut, 1997
Postfach 10 20 31, D-60020 Frankfurt am Main

Alle rettigheder forbeholdt. Fotokopiering til uddannelsesformål eller i ikke-kommercielt øjemed er tilladt, såfremt kilden angives.

ISSN 1024-5588 **92-9166-316-6 (online)**

Trykt af Kern & Birner GmbH + Co., D-60486 Frankfurt am Main

Indholdsfortegnelse

Forord

Sammenfatning

Kapitel I

Økonomiske, monetære og finansielle forhold i Den Europæiske Union

I	Den økonomiske og finansielle baggrund i 1996	
1.1	Hovedlinjer i udviklingen uden for EU	14
1.2	Den økonomiske udvikling i EU	17
1.3	Udviklingen i priseme	25
1.4	Den finanspolitiske udvikling	30
1.5	Valutakursudviklingen inden for EU	35
1.6	Værdipapirmarkeder i EU-landene	42
2	Pengepolitik i medlemslandene	45
3	De økonomiske udsigter og udfordringerne for konvergensprocessen	52

Kapitel II

Forberedelse af tredje fase

I	Pengepolitik	
1.1	Pengepolitisk strategi	62
1.2	Implementering af den fælles pengepolitik	63
2	Valutakurspolitik	
2.1	Valutakurspolitisk samarbejde mellem euro-området og de øvrige EU-lande	66
2.2	Valutaintervention	66
2.3	ECB's valutareservestyring	66
2.4	Retningslinjer for de nationale centralbankers og medlemslandenes valutaoperationer	67
3	Statistik	
3.1	Statistikkrav, som sætter ESCB i stand til at udføre sine opgaver i tredje fase	68
3.2	Organiseringen af statistikarbejdet på europæisk plan	70
3.3	Juridiske aspekter	71
4	Betalingsystemer	
4.1	TARGET-systemet	72
4.2	Afviklingssystemer for værdipapirer	73
5	Forberedelse af euro-sedler	75

6	Regnskabsrelaterede emner	77
7	Informations- og kommunikationssystemer	78
8	Banktilsyn	79
9	Juridiske emner	
	9.1 Sekundær fællesskabslovgivning	80
	9.2 Konvergens på det juridiske område	81
10	Overgangen til euro	83

Kapitel III

EMI's øvrige opgaver

1	Samarbejde mellem centralbanker vedrørende betalingssystemer	
	1.1 Fjernadgang	88
	1.2 Standardisering	88
	1.3 Elektroniske penge	88
2	Overvågning af ECU-clearing- og afviklingssystemet	
	2.1 Etablering af et nyt system til risikokontrol	90
	2.2 Juridiske problemstillinger	90
	2.3 Afvikling i EBA's clearing- og afviklingssystem i tredje fase	91
3	Samarbejde om banktilsyn	92
4	Administrationen af EMS-mekanismerne og fællesskabslån	95
5	Rådgivende funktioner	97
6	Tilsyn med overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	99
7	Samarbejde med andre institutioner	100

	EMI's årsregnskab	103
--	--------------------------	-----

Bilag

	Ordliste	114
	Kronologisk oversigt over pengepolitiske tiltag i EU i 1996	121
	EMI's øvrige publikationer	130

Liste over bokse, tabeller og figurer *

Bokse

1	Tendenser i den geografiske fordeling af EU's eksport af varer Figur: Geografisk fordeling af eksporten af varer fra EU-15, 1985 og 1995	16
2	Stivheder på arbejdsmarkedet i EU-landene Tabel: Vækst- og beskæftigelsestendenser i EU på langt sigt	22
3	Fremskridt i retning af prisstabilitet i EU's medlemslande Tabel: EU-landenes gennemsnitlige inflationstakt og spredningen heri	28
4	Tendenser i udviklingen i de offentlige udgifter og indtægter i procent af BNP og spørgsmålet om holdbarhed Figur: Offentlige indtægter og udgifter i EU Figur: Budgetunderskud og offentlige rentebetalinger i EU	33
5	Det private ECU-marked Tabel: De finansielle ECU-markeder Figur: Forskellen mellem markedskursen og den teoretiske kurs på ECU	40
6	De seneste erfaringer med pengemængdemål og inflationsmål	50
7	Harmoniserede forbrugerprisindeks Tabel: Forbrugerprisinflation i 1996 baseret på harmoniserede indeks (HICP) og nationale indeks (CPI)	56

Tabeller

1	Den seneste udvikling i væksten i BNP i faste priser	18
2	Sammensætning af væksten i EU i 1996	19
3	Handels- og betalingsbalancer i EU	20
4	Inflation målt ved forbrugerprisindekset og vigtige forklarende faktorer	27
5	Offentlige finanser	31
6	Offentlige finanser i 1996	32
7	Lange renter	42
8	Pengepolitiske målsætninger og retningslinjer i medlemslandene a) Monetære aggregater - målsætninger og retningslinjer b) Officielle inflationsmål	46
9	Økonomiske indikatorer og "Maastricht-traktatens" konvergenskriterier	54
10	Markedsoperationer	63
11	Karakteristika ved anvendelig sikkerhedsstillelse	64
12	Overgangen til euro	84
13	Udestående fællesskabslån	96
14	Høringsprocedure	97

* I tabellerne gælder følgende konvention:

"-" Ikke anvendelig

"." Ikke tilgængelig

"..." Nul eller forsvindende lille

* I rapporten gælder følgende konvention:

I denne rapport er de aggregerede EU-15-data generelt konstrueret ved hjælp af købekraftsvalutakurser i vægtningen af de nationale data, undtaget ved opgørelse af handelsdata, hvor der er anvendt faktiske valutakurser for 1993. Indeksene (på nær forbrugerprisindekset, CPI) er konstrueret på basis af BNP-vægte for 1993, mens der til CPI-indekset er benyttet forbruger-udgifts-vægte.

Redaktionen afsluttet primo marts 1997.

Figurer

1	Hovedtræk i udviklingen i de vigtigste industrilande	15
2	Beskæftigelse i EU-landene	21
3	Arbejdsløshed	23
4	Inflation målt ved forbrugerprisindekset	26
5	Ændringer i de offentlige indtægters og udgifters struktur i EU	32
6	ERM-valutaernes placering	37
7	Nominelle effektive valutakurser	39
8	Spænd over for lange tyske obligationsrenter	44
9	Officielle rentesatser	47
10	Korte rentespænd over for Tyskland	49

Forkortelser

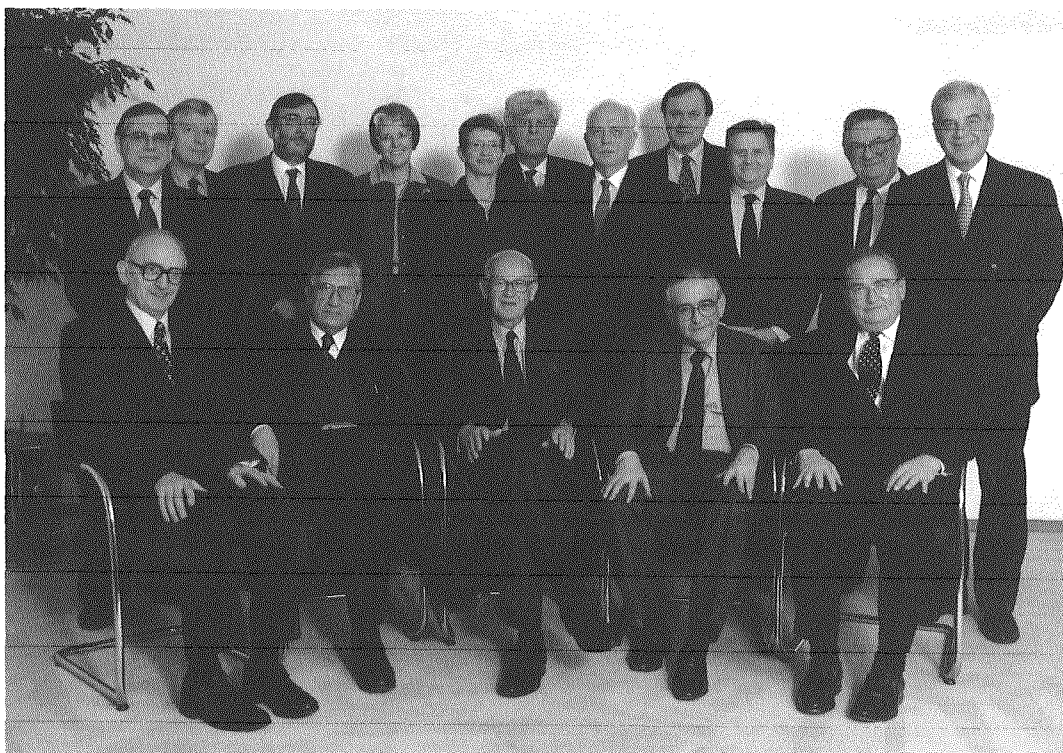
Lande*

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	Storbritannien
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 kroner
GBP	Britiske pund
JPY	Japanske yen
USD	Dollar

* I overensstemmelse med EU-praksis er landene i denne beretning opstillet i alfabetisk orden i henhold til de nationale betegnelser.



Bageste række (venstre mod højre): L. Papademos, P. Jaans, A. de Sousa, B. Andersen, S. Härmäläinen, W. Duisenberg, H. Tietmeyer, U. Bäckström, J.-C. Trichet, A. Verplaetse, K. Liebscher.

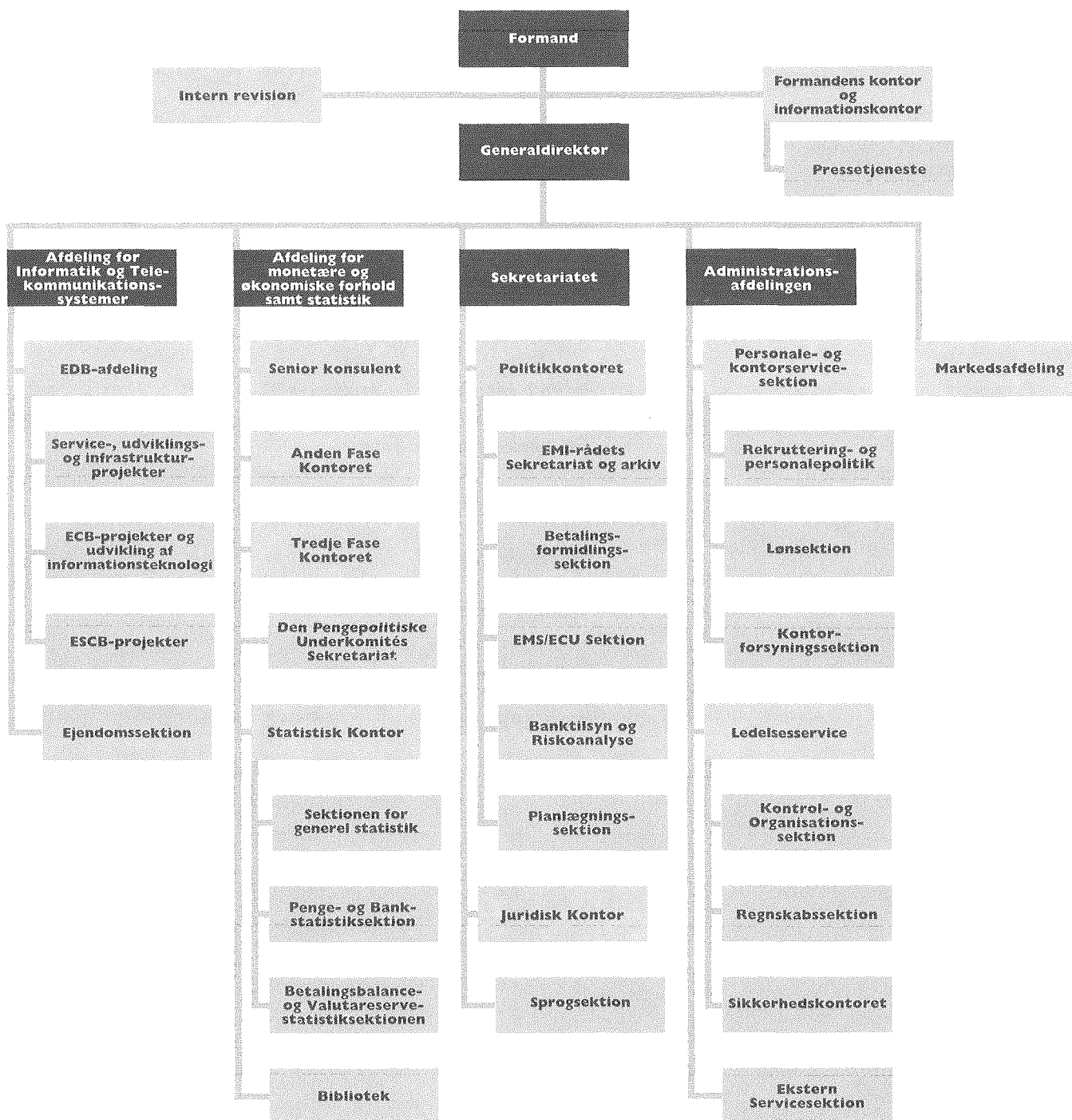
Forreste række: M. O'Connell, A. Fazio, A. Lamfalussy (formand), L. Rojo (næstformand), E. George.

EMI-Rådet

A. Lamfalussy	<i>Formand for EMI</i>
L. Rojo	<i>Banco de España og næstformand for EMI</i>
A. Verplaetse	<i>Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>
B. Andersen	<i>Danmarks Nationalbank</i>
H. Tietmeyer	<i>Deutsche Bundesbank</i>
L. Papademos	<i>Bank of Greece</i>
J.-C. Trichet	<i>Banque de France</i>
M. O'Connell	<i>Central Bank of Ireland</i>
A. Fazio	<i>Banca d'Italia</i>
P. Jaans	<i>Institut Monétaire Luxembourgeois</i>
W. Duisenberg	<i>De Nederlandsche Bank</i>
K. Liebscher	<i>Oesterreichische Nationalbank</i>
A. de Sousa	<i>Banco de Portugal</i>
S. Hämäläinen	<i>Suomen Pankki</i>
U. Bäckström	<i>Sveriges Riksbank</i>
E. George	<i>Bank of England</i>

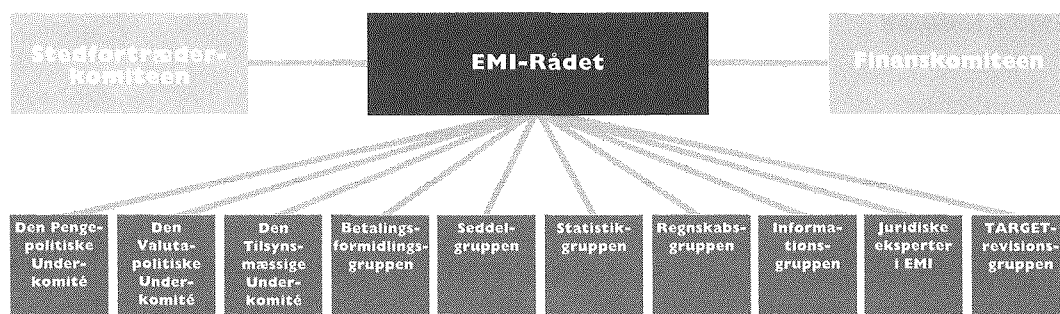


DET EUROPÆISKE MONETÆRE INSTITUT



EMI's ledelse

A. Lamfalussy	<i>Formand</i>
R. Raymond	<i>Generaldirektør</i>
H. K. Scheller	<i>Generalsekretær, Sekretariatschef</i>
G. J. Hogeweg	<i>Leder of Den Monetære, Økonomiske og Statistiske Afdeling</i>
P.-W. Schlüter	<i>Leder of Administrationsafdelingen</i>
J. Etherington	<i>Leder of Afdelingen for Informatik og Telekommunikationssystemer</i>



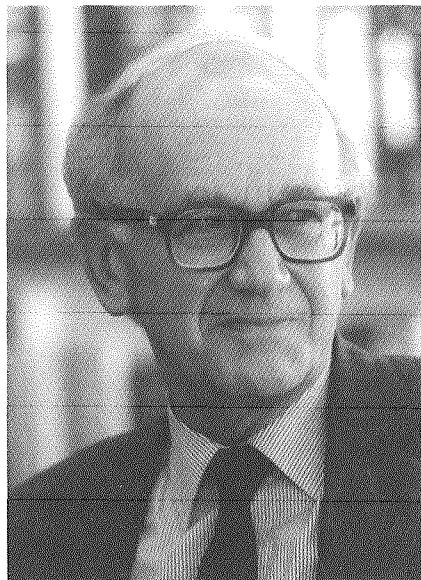
Finanskomiteen

L. A. Rojo		<i>Banco de España</i>
P. Jaans	(indtil 31. august 1996)	<i>Institut Monétaire Luxembourgeois</i>
E. George	(fra 1. september 1996)	<i>Bank of England</i>
A. Fazio	(indtil 31. august 1996)	<i>Banca d'Italia</i>
J.-C. Trichet	(fra 1. september 1996)	<i>Banque de France</i>

Formænd for underkomiteer og arbejdsgrupper

J.-J. Rey		<i>Den Pengepolitiske Underkomité</i>
F. Saccomanni		<i>Den Valutapolitiske Underkomité</i>
B. Quinn	(indtil 29. februar 1996)	<i>Den Tilsynsmæssige Underkomité</i>
T. de Swaan	(fra 1. marts 1996)	
W. Hartmann		<i>Betalingsformidlingsgruppen</i>
A. Jarvis		<i>Seddelgruppen</i>
K. Hanau		<i>Statistikgruppen</i>
H. Heemskerck		<i>Regnskabsgruppen</i>
Y. Barroux		<i>Informationsgruppen</i>
J. Guill		<i>Juridiske eksperter i EMI</i>
M. Caparelli	(fra 2. juli 1996)	<i>TARGET-Revisionsgruppen</i>

Forord



EMI's årsberetning omhandler for det første de monetære, økonomiske og finansielle forhold i EU, herunder graden af konvergens, og for det andet EMI's aktiviteter, med speciel opmærksomhed om de fremskridt institutionen har gjort med at opfylde sine forpligtelser til at foretage de nødvendige forberedelser til starten af den monetære union.

Jeg mener, at der er basis for en forsigtig optimisme omkring den makroøkonomiske udvikling, selv om risici og udfordringer ikke skal undervurderes. En økonomisk genoprejsning er undervejs og synes at ville fortsætte sammen med lave inflationsrater. EU's valutamarkeder har for de flestes vedkommende været relativt rolige. De lange renter er lave, og rentespændene er blevet indsnævret betydeligt, hvilket i høj grad reflekterer de fundamentale økonomiske forhold, selv om denne tendens på det seneste er ændret noget i flere tilfælde. Set i lyset af det generelt svage inflationspres og de finanspolitiske stramninger har det været forsvarligt at lempe pengepolitikken yderligere, selv om det fortsat er nødvendigt at holde et vågent øje med inflationsudviklingen.

Arbejdsløsheden vækker imidlertid meget stor bekymring. De seneste resultater med hensyn til jobskabelse i EU tegner, efter min mening, et dystert billede. Beskæftigelsen er næsten ikke steget i EU siden

bunden af konjunkturforløbet blev nået i 1993, og fremskrivningerne antyder kun meget begrænset forbedring. Dette understreger det alt afgørende behov for fortsatte begrænsninger af arbejdskraftomkostningerne og styrkede arbejdsmarkedsreformer. Det er tydeligt, at den fornyede økonomiske vækst ikke vil være tilstrækkelig til at afhjælpe den dybtliggende strukturelt betingede arbejdsløshed.

EMI's rapport "Progress towards convergence 1996", offentliggjort i november, konkluderede, at flertallet af medlemslandene ikke opfylder de nødvendige betingelser for indførelsen af den fælles valuta. Endnu en rapport herom vil blive forbedret i begyndelsen af 1998 med henblik på starten af tredje fase 1. januar 1999. Det er af allerstørste vigtighed, at økonomierne i de medlemslande, der danner den monetære union, er - og fortsat vil være i stand til at forblive - konvergente.

Tydeligvis er der gjort fremskridt i konvergen af inflationsrater og lange obligationsrenter, og valutakursstabilitet er i brede træk blevet fastholdt. Som en velkommen udvikling er Finland og Italien nu medlemmer af ERM. Til gengæld er situationen langt fra tilfredsstillende i mange lande, når der ses på den finanspolitiske situation. På trods af konsolideringsbestræbelser, der har bidraget til at nedbringe de faktiske underskud, er underskudene fortsat over traktatens referencepunkter. De samlede gældsrenter er fortsat stigende, på trods af en favorabel udvikling i nogle medlemslande. Efter min mening sættes der i for høj grad på indtægtsstigning og i mindre grad end ønskeligt på udgiftsreduktioner, når budgetterne konsolideres. Endvidere kan en holdbar konsolidering ikke opnås med engangstiltag og regnskabsmæssige ændringer.

Med hensyn til EMI's aktiviteter, kan jeg med tilfredshed konstatere, at der er sket yderligere og betydelige fremskridt i det forberedende arbejde. Bl.a. kan det frem-

hæves, at EMI opfyldte sin traktatfastlagte pligt til inden udgangen af 1996 at specificere de lovgivningsmæssige, organisatoriske og logistiske rammer, der er nødvendige for, at ESCB kan udføre sine opgaver fra starten af tredje fase. Blandt flere områder, hvor arbejdet er skredet frem, vil jeg fremhæve følgende:

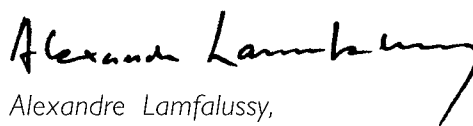
- EMI har bidraget til forslag til EU-forordninger om indførelsen af euroen;
- De operationelle aspekter af den fælles pengepolitik, herunder instrumenter og procedurer er nu blevet specificeret yderligere, og de faktorer, der vil ligge til grund for ECB's kommende valg af strategi i den monetære union, er blevet kortlagt. EMI har også udarbejdet udkast til henstillinger til EU-rådet vedrørende forordninger om statistik, minimumsreservekrav og sanktioner;
- ERM II - det valutakursarrangement, der skal etableres mellem euro-området og de øvrige EU-lande - er blevet afklaret;
- Når det gælder betalingssystemet TARGET, har EMI set på spørgsmål relateret til åbningstider og de organisatoriske rammer;

- EMI offentliggjorde de statistiske krav, der skal gøre det muligt for ESCB at udføre sine opgaver i tredje fase.

På mange andre områder skrider det forberedende arbejde også frem, herunder kan nævnes forberedelsen af valutareservestyringen i ESCB, værdipapirafviklingssystemer, harmonisering af regnskabsregler og -standarder for ESCB samt informations- og kommunikationssystemer. Der er også sket fremskridt i arbejdet med visse juridiske og overgangsrelaterede emner.

Der udestår fortsat meget forberedende arbejde på alle ovennævnte områder, især hvad angår specifikation af de tekniske detaljer ved de forskellige instrumenter og procedurer, og mere generelt med implementeringen af de generelle rammer, som vil muliggøre, at den fælles pengepolitik kan fungere gnidningsløst fra starten. Dette vil uden tvivl afsløre mange nye udfordringer, men de er overkommelige. EMI er godt på vej til at nå sine mål og dermed sikre, at alle tekniske forberedelser er færdiggjort, så tredje fase kan starte i 1999.

Frankfurt, 4. marts 1997



Alexandre Lamfalussy,
Formand

Sammenfatning

Sammenfatning

Med denne årsberetning ønsker Det Europæiske Monetære Institut, EMI, at give et overblik over alle aspekter af EMI's opgaver, som de er fastlagt i traktaten. I henhold til artikel 11 i EMI-statutten indeholder årsberetningen en beskrivelse af både økonomiske, monetære og finansielle forhold i Fællesskabet frem til udgangen af 1996. Endvidere beskrives EMI's aktiviteter og regnskab for 1996. Indholdet af denne årsberetning trækker i høj grad på tidligere og mere dybtgående EMI-rapporter, herunder i særdeleshed rapporterne

“Progress towards convergence 1996” (november 1996) og “The single monetary policy in Stage Three - Specification of the operational framework” (januar 1997). Herudover opfylder beretningen det krav, som følger af artikel 7 i EMI-statutten. Dette påvirker ikke EMI's intentioner om at offentliggøre yderligere materiale senere i år, især hvad angår forberedelserne af de nødvendige procedurer for udførelsen af en fælles pengepolitik i tredje fase.

I Økonomiske, monetære og finansielle forhold i Den Europæiske Union

Den økonomiske og finansielle baggrund i 1996

I lyset af en hovedsageligt gunstig global økonomisk udvikling, sås der en moderat økonomisk vækst i EU i 2. kvartal af 1996 og fremefter. I nogle lande kan væksten have været lavere i 4. kvartal, men dette skal ikke ses som et udtryk for en ændring i den underliggende tendens. Den fornyede vækst i bruttonationalproduktet, BNP, i løbet af året var imidlertid ikke tilstrækkelig til at neutralisere effekten af vækstpausen, der begyndte tidligt i 1995 og fortsatte ind i begyndelsen af 1996. Alt i alt var væksten for året markant lavere. Realvæksten i BNP i EU i 1996 estimeres til at have været ca. 1,7 pct., sammenlignet med 2,5 pct. i 1995. Et afgørende element i den svagere gennemsnitlige vækst i 1996 var den begrænsede stigning i investeringerne. I den henseende var et holdbart vækstmønster, som især var forbundet med accelererende investeringer i hele EU, endnu ikke etableret ved udgangen af 1996.

I overensstemmelse med den moderate BNP-vækst steg beskæftigelsen ikke i de fleste medlemslande. Den gennemsnitlige arbejdsløshed for EU som helhed faldt kun lidt i midten af 1996, men steg til lidt over

11 pct. mod slutningen af året. Set i et længere perspektiv er det tydeligt, at hovedparten af arbejdsløsheden i EU er strukturelt frem for cyklisk bestemt. I adskillige årtier har der været en klar og ubrudt tendens til stigende arbejdsløshed i EU og en ganske svag sammenhæng mellem BNP-vækst, beskæftigelse og arbejdsløshed. En reduktion af de strukturelle stivheder på arbejdsmarkedet (og på varemarkedet) og fortsat løntilbageholdenhed er derfor en afgørende forudsætning for en lettelse af arbejdsløshedsproblemet i EU, selv om der kan ventes en vis vækst i beskæftigelsen som følge af den økonomiske vækst. I de fleste lande er arbejdsmarkedsreformerne fortsat for utilstrækkelige til signifikant at forbedre udviklingen på arbejdsmarkedet.

¹ Referencer til traktaten er referencer til traktaten for det europæiske fællesskab, med mindre andet er angivet. Referencer til EMI-statutten eller ESCB/ECB-statutten er referencer til henholdsvis protokol nr. 4 om statutten for Det Europæiske Monetære Institut og protokol nr. 3 om statutten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank. Disse protokoller er tilknyttet traktaten og udgør en integrerende del heraf.

Selv i lande, hvor der er taget betydelige tiltag på arbejdsmarkedet, er der behov for mere tid, før effekterne af disse tiltag kan vurderes til fulde.

Prisudviklingen er forblevet gunstig. Det har været afgørende, at der er blevet lagt mere vægt på mellemfristet pengepolitik, der har opnåelse og bevarelse af prisstabilitet som målsætning. Desuden blev de gunstige prisforhold understøttet af øget national konkurrence, som følge af privatiseringer og deregulering, og international konkurrence, delvis relateret til europæisk integration og i visse lande til effekterne af åbningen af Østeuropa. Som følge heraf faldt inflationen i EU til et gennemsnit på 2,6 pct. i 1996. Dette er positivt sammenlignet med 3,1 pct. i 1995, men er også en stor bedrift set i historisk sammenhæng. De fleste medlemslande har aktuelt inflationsrater på 2 pct. eller herunder, og i andre lande er inflationen faldende. I 1996 blev inflationsfaldet endvidere understøttet af svag vækst i importpriserne og svagere indenlandsk inflationspres, hvor sidstnævnte er knyttet til svag efterspørgsel og en begrænset stigning i enhedsløn- og kostningerne i de fleste medlemslande.

Hvad angår *finanspolitikken*, var der i 1996 fortsat behov for konsolidering som følge af de fortsat høje offentlige budgetunderskud og gældsrate i de fleste medlemslande. I EU som helhed har der været en stadig nedgang i budgetunderskuddene, siden toppen blev nået i 1993. Ikke desto mindre forventedes det gennemsnitlige budgetunderskud fortsat at udgøre noget mere end 4 pct. af BNP i 1996, hvilket stadig giver anledning til alvorlig politisk bekymring. Den gennemsnitlige gældsrate i EU er steget støt fra under 60 pct. i 1991 til et godt stykke over 70 pct. i 1996. Mens bestræbelserne på at opnå lavere budgetunderskud fortsatte i 1996, var sammensætningen af den finanspolitiske konsolidering genstand for bekymring, når der ses på udviklingen i de offentlige udgifter og indtægter: Mens der i 1994-95 kunne registreres lavere

budgetunderskud som følge af udgiftsreduktioner, skiftede bestræbelserne i 1996 til indtægtsstigninger. Med henblik på at opnå en holdbar konsolidering skal det bemærkes, at kortsigtede tiltag eller engangstiltag, der kun har effekt et enkelt år, og giver en aktuel forbedring af budgettet på bekostning af fremtidige budgetter eller alene har præsentationseffekter, ikke kan opfattes som tiltag, der bidrager til en holdbar udvikling.

Valutakursudviklingen har i 1996 sammenlignet med de foregående år været relativt rolig inden for Det Europæiske Monetære Systems valutakursmekanisme, ERM. Især forblev de bilaterale valutakurser mellem de deltagende medlemslande inden for relativt snævre bånd fra slutningen af maj og til midten af oktober, og valutakursvolatiliteten reduceredes betydeligt i forhold til 1995. Herudover tilsluttedes yderligere to landes valutaer ERM i 1996: Den finske mark med effekt fra 14. oktober og den italienske lire med effekt fra 25. november. De valutaer, der ikke deltager i ERM, oplevede i vid udstrækning en styrkelse frem til efteråret 1996. Derefter oplevede det britiske pund en yderligere styrkelse, mens de øvrige valutaer generelt forblev stabile. Generelt set - målt på den reale effektive valutakurs - bevægede mange EU-valutaer sig mod et valutakursniveau, der er mere i overensstemmelse med de fundamentale økonomiske forhold.

De lange renter faldt i alle medlemslande i løbet af 1996 undtagen i Storbritannien, der var anderledes placeret i konjunkturforløbet. De lange rentespænd indsnævredes markant over for de lande, der har de laveste obligationsrenter. Denne tendens kan tilsyneladende tilskrives en kombination af faktorer, herunder en væsentlig reduktion i de forventede inflationsforskelle inden for EU, en opfattelse af fremskridt i retning af finanspolitisk konsolidering, den relative valutakursstabilitet og mindre politisk usikkerhed i en række lande. Disse faktorer blev samtidig set som forhold, der

forbedrede ØMU-udsigterne - en omstændighed, som kan have spillet en selvstændig rolle i indsnævringen af spændene, både direkte og ved yderligere at forbedre udsigterne til valutakursstabilitet.

Pengepolitik i medlemslandene

I 1996 gav de økonomiske og finansielle forhold mulighed for yderligere gradvise, men forsigtige *pengepolitiske* lempelser via nedsættelser af de officielle renter i de fleste EU-lande. I et flertal af EU-landene (Belgien/Luxembourg, Danmark, Tyskland, Frankrig, Holland, Østrig, Finland og Sverige) faldt de officielle renter og nøglerenterne til lave og meget ens niveauer. Konvergenen i de korte renter og inflationstakten i 1996 sammenholdt med opnåelse af betydelig valutakursstabilitet indikerer en høj grad af sammenfald i disse EU-landes pengepolitik. I de fleste øvrige EU-lande understøttede den realøkonomiske udvikling og valutaforholdene i 1996 gradvist en lempelse af pengepolitikken. Hermed indsnævredes disse landes korte rentespænd over for Danmark betydeligt. Dette førte til konvergens af de mere differentierede pengepolitiske forhold, som havde været berettigede i det meste af 1995 for at imødegå inflationært pres og/eller fornyet ustabilitet på valutamarkedene i enkelte EU-lande. Undtagelserne var Irland, som strammede pengepolitikken senere på året, og Storbritannien, som satte de officielle renter op i anden halvdel af 1996.

De økonomiske udsigter og udfordringerne for konvergensprocessen

Hvad angår de *økonomiske udsigter for 1997*, er konjunkturudsigterne mere gunstige, mens behovet for strukturelle tiltag fortsat eksisterer. Den økonomiske vækst i EU forventes at stige i 1997, mens situationen på arbejdsmarkedene forventes at forblive højest utilfredsstillende i de fleste medlemslande. Den svage udvikling på dette

område skyldes mange institutionelle stivheder, og det vil blive en stor udfordring for de fleste medlemslande at løse disse problemer på en beslutsom måde og nå frem til en varig løsning.

Konvergenssituationen blev beskrevet i en omfattende rapport fra EMI benævnt "Progress towards convergence 1996", der blev offentliggjort i november 1996. I denne beretning gives hovedsageligt en kort opdatering af analysen for 1996. Der er kun kommet få nye tal siden da, fx er der endnu ingen nye Kommissionsdata for udfaldet af finanspolitikken for 1996.

Udsigterne til at kunne opretholde lav inflation i EU er ganske gode. Som følge af en væsentlig stigning i enhedsløn-kostningerne i enkelte lande er der dog fortsat risiko for højere inflation. På baggrund af den finanspolitiske situation i 1996 har flere regeringer taget initiativ til at styrke konsolideringen med henblik på resultater i 1997. Det er endnu for tidligt at vurdere effekterne af disse tiltag i 1997 og fremover. Generelt er der behov for en holdbar fremgang for at sikre holdbare finanspolitiske positioner. Hvis de aktuelle antagelser om udsigterne til forbedrede konjunkturer viser sig at være velfunderede, bliver det nemmere at foretage yderligere nødvendige strukturelle tilpasninger. Fristelsen til at lette på tilpasningerne i lyset af tilsyneladende mindre stramme begrænsninger skal dog undgås for enhver pris. Set i et bredere perspektiv vil opfyldelsen af regeringernes målsætning desuden give et væsentligt bidrag til udviklingen i de offentlige finanser. Det er denne sammenhæng mellem en holdbar finanspolitisk konsolidering og en forbedring af vækstudsigterne på mellemlangt sigt, der berettiger, at konsolideringsbestrebelse ikke kun ses på baggrund af konvergenskriterierne men også som nødvendige i sig selv. Yderligere fremgang vil også bidrage til at fastholde valutakursstabilitet og konvergens i obligationsrenterne, mens tilbagefald i konsolideringen af de offentlige

finansier eller andre faktorer, der reducerer tilliden til ØMU-processen, kan påvirke de finansielle markeder negativt.

Efterhånden som tidsfristen for overgangen til tredje fase nærmer sig, er det nødvendigt at opfylde kravet om en vedvarende konvergens. Dette bliver endnu vigtigere, efterhånden som aktørerne i økonomien begynder at kigge ud over 1999 og danne sig forventninger om udviklingen i euro-området på længere sigt. Det handler med andre ord om de makroøkonomiske omgivelser, hvori Den Europæiske Centralbank, ECB, skal tage de første skridt med henblik på at sikre prisstabilitet.

Disse overvejelser gør det endnu vigtigere, at der i pengepolitikken fortsat holdes et vågent øje med at sikre prisstabilitet. Den pengepolitiske stilling i perioden fremover er specielt vigtig, eftersom den i stigende grad vil påvirke inflationsudviklingen i og efter 1999 og dermed forventningerne til prisudviklingen i euro-området. Med hensyn til budgetpolitikken er det vigtigt at være

opmærksom på, at den nødvendige opfyldelse af de finanspolitiske kriterier forud for indførelsen af den fælles mønt også indebærer sikring af holdbare offentlige finanser på sigt. På Det Europæiske Råds møde i Dublin i december 1996 var der enighed om, at opretholdelse af sunde offentlige finanser i tredje fase skal ske inden for rammerne af stabilitets- og vækstpagten. Den alt overskyggende betydning af en bæredygtig budgetudvikling stammer også fra den fremtidige byrde, som vil opstå fra samspillet mellem rentebetaling på den akkumulerede gæld, høj og vedvarende arbejdsløshed samt den demografiske udvikling. Endelig forbliver valutakursstabilitet et vigtigt element, når graden af vedvarende konvergens skal vurderes både før og efter 1999. Som en del af det fremtidige penge- og valutakurspolitiske samarbejde mellem euro-området og de øvrige EU-lande vil en ny valutakursmekanisme, ERM II, blive etableret. Medlemskab bliver frivilligt. Ikke desto mindre forventes medlemslande med dispensation at deltage i valutakursmekanismen.

2 Forberedelse af tredje fase

I 1996 gjorde EMI yderligere fremskridt i de forberedelser til tredje fase, der skal sikre, at Det Europæiske System af Centralbanker, ESCB, kan indlede sit virke og udføre sine opgaver fra starten af tredje fase. Dette involverede fortsatte forberedelser inden for områderne pengepolitik, valutakurspolitik, statistik, betalingssystemer, udstedelse af sedler, regnskabsregler og -standarder, edb-systemer og jura. EMI har ligeledes fortsat overvågningen af det forberedende arbejde til indførelsen af euroen, efter der blev opnået enighed om overgangsscenarioet på Det Europæiske Råds møde i Madrid i december 1995.

Pengepolitik

Med offentliggørelsen af rapporten "The single monetary policy in Stage Three - Specification of the operational framework" i januar 1997 har EMI givet offentligheden og de nationale centralbankers modparter information om de operationelle aspekter af den *fælles pengepolitik*. EMI's forberedelser af den fælles pengepolitik skrider planmæssigt frem, og begrebsafgrænsningen er afsluttet for alle hovedemner af betydning. Listen over potentielle kandidater til en fælles pengepolitisk strategi i tredje fase er blevet reduceret til to, nemlig pengemængdemål og direkte inflationsmål. EMI-rådet har også

defineret et sæt pengepolitiske instrumenter, der vil være tilgængelige for ESCB. Det forudses, at ESCB hovedsageligt vil benytte markedsoperationer, men der vil også blive tilbudt to stående faciliteter: En marginal udlånsfacilitet og en indskudsfacilitet. Herudover er der påbegyndt forberedelser af en infrastruktur, der tillader, at ECB pålægger reservekrav, hvis ECB ønsker at gøre brug heraf. For at sikre en fælles pengepolitik og lige vilkår for modparter i hele euro-området har EMI udarbejdet udvælgelseskriterier for modparterne og for de værdipapirer, der skal benyttes som sikkerhedsstillelse i operationer med ESCB. På nuværende tidspunkt foretages ingen tekniske forberedelser af fjernadgang til de pengepolitiske instrumenter.

I løbet af 1997 har EMI til hensigt at offentliggøre mere materiale relateret til specifikationen af ESCB's operationelle rammer for udførelsen af den fælles pengepolitik og på områderne for pengepolitisk strategi, pengepolitiske instrumenter og procedurer, TARGET-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System) og værdipapirafviklingssystemer.

Valutakurspolitik

Inden for det valutakurspolitiske område blev de brede linjer for de fremtidige valutakursrelationer mellem euro-området og de øvrige EU-medlemslande fastlagt i 1996. EMI's rapport herom blev fremsendt af ECOFIN-rådet til Det Europæiske Råds møde i Dublin i december 1996 og godkendt på dette møde. Det Europæiske Råd bad ECOFIN om at forberede et udkast til en resolution til Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni 1997, hvori grundelementerne fastlægges for et nyt valutakursarrangement, ERM II. EMI blev samtidigt bedt om at forberede et udkast til en aftale mellem centralbankerne til fremsendelse til ECB og centralbankerne i de medlemslande, der ikke deltager i euro-

området. EMI og de nationale centralbanker udfører også forberedende arbejde for at sikre, at ESCB kan benytte de to basale organisatoriske ordninger til at udføre sine valutatransaktioner, dvs. centralisering og decentralisering. Yderligere forberedelser er undervejs for at sikre, at ECB vil kunne fastsætte en politik for valuta-reservestyring og overvåge implementeringen fra starten af tredje fase.

Statistik

EMI har forberedt de statistiske krav til tredje fase, og hvor det var nødvendigt, er dette sket i samarbejde med Europa-kommissionen. De statistiske krav er beskrevet i et detaljeret dokument, som EMI offentliggjorde i juli 1996 til orientering for og brug i bankforeninger og hos andre, som er involveret i forberedelserne på statistikområdet. Kravene er opsummeret til mere generel orientering i en forklarende brochure, der blev offentliggjort samtidig. Da forberedelse af statistik er særdeles tidskrævende, blev medlemslandene kraftigt opfordret til straks at påbegynde implementeringen. Der er behov for en bred vifte af statistik som grundlag for udførelsen af den fælles pengepolitik i tredje fase. Mens en stor del af det statistiske materiale allerede er tilgængeligt nationalt, rejser sammenlægningen af nationale data spørgsmål vedrørende harmonisering og konsolidering. De deltagende medlemslande skal opfylde kravene tidsnok for starten af tredje fase i januar 1999, og derfor er der i god tid før starten af tredje fase behov for nogle data, der er så harmoniserede som muligt.

Betalingsystemer

EMI's "First progress report on the TARGET project", som blev offentliggjort i august 1996, tilbød yderligere information om betalingssystemets organisatoriske opbygning. For at undgå at skabe forhindringer

for den effektive udførelse af den fælles pengepolitik, skal der sikres en vis harmonisering af karakteristika ved de nationale RTGS-systemer (Real-Time Gross Settlement Systems) inden for euro-området, især hvad angår intradag-likviditet, åbningstider og prispolitik. Som en del af arbejdet med at definere instrumenter og procedurer for den fælles pengepolitik og for at sikre den gnidningsløse funktion af betalingssystemer i tredje fase af ØMU har EMI vurderet tilstrækkeligheden af værdipapirafviklingssystemer og deres sammenhæng med betalingssystemer. Hovedkonklusionerne er indeholdt i EMI's rapport "EU securities settlement systems - Issues related to Stage Three of EMU", udgivet i februar 1997.

Forberedelse af euro-sedler

EMI lancerede en *euro-seddel designkonkurrence* i februar 1996 med udløb i midten af september. I december udvalgte EMI-rådet en af ti designserier. I valget blev der taget højde for rådgivningen fra en international designjury bestående af eksperter i markedsføring, design og kunsthistorie samt resultaterne af en offentlig høring udført i fjorten af de femten medlemslande. EMI's formand informerede Det Europæiske Råd på mødet i december i Dublin om valget af udkast til sedeldesign. EMI arbejder aktuelt med at videreudvikle designudkast til endelige design. Dette betyder bl.a., at der samarbejdes med designeren for at lette seddelproduktionen og sikre at alle krav er opfyldt, herunder fx at der ikke er nationale kendetegn. Der skal endvidere indarbejdes sikkerhedselementer. Derefter skal der foretages yderligere forberedelser af produktionsprocessen, herunder forberedelsen af trykpladerne.

Regnskabsrelaterede emner

I 1996 vedtog EMI-rådet *regnskabsprincipperne* for de finansielle rapporter for ESCB. Brugen af disse regnskabsprincipper

vil blive obligatorisk for alle poster, der er vigtige for ESCB's funktion, for alle poster indeholdt i ECB's finansielle rapporter og for beregningen af de monetære indtægter. De nationale centralbanker kan ikke desto mindre fortsætte med at opføre og offentliggøre deres respektive nationale finansielle rapporter i henhold til nationale regnskabsregler. Arbejdet med at udarbejde den nødvendige regnskabsteknik fortsætter, så de nationale centralbanker og ECB kan tilpasse og udvikle regnskabsprocedurerne og -systemerne, så regnskabsprincipperne kan anvendes til ESCB's finansielle rapporter. Der arbejdes også med forberedelsen af en passende metode til bestemmelse af de monetære indtægter, dvs. de indtægter, der følger af ESCB's udførelse af den fælles pengepolitik.

Informations- og kommunikationssystemer

Inden for området *informations- og telekommunikationssystemer* har EMI-rådet godkendt en teknisk løsning til sikker højkapacitets telekonferenceservice til ESCB. Herudover har EMI undersøgt den bedste måde at udvide telekonferencesystemet ud over ESCB, især til de ikke-EU-centralbanker, der deltager i koncertationsgruppen. Der er også opnået enighed om hovedelementerne i den kommunikationsinfrastruktur, der skal forbinde ECB med de nationale centralbanker, og der arbejdes videre med de tekniske detaljer. Det planlægges at implementere denne infrastruktur i slutningen af 1997 for at påbegynde en testfase kort efter. Arbejdet er så fremskredent, at det er muligt at udvikle de nødvendige informationssystemer til støtte for udførelsen af decentrale pengepolitiske markedsoperationer, såvel som for at give mulighed for overvågning af decentral monetær intervention baseret på bilaterale procedurer samt valutaintervention udført fra starten af tredje fase.

Banktilsyn

I tredje fase vil de nationale myndigheder fortsat have ansvaret for *tilsynet* med de finansielle institutter, og den overordnede tilsynsmæssige ramme, der er fastlagt i EU, ændres ikke. EMI's forberedende arbejde på dette felt har til formål at klarlægge de mulige måder, hvorpå traktatens artikel 105(5) og ESCB/ECB-statuttens artikel 25(1) kan implementeres i praksis. Herudover tager arbejdet sigte på at opnå en foreløbig vurdering af, hvorledes ECB kan forholde sig med hensyn til den rådgivning, der skal ydes i henhold til traktatens artikel 105(6).

Juridiske emner

På det *juridiske område* har EMI i juni 1996 oversendt bidrag til Kommissionen til den sekundære lovgivning, der danner rammen for indførelsen af euroen. Kommissionens to forordningsudkast blev i princippet vedtaget af Det Europæiske Råd i december 1996. Den ene rådsforordning omhandler en-til-en omvekslingen af ECU (European Currency Unit) med euro, kontrakt-kontinuitet og tekniske regler for konverteringskurser, herunder afrunding. Den anden forordning rettes mod emner såsom substitutionen af euro for valutaerne i de deltagende lande, overgangsemner relateret til de nationale valutaer og udstedelsen af sedler og mønt. EMI har også formuleret anbefalinger til sekundær lovgivning relateret til statistisk information, reservekrav og sanktioner og udviklet en liste med karakteristika for centralbankafhængighed som hjælp for nationale beslutningstagere, når de skal tilpasse deres respektive centralbanklovgivning. EMI identificerede i den forbindelse flere faktorer i den nationale

centralbanklovgivning, som er i modstrid med traktatens og ESCB/ECB-statuttens krav om centralbankafhængighed, og som derfor må ændres. Anden nødvendig tilpasning af den nationale lovgivning, der er et led i de nødvendige forberedelser til tredje fase, herunder især de nationale centralbankers integration i ESCB og anden lovgivning end centralbankstatutter, er under overvejelse og vil blive behandlet i fremtidige rapporter fra EMI.

Overgangen til euro

EMI har fortsat overvågningen af fremskridtene i det *forberedende arbejde til indførelsen af euro*, efter der blev opnået enighed om overgangssceneriet på Det Europæiske Råds møde i Madrid i december 1995. EMI fungerer som forum for udveksling af information mellem de nationale centralbanker på fire specifikke områder. Det drejer sig om de nationale centralbankers interne forberedelser til etableringen af ESCB, forberedelserne blandt deltagerne på de finansielle markeder, euro-relaterede aktiviteter i det offentlige og udbuddet af information til den brede offentlighed om overgangen til tredje fase. Når man tager højde for de nationale karakteristika i de finansielle markeder og bankstrukturen, er de nationale centralbanker hovedkanalen for information og dialog omkring de sidstnævnte tre emner mellem de monetære myndigheder og de finansielle markeders deltagere. Endvidere er der løbende meningsudveksling mellem EMI, i samarbejde med de nationale centralbanker, og den finansielle sektor for at vurdere behovet for en koordineret indsats på EU-niveau i forbindelse med overgangsprocessen til den fælles valuta.

3 EMI's øvrige opgaver

Samarbejde mellem centralbanker vedrørende betalings-systemer

EMI arbejder stadig på at lette samarbejdet mellem EU's centralbanker inden for tre hovedområder vedrørende betalings-systemer: Fjernadgang, standardisering og elektroniske penge. Disse emner er analyseret i EMI's rapport "Developments in EU payment systems in 1996", der ventes offentliggjort i april 1997.

Overvågning af ECU-clearing- og afviklingssystemet

Fokus i EMI har været på at sikre, at der foretages de nødvendige tiltag, så systemet lever op til de sikkerhedsstandarder, der er fastlagt i G10-rapporten "Interbank Netting Schemes" fra 1990. I så henseende er de vigtigste reformer, der er gennemført i 1996, en etablering af bindende begrænsninger for en deltagers multilaterale nettoposition på et hvilket som helst tidspunkt i clearingprocessen samt en revision af retningslinjerne for medlemskab og udmeldelse. I 1996 har EBA, Den Europæiske Bankforening, udbedt sig ekstern juridisk bistand med henblik på at udvikle en juridisk struktur, som kan forsyne ECU-clearing- og afviklingssystemet med en juridisk ramme, som er fornuftig, og som kan håndhæves i tredje fase af ØMU. EBA har også indledt diskussioner med EMI om emner relateret til afviklingssystemet og til TARGET.

Samarbejde om banktilsyn

Konsultationer blandt tilsynsmyndigheder fokuseredes omkring tre hovedemner: For det første kreditinstitutternes interne kontrolsystemer, der blev analyseret i dybden med henblik på at identificere elementer, der kan hjælpe tilsyns-

myndigheder og andre interesserede parter i at vurdere effektiviteten af disse systemer. For det andet en analyse af nøgletals-systemer, som tilsynsorganer i EU anvender til - på et tidligt tidspunkt - at afsløre finansielt sårbare kreditinstitutter. Analysen viste, at der ikke er grundlæggende forskelle i de metoder, der anvendes til på et tidligt tidspunkt at afsløre finansielt sårbare kreditinstitutter. Endelig fortsatte samarbejdet mellem de syv medlemslande, hvori der eksisterer centrale kreditregistre, med henblik på at åbne registrene på tværs af grænserne for at give de indberettende institutioner adgang til de data, der ligger her.

Administration af EMS-mekanismerne og fællesskabslån

Den finske marks indtræden og den italienske lires genindtræden i ERM i løbet af efteråret 1996 havde ingen effekt på EMI's ECU-swap-operationer, fordi både Finland og Italien allerede deltog i swap-mekanismen på frivillig basis. I 1996 modtog EMI fortsat forfaldne renter, kommission og udgifter til udestående lån fra låntagere, nemlig Grækenland og Italien, og betalte til Fællesskabets kreditorer.

Rådgivende funktioner

Traktatens artikel 109f(6) og EMI-statuttens artikel 5.3 fastlægger, at EMI skal høres af EU-rådet eller de ansvarlige nationale myndigheder om ethvert forslag til fællesskabslov eller national lov, der hører under EMI's kompetence. Der blev modtaget seksten anmodninger om høringer i 1996. Seks kom fra EU-rådet, tre fra Europakommissionen og syv fra nationale myndigheder.

Tilsyn med overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang

EMI's regelmæssige overvågning viste, at traktatens krav fortsat respekteres af EU's centralbanker. Eksisterende mangler, der opstod som følge af overgangen til nye arrangementer såvel som tekniske problemer i forbindelse med indførelsen af nye regulativer, blev endeligt korrigeret i 1996 og i begyndelsen af 1997.

Samarbejde med andre institutioner

EMI har fortsat det tætte samarbejde med andre EU-organisationer på forskellige områder og niveauer. Når det gælder kontakter uden for Fællesskabet, er koncertationsproceduren forblevet et værdifuldt forum for udveksling af data mellem centralbankernes valutaekspertes. Arbejdsrelationerne er også blevet vedligeholdt med BIS, Valutafonden og Verdensbanken. EMI har også etableret relationer til centralbankerne i de associerede central- og østeuropæiske lande samt andre ansøgerlande.

Kapitel I

Økonomiske, monetære og finansielle forhold i Den Europæiske Union

I Den økonomiske og finansielle baggrund i 1996

1.1 Hovedlinjer i udviklingen uden for EU

Gunstigt eksternt klima

Den globale økonomiske udvikling i 1996 var hovedsageligt gunstig. Ifølge de seneste data fra de internationale organisationer skønnes BNP i faste priser i landene uden for EU at være vokset med godt 4 pct. sammenlignet med ca. 3½ pct. i 1995. Inflationspresset i industrilandene var fortsat begrænset, og stigningen i oliepriserne blev delvist opvejet af et mindre fald i andre råvarepriser. Væksten i den samlede verdensimport faldt en anelse i forhold til vækstraten på 11 pct. i 1995, men en pæn vækst på 8 pct. blev dog opretholdt (se også boks 1).

I USA var BNP-væksten i 1996 robust (se figur 1) som følge af især det stigende privatforbrug, og arbejdsløsheden faldt til et historisk lavt niveau på godt 5 pct. Inflationen forblev samtidig på 3 pct. I Japan var BNP-væksten stærk i den første halvdel af året, men herefter aftog styrken i opsvinget. Inflationen i Japan - målt ved forbrugerpriserne - var omtrent nul, og der var ingen tegn på inflationspres. Væksten var også positiv i de fleste andre industrilande uden for EU, dog med undtagelse af Schweiz, hvor produktionen faldt som følge af den kraftige styrkelse af schweizerfrancen.

I de sydøstasiatiske økonomier fortsatte den stærke BNP-vækst; med 7½ pct. var væksten således kun marginalt lavere end i 1995. I de central- og østeuropæiske lande (CØE-landene) var udviklingen mere blandet. Mens flere lande fortsat oplevede stærke vækstrater (især Polen, Tjekkiet og Slovakiet), steg aktiviteten mere moderat i andre lande og faldt i Bulgarien. Den gennemsnitlige vækst i CØE-landene under ét skønnes at have været knap 4 pct. I modsætning hertil oplevede landene i det

tidligere Sovjetunionen en yderligere nedgang i produktionen på omkring 1 pct. Væksten i landene i Latinamerika var over 3 pct. og i Afrika omkring 4½ pct.

De globale obligationsmarkeder tilpasser sig ændrede forventninger

Bevægelserne i obligationsrenterne på de større internationale markeder afspejlede i vid udstrækning forventningerne til den underliggende økonomiske udvikling. Renterne på 10-årige amerikanske obligationer steg fra 5,6 pct. ved udgangen af 1995 til et toppunkt på 7,1 pct. i juli bl.a. som følge af en frygt for, at inflationen inden længe ville stige. Den positive vækst i den amerikanske beskæftigelse havde en særlig indflydelse i denne sammenhæng. Rentestigningen viste sig dog kun at være midlertidig, da det blev klart, at inflationspresset i USA forblev begrænset, og renterne faldt gradvist til et niveau omkring 6,4 pct. ved udgangen af året. I Japan forblev såvel de korte som de lange renter på historisk lave niveauer igennem 1996. Den 10-årige obligationsrente steg fra 2,9 pct. ultimo 1995 til 3,4 pct. ved udgangen af februar, hvor opsvinget tog til. Herefter fluktuerede renterne omkring 3,3 pct. indtil slutningen af juli, hvorefter de gradvist faldt til 2,6 pct. ultimo året, hvor det økonomiske opsving i Japan blev usikkert, og renteforventningerne som følge heraf blev revideret ned.

Forholdsvis rolige valutamarkeder

I 1996 var den globale valutakursudvikling præget af stigningen i den amerikanske dollar, mens den gennemsnitlige dag-til-dag volatilitet i kursen på dollar i forhold til D-mark var historisk lav. Dollaren styrkedes over for D-mark fra 1,48 D-mark i begyndelsen af januar til et højdepunkt på

Figur 1

Hovedtræk i udviklingen i de vigtigste industrilande

Økonomisk vækst

(Kvartalsvise data, procentvis årlig ændring)



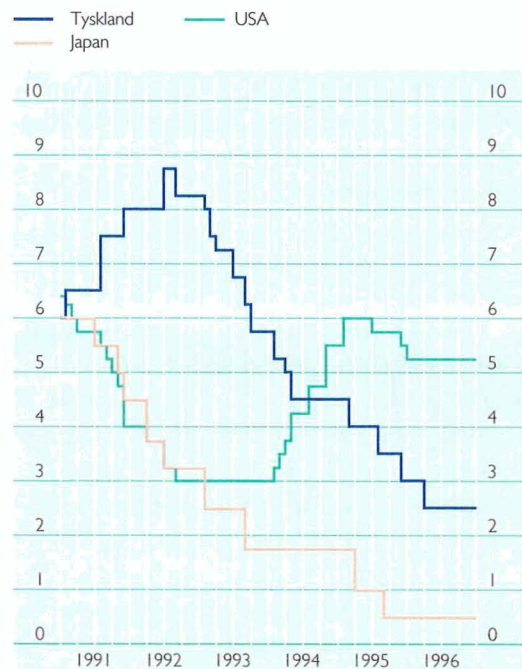
Inflation^(a)

(Kvartalsvise data, procentvis årlig ændring)



Officielle rentesatser^(b)

(Ultimo måneden, pct.)



Valutakurser^(c)

(Ultimo måneden)



Kilde: Nationale data.

(a) EU-15 beregnet ved at anvende Vesttyskland frem til udgangen af 1993, derefter det forenede Tyskland. Italien: Leveomkostningsindeks.

Storbritannien: Forbrugerprisindeks eksklusive renter på boliglån (RPIX).

(b) For Tyskland og Japan diskontoen, for USA den pengepolitiske nøglerente.

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

1,55 D-mark i slutningen af maj, hvorefter den faldt i slutningen af juli til et niveau omkring 1,48 D-mark for derefter at stige senere på året. Ved udgangen af 1996 var dollarkursen 1,55 D-mark, dvs. 8,4 pct. over niveauet ultimo 1995. Dollaren steg også over for den japanske yen fra 105 japanske yen i begyndelsen af året til 116 japanske yen ved udgangen af året, svarende til en stigning på 10,5 pct. i forhold til niveauet ultimo 1995. En underliggende årsag til styrkelsen af dollar var markedets forvent-

ninger om en udvidelse af det korte rentespænd over for D-mark og japanske yen.

Ændringer i de tre valutaers nominelle effektive valutakurser var mindre udtalte end ændringer i deres bilaterale kurser. I løbet af året styrkedes den amerikanske dollars nominelle effektive valutakurs med 4 pct. over for 26 handelspartnere, mens den tilsvarende kurs på japanske yen og D-mark svækkedes med henholdsvis 9 pct. og 4 pct.

Boks 1

Tendenser i den geografiske fordeling af EU's eksport af varer

International handel er en vigtig transmissionskanal for realøkonomiske impulser, og handelens internationale fordeling fastlægger dermed de fordele, EU kan forvente af vækstmønstre i resten af verden. I den sammenhæng viser figuren nedenfor den geografiske fordeling af værdien af EU-eksporten i 1985 og 1995. 1995 er det seneste år med fyldestgørende data. Det skal generelt bemærkes, at den geografiske fordeling af eksporten skal fortolkes forsigtigt, idet den også kan ændres over tid som følge af ændringer i reale valutakurser.

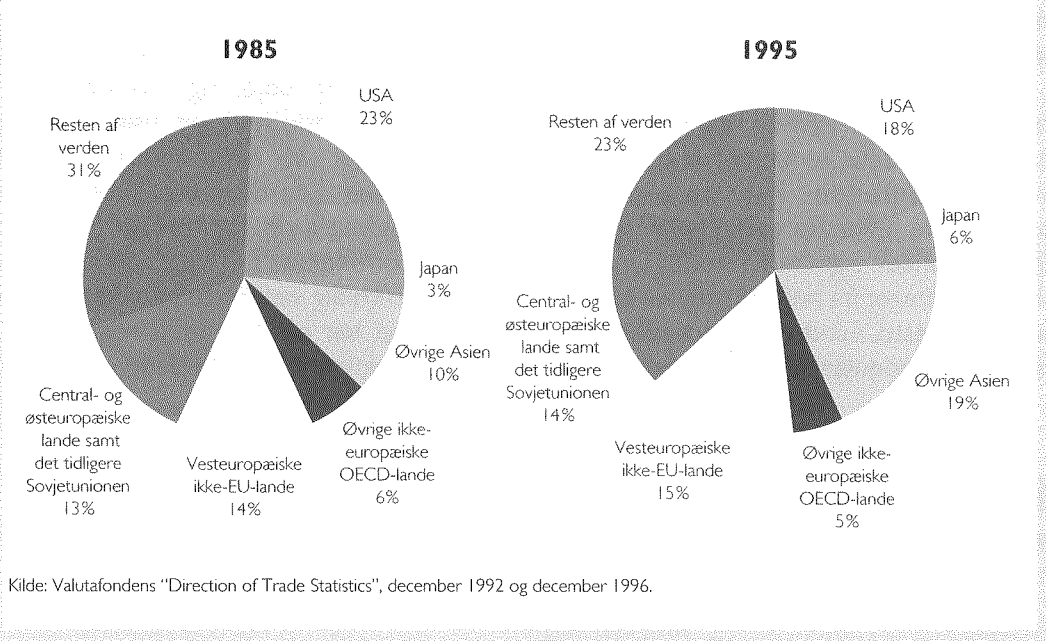
Ifølge Valutafondens "Direction of Trade Statistics" kan værdien af den samlede eksport af varer fra de 15 medlemslande i 1995 beregnes til ca. 1.900 mia.USD, svarende til 23 pct. af EU-15's BNP. EU-eksporten til ikke-medlemslande, svarende til 38 pct. af den samlede EU-eksport eller 9 pct. af BNP i EU-15, fordeltes mellem USA (18 pct.), Japan (6 pct.), de øvrige asiatiske lande (eksklusive Japan, inklusive Kina) (19 pct.), andre ikke-europæiske OECD-lande (5 pct.), andre vesteuropæiske ikke-EU-lande, (herunder især Norge og Schweiz) (15 pct.), CØE-lande samt landene i det tidligere Sovjetunionen (14 pct.) og "resten af verden" (23 pct.) (se figur nedenfor).

Sammenlignet med 1985 er andelen af EU's eksport faldet til USA, andre ikke-europæiske OECD-lande og "resten af verden". I modsætning hertil er andelen af EU's eksport steget til Japan og andre asiatiske lande med henholdsvis 3 og 9 procentpoint. I den betragtede periode har såvel høj BNP-vækst som øget åbenhed i de øvrige asiatiske lande i sig selv bidraget til den høje vækst i verdenshandelen og til områdets voksende betydning som et marked for EU. Det kan fx beregnes, at områdets BNP er vokset med 109 pct. eller næsten 8 pct. om året i gennemsnit i perioden fra 1985 til 1995. Dette skal sammenholdes med et gennemsnit på verdensplan på 40 pct. eller blot 3 pct. årligt. Åbenheden i de øvrige asiatiske lande steg også betragteligt, mens åbenheden andre steder i gennemsnit forblev stort set uændret.

Selv om EU er et relativt lukket område (EU's eksport til ikke-medlemslande udgør en forholdsvis lille andel af BNP), har EU ikke desto mindre gavn af væksten på de dynamiske markeder andre steder i verden. I den sammenhæng kan det bemærkes, at EU-15's totale andel af verdenshandelen (målt ved den andel, som værdien af EU-landenes samlede import udgør af den totale import på verdensplan) i perioden fra 1985 til 1995 faldt marginalt fra 38 til 37 pct. Til gengæld faldt andelen af handelen med lande uden for EU fra knap 16 pct. i 1985 til ca. 14 pct. i 1995, hvilket delvist blev

opvejet af en stigning i andelen af handelen *inden for* EU. EU øgede sin andel af den japanske import (fra 8 pct. i 1985 til 14 pct. i 1995), af de vesteuropæiske ikke-EU-lande's import (fra 40 pct. til 70 pct.) og af importen til CØE-landene samt landene i det tidligere Sovjetunionen (fra 36 pct. til 51 pct.). Importandelene blev opretholdt i de øvrige asiatiske lande (15 pct.) og i "resten af verden" (ca. 42 pct.), mens EU's andel af USA's import faldt (fra 22 pct. til 18 pct.), som det også var tilfældet for andelen af importen til andre ikke-europæiske OECD-lande (fra 16 pct. til 13 pct.).

Geografisk fordeling af eksporten af varer fra EU-15, 1985 og 1995



1.2 Den økonomiske udvikling i EU

Øget økonomisk vækst i løbet af året

Selv om den økonomiske afmatning i EU, der satte ind i slutningen af 1995, fortsatte i begyndelsen af 1996, indledtes et moderat opsving fra og med 2. kvartal. I nogle lande kan væksten have været lavere i 4. kvartal, men dette skal ikke ses som udtryk for en ændring i den underliggende tendens. Opgangen i væksten i løbet af året var imidlertid ikke tilstrækkelig til at neutralisere vækstpausens effekt på den gennemsnitlige vækst i 1996. Som følge heraf er BNP-væksten i faste priser i EU beregnet til at have været ca. 1,7 pct. i 1996, hvilket er markant lavere end niveauet for 1995 på 2,5 pct. Dette generelle mønster med lavere gennemsnitlig

vækst i 1996 afspejledes i de fleste EU-lande. Kun Grækenland, Holland og Portugal kunne notere højere vækst i 1996 end i 1995. Selv om væksten i Irland var lavere i 1996, forblev vækstraten på godt 7 pct. ikke desto mindre et godt stykke over EU-gennemsnittet (se tabel 1).

Blandt opsvingets underliggende årsager var et omslag i forhold, som tidligere havde dæmpet aktiviteten i anden halvdel af 1995. Det gælder især lagertilpasningerne, som gradvist blev tilendebragt i de fleste lande, den accelererende økonomiske vækst i Nordamerika samt valutakurserne i EU, der roligt vendte tilbage til det mønster, der var gældende før uroen i 1995. Desuden tillod inflationsudsigterne en lempelse af pengepolitikken, og obligationsrenterne faldt

yderligere. På baggrund af denne udvikling genoprettedes - i de fleste medlemslande - den tillid i industrien, som var faldet markant i løbet af 1995 og i begyndelsen af 1996. På den anden side var forbedringen af forbrugertilliden mere begrænset og forbeholdt et mindre antal EU-lande.

Privatforbruget relativt robust, investeringsvæksten mere afdæmpet

Den lavere vækst i 1996 for EU som helhed var stort set udelukkende et resultat af den mere afdæmpede vækstrate i den indenlandske efterspørgsel i 1996 end i 1995, herunder især i investeringerne (se tabel 2). Bidraget fra nettoeksporten forblev lavt. Ikke desto mindre forbedredes væksten i den indenlandske efterspørgsel og

nettoeksporten gradvist i de fleste EU-lande i løbet af året. Hovedundtagelsen var Italien, hvor forventningen om yderligere finanspolitisk konsolidering og styrkelsen af lire fortsat dæmpede henholdsvis forbruget og nettoeksporten.

Blandt de vigtigste årsager til begrænsningen af væksten i det private forbrug kan nævnes lav vækst i husholdningernes reale disponible indkomst, effekterne på forbrugertilliden af den vedvarende høje, og i nogle lande stigende, arbejdsløshed og usikkerheden om omfanget af og tempoet i den finanspolitiske konsolidering. Ikke desto mindre styrkedes privatforbruget moderat for året som helhed i EU og nåede op på en gennemsnitlig vækstrate på omkring 1,9 pct., hvilket var på linje med stigningen i 1995. I Danmark, Grækenland, Frankrig,

Tabel 1

Den seneste udvikling i væksten i BNP i faste priser

(Ændring i procent)

	Årlig vækstrate ^(a)								Kvartalsvis vækstrate ^(b)				
	1994	1995	1996 ^(c)	1995					1996				
				4.kvt.	1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	4.kvt.	1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.
Belgien	2,3	1,9	1,4	0,7	0,6	1,8	1,9	.	0,5	0,4	0,9	0,1	.
Danmark	4,2	2,7	2,2	1,5	1,0	2,3	2,7	.	-0,2	0,7	1,1	1,0	.
Tyskland	2,9	1,9	1,4	1,0	0,2	1,2	2,4	1,8	0,1	-0,4	1,5	0,8	-0,2
Grækenland	1,5	2,0	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spanien	2,1	2,8	2,2	2,2	2,0	2,0	2,2	.	0,4	0,6	0,6	0,6	.
Frankrig	2,8	2,2	1,3	0,4	1,1	0,8	1,4	.	-0,5	1,2	-0,2	0,9	.
Irland	6,5	10,3	7,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Italien	2,1	3,0	0,8	2,3	1,2	0,7	0,7	.	0,1	0,5	-0,4	0,6	.
Luxembourg	3,4	3,7	2,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Holland	3,4	2,1	2,8	1,7	1,4	3,1	3,0	.	0,6	0,1	1,6	0,6	.
Østrig	3,0	1,8	0,9	0,3	.	.	.	.	-0,4	.	.	.	.
Portugal	0,7	2,3	3,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finland	4,5	4,5	3,2	2,4	1,3	1,6	3,8	.	0,1	0,8	0,8	2,1	.
Sverige	3,3	3,6	1,2	2,2	1,7	0,7	1,4	.	-0,0	-0,4	0,5	0,7	.
Storbritannien	4,0	2,6	2,3	1,9	2,1	2,3	2,4	2,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8
EU-15	2,9	2,5	1,7	1,5	1,1	1,4	1,9	.	0,1	0,4	0,6	0,7	.

Kilde: Nationale data.

(a) Årlig vækstrate: Ændring i procent i forhold til den samme periode året før.

(b) Kvartalsvis vækstrate: Ændring i procent i forhold til foregående kvartal, sæsonkorrigeret (for nogle lande også korrigeret for forskelligheder vedrørende arbejdsdage); ikke omregnet til årsrate.

(c) Foreløbig.

Irland, Holland, Portugal, Finland og Storbritannien lå stigningen i forbruget en hel del over gennemsnittet.

Det offentlige forbrug steg i 1996 med 1,2 pct. i EU som helhed, en vækst tæt på den, der observeredes i 1995. Denne afdæmpede vækstrate afspejlede de finanspolitiske myndigheders bestræbelser på at begrænse forbruget som følge af behovet for finanspolitisk konsolidering (se afsnit 1.4). Væksten i det offentlige forbrug var negativ i Italien og Sverige, mens det offentlige forbrug steg med næsten 3 pct. i Tyskland og Finland.

Et afgørende element i den svagere gennemsnitlige vækst i 1996 var den begrænsede stigning i investeringerne, der kun udgjorde 1,7 pct. for EU som helhed på trods af udbredte og betydelige fald i de lange renter. I den henseende var et holdbart vækstmønster, som især var forbundet med accelererende investeringer i hele EU, endnu ikke klart etableret ved udgangen af 1996. Der var dog også en betragtelig variation medlemslandene imellem: Investeringerne steg stærkere i 1996 end i 1995 i Grækenland, Luxembourg, Portugal og Storbritannien. I disse lande var mere favorable vækstforventninger og en

Tabel 2

Sammensætning af væksten i EU i 1996*
(Procentvis årlig ændring)

	BNP i faste priser						Udenrigshandel	
	Indenlandsk efterspørgsel		Forbrug		Investe- ringer	Lageræn- dringer ^(a)	Eksport	Import
			Privat	Offentligt				
Belgien	1,4	1,4	1,3	1,2	2,4	-0,1	4,4	4,6
Danmark	2,2	2,2	2,8	2,0	6,9	-0,9	1,8	1,8
Tyskland	1,4	0,7	1,4	2,8	-0,7	0,5	4,6	2,0
Grækenland	2,6	3,6	2,2	1,7	9,9	1,7	2,2	6,4
Spanien	2,2	1,8	2,0	1,0	1,0	0,3	8,5	6,9
Frankrig	1,3	0,9	2,3	1,5	0,6	0,8	3,6	2,2
Irland	7,3	6,3	6,0	2,0	9,0	0,6	11,3	10,8
Italien	0,8	0,2	0,7	-0,8	1,7	-0,3	0,5	-2,7
Luxembourg	2,4	4,4	2,1	2,0	5,9	0,5	2,1	3,3
Holland	2,8	2,3	2,3	1,3	3,5	0,0	4,4	4,3
Østrig	0,9	0,7	0,8	0,0	1,0	1,3	3,3	2,4
Portugal	3,1	3,0	2,7	0,7	6,7	-0,2	7,7	6,5
Finland	3,2	3,5	3,5	2,9	5,3	0,0	3,8	4,9
Sverige	1,2	0,5	1,5	-2,0	7,4	-1,1	5,2	3,4
Storbritannien	2,3	2,6	2,9	1,1	4,2	-0,2	6,0	7,1
EU-15 ^(b)	1,7	1,3	1,9	1,2	1,7	-0,1	4,3	3,0
EU-15 ^(b) (1995)	2,5	2,2	1,8	1,0	3,6	0,5	7,5	6,8

Kilde: Nationale data.

* Tallene er delvist skønnede.

(a) Bidrag til BNP-væksten.

(b) Handelstallene er vejede gennemsnit af alle medlemslandes handelstal og ekskluderer derfor ikke intra EU-handel.

forholdsvis høj kapacitetsudnyttelse vigtige underliggende årsager. I andre EU-lande steg investeringerne langsommere end året før. De faldt endda i Tyskland og Frankrig. I Frankrig viste dette sig i vid udstrækning at være relateret til de afdæmpede vækstforventninger, mens det i Tyskland ser ud til, at ophøret af højkonjunktoren i byggebranchen og usikkerheden om den finanspolitiske og strukturelle tilpasningsproces spillede en rolle.

Eksportvæksten i EU-landene var i 1996 4,3 pct. i gennemsnit og dermed - målt som årlig ændring - klart lavere end i 1995. Dette afspejlede en svagere efterspørgselsvækst hos de vigtigste handelspartnere inden for EU, hvilket opvejede den positive effekt af den eksterne efterspørgsel (se også afsnit 1.1 ovenfor). Stigningen i importen udgjorde i gennemsnit ca. 3,0 pct.

Europakommissionens tal synes at vise, at EU's samlede betalingsbalance, der allerede var i overskud i 1995, steg en anelse i 1996 (se tabel 3).

Betalingsbalancerne (baseret på nationale data) forbedredes i flere medlemslande. I Italien og Holland var der markante stigninger i de allerede betragtelige overskud. Betalingsbalanceunderskuddene steg i 1996 i især Grækenland og Portugal.

Lille fremgang i beskæftigelsen

For EU som helhed har BNP-væksten i faste priser siden tilbageslaget i 1992-93 generelt været ledsaget af en forsvindende lille jobskabelse. Mens den akkumulerede BNP-vækst i de seneste tre år var omkring

Tabel 3

Handels- og betalingsbalancer i EU*

(Procent af BNP)

	Handelsbalance				Betalingsbalancens løbende poster			
	1993	1994	1995	1996 ^(a)	1993	1994	1995	1996 ^(a)
Belgien ^(b)	.	.	4,4	4,4	.	.	4,4	4,4
Danmark	5,1	4,7	3,4	3,4	3,5	2,0	0,9	0,9
Tyskland	1,9	2,2	2,5	2,8	-0,7	-1,0	-0,9	-0,7
Grækenland	-13,7	-13,8	-15,0	-14,8	-0,8	-0,1	-2,5	-3,4
Spanien	-3,8	-3,9	-3,9	-3,5	-0,4	-0,8	1,5	1,6
Frankrig	1,2	1,1	1,3	1,5	0,8	0,5	1,1	1,3
Irland	14,9	15,5	18,9	19,2	3,9	2,7	2,5	1,2
Italien	3,4	3,5	4,1	4,9	1,1	1,5	2,5	3,6
Luxembourg ^(b)	-14,2	-12,0	-10,0	.	13,7	14,0	18,2	.
Holland	4,9	5,1	5,3	4,1	4,3	5,3	4,5	5,1
Østrig	-3,5	-3,5	-3,1	-2,9	-0,4	-0,9	-2,0	-2,0
Portugal	-7,6	-7,6	-7,0	-7,5	0,4	-1,7	-0,7	-2,3
Finland	6,4	6,5	8,7	7,7	-1,3	1,3	4,3	3,4
Sverige	3,7	4,4	6,5	7,3	-2,0	0,4	2,2	2,6
Storbritannien	-1,5	-1,1	-0,8	-1,2	-2,0	-0,4	-0,6	-0,4
EU-15 ^(c)	0,9	1,0	1,5	1,8	-0,0	0,0	0,5	0,8

Kilde: Nationale data.

* Overskud (+), underskud (-).

(a) Foreløbige tal.

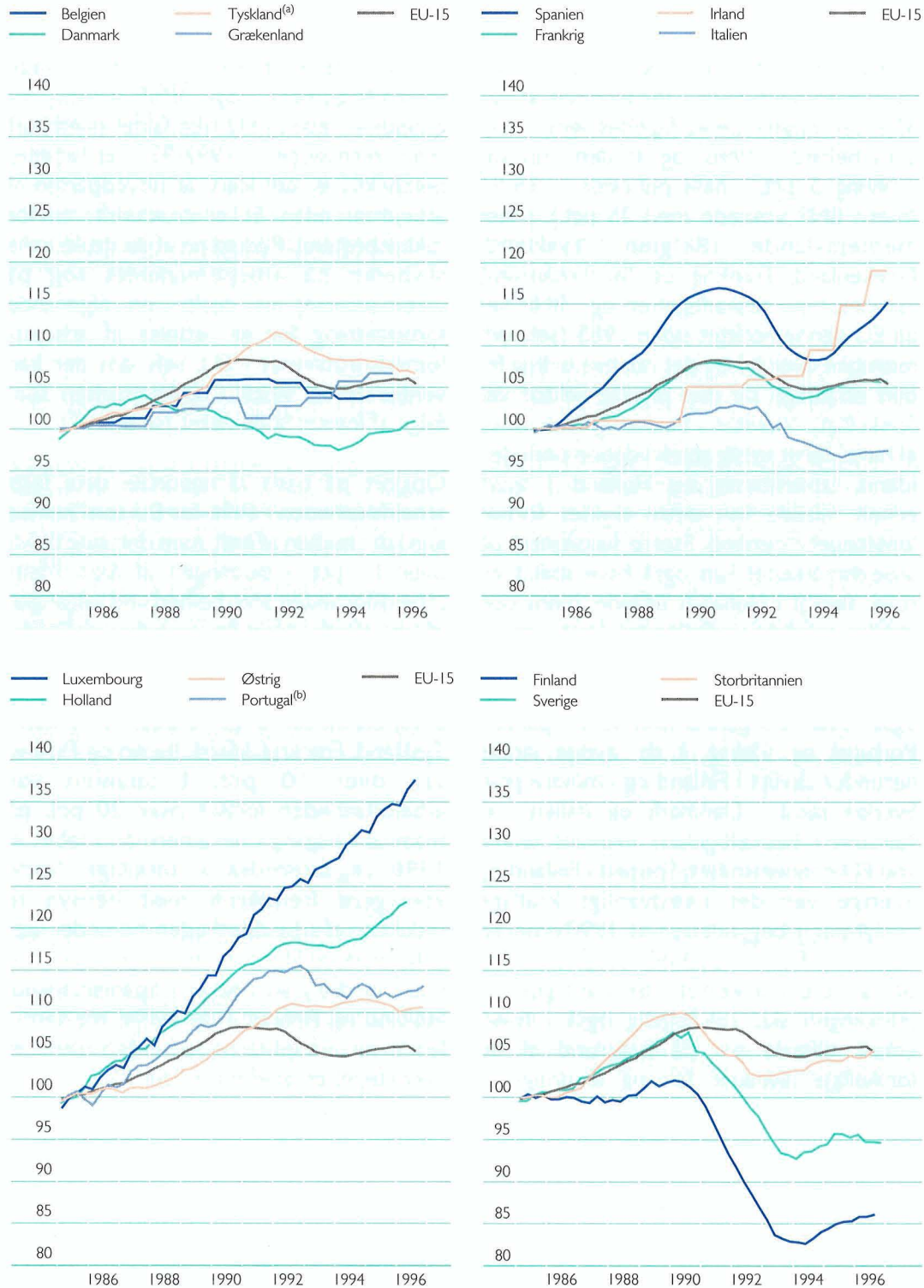
(b) Tilsvarende tal for BLEU (møntunionen mellem Belgien og Luxembourg) er: For handelsbalancen: 2,6, 2,7, 3,6, 3,6; og for betalingsbalancens løbende poster: 5,0, 5,1, 5,2, 5,2.

(c) Data fra Europakommissionen (skøn, efteråret 1996). Disse data er eksklusive intra-EU-handel.

Figur 2

Beskæftigelse i EU-landene

(Kvartalsvise data*; indeks, 1985=100)



Kilde: Nationale data.

* Bortset fra Belgien, Grækenland, Irland og Luxembourg, årlige data.

(a) Vesttyskland frem til 1991, det forenede Tyskland herefter. Serierne er korrigeret for databrud.

(b) Nye serier siden 1992. Serie er korrigeret for databrud.

7 pct., var væksten i beskæftigelsen praktisk talt nul.

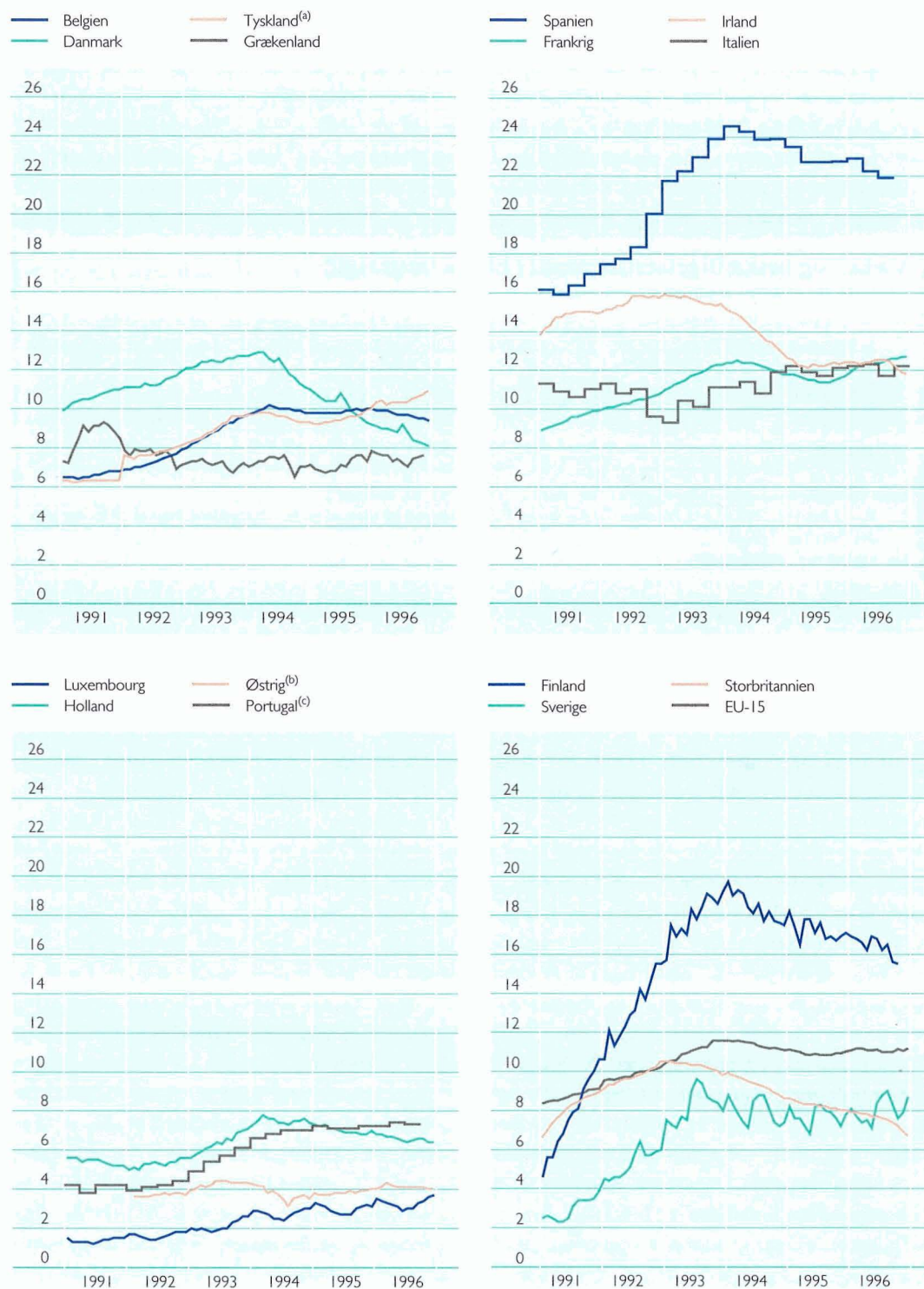
Figur 2 sætter udviklingen i 1996 i et mellemfristet perspektiv ved at fremhæve mønstret for netto-jobskabelse i EU-landene i perioden siden 1985. Den tyder på, at der ikke var nogen beskæftigelsesvækst i EU som helhed i 1996, og at den kun var omkring 5 pct. i hele perioden 1985-96 (mens BNP voksede med 25 pct.). I fem medlemslande (Belgien, Tyskland, Grækenland, Frankrig og Storbritannien) var væksten i beskæftigelsen og i BNP tæt på EU-gennemsnittet siden 1985 (selv om mønstret over tid og det relative bidrag fra den offentlige og den private sektor var forskelligt). Væksten i beskæftigelsen synes at have været særlig stærk i denne periode i Irland, Luxembourg og Holland. I hvert enkelt tilfælde kan dette skyldes fortsat løntilbageholdenhed. Større fleksibilitet på arbejdsmarkedet kan også have spillet en rolle, særligt i Hollands tilfælde, mens den stærke produktionsfremgang klart var en vigtig faktor for Irlands og Luxembourgs vedkommende. Beskæftigelsesvæksten var også over EU-gennemsnittet i Spanien, Portugal og Østrig. I de øvrige lande, herunder særligt i Finland og i mindre grad Sverige samt i Danmark og Italien, var væksten i beskæftigelsen markant lavere end EU-gennemsnittet. Specielt i Finland og Sverige var det usædvanligt kraftige tilbageslag i begyndelsen af 1990'erne en afgørende forklaring på den svage udvikling på arbejdsmarkedet. Beskæftigelsesudviklingen skal selvfølgelig også i hvert enkelt tilfælde ses på baggrund af de forskellige niveauer for og ændringer i

erhvervsfrekvenserne på tværs af landene.

Arbejdsløsheden i EU forblev på et højt niveau

I overensstemmelse med den svage beskæftigelses- og BNP-vækst er arbejdsløsheden i EU ikke faldet mærkbart siden recessionen i 1992-93. I et længere perspektiv er det klart, at hovedparten af arbejdsløsheden i EU er strukturelt frem for cyklisk bestemt. Reduktion af de strukturelle stivheder på arbejdsmarkedet (og på varemarkedet) er derfor en afgørende forudsætning for en lettelse af arbejdsløshedsproblemet i EU, selv om der kan ventes en vis vækst i beskæftigelsen som følge af fortsat BNP-vækst (se boks 2).

Opgjort på basis af nationale data faldt arbejdsløsheden i 1996 for EU som helhed kun lidt i midten af året, men den steg til lidt over 11 pct. i slutningen af året. Mens arbejdsløsheden som helhed ved udgangen af året således langt fra var tilfredsstillende, var der betydelige forskelle landene imellem. I Luxembourg og Østrig forblev arbejdsløsheden under 5 pct., mens den i Tyskland, Frankrig, Irland, Italien og Finland var over 10 pct. I Spanien var arbejdsløsheden fortsat over 20 pct. på trods af nedgang i de senere år. I løbet af 1996 registreredes i adskillige lande yderligere fremskridt med hensyn til reduktion af arbejdsløsheden, herunder især i Danmark og Storbritannien, men også, om end i mindre grad, i Belgien, Spanien, Irland, Holland og Finland. I de øvrige medlemslande var arbejdsløsheden enten uændret eller steget en anelse (se figur 3).

Figur 3**Arbejdsløshed****(Nationale definitioner, procent af arbejdsstyrken)*

Kilde: Nationale data.

* Data for Spanien, Italien, Luxembourg og Sverige er ikke sæsonkorrigerede. Månedstal bortset fra Spanien, Italien og Portugal, kvartalstal.

(a) Vesttyskland for 1991, det forende Tyskland herefter.

(b) Strukturelt brud i definitionen i januar 1994.

(c) Nye serier siden 1992.



Stivheder på arbejdsmarkedet i EU-landene

Den langsigtede makroøkonomiske udvikling i EU som helhed tyder på, at der er en forholdsvis svag sammenhæng mellem BNP-vækst, beskæftigelse og arbejdsløshed. Dette fremgår af tabellen nedenfor, der viser udviklingen i disse størrelser for EU som helhed opdelt på underperioder fra 1960 og fremefter på basis af tal fra Europakommissionen. Hovedparten af arbejdsløsheden er tydeligvis strukturel og ikke cyklisk. Siden 1970'erne har der været en klar og ubrudt tendens til stigende arbejdsløshed i EU. Selv om der var en positiv sammenhæng mellem BNP-væksten og væksten i beskæftigelsen, var sammenhængen faktisk ikke stærk nok til at undgå denne tendens til stigning i arbejdsløsheden givet stigningen i antallet af personer, der søgte beskæftigelse i denne periode. Hvis sådanne tidligere

Vækst- og beskæftigelsestendenser i EU på langt sigt*

(Gennemsnit af årlige ændringer i procent)

	1960-73	1974-85	1986-90	1991-96
BNP i faste priser	4,8	2,0	3,3	1,5
Beskæftigelse	0,3	0,0	1,3	-0,5
Arbejdsløshed ^(a)	2,1	6,8	9,7	10,3

Kilde: Europakommissionen (offentliggjort i "European Economy, No. 62, updated").

* EU-12 frem til 1995, EU-15 herefter. Tal for samlet EU er beregnet på basis af tal for Vesttyskland frem til 1995, herefter det forenede Tyskland.

(a) I procent af arbejdsstyrken.

sammenhænge fortsat gælder, er konsekvensen, at stærkere BNP-vækst i 1997 og fremover ikke i sig selv vil være tilstrækkeligt til at medføre en holdbar reduktion i arbejdsløsheden. I tillæg til fortsat løntilbageholdenhed er reduktion af de strukturelle stivheder på arbejdsmarkedet (og på varemarkedet) en afgørende forudsætning for en lettelse af arbejdsløshedsproblemet i EU. Dette bør indbefatte mindskelse af forkerte incitamenter skabt af strukturen i bidrag til sociale sikringsordninger, skatter og overførsler. Dette er så meget desto mere vigtigt, idet globaliseringen har øget konkurrencen dramatisk. Sådanne politiske tiltag skal også understøtte pengepolitikken, der har prisstabilitet som målsætning.

Mange medlemslande har i de senere år taget de første skridt i retning af at reducere stivheder på arbejdsmarkedet. Siden midten af 1980'erne er den maksimale kompensation ved arbejdsløshedsunderstøttelse faldet i Tyskland, Spanien, Irland, Østrig, Finland, Sverige og Storbritannien. Varigheden af understøttelsesperioden er reduceret i Belgien, Frankrig, Holland, Finland og Storbritannien. Der har været en lempelse af reguleringer af minimumslønnen i et antal medlemslande (Belgien, Frankrig, Grækenland, Holland, Spanien og Storbritannien), og i to lande (Grækenland og Holland) er indeksering af minimumslønnen opgivet, mens den i Belgien er mindsket bl.a. ved indførelsen af et såkaldt "sundhedsindeks". I Storbritannien er "Wage Councils", der fastsætter niveauet for minimumslønnen i flere industrier, opgivet med undtagelse af landbrug. I Italien blev lønindeksering opgivet i forbindelse med en generel reform af forhandlingssystemet. Reguleringer om beskæftigelsesbeskyttelse er også ændret i et antal medlemslande. Omkostningerne og/eller den administrative byrde ved afskedigelse er således reduceret i Tyskland, Frankrig, Italien, Portugal, Sverige og Storbritannien. Endelig er arbejdsgivernes lønafgifter og bidrag til sociale sikringsordninger faldet i procent af BNP siden 1985 i Danmark, Frankrig, Irland, Luxembourg, Holland, Sverige og Storbritannien, selv om de forbliver meget høje i mange tilfælde. Den generelle udbredelse af de ikke-lønrelaterede arbejdskraftomkostninger er steget eller er forblevet uændret i de andre EU-lande. Samlet set har tiltagene til dato dog generelt været utilstrækkelige, hvilket klart fremgår af udviklingen i betingelserne på arbejdsmarkedet. Yderligere fremskridt er en tvingende nødvendighed for at forny arbejdsmarkedet og vende mønstret med lav beskæftigelse og voksende arbejdsløshed.

1.3 Udviklingen i priserne

Gunstigt prisklima i de fleste medlemslande

I dette afsnit analyseres udviklingen i priserne, som målt ved nationale forbrugerprisindeks, da de enkelte landes politikker fortsat primært fokuserer herpå. I afsnit 3, hvor årsberetningen behandler spørgsmålet om konvergens, refereres dog til harmoniserede data. Disse udgør endnu ikke et fuldt ud tilstrækkeligt mål for den indenlandske inflation, men er mere sammenlignelige end de nuværende nationale indeks og giver derfor en mere ensartet basis for vurdering af konvergens. Inflationsraterne for 1995 er derfor baseret på foreløbige forbrugerprisindeks ("Interim Indices of Consumer Prices" (IICP's)), og inflationsraterne fra de netop beregnede harmoniserede forbrugerprisindeks ("Harmonised Indices of Consumer Prices" (HICP's)) for 1996 er derfor refereret i tabel 9. Den detaljerede beskrivelse af de fremskridt, der er gjort i retning af at beregne HICP's, findes i boks 7.

Ifølge de nationale forbrugerprisindeks faldt inflationen i EU som helhed til et gennemsnit på 2,6 pct. i 1996 (se tabel 4). Dette er positivt sammenlignet med inflationen på 3,1 pct. i 1995, og det er også en stor bedrift i en historisk sammenhæng (se boks 3). Inflationen i Belgien, Danmark, Tyskland, Frankrig, Luxembourg, Holland, Østrig og Finland - der var tæt på eller under 2 pct. i 1995 - forblev stort set på det niveau i 1996. I Irland og Sverige reduceredes den årlige gennemsnitlige inflation til under 2 pct. fra 2,5 pct. eller herover i 1995. Blandt de øvrige lande reduceredes den årlige gennemsnitlige inflation i Spanien og Portugal til henholdsvis 3,6 pct. og 3,1 pct., hvilket i begge tilfælde var klart under niveauerne på henholdsvis 4,7 pct. og 4,1 pct. i 1995. På tilsvarende vis faldt inflationen i Italien fra 5,4 pct. i 1995 til 3,9 pct. i 1996. Inflationen (eksklusive renter på boliglån) i Storbritannien var uændret knap 3 pct. i 1996. I Grækenland fortsatte den nedadgående ten-

dens i inflationen, men i et langsomt tempo, så inflationen fortsat var på 8,5 pct. i 1996.

Den årlige gennemsnitlige inflation skjuler nogle forskellige udviklingsmønstre inden for året, idet der var en vis grad af opadgående pres i inflationsraterne i nogle lande i løbet af året, selv om inflationen forblev moderat (se figur 4). Sverige og Italien stod imidlertid for de største reduktioner, da inflationen faldt til under nul i Sverige og til 2,6 pct. i Italien ved udgangen af året. En lidt mere moderat reduktion fandt sted i Spanien, hvor inflationen faldt til 3,2 pct. i slutningen af året. I Portugal varierede inflationen omkring en svagt faldende tendens for ved årets udgang at være 3,3 pct. Den nedgang i den græske inflation, der har fundet sted i de senere år, blev midlertidigt afbrudt i starten af 1996, men den faldende tendens fortsatte herefter, og inflationen nåede ned på 7,5 pct. i december.

Forklarende faktorer

Selv om inflation på lang sigt er et monetært fænomen, påvirkes udviklingen i forbrugerpriserne på kort sigt af adskillige omkostnings- og efterspørgselsforhold, jf. diskussionen nedenfor.

Væksten i importpriserne faldt i EU som helhed fra 4,1 pct. i 1995 til 1,1 pct. i 1996 (se tabel 4). Denne positive udvikling blev afspejlet i de fleste medlemslande, og den var fremherskende på trods af en markant stigning i varepriserne sidst i 1995 og tidligt i 1996. Dynamikken i importpriserne havde i et antal medlemslande gavn af styrkelsen af de effektive valutakurser. Blandt ERM-landene forblev væksten i importpriserne lav eller negativ i Danmark, Tyskland, Frankrig, Luxembourg, Østrig og Portugal. I Spanien og Irland var der en markant lavere stigning i importpriserne, nemlig fra 4 pct. eller herover i 1995 til henholdsvis 2,1 pct. og 1,3 pct. i 1996, mens importpriserne i Italien forblev stabile i 1996 efter at være steget med 11,8 pct. i 1995. I modsætning hertil sås en fortsat om end moderat stigende tendens i Belgien, Holland

Figur 4

Inflation målt ved forbrugerprisindekset*
(Månedstal, procentvis årlig ændring)



Kilde: Nationale ikke-harmoniserede data.

* For yderligere forklaring af de anvendte data se fodnoter til figur 1.

(a) Kvartalstal.

og Finland. Uden for ERM førte styrkelsen af de respektive effektive valutakurser i løbet af 1996 til en betydelig nedgang i importpriserne i Sverige og markant lavere stigninger i Storbritannien. Et lignende mønster, men på et højere niveau, sås i den græske im-

portprisinflation, der hurtigt faldt til under 4 pct. i 1996 som følge af den stramme valutakurspolitik.

For EU som helhed faldt det indenlandske inflationspres (målt ved stigningen i BNP-

Table 4

Inflation målt ved forbrugerprisindekset og vigtige forklarende faktorer

(Procentvis årlig ændring)

		Forbrugerpriser ^(a)	Importpriser	BNP-deflator	Nominelle enhedsløn-omkostninger ^(b)	Løn pr. ansat	Arbejds-krafts-produktivitet
Belgien	1995	1,5	0,5	1,4	0,9	2,7	1,8
	1996	2,1	1,9	1,8	0,0	1,4	1,4
Danmark	1995	2,1	1,3	1,7	2,6	3,6	1,0
	1996	2,1	1,7	1,8	3,1	3,7	0,6
Tyskland	1995	1,8	0,5	2,2	1,3	3,6	2,3
	1996	1,5	0,8	1,0	0,1	2,6	2,5
Grækenland	1995	9,3	7,2	9,3	11,6	12,7	1,1
	1996	8,5	3,5	8,8	10,1	11,5	1,4
Spanien	1995	4,7	4,2	4,9	1,1	2,2	1,1
	1996	3,6	2,1	3,3	3,2	3,7	0,5
Frankrig	1995	1,8	1,2	1,7	1,3	2,0	0,7
	1996	2,0	1,1	1,5	2,0	2,5	0,5
Irland	1995	2,5	4,0	0,5	-9,3	2,2	11,5
	1996	1,6	1,3	1,6	-0,3	3,5	3,8
Italien	1995	5,4	11,8	5,0	2,1	6,0	3,9
	1996	3,9	0,0	5,0	4,7	5,4	0,7
Luxembourg	1995	1,9	1,4	1,1	3,3	2,2	-1,1
	1996	1,4	-0,2	2,1	1,4	1,7	0,3
Holland	1995	2,0	0,1	1,4	1,2	1,3	0,1
	1996	2,1	1,8	1,3	0,0	0,8	0,8
Østrig	1995	2,2	0,9	2,1	1,7	3,8	2,1
	1996	1,9	1,2	1,9	0,9	2,4	1,5
Portugal	1995	4,1	1,7	5,0	2,9	5,8	2,9
	1996	3,1	1,1	2,8	3,1	5,6	2,5
Finland	1995	1,0	-0,1	2,2	2,6	4,9	2,3
	1996	0,6	1,5	1,0	1,7	2,3	0,6
Sverige	1995	2,9	6,2	3,7	2,1	3,4	1,3
	1996	0,7	-3,9	1,3	4,9	5,7	0,8
Storbritannien	1995	2,9	7,2	1,8	1,9	3,4	1,5
	1996	2,9	2,4	2,2	1,9	3,7	1,8
EU-15 ^(c)	1995	3,1	4,1	2,9	1,7	3,6	2,0
	1996	2,6	1,1	2,4	2,1	3,5	1,4

Kilde: Nationale data. Tallene er delvist skønnede.

(a) For yderligere forklaring af de anvendte data, se fodnoter til figur 1.

(b) Væksten i de nominelle enhedsløn-omkostninger er beregnet som ændringen i lønnen pr. ansat minus væksten i arbejdskraftsproduktiviteten.

(c) Importpriser fra Europakommissionen (skøn, efteråret 1996). Data er eksklusive intra EU-handel.

deflatoren) fra 2,9 pct. i 1995 til 2,4 pct. i 1996. I hovedparten af medlemslandene var inflationen i henhold til BNP-deflatoren lav, dvs. tæt på eller under 2 pct. Den indenlandske inflation faldt i 1996 i Spanien og Portugal til henholdsvis 3,3 pct. og 2,8 pct. I Italien og Grækenland var den tilsvarende inflation henholdsvis 5,0 pct. og 8,8 pct.

Selv om væksten i enhedslønomkostningerne steg en smule i EU i gennemsnit, var den med et gennemsnit på 2,1 pct. i 1996 fortsat forholdsvis begrænset. Faktisk var lav vækst i enhedslønomkostningerne en vigtig underliggende årsag til den lave vækst i de indenlandske omkostninger. Der var dog også modsatte tendenser, idet enhedslønomkostningerne accelererede noget i Danmark, Spanien og Portugal, og var stigende i Grækenland, Italien og Sverige (se tabel 4). I nogle af disse lande (særligt de lande, som havde vundet betydelig priskonkurrenceevne i perioden 1993-95), blev stigningerne i enhedslønomkostningerne delvist absorberet af profitmarginerne.

I 1996 som helhed var den gennemsnitlige vækst i lønningerne i EU 3,5 pct. sammenlignet med 3,6 pct. i 1995. I overensstemmelse med det mønster, der er typisk for en økonomisk vækstpause, faldt væksten i produktiviteten i EU fra et gennemsnit på 2,0 pct. i 1995 til 1,4 pct. i 1996. Dette hjælper til med at forklare, hvorfor det generelle mønster med løntilbageholdenhed ikke afspejlede sig fuldt

ud i enhedslønomkostningerne.

Ændringer i de indirekte skatter bidrog til stigningerne i priserne i de fleste medlemslande i 1996, herunder i Belgien, Danmark, Spanien, Holland, Finland, Sverige og Storbritannien. Den største betydning af ændringer i de indirekte skatter sås i Grækenland, hvor forbrugerpriserne steg med næsten 1 procentpoint som følge heraf. I 1996 faldt inflationen i såvel den beskyttede som den ikke-beskyttede (eller den ikke-konkurrenceudsatte og den konkurrenceudsatte) sektor i de fleste EU-økonomier, men disinflation var mere udtalt i traditionelt beskyttede sektorer, og inflationsforskellen mellem de to sektorer indsnævredes derfor i 1996.

Generelt er der visse indikationer af, at inflationsforventningerne gradvist tilpasser sig de aktuelle forhold med lav inflation. Et øget fokus på en mellemfristet pengepolitik, der har opnåelse og opretholdelse af prisstabilitet som målsætning, har spillet en afgørende rolle. Desuden blev de gunstige prisforhold understøttet af øget konkurrence både indenlandsk, som følge af privatiseringer eller dereguleringer, og internationalt, til dels relateret til den europæiske integration samt i nogle lande til effekterne af åbningen af Østeuropa. I 1996 var faldet i inflationen også understøttet af lav vækst i importpriserne og svagere indenlandsk inflationspres som følge af svag efterspørgsel og lave stigninger i enhedslønomkostningerne i de fleste medlemslande.

FIGUR 3

Fremskridt i retning af prisstabilitet i EU's medlemslande

Den gennemsnitlige inflation målt ved forbrugerpriserne var i EU som helhed 2,6 pct. i 1996. Sammenlignet med tidligere erfaringer repræsenterer dette fremskridt i retning af prisstabilitet.

Markante forskelle i de enkelte EU-landes inflationsresultater er tydelige over en længere periode. I hele perioden siden 1960 har inflationen været lavest i Tyskland, Luxembourg, Holland, Østrig og Belgien (se tabel nedenfor). Den højeste inflation har været observeret i Portugal, Grækenland, Spanien og Italien. Rangordningen efter volatilitet, målt ved standardafvigelsen i inflationen, er mere eller mindre i overensstemmelse med rangordningen efter den gennemsnitlige inflation. Volatiliteten var således

lavest for lavinflationlande som Tyskland, Østrig, Holland, Luxembourg og Belgien og højest for Portugal, Grækenland, Italien og Irland, hvor stigningen og det efterfølgende fald i inflationen var mere udtalt.

Det er åbenlyst, at inflationen har gennemlevet en række regimeskift i løbet af de seneste tre årtier. Det første skift fandt sted i 1972/1973 og markerede det første olieprischok og ophøret af systemet med faste valutakurser under Bretton Woods. Det andet skift i 1987/1988 er sammenfaldende med faldet i oliepriserne og starten på perioden med stabile valutakurser i ERM. Dette retfærdiggør fokuseringen på tre perioder, nemlig 1961-72, 1973-87 og 1988-96. I den første periode, 1961-72, var inflationen i gennemsnit 4,6 pct. I modsætning hertil var inflationsraterne med et gennemsnit tæt på 10 pct. meget højere og desuden mere volatile i den anden periode i 1973-87. I den sidste periode, 1988-96, faldt den gennemsnitlige inflation markant i alle lande og nåede ned på et gennemsnit i EU på godt 4 pct. De største fald i inflationen har haft tendens til at finde sted i de lande, som har haft den højeste inflation i perioden som helhed. Endvidere faldt volatiliteten i hovedparten af medlemslandene, og standardafvigelsen for inflationen i EU-15 var lav sammenlignet med tidligere perioder.

Inflationskonvergens kan også analyseres ved at anvende EU-landenes inflationsforskel over for Tyskland, der er det land, der har haft den laveste inflation i hele perioden. Inflationsforskellene over for Tyskland har været positive for alle lande i den betragtede periode bortset fra Grækenland i perioden 1961-72 og Belgien, Danmark, Frankrig, Irland, Luxembourg, Holland og Østrig i perioden 1988-96. Ved brug af vægtede gennemsnit kan det beregnes, at de øvrige EU-landes inflationsforskelle over for Tyskland var 4 pct. i hele perioden 1961-96. I perioden 1961-72 var forskellene omkring 1,5 pct., i perioden 1973-87 knap 7,5 pct. og i perioden 1988-96 1,5 pct. Konvergens over for den tyske inflation i den seneste periode har således bragt den gennemsnitlige forskel tilbage til niveauet fra før det første olieprischok.

Samlet betragtet er der en udpræget grad af konvergens i inflationen, hvis perioden 1988-96 sammenlignes med "højinflations"-årene 1973-87. Inflationen er faldet betydeligt, og det er især sket i de lande, der har haft den højeste inflation. Resultaterne med inflationskonvergens er dog ikke enestående, hvis perioden 1988-96 sammenlignes med den tidligere "lavinflations"-periode fra 1961 til 1972.

EU-landenes gennemsnitlige inflationstakt og spredningen heri

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	SE	UK	EU-15
1961-96																
Gennemsnit	4,6	6,4	3,4	12,1	9,4	6,0	7,8	8,6	4,2	4,3	4,4	12,2	6,7	6,4	7,3	7,1
Standardafvigelse	3,0	3,5	1,8	8,3	5,5	3,8	6,0	6,0	2,9	2,8	2,1	8,9	4,4	3,4	5,4	3,7
1961-72																
Gennemsnit	3,3	5,9	3,0	2,4	6,6	4,4	5,4	4,0	2,9	4,9	4,2	4,7	5,2	4,5	4,7	4,6
Standardafvigelse	1,4	1,6	1,3	1,8	3,3	1,5	2,6	2,0	1,4	2,5	1,3	3,0	2,7	2,0	2,3	1,5
1973-87																
Gennemsnit	6,8	8,9	4,0	18,7	14,2	9,3	12,6	14,1	6,2	5,2	5,3	20,5	9,9	8,8	11,0	9,7
Standardafvigelse	3,4	3,5	2,2	5,6	4,9	3,5	6,1	5,3	2,5	3,2	2,4	7,1	4,4	2,8	6,3	3,5
1988-96																
Gennemsnit	2,4	2,7	2,9	14,0	5,3	2,5	2,7	5,4	2,7	2,2	2,9	8,3	3,3	4,9	4,6	4,2
Standardafvigelse	0,8	1,2	1,4	4,2	1,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	3,7	2,3	3,3	2,7	1,0

Kilde: Nationale data.

1.4 Den finanspolitiske udvikling

Øgede bestræbelser på finanspolitisk konsolidering

I en situation med vedvarende høje offentlige budgetunderskud og gældsrate i de fleste medlemslande var finanspolitikken i 1996 fortsat indrettet på konsolidering. Konsolideringen blev understøttet af forbedrede økonomiske betingelser i løbet af året. De data, der kommenteres nedenfor, er - som vist i tabel 5 - officielle data fra Europakommissionens skøn, efteråret 1996. Disse data bygger imidlertid på ufuldstændig information for året 1996 og vil først blive opdateret til foråret, dvs. efter offentliggørelse af denne årsberetning. De seneste nationale data, som dog stadig er foreløbige, er derfor også vist til orientering i tabel 6. Disse seneste skøn over budgetunderskuddene og gælden er i store træk i overensstemmelse med Kommissionens novemberskøn. For Belgien, Danmark, Frankrig og Italien antydes marginalt højere budgetunderskud end estimeret af Kommissionen i november. Tyskland, Grækenland, Irland, Holland, Østrig, Finland, Sverige og Storbritannien forventes at have lavere budgetunderskud, hvor den betydeligste nedrevidering fandt sted i Sverige. Højere gældsrate end tidligere skønnet må forventes i Grækenland, Spanien, Italien og Sverige, mens andre lande med tilgængelige tal nu forventer lavere gældsrate. De største revisioner har fundet sted for Spanien, Irland, Østrig og Finland.

I EU som helhed har der været en fortsat nedgang i budgetunderskuddene siden toppunktet i 1993 (se tabel 5). Ikke desto mindre forventes det gennemsnitlige budgetunderskud i procent af BNP fortsat at udgøre noget over 4 pct., hvilket stadig giver anledning til alvorlig politisk bekymring. De enkelte landes bestræbelser var mere ensartede i 1996 end tidligere, idet budgetunderskuddene ser ud til at være faldet i alle lande bortset fra Tyskland. Den største reduktion i underskuddet, på mere

end 4 procentpoint, blev registreret i Sverige (hvor det forventede underskud er mere end 8 procentpoint under niveauet fra 1993). Ifølge Kommissionens skøn var budgetforbedringerne i EU i det mindste delvist baseret på reduktion af de strukturelle underskud, med Irland som den primære undtagelse.

Den gennemsnitlige gældsrate i EU er steget støt fra under 60 pct. i 1991 til godt 70 pct. i 1996 (se tabel 5). Nogle enkelte lande har på trods heraf klaret at reducere deres gældsrate i de senere år. Danmark og Irland har haft faldende gældsrate siden 1993, og dette var også tilfældet for Belgien, der dog fortsat har den højeste offentlige gældsrate i EU. I 1995 og 1996 var der gradvise reduktioner i gældsraten i Sverige og i Italiens fortsat høje gældsrate. I 1996 sås også nogen reduktion i gældsrate for Holland og Portugal, og der forventedes også fald i den meget høje gældsrate i Grækenland.

Strukturen i konsolideringen mindre positiv

Mens styrken i bestræbelserne på at opnå lavere budgetunderskud fortsatte i 1996, var sammensætningen af den finanspolitiske konsolidering genstand for bekymring, specielt når der ses på holdbarheden af udviklingen i de offentlige udgifter og indtægter (se boks 4). Dette fremgår klart af de seneste væksttendenser i udgifterne og indtægterne. Hvad angår præstationerne i starten af 1990'erne, belyst ved udviklingen for EU som helhed, ses det af figur 5, at stigningen i underskudsprocenterne indtil 1993 blev ledsaget af stigninger i både indtægter og udgifter i procent af BNP. På det seneste, dvs. i 1994-95, er der sket en vis korrektion, der afspejledes i faldende underskud i procent af BNP hovedsagelig som følge af udgiftsreduktionen. I 1996 skiftede bestræbelserne imidlertid fra udgiftsreduktioner til indtægtsforøgelser.

Kommissionens skøn tyder på, at kun tre medlemslande - Irland, Holland og Storbritannien - i 1996 reducerede deres underskud i procent af BNP igennem lavere udgifter, samtidig med at de var i stand til at

mindske indtægterne. I Belgien, Grækenland, Spanien, Østrig, Finland og Sverige var underskudsreduktionen til dels baseret på udgiftsbegrænsninger og til dels på højere indtægter. Danmark, Frankrig, Italien og

Tabel 5

Offentlige finanser

(Procent af BNP)

	Budgetoverskud (+)/underskud (-)					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ^(a)
Belgien	-6,5	-7,2	-7,5	-5,1	-4,1	-3,3
Danmark	-2,1	-2,9	-3,9	-3,5	-1,6	-1,4
Tyskland	-3,3	-2,8	-3,5	-2,4	-3,5	-4,0
Grækenland	-11,5	-12,3	-14,2	-12,1	-9,1	-7,9
Spanien	-4,9	-3,6	-6,8	-6,3	-6,6	-4,4
Frankrig	-2,2	-3,8	-5,6	-5,6	-4,8	-4,0
Irland	-2,3	-2,5	-2,4	-1,7	-2,0	-1,6
Italien	-10,2	-9,5	-9,6	-9,0	-7,1	-6,6
Luxembourg	1,9	0,8	1,7	2,6	1,5	0,9
Holland	-2,9	-3,9	-3,2	-3,4	-4,0	-2,6
Østrig	-2,6	-1,9	-4,2	-4,4	-5,9	-4,3
Portugal	-6,7	-3,6	-6,9	-5,8	-5,1	-4,0
Finland	-1,5	-5,9	-8,0	-6,2	-5,2	-3,3
Sverige	-1,1	-7,8	-12,3	-10,8	-8,1	-3,9
Storbritannien	-2,6	-6,3	-7,8	-6,8	-5,8	-4,6
EU-15	-4,3	-5,1	-6,2	-5,4	-5,0	-4,4

	Offentlig bruttogæld					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996 ^(a)
Belgien	129,4	130,6	137,0	135,0	133,7	130,6
Danmark	64,6	68,7	80,1	76,0	71,9	70,2
Tyskland	41,5	44,1	48,2	50,4	58,1	60,8
Grækenland	92,3	99,2	111,8	110,4	111,8	110,6
Spanien	45,8	48,4	60,5	63,1	65,7	67,8
Frankrig	35,8	39,6	45,6	48,4	52,8	56,4
Irland	95,0	92,0	94,5	87,9	81,6	74,7
Italien	101,4	108,5	119,3	125,5	124,9	123,4
Luxembourg	4,2	5,2	6,2	5,7	6,0	7,8
Holland	78,8	79,6	80,8	77,4	79,7	78,7
Østrig	58,7	58,3	62,8	65,1	69,0	71,7
Portugal	71,1	63,3	68,2	69,6	71,7	71,1
Finland	23,0	41,5	57,3	59,5	59,2	61,3
Sverige	53,0	67,1	76,0	79,3	78,7	78,1
Storbritannien	35,7	41,9	48,5	50,4	54,1	56,2
EU-15	56,1	60,4	66,1	68,1	71,3	73,5

Kilde: Europakommissionen (skøn, efteråret 1996).

(a) Europakommissionens skøn.

Tabel 6**Offentlige finanser i 1996 – seneste nationale skøn***(Procent af BNP)*

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI	SE	UK ^(a)
Budgetsaldo*	-3,4	-1,6	-3,9	-7,4	-4,4	-4,1	-1,0	-6,8	1,9	-2,1	-4,1	-4,0	-2,6	-3,0	-4,3
Bruttogæld**	130,0	69,8	60,7	111,8	69,3	55,4	73,3	123,7	6,8	78,5	70,0	70,3	58,0	78,6	55,3

Kilde: Nationale data.

* Budgetoverskud (+)/underskud (-).

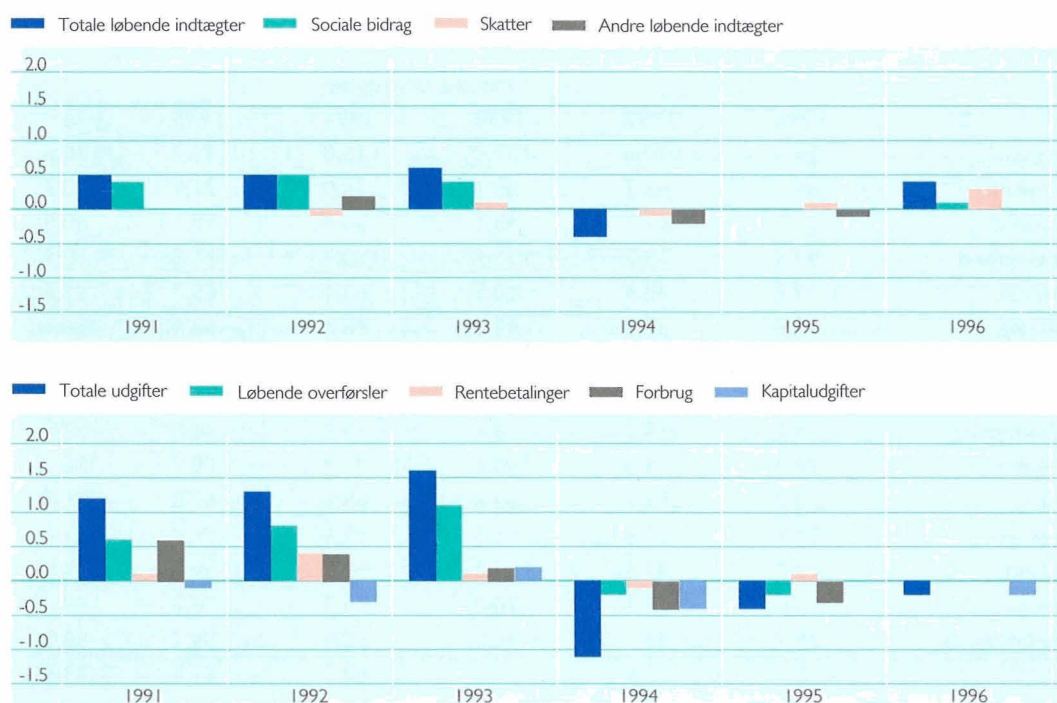
** Offentlig bruttogæld.

(a) Budgetsaldo: Kalenderårs-interpolation af skøn for finansåret.
Bruttogæld: 1996-budgetskøn for finansåret, ultimo marts 1997.

Portugal forventes at have højere udgifter i procent af BNP i 1996, og underskuddene i procent af BNP forventes kun at falde som følge af større - om end til tider midlertidige - stigninger i de offentlige indtægter.

Blandt de samlede offentlige indtægter steg den gennemsnitlige andel af bidrag til sociale

sikringsordninger i EU særlig stærkt i perioden 1990-93, og andelen kunne ikke nedbringes fra dette høje niveau herefter (se figur 5). I de enkelte lande er bidragene til sociale sikringsordninger i procent af BNP siden 1990 kun faldet i Irland og Sverige. For EU som helhed var den væsentligste årsag til stigningen i de offentlige indtægter i 1996

Figur 5**Ændringer i de offentlige indtægters og udgifters struktur i EU****(Årlig ændring i procent af BNP)*

Kilde: Europakommissionen (skøn, efteråret 1996).

* Eksklusive Luxembourg.

dog beskatning snarere end sociale bidrag.

Hvad udgifterne angår, var der i gennemsnit markante stigninger i de offentlige overførsler i begyndelsen af 1990'erne, mens vækstraterne var svagt negative herefter. Der ses således omtrent det samme mønster på udgiftssiden som for sociale bidrag på indtægtssiden. Generelt udgør de sociale sikringssystemers finansielle stilling derfor en voksende byrde for de offentlige finanser i mange EU-lande, og de udgør også en fremtidig risiko på grund af den aldrende befolkning.

I 1996 ser de finanspolitiske tilpasninger ud til at have været stærkt relateret til

begrænsninger i de offentlige investeringer. Kapitaludgifterne var den eneste udgiftskategori, som i gennemsnit blev reduceret i EU. Mens dette er relativt "smertefrit" på kort sigt, er der en risiko for, at det tynger den økonomiske og budgetmæssige position på lang sigt. Når man betragter de enkelte lande, har kun Irland øget de offentlige kapitaludgifter som andel af BNP siden 1993, samtidig med at det også er lykkedes at reducere landets underskud i procent af BNP. I Grækenland og Spanien blev en særlig stor andel af reduktionen i underskuddene siden 1993 på den anden side båret af en nedgang i kapitaludgifterne, selv om niveauet forbliver henholdsvis tæt på og højere end EU-gennemsnittet.



Tendenser i udviklingen i de offentlige udgifter og indtægter i procent af BNP og spørgsmålet om holdbarhed

Den generelle tendens til forøgelse af de offentlige udgifter og indtægter i procent af BNP siden starten af 1990'erne afspejler en fortsættelse af tidligere tendenser. Selv om der er betydelige forskelle landene imellem, er de gennemsnitlige udgifter som andel af BNP i EU steget fra 37 pct. i 1970 til mere end 50 pct. i 1996, hvilket er en endnu stærkere stigning end i de gennemsnitlige indtægter i procent af BNP, der er steget fra 37 til 46 pct. (se figuren nedenfor). En voksende andel af de økonomiske ressourcer i EU er således blevet absorberet af offentlig aktivitet.

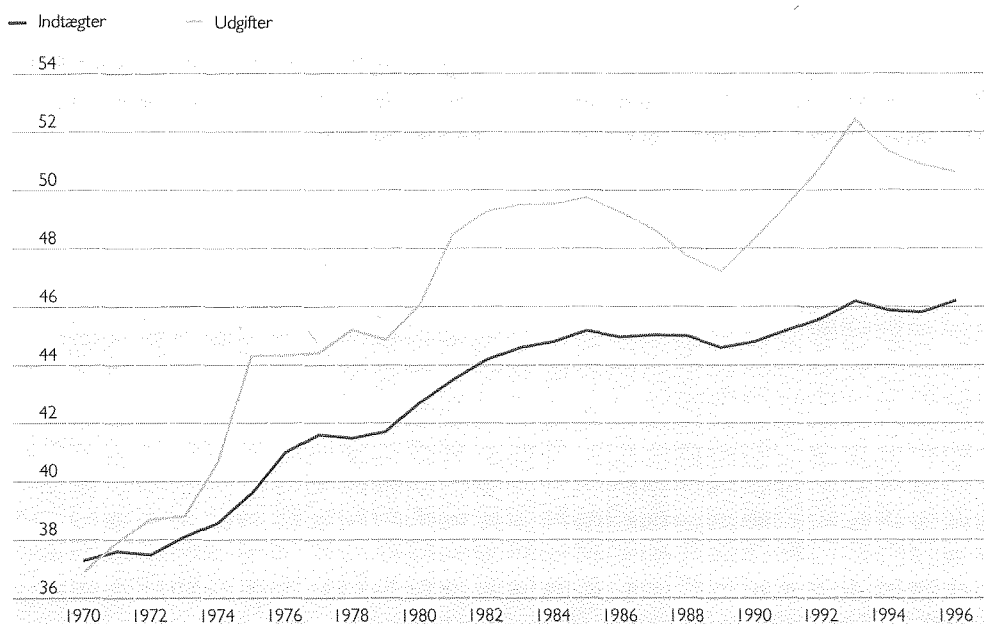
Et resultat af, at væksten i de offentlige udgifter vedvarende har været stærkere end i produktionen, er, at hverken indtægterne eller underskuddene som andel af BNP må stige. I begge tilfælde kan den private aktivitet dog blive fortrængt, hvorved vækstudsigterne på længere sigt forringes. Sammensætningen af de offentlige udgifter viser også, at en voksende andel af de offentlige udgifter går til rentebetalinger, som negativt påvirker finanspolitikens fleksibilitet på kort og mellemlangt sigt. Rentebetalingerne på den offentlige gæld i procent af BNP i EU steg fra under 2 pct. i 1970 til over 5 pct. i 1996, og rentebetalingerne som andel af de samlede offentlige udgifter fordobledes i samme tidsrum. I de fleste år siden 1984 har rentebetalingerne krævet flere finansielle ressourcer, end der blev skabt af den offentlige nettolåntagning (se figuren nedenfor).

Da sådanne tendenser i de offentlige finanser næppe kan anses for holdbare på længere sigt, er en mere præcis analysemetode nødvendig for at kunne vurdere holdbarheden på en omfattende måde. I den sammenhæng foreslås det, at materiale til en vurdering af holdbarheden kan fremskaffes igennem forskellige analysemetoder, der fokuserer på krav om budgetbalance inden for forskellige tidshorisonter. Der kan også fremsættes forslag, hvad angår den passende balance mellem udgiftsbeskæringer og indtægtsforøgelser i forsøget på konsolidering.

En kortsigts-indikation af holdbarheden af den finanspolitiske konsolideringsstrategi kan opnås ved at skelne mellem tiltag, der har permanente eller kun kortfristede effekter på tendenserne i udviklingen i indtægterne og udgifterne. Kortsigts- eller engangstiltag, der kun er effektive i et år, forbedrer den løbende budgetsituation på bekostning af fremtidige budgetter eller har rene præsentationsmæssige effekter, kan ikke betragtes som bidragende til holdbarhed.

På mellemlangt sigt kan muligheden for at gennemføre givne finanspolitiske målsætninger vurderes ved at beregne de tilpasninger, der ville være nødvendige for at nå disse målsætninger. Der fokuseres her på korrektion af de poster, som generelt anses for at være under regeringens kontrol, dvs. den primære balance bestående af alle indtægts- og udgiftsposter, eksklusive rentebetalinger. En faktisk

Offentlige indtægter og udgifter i EU*
(I procent af EU-BNP)



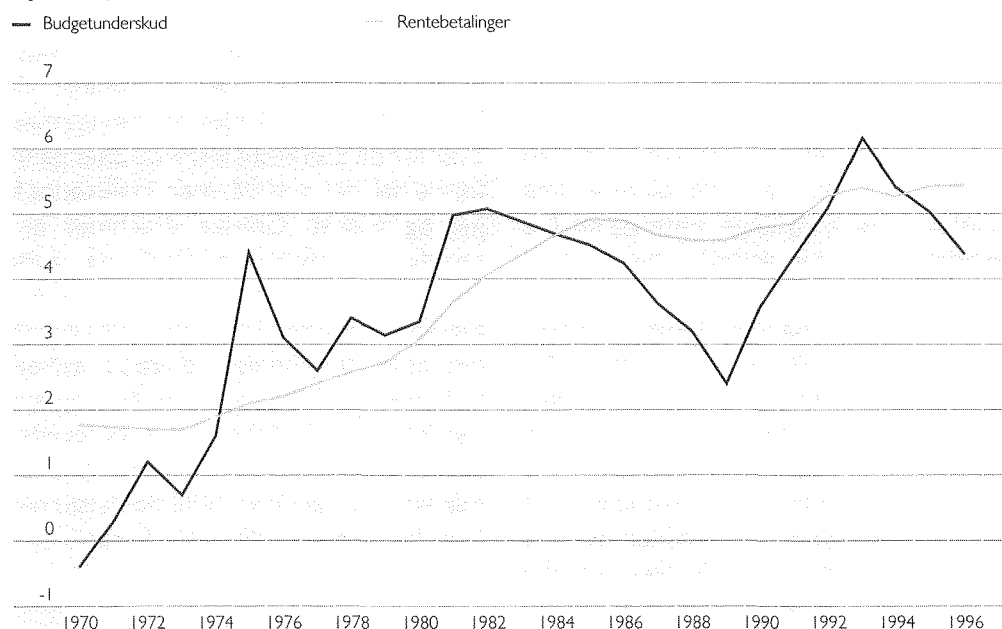
Kilde: Europakommissionen (skøn, efteråret 1996).

* Udgifterne er opgjort eksklusive Luxembourg indtil 1993, indtægterne eksklusive Grækenland, Portugal og Finland indtil 1973 og Luxembourg indtil 1993. Vesttyskland indtil 1991, det forenede Tyskland herefter.

offentlig primær balance kan eksempelvis sammenlignes med den primære balance, der ville være nødvendig for at reducere gælden i procent af BNP i løbet af det pågældende år. Dette begreb, som kaldes det primære gældskonvergens-gab, kan suppleres med beregningen af den primære balance, som er nødvendig for at reducere gældsrenten til en given værdi inden for en given tidshorisont (se EMI's rapport "Progress towards convergence 1996", november 1996). Desuden giver justering af udgifts- og indtægtstallene for cykliske og ikke-strukturelle effekter en indikation af, i hvilket omfang en given reduktion af budgetunderskuddet afspejler ægte bestræbelser på finanspolitisk konsolidering. Det skal dog bemærkes, at beregning af strukturelle udgifter og indtægter afviger, afhængig af hvilken metode der anvendes, og niveautallene er typisk ikke så pålidelige som de tal, der angiver årlige ændringer. Dertil kommer, at visse ikke-periodiske elementer såsom engangstiltag kan forstyrre beregningerne.

Budgetsituationen må vurderes på baggrund af forventninger og skøn over den demografiske og økonomiske udvikling, der er relevant for de offentlige finanser, når det drejer sig om holdbarhed på

Budgetunderskud og offentlige rentebetalinger i EU* (1 procent af EU-BNP)



Kilde: Europakommissionen (skøn, efteråret 1996).

* Data for budgetunderskud er opgjort eksklusive Grækenland, Portugal og Finland indtil 1973 og Luxembourg indtil 1993. Vesttyskland indtil 1991, det forenede Tyskland herefter.

lang sigt. De offentlige financers tilstand under uændret skatte- og overførselspolitik kan stå over for alvorlige udfordringer, når de forventede problemer med en aldrende befolkning dukker op inden for få årtier. Et værdifuldt begreb, som i stigende grad bliver anvendt til at få fastlagt sammenhængen mellem finanspolitikken og demografiske forandringer og omfordeling mellem generationer via skatte- og overførselspolitikken, betegnes generelt som "generations-opgørelser".

I lyset af den store byrde, der er pålagt skatterne og bidragene til sociale sikringsordninger i EU, bør finanspolitisk konsolidering i hvert tilfælde hovedsageligt baseres på udgiftsbegrænsninger. Større indtægtsrater vil forværre de eksisterende skævheder. De vil muligvis også af private blive opfattet som uholdbare på lang sigt og kan derfor ødelægge troværdigheden ikke mindst på de finansielle markeder. Ikke alle former for udgiftsreduktioner skal dog betragtes som lige holdbare. Fx kan systematiske reduktioner af de offentlige kapitaludgifter forringe vækstudsigterne på længere sigt som følge af de positive væksteffekter, der er forbundet med visse former for offentlige investeringer i infrastruktur.

1.5 Valutakursudviklingen inden for EU

Relativt rolige markedsforhold inden for ERM, større volatilitet i nogle ikke-ERM-valutaer

Udviklingen i valutakurserne i ERM var karakteriseret ved relativt rolige markedsforhold i 1996. I perioden fra slut-

ningen af maj til midt i oktober lå de bilaterale valutakurser mellem de deltagende valutaer inden for relativt snævre bånd (se figur 6). De maksimale bilaterale afvigelser fra centalkurserne udvidedes i 4. kvartal til omkring 7-8 pct. i december. Valutakursvolatiliteten mellem EU-valutaerne faldt markant sammenholdt med 1995. For de fleste ERM-valutaer konstateredes de lave-

ste volatiliteter over for D-mark siden udvidelsen af båndbredden i ERM i august 1993.

Én gruppe af valutaer - belgiske/luxembourgske franc, den tyske mark, hollandske gylde og østrigske schilling - forblev tæt knyttet gennem året, med en yderligere indsnævring af de allerede små henholdsvis korte og lange rentespænd. Fra begyndelsen af maj skiftedes henholdsvis franske franc og danske kroner til at være svageste valuta i båndet. Begge valutaer forblev tæt på deres pariteter over for D-mark gennem 1996. Franske franc blev udsat for et midlertidigt og begrænset pres fra midt i juli til begyndelsen af september og i mindre omfang fra slutningen af november til begyndelsen af december. Fra januar til september 1996 forblev spanske pesetas relativt stabilt den stærkeste valuta i båndet. Derefter overtog det irske pund positionen som den stærkeste valuta i båndet. Det irske pund havde været den svageste valuta i båndet gennem de første fire måneder af 1996, men blev efterfølgende styrket jævnt over for de øvrige ERM-valutaer. Portugisiske escudos styrkedes, men forblev gennem 1996 inden for et udsvingsbånd på +/- 2 pct. i forhold til centralkursen over for D-mark.

I 1996 tilsluttedes to nye valutaer ERM: Den finske mark med effekt fra 14. oktober og den italienske lire fra 25. november. Finske mark svækkedes fortsat gennem de første fire måneder af 1996, men styrkedes over sommeren. Finland indtrådte med en centralkurs på 3,04 finske mark pr. D-mark, hvilket var lige i underkanten af markedskursen, der efterfølgende er styrket i forhold til centralkursen over for D-mark. Den italienske lire fortsatte sin styrkelse gennem første halvdel af 1996. Den brød niveauet 1.000 lire pr. D-mark og fluktuerede omkring dette niveau i de følgende måneder. Den italienske lire genindtrådte i ERM-samarbejdet med en centralkurs på 990 lire pr. D-mark. Markedskursen var lige i over-

kanten af centralkursen og forblev på dette niveau i den resterende del af 1996.

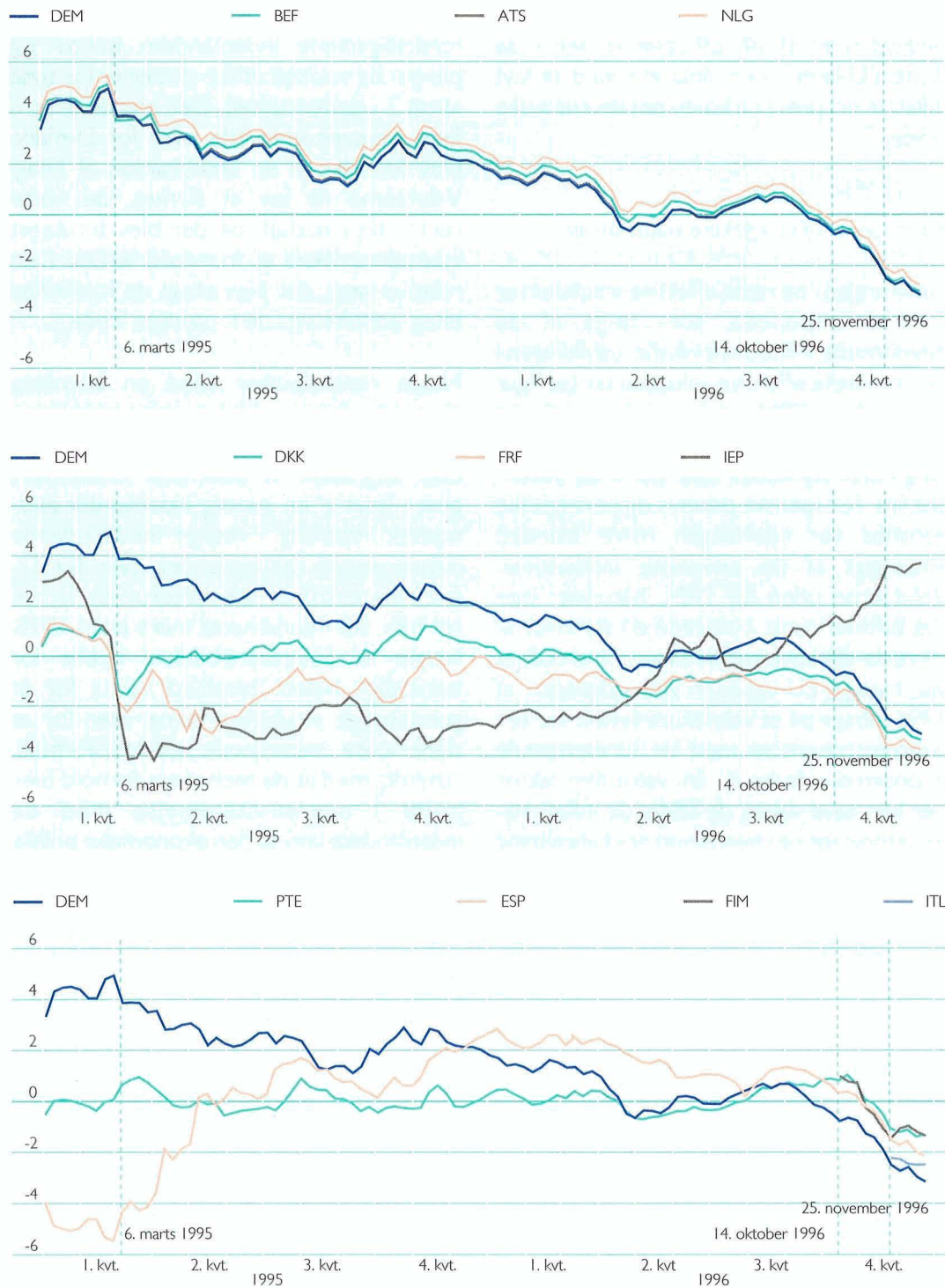
Med hensyn til udviklingen for EU-valutaerne uden for ERM-samarbejdet var mønstret stort set ensartet frem til foråret 1996. Disse valutaer styrkedes næsten kontinuert over for de stærkeste ERM-valutaer gennem første halvdel af 1996, men svækkedes lidt i juli og august. Græske drachmer er efterfølgende styrket markant og sluttede året på et niveau tæt ved niveauet fra medio 1996. Svenske kroner, som genvandt det tabte i begyndelsen af året, svækkedes i slutningen af 1996 og endte året en anelse styrket. Det britiske pund oplevede et stærkt opadgående pres i årets fire første måneder og nåede sit hidtil stærkeste niveau over for D-mark i de sidste tre år.

Gunstige underliggende faktorer, både internationalt og i EU

Der er flere faktorer, der synes at have medvirket til den ovenfor beskrevne valutakursudvikling. Dollarstyrkelsen, der repræsenterede en korrektion af tidligere svækkelse, sammenholdt med en mindre volatilitet, bidrog til valutakursstabiliteten inden for ERM. Fremskridt mod konvergens, kombineret med en stærk politisk opbakning til ØMU-processen - som vist ved konklusionerne fra Det Europæiske Råds møder i Madrid, Firenze og Dublin - har gradvist styrket markedets forventninger til, at ØMUens tredje fase indledes som planlagt (sidstnævnte afspejledes også i ECU-markedet (se boks 5)). Det er ikke desto mindre vanskeligt at skelne markedets positive vurdering af medlemslandenes overordnede makroøkonomiske udvikling og holdbarheden af den økonomiske politik fra forventningerne til landenes mulige deltagelse i tredje fase. Der var en betydelig kapitalindstrømning til nogle af de tidligere højrente ERM- og ikke-ERM-valutaer, hvilket resulterede i et opadgående pres på disse valutaer og et nedadgående pres på de respektive renter i forhold til Tyskland. For

Figur 6

ERM-valutaernes placering
(Procentpoint)



Kilde: Nationale data.

De lodrette linier angiver justeringerne af portugisiske escudos og spanske pesetas 6. marts 1995, finske marks indtræden i ERM 14. oktober 1996 og italienske lires genindtræden 25. november 1996. Placeringen af en valuta i udsvingsbåndet er bestemt ved afvigelsen i forhold til midtpunktet mellem den stærkeste og svageste valuta i ERM. Afvigelsen mellem to valutaer angiver den procentvise forskel mellem deres markedskurs og deres bilaterale centralkurs.

nogle EU-valutaer kan forventning om ERM-indtræden også have medvirket til en styrkelse. Yderligere gradvise pengepolitiske lempelser i Tyskland frem til udgangen af august 1996 ledte vejen for markante nedsættelser af de officielle renter i de fleste EU-lande, i en situation med et lavt inflationært pres i de kontinentaleuropæiske lande.

Korrektioner af de effektive valutakurser

Udviklingen i de reale effektive valutakurser i 1996 afspejlede, som følge af de begrænsede inflationsforskelle, udviklingen i de nominelle effektive valutakurser (se figur 7). De fleste ERM-valutaer, inklusive finske mark, svækkedes i reale termer.¹ I modsætning hertil styrkedes irske pund og italienske lire. For spanske pesetas og portugisiske escudos var udviklingen mere blandet, afhængigt af de anvendte indikatorer. Valutaerne uden for ERM, herunder især det britiske pund, oplevede en styrkelse af de reale effektive valutakurser. Overordnet var mange EU-valutaer ved udgangen af 1996 tilbage på et valutakursniveau, der er i overensstemmelse med de fundamentale økonomiske forhold. En væsentlig faktor her kan have været de faldende inflationsforventninger og i begrænset grad afsmitning på den indenlandske inflation fra tidligere tiders valutasvækkelse.

Nuancerede politiske tiltag

De pengepolitiske myndigheder reagerede gennem 1996 forskelligt på de rolige markedsforhold, hvilket afspejler de forskelligartede indenlandske behov og penge- og valutapolitiske strategier (se også afsnit 2 i dette kapitel). Den styrkelse, som flere valutaer oplevede over for D-mark, blev ledsaget af en kombination af tiltag: Valutaerne fik lov at styrkes, de korte renter blev nedsat, og der blev foretaget interventionskøb af fremmed valuta. Den relative vægt, der blev tillagt de forskellige tiltag, adskilte sig i de forskellige lande.

Nogle centralbanker tillod en betydelig styrkelse af deres valutaer med henblik på at understøtte en anti-inflationær politik eller begrænse et potentielt inflationært pres i lyset af en gunstig indenlandsk økonomisk indstilling. I mange medlemslande indsnævredes rentespændet over for D-mark markant over hele rentekurven. Samlet set blev der inter文neret mere end i 1995. Nogle få EU-centralbanker købte for betydelige beløb fremmed valuta for at genopbygge valutareserverne eller for at opretholde velordnede markedsforhold, samtidig med at de monetære forhold blev holdt i overensstemmelse med de indenlandske krav til den økonomiske politik.

¹ Beregningen af reale effektive valutakurser er baseret på følgende deflatorer: Forbrugerprisindeks, producentprisindeks og enhedslønoms-kostningerne i produktionssektoren.

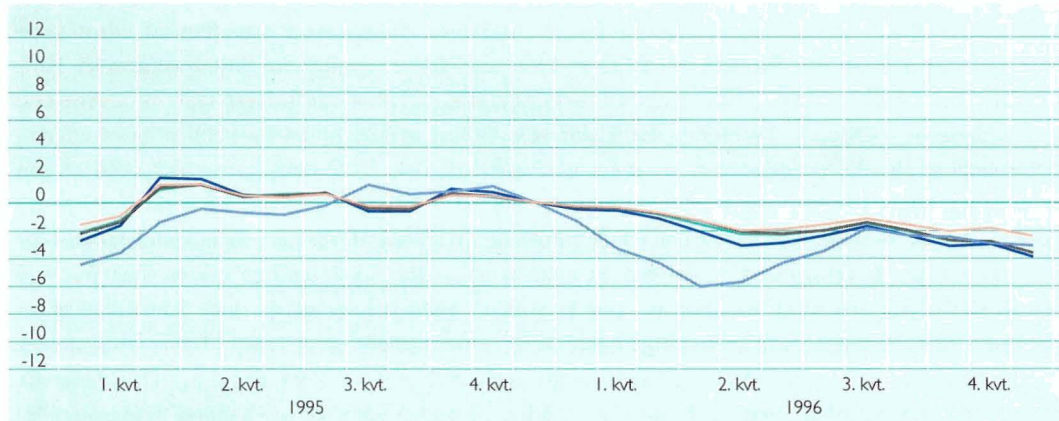
Figur 7

Nominelle effektive valutakurser*

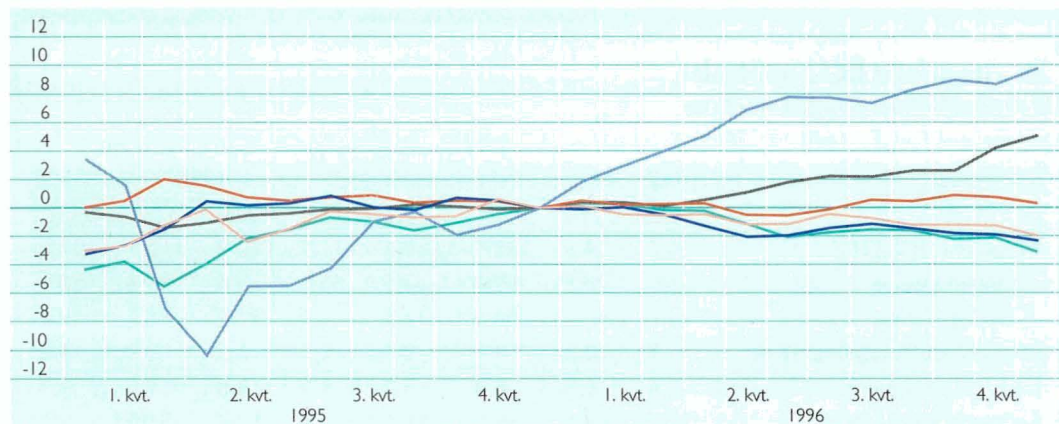
(Månedsgennemsnit, procentvise ændringer i forhold til december 1995)

ERM-valutaer

DEM BEF ATS NLG FIM

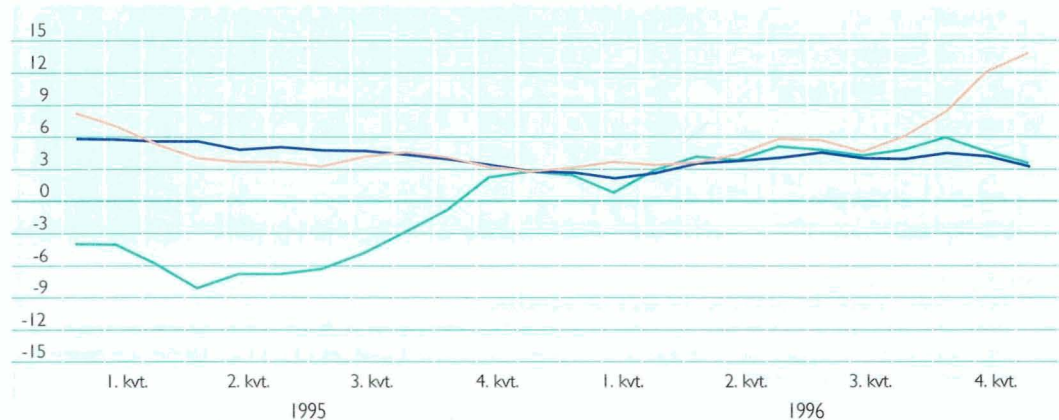


DKK ESP FRF IEP ITL PTE



Non-ERM currencies

GRD SEK GBP



Kilde: BIS.

* I forhold til en kurv indeholdende 26 industrilandes valutaer.

Det private ECU-marked

I 1996 faldt omsætningen på det samlede ECU-marked for fjerde år i træk, jf. tabellen nedenfor. Størrelsen af det samlede ECU-marked vurderes at være faldet med 8,6 pct. til 153,6 mia.ECU i perioden fra ultimo september 1995 til ultimo september 1996. Dette niveau er 20,5 pct. under toppunktet i september 1992. Nedgangen kan hovedsageligt tilskrives nedgangen i mængden af udestående internationale obligationer fra 62,5 mia.ECU til 51,8 mia.ECU i perioden fra ultimo september 1995 til ultimo september 1996. Indfrielsen af forfaldne obligationer var fortsat stor og større end nyudstedelserne. På baggrund af en stigende udstedelsesaktivitet på de internationale obligationsmarkeder, betød nedgangen i ECU-udstedelser, at andelen af internationale ECU-obligationer i forhold til den samlede udestående obligationsbeholdning faldt fra 3,8 pct. til 2,8 pct. i den givne periode. På andre områder for ECU-aktiviteter havde der været fremgang. Værdien af udestående indenlandske ECU-obligationer, der hovedsageligt kan tilskrives nyudstedelser fra den offentlige sektor, steg fra 56,6 mia.ECU til 58,3 mia.ECU. Antallet af korte papirer steg svagt i samme periode som følge af en stigning i ECU-denominerede euro-obligationer. Men da de samlede udstedelser af euro-obligationer steg stærkere end ECU-segmentet, faldt den samlede markedsandel fra 1,9 pct. til 1,5 pct. De estimerede bankudlån i ECU (samlede endelige bankudlån og udlån til banker uden for BIS's rapporteringsområde) faldt med 11,0 pct. til 51,0 mia.ECU ved udgangen af september 1996 sammenholdt med 57,3 mia.ECU året før. På passivside faldt ECU-indskud holdt af ikke-banker med 9,1 pct. ECU-markedets andel

De finansielle ECU-markeder

(Udestående ultimo perioden, mia.ECU)

	1992	1993	1994	1995	1996			
	3.kvt.	3.kvt.	3.kvt.	3.kvt.	1.kvt.	2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.
Obligationer, heraf	130,3	124,5	125,4	119,1	111,7	110,8	110,1	109,5
- internationale	86,3	78,2	69,1	62,5	55,7	53,6	51,8	50,1
- indenlandske	44,0	46,3	56,3	56,6	56,0	57,2	58,3	59,4
(Nationale) Statsgældsbeviser	6,9	8,3	4,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Euro-CP'ere og euro-obligationer	8,6	6,5	6,4	8,2	9,3	8,8	9,0	9,9
Estimeret bankudlån ^(a)	67,5	66,6	59,9	57,3	55,9	53,2	51,0	.
Estimeret markedsstørrelse, i alt ^(b)	193,3	185,9	176,4	168,1	160,4	156,3	153,6	.
Bankaktiver, heraf:	198,0	196,0	178,4	164,5	153,1	144,3	141,6	.
- over for ikke-banker ^(c)	61,6	61,0	55,6	52,6	50,0	48,4	46,5	.
Bankpassiver, heraf:	200,7	191,9	174,7	157,7	148,3	140,2	136,5	.
- over for ikke-banker ^(c)	34,9	30,9	27,1	23,1	24,6	22,6	21,0	.
Centralbankers beholdning af private ECU	18,9	19,1	24,0	23,3	19,9	20,0	21,8	22,8
Omsætning i ECU-værdipapirer ^(d)	1473,6	333,6	402,0	479,6	474,1	422,9	392,5	418,5
Procent af den samlede omsætning i alle valutaer	13,3	6,1	6,9	7,4	5,3	4,8	4,1	4,3

Kilde: BIS, Euroclear og Cedel.

(a) Endelig udlån og udlån til banker uden for rapporteringsområdet.

(b) På grund af bankernes rolle som både udstedere og ejere af ECU-værdipapirer er der et overlap mellem værdipapir- og bankmarkedet. For at undgå dobbeltregnskab er der fratrukket et estimeret beløb på 20 mia.ECU. Da der ikke eksisterer data herfor, er dette overlap estimeret.

(c) Kun registrerede ikke-banker.

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

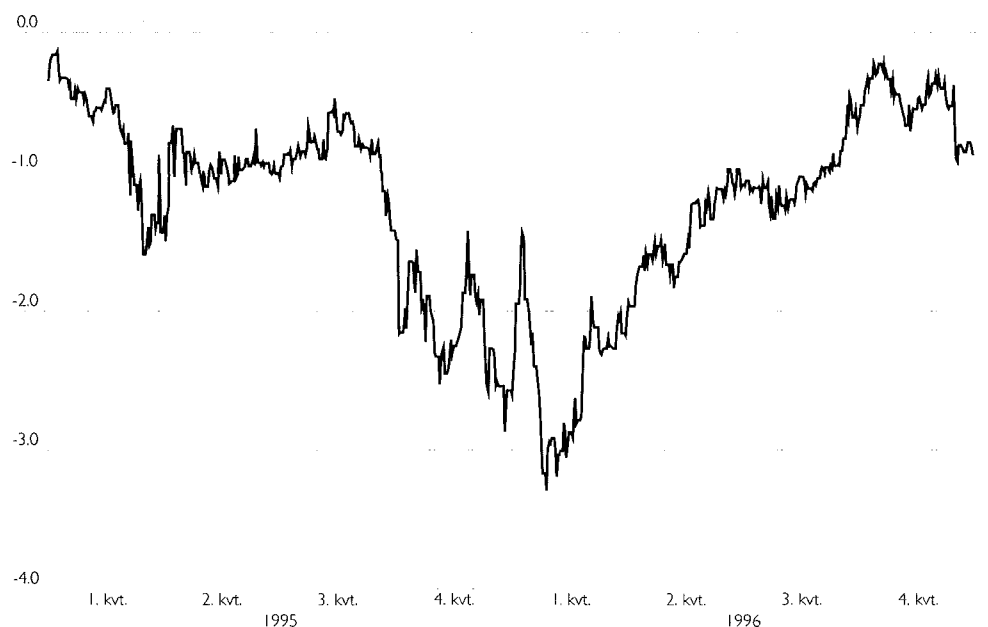
af de samlede internationale bankaktiver og -passiver faldt yderligere fra henholdsvis 2,4 pct. til 1,9 pct. (aktiver) og fra 2,3 pct. til 1,8 pct. (passiver).

Hidtil har afvigelserne mellem markedskursen og den teoretiske kurs på ECU holdt sig inden for et interval på +/- 20 basispoint undtagen i perioder med spændinger på valutamarkedene. I begyndelsen af 1996 blev det negative spænd udvidet markant til mere end -3 pct., det maksimale under pari nogensinde (se figur nedenfor). Men fra marts og fremefter kunne der konstateres et hurtigt og markant omsving i udviklingen, der bragte spændet tilbage omkring niveauet -0,5 pct. i december 1996. Det lange rentespænd blev udvidet fra omkring 0 i begyndelsen af 1996 til -0,2 procentpoint i april, hvor det forblev resten af året.

Flere forhold er blevet nævnt som forklaringer på den markante udvidelse af valutakursspændet i begyndelsen af 1996, hvor der ikke var synderlige valutakursspændinger. Der var først og fremmest usikkerhed om startdatoen og den forventede initiale sammensætning af lande i tredje fase af ØMU, men også usikkerhed om den juridiske status af den private ECU og kontinuiteten af ECU-kontrakter. Den efterfølgende indsnævring af valutakursspændet fra første kvartal af 1996 kan tilskrives mindre spændinger og usikkerhed, hvilket også blev afspejlet i de stabile forhold inden for EMS. Det kan også tilskrives de finansielle markeders større tiltro til ØMU-processen samt den aftale, der blev indgået på Det Europæiske Råds møde i Dublin 13.-14. december 1996 om den juridiske ramme for brugen af euro.

Forskellen mellem markedskursen og den teoretiske kurs på ECU

(I procent)



Kilde: Nationale data

1.6 Værdipapirmarkeder i EU-landene

Faldende lange renter og rentespænd

De nominelle 10-årige obligationsrenter faldt i løbet af 1996 i alle EU-landene med undtagelse af Storbritannien. Obligationsrenterne i EU faldt i gennemsnit med 1,1 procentpoint (se tabel 7). Der var betydelige forskelle mellem landene: I Italien, Portugal og Spanien faldt de lange renter med henholdsvis 3,3, 2,9 og 2,8 procentpoint, mens de faldt med 1,7 procentpoint i Sverige. I Belgien, Danmark, Frankrig, Irland, Luxembourg og Finland faldt de 10-årige obligationsrenter med omkring 0,7-1,0 procentpoint. Faldet var mindre udpræget i Tyskland, Holland og Østrig, hvor renterne allerede var lave.

En analyse af de faktorer, der lå bag udviklingen på obligationsmarkederne i EU i 1996, viser to overordnede forhold. Det ene er betydningen af det amerikanske marked. Udviklingen i det amerikanske obligationsmarked er - som følge af dets størrelse - generelt af stor betydning for de kortsigtede bevægelser i obligationsrenterne i EU. De grundlæggende faktorer, som påvirkede udviklingen på obligationsmarkederne i EU i 1996, afveg dog i nogen grad fra dem, der gjorde sig gældende i USA. Det skabte mulighed for en delvis "afkobling" fra det amerikanske marked. Spændet mellem de 10-årige obligationsrenter i USA og Tyskland har siden 1990 bevæget sig inden for et - historisk set - meget snævert interval, hvilket hovedsageligt er et resultat af den vedvarende forbedring af inflationsudviklingen i USA. Gennem 1996

Tabel 7

Lange renter

(Lange obligationsrenter, ultimo måneden, i procent)

	December 1994	December 1995	Juni 1996	December 1996	Ændring ^(a) 1995	Ændring ^(a) 1996
Belgien	8,34	6,69	6,80	5,86	-1,65	-0,83
Danmark	9,14	7,23	7,44	6,52	-1,91	-0,71
Tyskland	7,66	6,02	6,56	5,77	-1,64	-0,25
Grækenland ^(b)	19,00	.	.	.	.	.
Spanien	11,79	9,70	8,90	6,89	-2,09	-2,81
Frankrig	8,28	6,64	6,47	5,82	-1,64	-0,82
Irland	8,76	7,34	7,49	6,58	-1,42	-0,76
Italien	12,40	10,87	9,44	7,55	-1,53	-3,32
Luxembourg	7,78	6,68	6,55	5,78	-1,10	-0,90
Holland	7,76	6,01	6,41	5,67	-1,75	-0,34
Østrig	7,63	6,36	6,64	5,84	-1,27	-0,52
Portugal	11,81	9,77	8,74	6,86	-2,04	-2,91
Finland	10,09	7,20	7,06	6,21	-2,89	-0,99
Sverige	10,88	8,41	8,11	6,68	-2,47	-1,73
Storbritannien	8,87	7,53	8,03	7,64	-1,34	0,11
EU-15	9,49	7,80	7,68	6,67	-1,69	-1,13
USA	7,84	5,58	6,73	6,43	-2,26	0,85
Japan	4,59	2,91	3,17	2,57	-1,68	-0,34

Kilde: For EU-15, obligationsrenter i henhold til de harmoniserede konvergenskriterier (se også fodnote (b)). For USA 10-årige obligationsrente og for Japan den 10-årige toneangivende obligationsrente.

(a) Procentpoint, ultimo året minus ultimo året.

(b) (Kupon-)rente ved udstedelse af 5-årige statsobligationer (knyttet til renten på 12-måneders statsgældsbevis). Sådanne obligationer blev ikke udstedt i alle måneder, derfor de manglende angivelser.

bevægede spændet sig imidlertid fra at være negativt til at være positivt, da de amerikanske obligationsrenter kom over de tyske for første gang siden slutningen af 1994 (se figur 8). Den væsentligste bagvedliggende årsag var forskellen i konjunkturforløbet i USA og de fleste EU-lande, som førte til forskelle i forventningerne til den fremtidige udvikling i de korte renter. Dertil kommer, at styrkelsen af den amerikanske dollar gennem hele året understøttede bevægelsen i obligationsrenterne. Forskelle i forventningerne til de korte renter, begrundet i de aktuelle konjunkturforløb, forklarede ligeledes spændet mellem de nominelle obligationsrenter i Storbritannien og Tyskland.

Det andet forhold knytter sig til udviklingen i obligationsrentespændene inden for EU. I alle EU-lande med undtagelse af Storbritannien indsnævredes det lange rentespænd over for landene med de laveste obligationsrenter væsentligt i løbet af 1996 (se figur 8). I den første del af året var der på trods af en opgang i de internationale obligationsrenter en tendens til indsnævring af de lange rentespænd. Denne udvikling stod i kontrast til tidligere perioder med stigende internationale obligationsrenter, som sædvanligvis har været forbundet med en udvidelse af spændene. Sammen med en faldende volatilitet i højrentelandenes obligationsmarkeder var dette bl.a. et udtryk for en aftagende inflationsrisikopræmie i disse lande.

Især i de lande, der havde de største spænd i begyndelsen af året, og hvor risikopræmien som følge heraf må have været højest, sås de største indsnævring af spændene. Det drejer sig om lande så som Spanien, Italien, Portugal og Sverige. Denne tendens kan tilsyneladende tilskrives en kombination af faktorer, herunder en væsentlig reduktion i de forventede inflationsforskelle inden for EU, en opfattelse af fremskridt i retning af finanspolitisk konsolidering, den relative valutakursstabilitet og mindre politisk usikkerhed i en række lande. Disse faktorer blev af

markederne samtidig set som forhold, der forbedrede ØMU-udsigterne - en omstændighed, som kan have spillet en selvstændig rolle i indsnævringen af spændene, både direkte og ved yderligere at forbedre udsigterne til valutakursstabilitet.

Stærk udvikling på EU's aktiemarkeder i 1996

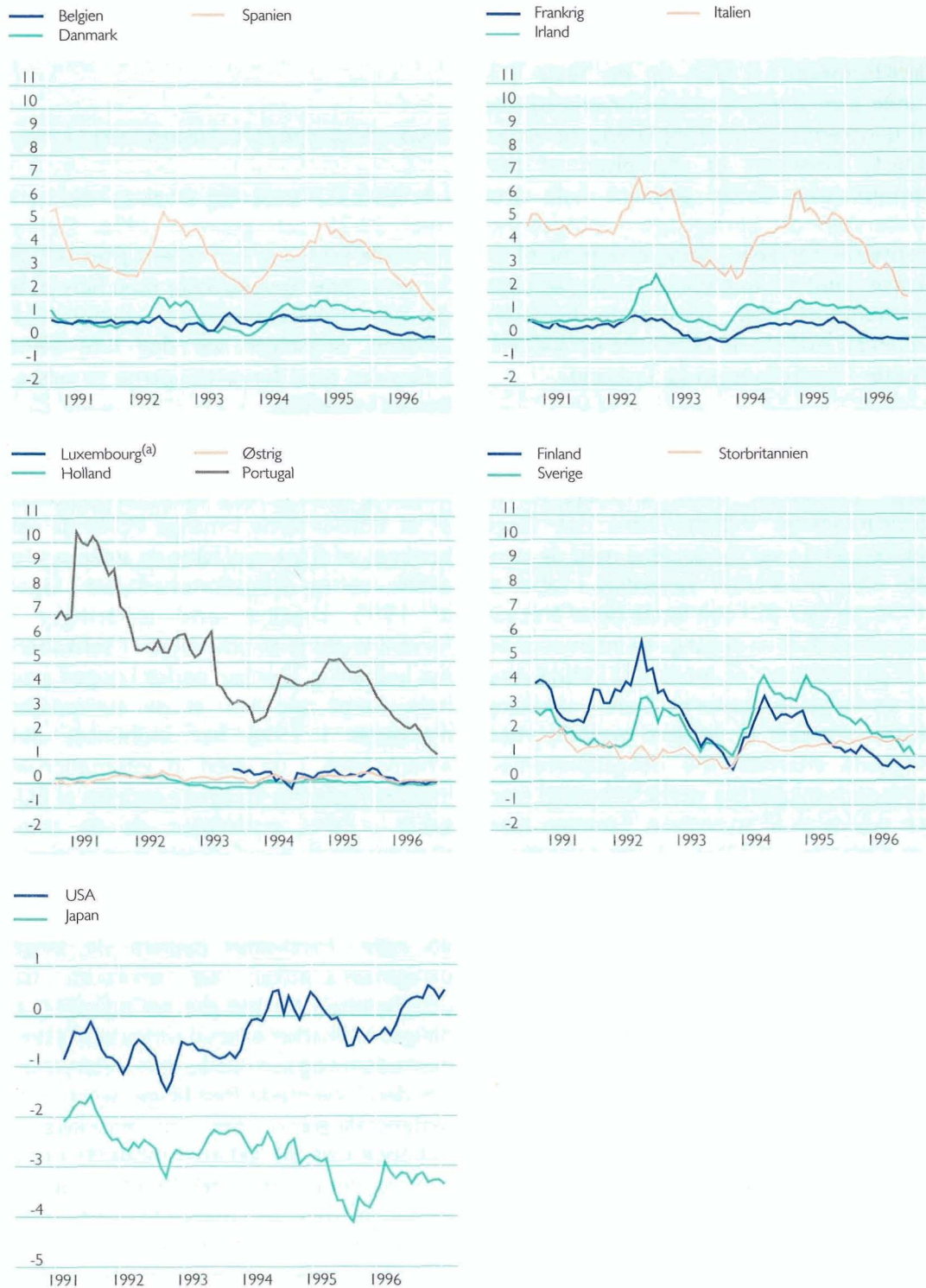
I de fleste EU-lande steg aktiekursindeksene med 20-25 pct. gennem 1996. Denne parallelle udvikling er i nogen grad udtryk for ensartede forventninger med hensyn til de reale makroøkonomiske udsigter i EU-landene. Stigningen var dog ikke alene forbundet med forventningerne til selskabernes indtjening.

En vigtig del af baggrunden for denne udvikling synes at have været en opfattelse af, at aktiekurserne i mange EU-lande var kommet ud af trit med både de amerikanske aktiekurser og obligationsmarkeder i løbet af 1995 snarere end ændringer i forventningerne til udviklingen i selskabernes indtjening. Der kan derfor i nogen grad have været tale om, at de europæiske markeder i 1996 har indhentet det amerikanske, i og med at internationale investeringsfonde forøgede andelen af EU-aktier i deres porteføljer, da de amerikanske aktiekurser fortsatte med at stige.

Obligationsrenterne kan også have spillet en rolle. Forskellen mellem de lange obligationsrenter og afkastet fra udbyttebetalinger kan give en indikation af obligationsmarkedernes påvirkning af aktiemarkederne og kan således give information om den forventede fremtidige vækst i udbyttebetalingerne eller om ændringer i risikopræmien på aktier. I modsætning til USA var der i 1996 en tendens til, at denne forskel mindskedes i mange EU-lande. Det antyder, at ikke blot forventninger til den fremtidige indtjening i virksomhederne i EU, men også faldet i de lange obligationsrenter har spillet en vigtig rolle i udviklingen på aktiemarkederne.

Figur 8

Spænd over for lange tyske obligationsrenter*
(Månedlige gennemsnit, i procentpoint)



Kilde: Nationale tal.

* For yderligere forklaring af de anvendte tal, se fodnoter til tabel 7. For USA 10-årige obligationsrente og for Japan den 10-årige toneangivende obligationsrente. Af sammenlignelighedsmæssige årsager er tal for Grækenland ikke vist.

(a) Sammenlignelige tal er først tilgængelige fra 22. oktober 1993.

2 Pengepolitik i medlemslandene

I dette afsnit beskrives ændringer i de pengepolitiske forhold i de enkelte EU-lande i 1996. Indholdet afspejler, at det i anden fase af ØMU er EMI's opgave at styrke samarbejdet mellem de nationale centralbanker og koordineringen af pengepolitikken i medlemslandene med henblik på at sikre prisstabilitet. I lyset af disse opgaver drøftes penge- og valutaforholdene og den gensidige overensstemmelse mellem den penge- og valutakurspolitiske udvikling i medlemslandene løbende i EMI.

I 1996 gav de økonomiske og finansielle forhold i de fleste EU-lande mulighed for yderligere gradvise, men forsigtige pengepolitiske lempelser via nedsættelser af de officielle renter (se figur 9, figur 10 og den kronologiske oversigt i bilaget). Vækstraten i pengemængden (opgjort som harmoniseret M3) for hele unionen steg fra 2,9 pct. i 1995 til 6,4 pct. i 1996. Samlet blev de officielle renter i størstedelen af medlemslandene (Belgien/Luxembourg, Danmark, Tyskland, Frankrig, Holland, Øst-rig, Finland og Sverige) nedsat til lave og meget ens niveauer. Konvergens i de korte renter og inflationstakten i 1996 sammenholdt med betydelig valutakursstabilitet indikerer en høj grad af sammenfald i disse EU-landes pengepolitik. I de fleste øvrige EU-lande understøttede den realøkonomiske udvikling og valutaforholdene i 1996 gradvist en lempelse af pengepolitikken. Hermed indsnævredes disse landes korte rentespænd over for D-mark betydeligt (se figur 10). Dette førte til konvergens af de mere differentierede pengepolitiske forhold, som havde været berettigede i det meste af 1995 for at imødegå inflationært pres og/eller fornyet ustabilitet på valutamarkederne i enkelte EU-lande. Undtagelserne var Irland, som strammede pengepolitikken senere på året, og Storbritannien, som satte de officielle renter op i anden halvdel af 1996.

Udsigten til en inflationstakt i Tyskland, som stemmer overens med prisstabilitet, gav den tyske centralbank mulighed for at lempe pengepolitikken yderligere. Renten på genkøbsforretninger, der ved indgangen til 1996 var 3,75 pct., kunne nedsættes til 3,4 pct. ved udgangen af januar og blev sat til 3,3 pct. fra februar og fremefter. I april besluttede centralbanken at nedsætte diskontoen med 0,5 pct. til et historisk lavt niveau på 2,5 pct. Samtidig blev lombardrenten nedsat fra 5,0 pct. til 4,5 pct. Med fortsat gunstige inflationsudsigter blev renten på genkøbsforretninger igen i august nedsat, denne gang til 3,0 pct. Endvidere sås en korrektion i kursen på D-mark efter den kraftige styrkelse i begyndelsen af 1995.

Væksten i pengemængden, M3, var fortsat den vigtigste nøglevariabel i forbindelse med de pengepolitiske beslutninger i den tyske centralbank. I årets 4. kvartal var den årlige vækst i M3 på 8,1 pct. og dermed uden for målzonen på 4-7 pct. (se tabel 8). Dette kunne tilskrives en let stigning i pengeinstitutternes udlån til den private sektor og endnu vigtigere en vigende efterspørgsel efter langt løbende finansielle aktiver, der ikke indgår i M3. Væksten i M3 har imidlertid været ca. 5 pct. i gennemsnit over de sidste 3 år. Derfor var den underliggende tendens nogenlunde i overensstemmelse med målet og gav ikke grund til alvorlige bekymringer. På grund af disse lejlighedsvis forvriddninger i M3-væksten i løbet af de seneste år er den tyske centralbank gået over til at lægge større vægt på den mellemfristede udvikling i pengemængdevæksten (se boks 6). For at tage højde for den større volatilitet i den kortsigtede udvikling har den tyske centralbank også besluttet at udvide korridoren for M3-væksten i 1996 fra 2 til 3 pct. I vurderingsgrundlaget indgik endvidere supplerende indikatorer for fremtidig inflation.

Tabel 8**Pengepolitiske målsætninger og retningslinjer i medlemslandene****a) Monetære aggregater - målsætninger og retningslinjer***(Årlig procentvis ændring*)*

	Mål-variabel	1995		1996		1997
		Mål- eller overvågningszone ^(a)	Faktisk	Mål- eller overvågningszone ^(a)	Faktisk	Mål- eller overvågningszone ^(a)
Tyskland	M3	4-6	2,1	4-7	8,1	3,5-6,5
Grækenland	M3	7-9	10,3	6-9	9,0	6-9
Spanien	ALP	<8	9,2	<8	6,5	≤7
Frankrig	M3	5,0	4,0	5,0	-1,5	5,0
Italien	M2	5,0	1,9	5,0	2,6	<5
Storbritannien	M0	0-4	7,1	0-4	5,6	0-4
	M4	3-9	5,5	3-9	9,8	3-9

Kilde: Nationale data

* Fra 4. kvartal til 4. kvartal eller fra december til december (Storbritannien dog fra marts til marts).

(a) Mellemløst mål for Spanien og Frankrig. Overvågningszone for Storbritannien.

b) Officielle inflationsmål*(Årlig procentvis ændring)*

	Mål-variabel ^(a)	1995		1996		1997	Mellemløst mål
		Mål	Faktisk	Mål	Faktisk	Mål	
Spanien	CPI	-	4,7	3,5-4 ^(b)	3,7	<3	2 ^(c)
Finland	CPIY	~2	-0,1	~2	0,2	~2	~2
Sverige	CPI	2 ± 1	2,9	2 ± 1	0,7	2 ± 1	2 ± 1
Storbritannien	RPIX	1-4	2,9	1-4	2,9	≤2,5 ^(d)	≤2,5

Kilde: Nationale data

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

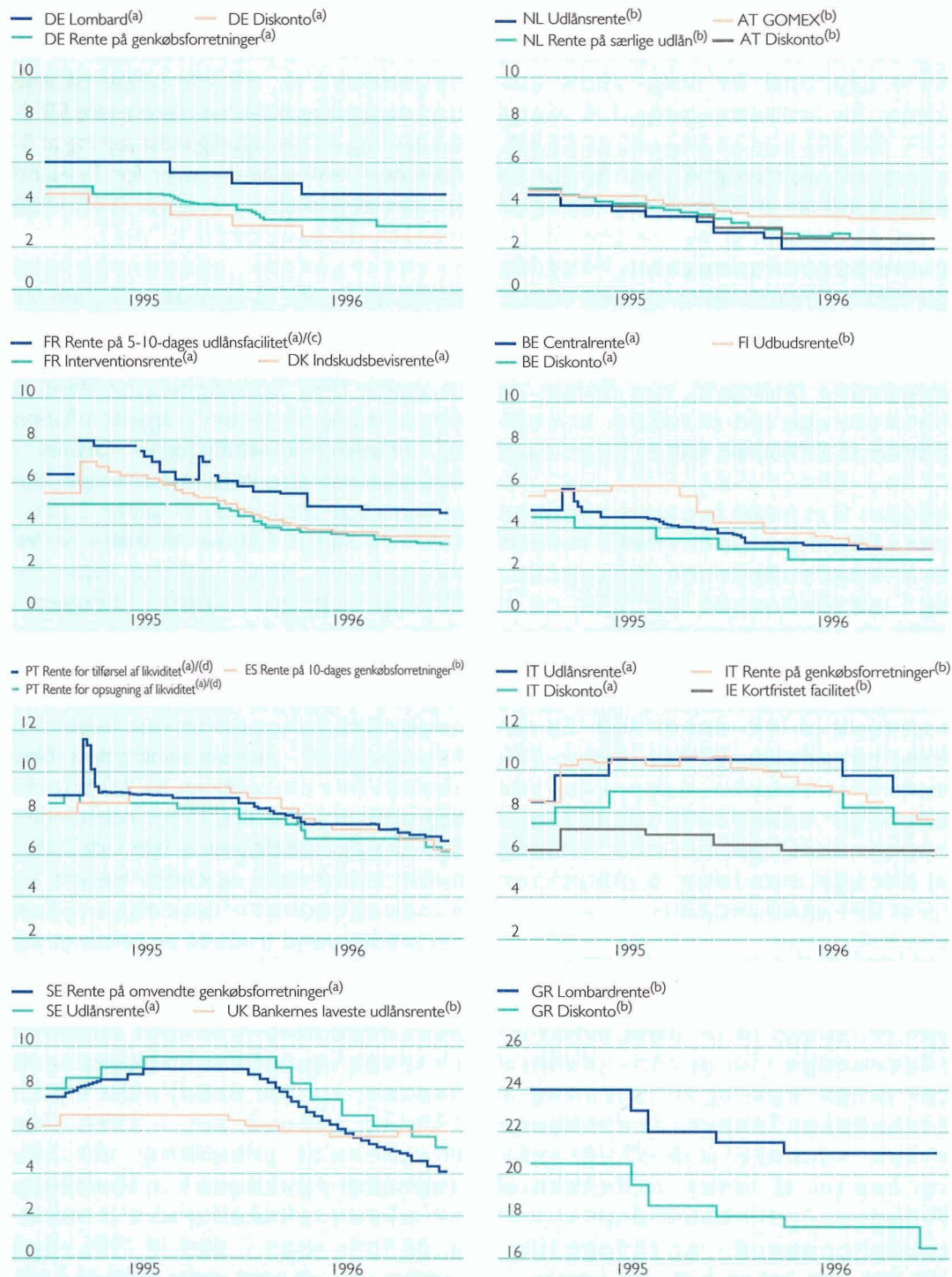
(b) Vedrører 1. kvartal 1996.

(c) Vedrører 1998.

(d) Laveste halvdel af 1-4 pct. - intervallet indtil foråret 1997; 2,5 pct. eller under derefter.

Den nedadgående bevægelse i de officielle tyske renter blev fulgt i en række andre EU-lande. Den stærke hollandske gylden tillod De Nederlandsche Bank at holde de officielle renter lidt under de tilsvarende tyske renter gennem hele året, hvilket bl.a. kunne ses af, at det korte rentespænd over for D-mark var svagt negativt (se figur 10). De østrigske pengemarkedsrenter forblev tæt forbundet til de tyske i overensstemmelse med målsætningen om at opretholde et stabilt forhold mellem schilling og D-mark. De

grundlæggende økonomiske forhold understøttede den høje grad af stabilitet i den belgiske/luxembourgiske franc over for D-mark. I løbet af året fluktuerede det belgiske 3-måneders rentespænd over for Tyskland i et snævert bånd omkring nul. I takt med de respektive valutaers styrkelse inden for ERM kunne både den danske og franske centralbank gradvist bringe de officielle renter ned på et niveau, der ikke var meget over renteniveauet i Tyskland, Holland, Østrig og Belgien.

Figur 9**Officielle rentesatser**
(I procent)

Kilde: Nationale data. (De nævnte renter er de mest relevante for pengepolitikken i hvert land.)

(a) Ultimo ugen, for Portugal primo ugen.

(b) Ultimo måneden.

(c) Databrud fra 8. marts til 21 juni 1995, begge dage inklusive, og fra 6. oktober til 8. november 1995, begge dage inklusive, da Banque de France suspenderede 5-10 dages faciliteten og erstattede denne med en 24-timers genkøbsfacilitet.

(d) Hvis annoncering af fast rente for tildeling af likviditet er suspenderet, svarer renten til renten på lejlighedsvis operationer.

Et bemærkelsesværdigt forhold i Frankrig var det markante fald i væksten i pengemængden, M3, i løbet af året. Faldet i pengemængdevæksten skyldtes primært den stejle rentekurve, der forårsagede et skift fra korte indskud til aktiver med en længere løbetid og andre substitutter for penge såsom visse former for kontraktopsparing. I 4. kvartal 1996 faldt M3 med en årlig rate på 1,5 pct., hvilket skal sammenlignes med Banque de France's mål om at tillade en årlig stigning på 5 pct. på mellemlangt sigt (se tabel 8). De snævre pengemængdebegreber, M1 og M2, der dækker transaktionskonti og likvide indskud, viste en årlig vækst på henholdsvis 3,7 pct. og 6 pct. i 4. kvartal 1996. Væksten i den indenlandske bruttogæld, som Banque de France overvåger som en indikator for kredittilførslen til økonomien, faldt fra 5,0 til 3,6 pct.

Udsigten til et meget begrænset inflationært pres i Finland gav Suomen Pankki mulighed for at nedsætte udlånsrenten yderligere. Dette var i overensstemmelse med målet om at stabilisere den underliggende inflation omkring 2 pct. (se tabel 8). Fra oktober og frem bevægede pengemarkedsrenterne sig nogenlunde på linje med de tyske. Da den finske mark indtrådte i ERM 14. oktober 1996, meddelte centralbanken, at de pengepolitiske beslutninger fortsat primært ville afhænge af inflationsmålsætningen, men at der i fremtiden vil blive taget mere hensyn til målsætningen om at sikre valutakursstabilitet.

Uden for ERM lempede Sveriges Riksbank pengepolitikken i begyndelsen af januar 1996 som en reaktion på de stærkt forbedrede inflationsudsigter i Sverige efter styrkelsen af den svenske krone og en opstramning af finanspolitikken. Tempoet i de efterfølgende gradvise nedsættelser af de officielle renter var betinget af fortsat overholdelse af Riksbanken's 2 pct.-inflationsmålsætning (med en udsvingmargin på 1 pct. på begge sider). For året som helhed faldt den svenske 3-månedersrente som følge af forventninger om lavere officielle renter, mens renten på genkøbsforretninger faldt med i alt 481 basispoint til 4,1 pct.

I Portugal bidrog en finanspolitisk konsolidering og en lønudvikling på linje med de indkomstpolitiske aftaler til favorable inflationsudsigter, hvilket understøttede den fortsat opadgående tendens for escudoen inden for ERM. Dette banede vejen for en nedsættelse af de officielle renter på linje med rentenedsættelserne i flere andre ERM-valutaer og en betragtelig indsnævring af 3-måneders rentespændet over for Tyskland (renten på genkøbsforretninger faldt i 1996 med i alt 180 basispoint til 6,7 pct.).

Banco de España så ligeledes mulighed for at fortsætte den forsigtige lempelse af pengepolitikken, der blev påbegyndt i december 1995. Samtidig blev det sikret, at den nedadgående tendens i spansk inflation og inflationsforventningerne forblev i overensstemmelse med målsætningen om at nedbringe inflationen til under 3 pct. i 1997. To vigtige faktorer til støtte herfor var pesetaens stabile position inden for ERM og nedgangen i væksten i borgernes likvide aktiver til 6,5 pct., hvilket er pænt under det mellemfristede loft på 8 pct. (se tabel 8). Stramningen af finanspolitikken medførte endvidere en mærkbar forbedring i "policymixet". Interventionsrenten blev således i flere trin nedbragt fra 9,0 pct. ved begyndelsen af året til 6,25 pct. i december. Selv om det medfølgende fald i de korte renter indsnævrede spændet mellem de spanske og tyske renter betydeligt, antydede det brede spænd trods alt en relativ stram pengepolitik i Spanien.

Banca d'Italia havde annonceret intentioner om at holde stigningstakten i forbrugerprisene (eksklusive indirekte skatter) under 4 pct. i 1996 og under 3 pct. i 1997. Den tilfredsstillende prisudvikling, der blev understøttet af styrkelsen af liren, tillod således den italienske centralbank gradvist at nedsætte de korte renter i løbet af 1996. Også væksten i M2 var pænt under målet på 5 pct. (se tabel 8). I sidste halvdel af året blev både diskontoen og udlånsrenten nedsat i to omgange, begge gange med 75 basispoint, til henholdsvis 7,5 pct. og 9 pct. Derefter faldt

Figur 10

Korte rentespænd over for Tyskland
(3-måneders pengemarkedsrenter; i procentpoint)



Kilde: Nationale data.

de korte markedsrenter yderligere, efter lirens tilbagevenden til ERM-båndet, der fandt sted 25. november 1996. Faldet i de korte renter var dog mindre end faldet i de lange, hvilket indikerer en relativ stram pengepolitik.

Den græske centralbank nedsatte gradvist de officielle renter i lyset af både drachmerens relativt stabile position over for ECU - centralbankens mellemfristede mål - og udsigten til en fortsat nedadgående tendens i inflationen. Dog bidrog et højt budgetunderskud og strukturelle stivheder fortsat til at lægge begrænsninger på pengepolitikken og forhindrede, at et mere passende "policymix" kunne opnås. Det høje renteniveau førte til en kraftig kapitalindstrømning, også selv om rentespændet over for de øvrige EU-lande indsnævredes betydeligt. For at imødegå den medfølgende hastigt stigende krediteksponering blev centralbanken, sideløbende med kontinuerlig opsugning af overskudslikviditet fra pengemarkedet, nødt til at hæve minimumsreservekravet fra juni og fremefter. Dette indgreb resulterede i store træk i, at likviditetsforholdene gradvist normaliseredes, krediteksponeringen mindskedes og den årlige vækst i M3 faldt til et niveau inden for målintervallet 6-9 pct.

Den mere fremadskredne konjunkturoppgang i Storbritannien førte til et differentieret pengepolitisk billede i løbet af året. I første

halvdel af året så inflationsudsigterne ud til at være nogenlunde i overensstemmelse med regeringens mellemfristede mål om at nedbringe den underliggende inflation (RPIX) til 2,5 pct. eller derunder. Dette tilskyndede myndighederne til at fortsætte med de pengepolitiske lempelser, som blev påbegyndt i december 1995. Bank of England's laveste udlånsrente blev således nedsat af tre omgange med i alt 75 basispoint og nåede et niveau på 5,75 pct. ved udgangen af første halvår. I løbet af 1996 forværredes inflationsudsigterne samtidig med, at opsvinget tog fart, og væksten i pengemængden (opgjort som M4) forblev stærk. På baggrund heraf, og i overensstemmelse med anbefalingen fra Bank of England, besluttede finansministeren ved udgangen af oktober at hæve Bank of England's laveste udlånsrente igen med 25 basispoint til 6,0 pct.

I begyndelsen af 1996 svarede den pengepolitiske stramhedsgrad i Irland til det niveau, der var karakteristisk for de fleste EU-lande. I april kunne centralbanken stadig tage del i den generelle rentenedsættelsesrunde og skar 25 basispoint af renten på den korte udlånsfacilitet til 6,25 pct. Senere på året valgte den irske centralbank, som en reaktion på den kraftige vækst i pengemængden, krediteksponeringen og den økonomiske aktivitet, at stramme pengepolitikken ved at lade pengemarkedsrenterne stige. Dette skete parallelt med en gradvis styrkelse af det irske pund.

Boks 6

De seneste erfaringer med pengemængdemål og inflationsmål

I mange år havde mellemfristede pengemængdemål en fremtrædende rolle i pengepolitikken i de større industrilande. De største EU-lande var ingen undtagelse; ved udgangen af 1970'erne var officielt annoncerede pengemængdemål hovedingrediensen i de nationale rammer for pengepolitikken. Modsat var de mindre medlemslande generelt tilhængere af en valutakursmålsætning og undlod at fastlægge pengemængdemål i deres bestræbelser på at nå det fælles mål om prisstabilitet. På baggrund af ændrede finansielle strukturer og øget fokus omkring stabile valutakurser nedprioriterede de fleste større EU-lande betydningen af pengemængdemålene i løbet af 1980'erne. Kun i Tyskland har pengemængdemålet fortsat samme afgørende betydning som tidligere. Ikke desto mindre fortsatte adskillige andre medlemslande (Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien og Storbritannien) - ligesom Tyskland - med at annoncere kvantitative retningslinjer for pengemængden, referenceværdier eller overvågningszoner. Dette antyder, at de fortsat tillægger pengemængdemål en betydelig rolle.

I begyndelsen af 1990'erne fortsatte udviklingen med finansiel liberalisering og innovationer med endnu større hastighed. Dette rejste nogle vigtige spørgsmål med hensyn til forståelsen af og kontrollen over mere volatile kortsigtede bevægelser i pengemængden. I Tyskland påvirkedes væksten i pengemængden endvidere af genforeningen og andre specielle faktorer som fx skatteændringer. Den tyske centralbank har tilpasset sig udviklingen ved i stigende grad at vurdere den monetære udvikling i Tyskland over en mellemfristet tidshorisont og ved anvendelsen af supplerende inflationsindikatorer. Med denne strategi er det lykkedes den tyske centralbank at reducere inflationen - der var steget i kølvandet på genforeningen - i de følgende år til et niveau, der i overvejende grad er at opfatte som prisstabilitet. I modsætning hertil har de pengepolitiske myndigheder i de øvrige EU-lande generelt reageret ved (yderligere) at reducere betydningen af pengemængden i formuleringen af pengepolitikken. Ikke desto mindre ser de fortsat pengemængden som en nyttig - og i enkelte tilfælde den vigtigste - indikator for den langsigtede risiko for fremtidig inflation. Som sådan har pengemængden således fastholdt sin funktion, som værende en uundværlig indikator for pengepolitikken.

I nogle tilfælde har det ændrede fokus i pengepolitikken, som beskrevet ovenfor, fungeret som en overgang til et pengepolitisk regime, hvor eksplicitte inflationsmål fungerer som anker for inflationsforventningerne. I løbet af de sidste få år er fire medlemslande formelt overgået til et sådant pengepolitisk regime, nemlig Spanien, Finland, Sverige og Storbritannien. Da overgangen til anvendelsen af inflationsmål er forholdsvis ny for alle landene, er det svært at konkludere noget om effektiviteten af direkte inflationsmål. Erfaringerne fra de første år tillader dog nogle enkelte observationer. Generelt har inflationsudviklingen i disse EU-lande være betydelig bedre end tidligere, og de annoncerede (mellemfristede) inflationsmål er ofte opnået før tiden. Som en advarsel skal det dog bemærkes, at disse gode resultater kan afspejle den stramme pengepolitik, der blev tilstræbt mod slutningen af det tidligere fastkursregime, de globale erfaringer med lavinflation og strukturpolitiske tiltag.

Uanset denne generelle kvalifikation har alle fire ovenfor nævnte medlemslande haft relativt gode pengepolitiske erfaringer i de første år efter indførelsen af en direkte inflationsstrategi. De pengepolitiske tiltag (som dokumenteret fx i EMI's to foregående årsberetninger) viser, at i løbet af 1994-95 reagerede de pengepolitiske myndigheder i Spanien, Finland, Sverige og Storbritannien på en forværring af inflationsudsigterne ved at stramme pengepolitikken på en tidlig og foregribende måde. Under hensyntagen til usikkerhed omkring inflationsprognoser har de generelt anlagt en forsigtig pengepolitisk tilgang på basis af al relevant information (inklusive pengemængden), og forklarer udførligt pengepolitiske tiltag og målsætninger i inflationsrapporter og lignende publikationer. Tilgængelige indikatorer for 1996 tyder på en vis succes med hensyn til opnåelsen af troværdighed omkring den nye pengepolitiske strategi.

3 De økonomiske udsigter og udfordringerne for konvergensprocessen

Gunstig konjunkturudsigt, men fortsat behov for strukturelle tilpasninger

Økonomiske prognoser offentliggjort af internationale organisationer ved udgangen af 1996 peger i retning af fordelagtige eksterne betingelser og en mere gunstig konjunkturudsigt for EU som helhed i 1997.

Med hensyn til de eksterne omgivelser ventes produktionen på verdensplan i 1997 at udvikle sig med samme vækstrater som i 1996 med den amerikanske økonomi som stabilt voksende, mens væksten i Japan måske vil falde. Verdenshandelen vil formentlig vokse med den samme forholdsvis høje rate som i 1996. Prisudviklingen på råvarer ventes ikke at ville udgøre nogen større fare for prisstabiliteten.

I EU ventes BNP-væksten at stige i 1997, hvilket afspejler en forventet opgang i både den indenlandske efterspørgsel og i eksporten. Den indenlandske efterspørgsel - fortrinsvis de private investeringer - ventes at blive påvirket positivt af en række gunstige begivenheder i 1996: Fortsat bevægelse mod prisstabilitet, et væsentligt fald i de lange renter samt en korrigerende udvikling på valutamarkederne i retning af større ligevægt efterfulgt af øget stabilitet. Dertil kommer, at fortsat moderate lønstigninger og god profitabilitet hos virksomhederne formentlig også vil bidrage til øget vækst. Også nettoeksporten ventes at give et lidt større positivt vækstbidrag som følge af højere vækst uden for EU. Der er dog risiko for en fortsat afdæmpet udvikling i privatforbruget.

I modsætning til de mere gunstige konjunkturudsigter er der fortsat behov for strukturelle forbedringer. Specielt ventes situationen på arbejdsmarkederne at forblive højst utilfredsstillende i de fleste EU-lande.

Selv om beskæftigelsen efter stagnation i 1996 ventes at stige noget i 1997, er der risiko for, at arbejdsløshedsprocenterne i EU kun falder marginalt og dermed forbliver på de historisk høje niveauer. Der har derfor i de seneste år været lagt øget vægt på at øge fleksibiliteten på arbejdsmarkederne i Europa (se boks 2). I nogle lande så som Danmark, Spanien, Irland, Holland, Finland og Storbritannien ventes en mere positiv udvikling end i gennemsnittet af EU-landene, hvilket i flere tilfælde skyldes fremgangsrigte arbejdsmarkedsreformer. I de fleste lande synes sådanne reformer dog ikke at være omfattende nok til at kunne forbedre udviklingen. Selv i lande, hvor der er foretaget mere omfattende arbejdsmarkedsreformer, vil der gå en årrække, før effekterne kan vurderes fuldt ud.

Selv om strukturelle reformer i de fleste lande synes at være måden, hvorpå der skal tages fat på at løse arbejdsløshedsproblemet, er det indlysende, at der ikke eksisterer noget ensartet europæisk arbejdsmarked. Dette forklarer, hvorfor der har været en betydelig forskel i formen, intensiteten og timingen af arbejdsmarkedsreformerne i de enkelte medlemslande. Det er dog fælles for næsten alle disse reformer, at der er blevet fokuseret på social sikkerhed (specielt systemet for arbejdsløshedsunderstøttelse), reguleringer vedrørende arbejdstiden, kontraktbetingelser og brugen af midlertidig beskæftigede samt på aspekter af de kollektive forhandlingssystemer. Det er på disse områder, at en række institutionelle stivheder er årsag til den svage udvikling på de europæiske arbejdsmarkeder, og det vil være en stor udfordring for de fleste medlemslande at løse disse problemer på en beslutsom og varig måde.

Status for konvergensprocessen

I november 1996 blev en omfattende rapport, "Progress towards convergence 1996", offentliggjort af EMI. Rapporten, der for første gang blev udarbejdet til Rådet i henhold til traktatens artikel 109j (1), konkluderede, at "på nuværende tidspunkt opfylder en majoritet af medlemslandene ikke de nødvendige betingelser for indførelse af en fælles mønt". Medio december 1996 tog Rådet i dets sammensætning af stats- eller regeringschefer sin beslutning under traktatens artikel 109j (3) og bekræftede, at proceduren i artikel 109j (4) ville blive anvendt så tidligt som muligt i 1998 med henblik på at påbegynde ØMUens tredje fase I. januar 1999. Denne beslutning kræver, at Rådet i dets sammensætning af stats- eller regeringschefer i begyndelsen af 1998 bekræfter hvilke medlemslande, der opfylder de nødvendige betingelser for indførelse af den fælles mønt. Traktaten fastsætter, at denne vurdering foregår efter fremlæggelsen af rapporter fra EMI og fra Kommissionen.

Med hensyn til konvergensprocessen vurderede EMI i sin rapport fra november 1996, at de ydre omstændigheder med et lavt omkostnings- og inflationspres var fordelagtige. De fleste medlemslande havde relativt lav inflation, og mange havde stort set opnået prisstabilitet. Andre lande havde registreret en nedgang i inflationen, der syntes at have bidraget til en tendens til reduceret risikopræmie på de finansielle markeder og dermed til en højere grad af valutakursstabilitet og et fald i forskellene i de lange renter. Derimod blev fremskridtene i den finansielle konsolideringsproces betragtet som for langsomme. De fleste lande var endnu ikke i en situation, der kunne betegnes som holdbar på mellemlangt sigt. Med hensyn til at opnå en holdbar udvikling blev der lagt vægt på, at nedbringelse af underskud ved engangstiltag ikke sikrer en varig konsolidering, og at det er nødvendigt at lægge stor vægt på

det faktiske indhold og ikke kun fokusere på de regnskabsmæssige metoder til at måle underskud og gæld. Dertil kommer, at konsolideringsbestrebelse må være endnu mere resolute, jo højere den initiale gæld er, og at en varig finansiell konsolidering skal magte to udfordringer: Den høje og vedvarende arbejdsløshed samt effekterne af den demografiske udvikling.

Tabel 9 giver en kort opdatering af denne analyse for 1996. Det bør noteres, at talgrundlaget for vurderingen af konvergens skal leveres af Kommissionen, og at der p.t. ikke er nye tal fra Kommissionen vedrørende udfaldet af finansiell politikken for 1996. Der er derfor i tabellen anvendt tal offentliggjort af Kommissionen i november 1996. Hvad angår kriterierne for prisstabilitet og konvergens af de lange renter er tallene opdateret til og med december 1996. Desuden er der medtaget nye tal for harmoniserede forbrugerprisindeks for 1996, mens inflationsrater for 1995 kun er tilgængelige baseret på de foreløbige forbrugerprisindeks (se boks 7).

Fremskridt i retning af prisstabilitet

Der er gode udsigter til at kunne opretholde en lav inflation i EU. En række faktorer understøtter denne vurdering: Væksten i de monetære aggregater giver ikke grund til bekymring, i de fleste lande er der fortsat ledig kapacitet, og væksten i lønningerne synes at være moderat. Dertil kommer, at i nogle lande, hvor lønstigningsstakten er for opadgående, er der fortsat mulighed for, at de inflationære konsekvenser i det mindste delvis vil blive absorberet af en reduceret profitmargin eller en øget produktivitet.

Udover disse fortrinsvis midlertidige faktorer er der sket en række strukturelle forbedringer, der sammen med en passende pengepolitik rettet mod målet om

Tabell 9

Økonomiske indikatorer og "Maastricht-traktatens" konvergenskriterier

(Eksklusive valutakurskriteriet)

1995	IICP inflation ^(a)	Lang rente ^(b)	Offentligt budgetoverskud (+) eller -underskud (-) ^(c)	Offentlig bruttogæld ^(c)
Belgien	*** 1,4	*** 7,5	-4,1	133,7
Danmark ^(d)	2,3	8,3	# -1,6	71,9
Tyskland	1,5	6,9	-3,5	# 58,1
Grækenland	9,0	17,3	-9,1	111,8
Spanien	4,7	11,3	-6,6	65,7
Frankrig	1,7	7,5	-4,8	# 52,8
Irland ^(e)	2,4	8,3	# -2,0	81,6
Italien	5,4	12,2	-7,1	124,9
Luxembourg	1,9	7,2	# 1,5	# 6,0
Holland	** 1,1	** 6,9	-4,0	79,7
Østrig	2,0	7,1	-5,9	69,0
Portugal	3,8	11,5	-5,1	71,7
Finland	* 1,0	* 8,8	-5,2	# 59,2
Sverige	2,9	10,2	-8,1	78,7
Storbritannien	3,1	8,3	-5,8	# 54,1
EU-15	3,0	8,9	-5,0	71,3

Kilder: EUROSTAT (IICP, HICP), nationale data (lange renter), Europakommissionen (offentligt budgetoverskud eller -underskud, offentlig bruttogæld).

Tallene, der skal bruges til vurdering af, om medlemslandene opfylder konvergenskriterierne, vil blive leveret af Europakommissionen. Ovenstående fiskale data er fra efteråret 1996.

*** = første, anden og tredjebedste resultat med hensyn til prisstabilitet. Hvad angår inflationen for 1996, er de tre lande med den laveste inflation valgt blandt de lande, hvor HICP-data er tilgængelige. De tre lande med den laveste inflation er valgt på baggrund af data med en højere grad af præcision end, hvad der er præsenteret i tabellen.

= offentligt underskud ikke over 3 pct. af BNP eller offentlig gæld ikke over 60 pct. af BNP.

(a) Årlig procentvis ændring. IICP = foreløbige forbrugerprisindeks, og HICP = harmoniserede forbrugerindeks. For yderligere beskrivelse af datagrundlaget henvises til boks 7.

(b) Årligt gennemsnit i procent. For yderligere beskrivelse af datagrundlaget henvises til fodnoterne til tabel 7.

(c) I procent af BNP. Foreløbige tal for 1996. (Europakommissionens prognose, efteråret 1996).

prisstabilitet peger i retning af, at de nuværende lave inflationsrater kan opretholdes. Disse strukturelle forbedringer omfatter for det første øget konkurrence på vare- og tjenestemarkederne og er forbundet med privatisering, deregulering og international integration. For det andet skal de strukturelle forbedringer ses i sammenhæng med, at i de lande, hvor inflationen traditionelt har været høj, er det vurderingen, at både finans- og pengepolitikken har medvirket til

en strukturel forbedring af inflationsforventningerne. Endelig er der foretaget arbejdsmarkedsreformer i nogle lande, hvilket har bidraget til at forbedre løn- og beskæftigelsesfleksibiliteten. Resultaterne på dette område antyder - som beskrevet ovenfor - at yderligere tiltag med henblik på at forbedre fleksibiliteten på arbejdsmarkedet er stærkt påkrævet specielt set i lyset af den høje arbejdsløshed i Europa.

1996	HICP inflation ^(a)	Lang rente ^(b)	Offentligt budgetoverskud (+) eller -underskud (-) ^(c)	Offentlig bruttogæld ^(c)
Belgien	1,8	6,5	-3,3	130,6
Danmark ^{(d)(e)}	1,9	7,2	# -1,4	70,2
Tyskland	*** 1,2	*** 6,2	-4,0	60,8
Grækenland ^(f)	7,9	14,8	-7,9	110,6
Spanien	3,6	8,7	-4,4	67,8
Frankrig	2,1	6,3	-4,0	# 56,4
Irland ^{(e)(g)}	.	7,3	# -1,6	74,7
Italien	4,0	9,4	-6,6	123,4
Luxembourg	** 1,2	** 6,3	# 0,9	# 7,8
Holland	1,5	6,2	# -2,6	78,7
Østrig	1,8	6,3	-4,3	71,7
Portugal	2,9	8,6	-4,0	71,1
Finland	1,5	7,1	-3,3	61,3
Sverige	* 0,8	* 8,0	-3,9	78,1
Storbritannien ^(g)	.	7,9	-4,6	# 56,2
EU-15	2,4	7,5	-4,4	73,5

(d) Tallene for offentlig bruttogæld er ikke justeret for Den Sociale Pensionsfonds aktiver over for den ikke-offentlige sektor og for statens indskud i Nationalbanken med henblik på styring af valutareserven. Ifølge udtalelse 5 og 6 vedrørende Rådsforordning (EF) no.3605/93 af 22. november 1993 er Rådet og Kommissionen enige i, at for Danmark skal disse poster specificeres særskilt ved præsentationen af offentlig bruttogæld. De to poster udgjorde i alt 12,0 pct. af BNP i 1995 og de forventes at udgøre 10,0 pct. af BNP i 1996. Hertil kommer, at tallene ikke er justeret for offentlig gæld fra offentlige virksomheder, som ifølge udtalelse 3 i forbindelse med den førnævnte Rådsforordning skal præsenteres særskilt for medlemslandene. I Danmark udgjorde denne post 6,5 pct. af BNP i 1995 og forventes at udgøre 6,2 pct. af BNP i 1996. Korrigeret for disse forhold ville den offentlige gæld ved udgangen af året være 53,4 pct. af BNP i 1995 og forventes at være 54,0 pct. i 1996.

(e) I 1995 og 1996 var der ifølge en Rådsbeslutning i henhold til artikel 104c (6) i traktaten ikke et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud i Irland. Det samme gjaldt for Danmark i 1996.

(f) Græske rentedata er fra en enkelt obligationsudstedelse 14. februar 1996.

(g) HICP-inflationsrater er ikke tilgængelige for 1996.

På baggrund af en væsentlig stigning i enhedslønomkostningerne i enkelte lande er der dog fortsat risiko for højere inflation. Selv om skøn over produktionsgab i EU peger i retning af ledig kapacitet i de fleste lande, kan en hurtig reduktion af produktionsgab på grund af tilpasningsproblemer risikere at skabe et midlertidigt

inflationpres, selv om produktionskapaciteten i økonomien endnu ikke er fuldt udnyttet. Det skal dog nævnes, at det efter en større konjunkturedgang er svært at give et pålideligt skøn over produktionsgab. Desuden kan de eksterne omgivelser medføre en risiko.

Harmoniserede forbrugerprisindeks

Traktaten fastsætter, at priskonvergens skal måles ved hjælp af forbrugerprisindeks beregnet på en sammenlignelig basis, hvor der tages højde for forskelle i nationale definitioner. Selv om udarbejdelsen af de nuværende forbrugerprisindeks i medlemslandene stort set er baseret på de samme principper, er der væsentlige detaljeringsforskelle, der påvirker sammenligneligheden i de nationale resultater.

For at opfylde sammenlignelighedskravet, fastlagt i traktaten, vedtog Rådet i oktober 1995 en forordning vedrørende harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP). Med udgangspunkt i denne forordning blev et første skridt mod beregning af harmoniserede forbrugerprisindeks taget i 1996, da EUROSTAT offentliggjorde foreløbige forbrugerprisindeks (IICP). Som det næste skridt vil HICP fra januar 1997 blive beregnet ved brug af sammenlignelige metoder og definitioner.

HICP vil danne basis for vurdering af konvergens i inflationsraterne i begyndelsen af 1998 og vil også være essentiel for udførelsen af den fælles pengepolitik i tredje fase.

Det begrebsmæssige arbejde med de harmoniserede forbrugerprisindeks udføres af Kommissionen (EUROSTAT) i tæt forbindelse med de nationale statistikmyndigheder. Som kernebruger er EMI tæt involveret i dette arbejde. I tillæg til rådsforordningen har Europakommissionen forberedt to omfattende forordninger med henblik på at definere den version af de harmoniserede forbrugerprisindeks, der er tilgængelig i øjeblikket. Kommissionens forskrifter vedrører den initiale dækning af de harmoniserede forbrugerprisindeks i 1997, initiale standarder for proceduren omkring justering for kvalitetsændringer og behandlingen af nye varer og tjenester samt herudover et fælles sæt formler for beregningen af de elementære prisindeks (dvs. for de enkelte produkter). Derudover er der opnået enighed om en harmoniseret klassifikation for HICP-underindeks, hvilket vil gøre det muligt at offentliggøre fuldt sammenlignelige dekomponeringer for de 15 medlemslande. Selv om disse foranstaltninger er et væsentligt skridt i retning af fuldt sammenlignelige forbrugerprisindeks i EU, har det ikke været muligt at løse alle de begrebsmæssige og tekniske spørgsmål tids nok til 1997. Yderligere tiltag for at opnå fuldkommen harmonisering af forbrugerprisindeks er derfor nødvendige og skal implementeres i de kommende år.

Forbrugerprisinflations i 1996 baseret på harmoniserede indeks (HICP) og nationale indeks (CPI)

(Procentvis årlig ændring)

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE ^(a)	IT	LU	NL	AT	PT	FI	SE	UK ^(a)
HICP	1,8	1,9	1,2	7,9	3,6	2,1	.	4,0	1,2	1,5	1,8	2,9	1,5	0,8	.
CPI ^(b)	2,1	2,1	1,5	8,5	3,6	2,0	1,6	3,9	1,4	2,1	1,9	3,1	0,6	0,7	2,9
Forskell	-0,3	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,1	.	0,1	-0,2	-0,6	-0,1	-0,2	0,9	0,1	.

Kilder: EUROSTAT, nationale data.

(a) HICP-inflation fra Irland og Storbritannien er ikke tilgængelige for 1996. Den procentvise årlige ændring for disse lande i januar 1997 er henholdsvis 1,9 pct. og 2,1 pct.

(b) For yderligere forklaring af de anvendte nationale data, se fodnote til figur 1.

Harmoniserede forbrugerprisindeks på månedsbasis vil blive offentliggjort fra januar 1997, inklusive historiske data for 1996 og 1995. Dermed tillades beregning af inflationsrater baseret på HICP fra januar 1996 og fremover. Selv om ikke alle de harmoniserede tiltag, der er gennemført med virkning fra januar 1997, kan benyttes for perioden før 1997, er HICP for 1995 og 1996 ikke desto mindre baseret på en sammenlignelig dækning for varer og tjenester, og vil dermed fjerne en af de væsentligste forskelle mellem de nationale forbrugerprisindeks. Resultaterne er vist til sammenligning med de nationale forbrugerprisindeks i ovenstående tabel.

Udviklingen i de viste harmoniserede forbrugerprisindeks er tæt på udviklingen i de nationale forbrugerprisindeks, og generelt er afvigelserne i tallene små (fra -0,3 procentpoint til 0,1 procentpoint). Kun i et fåtal af lande (Grækenland, Holland og Finland) overskrider forskellen dette interval.

Forskelle i resultaterne opnået ved brug af HICP og CPI afspejler forskelle i dækningen i de to indeks, i prisudviklingen i de respektive undergrupper samt forskellige metodiske standarder. Betydningen af disse faktorer varierer mellem landene og påvirker dermed i større eller mindre grad forskellen mellem HICP og CPI i de enkelte medlemslande.

Vigtigheden af en holdbar finanspolitik

På baggrund af den finanspolitiske situation i 1996 har flere regeringer taget initiativ til at styrke den finanspolitiske konsolidering med henblik på 1997. Det er endnu for tidligt at vurdere, hvorledes disse tiltag vil påvirke resultaterne for 1997 og fremover. Generelt er der dog behov for mere varige fremskridt for at sikre en holdbar finanspolitisk situation. Hvis forudsætningen om en forbedret konjunktursituation viser sig at holde stik, bør det blive nemmere at fortsætte og styrke processen med strukturelle tilpasninger. Samtidig skal fristelsen til at lette på tilpasningerne i lyset af tilsyneladende mindre stramme begrænsninger dog undgås for enhver pris.

Set i et bredere perspektiv vil opfyldelsen af regeringernes målsætninger desuden give et væsentligt bidrag til at reducere de risici, der er knyttet til udviklingen i de offentlige finanser. For det første gælder det, at hvis den finanspolitiske konsolidering gennemføres således, at der sker et troværdigt skridt i retning af sunde offentlige finanser, kan de kortsigtede negative effekter på efterspørgslen modvirkes af positive troværdighedseffekter. For det andet vil en varig konsolidering desuden have ved-

varende positive effekter på den potentielle vækst. Det er denne sammenhæng mellem en succesfuld finanspolitisk konsolidering og en forbedring af vækstudsigterne på mellemlangt sigt, der berettiger, at konsolideringsbestrebelseerne ikke kun ses på baggrund af konvergenskriterierne men også som nødvendige i sig selv. Selv om konsolideringsbestrebelseerne fortsat må være rettet mod den offentlige sektors underskud og gæld, bør de også indeholde strukturelle tiltag på udgifts- og indtægtssiden med henblik på at fremme den økonomiske vækst og beskæftigelsesudviklingen samt understøtte ikke-inflationær vækst.

Forøget valutakursstabilitet og formindskede rentespænd

Selv om den seneste tids udvikling med generel stabilitet i ERM og en væsentlig reduktion i forskellen i de lange renter i EU-medlemslandene delvis skyldes forventninger omkring landenes deltagelse i ØMUen, afspejler udviklingen også en øget grad af nominel konvergens. Korrektionen af valutakurserne og den efterfølgende stabilitet samt udviklingen i obligationsrenterne afspejler konvergens i inflationen og kan betragtes som et tegn på, at den

private sektors forventninger gradvist har tilpasset sig den lavere inflation og dermed også har bidraget til at reducere risikopræmierne.

Virkningen på prisen på finansielle aktiver af forventningen til realisering af ØMUen indebærer dog også visse risici. Tilbageslag i konsolideringen af de offentlige finanser eller andre faktorer kan risikere at formindske tilliden til ØMU-processen. Dette kan påvirke obligationsmarkederne negativt og efterfølgende skabe uro på valutamarkederne.

Den afgørende periode ligger forude, efterhånden som tidsfristen for overgangen til tredje fase nærmer sig

Efterhånden som tidsfristen for overgangen til tredje fase nærmer sig, er det nødvendigt at opfylde kravet om en varig konvergens. Dette bliver endnu vigtigere, efterhånden som aktørerne i økonomien begynder at kigge ud over 1999 og danne sig forventninger om udviklingen i euro-området på længere sigt. Det handler med andre ord om de makroøkonomiske omgivelser, hvori ECB skal tage de første skridt med henblik på at sikre prisstabilitet.

Disse overvejelser gør det endnu vigtigere, at pengepolitikken i medlemslandene forbliver årvågen og rettet mod at sikre prisstabilitet. Den pengepolitiske stilling i perioden fremover er specielt vigtig, eftersom den vil påvirke inflationsudviklingen i og efter 1999 og dermed forventningerne

til prisudviklingen i euro-området. Med hensyn til budgetpolitikken er det vigtigt at være opmærksom på, at den nødvendige opfyldelse af de finanspolitiske kriterier forud for indførelsen af den fælles mønt også indebærer sikring af holdbare offentlige finanser på sigt. På Det Europæiske Råds møde i Dublin i december 1996 var der enighed om, at opretholdelse af sunde offentlige finanser i tredje fase skal ske inden for rammerne af stabilitets- og vækstpagten. EMI giver sin tilslutning til målet om at opstramme troværdigheden og effektiviteten af proceduren omkring uforholdsmæssigt store budgetunderskud i henhold til artikel 104c. Denne ramme bør være så gennemsigtig og præcis som mulig i overensstemmelse med traktatens principper, og procedurerne, der skal fastlægges i Rådets forordning, bør være stærke og troværdige og afgørende bidrage til, at der føres en sund finanspolitik i tredje fase. Den alt overskyggende vigtighed af en bæredygtig budgetudvikling stammer også fra den fremtidige byrde, som vil opstå fra samspillet mellem rentebetalingen på den akkumulerede gæld, høj og vedvarende arbejdsløshed samt den demografiske udvikling. Endelig forbliver valutakursstabilitet et vigtigt element, når graden af vedvarende konvergens skal vurderes både før og efter 1999. Som en del af det fremtidige penge- og valutakurspolitiske samarbejde mellem euro-området og de øvrige EU-lande vil en ny valutakursmekanisme, ERM II, blive etableret. Medlemskab bliver frivilligt. Ikke desto mindre forventes medlemslande med dispensation at deltage i valutakursmekanismen.

Kapitel II

Forberedelse af tredje fase

I Pengepolitik

I overensstemmelse med artikel 7 i EMI-statutten skal EMI årligt rapportere om tilpasningen af de pengepolitiske instrumenter og forberedelserne af de nødvendige procedurer for udførelsen af den fælles pengepolitik i tredje fase af ØMU. Endvidere skulle EMI - senest 31. december 1996 - ifølge artikel 109f(3) i traktaten specificere de lovgivningsmæssige, organisatoriske og logistiske rammer, der er nødvendige for, at ESCB kan udføre sine opgaver i tredje fase. Ved udgivelsen af rapporten "The single monetary policy in Stage Three - Specification of the operational framework" i januar 1997 informerede EMI offentligheden og de nationale centralbankers modparter om de operationelle aspekter af pengepolitikken. Derudover gav offentliggørelsen af dokumentet "Elements of the monetary policy strategy of the ESCB in Stage Three of EMU" i februar 1997 yderligere information med hensyn til valg af den strategi, der skal følges i tredje fase. Dette afsnit giver et kort resumé af hovedtemaerne fra disse rapporter, der begge kan fås ved henvendelse til EMI.

1.1 Pengepolitisk strategi

Af traktaten fremgår det entydigt, at ESCB's primære mål er at fastholde prisstabilitet. For at opnå dette endelige mål vil ESCB udvikle en pengepolitisk strategi. EMI har overvejet 5 forskellige strategier for pengepolitikken i tredje fase (valutakursmålsætning, rentemål, nominelle indkomstmål, pengemængdemål og direkte inflationsmål). Efter at have taget hensyn til en række vejledende principper (effektivitet, ansvarlighed, gennemsigtighed, orientering mod det mellemfristede sigt, kontinuitet og forenelighed med ESCB's uafhængighed) og overvejet, hvilke omgivelser der sandsynligvis vil være fremherskende i euro-området, er listen med kandiderende

strategier indsnævret til to, nemlig pengemængdemål og direkte inflationsmål.

Mens den rene form for pengemængdemål og direkte inflationsmål sagtens kan adskilles på et teoretisk niveau, har deres anvendelse i forskellige lande vist, at der eksisterer adskillige varianter, der indeholder elementer af begge strategier. Alle centralbanker, der anvender en af de to strategier, overvåger således alle et ens og bredt spektrum af økonomiske og finansielle variable i forbindelse med fastlæggelsen af pengepolitikken. EMI kan ikke bestemme - og det er heller ikke nødvendigt på nuværende tidspunkt - hvilken af de to strategier, ECB's styrelsesråd bør anvende.

Uanset hvilken af de to pengepolitiske strategier der vælges, er der identificeret en række hovedelementer, der vil være uundværlige dele af en hvilken som helst strategi: En kvantificerbar definition af det endelige mål om prisstabilitet og de specifikke målsætninger, på hvilken baggrund ESCB vil blive gjort ansvarlig med hensyn til opnåelsen af målet; en kommunikationspolitik for ESCB for at forklare strategien offentligt; anvendeligheden af et bredt spektrum af indikatorer, der kan bidrage til at måle risici for opretholdelsen af prisstabilitet i et fremadrettet perspektiv; detaljeret information om, og en fremstående rolle for monetære aggregater, hvis pengeefterspørgslen er tilstrækkelig stabil på langt sigt i euro-området; og endelig instrumenter til at kunne foretage prognoser for inflation og andre økonomiske variable for euro-området.

EMI og de nationale centralbanker sikrer i det forberedende arbejde, at ESCB vil have den statistiske og analytiske infrastruktur til rådighed til at kunne anvende begge ovennævnte strategier.

1.2 Implementering af den fælles pengepolitik

Instrumenter og procedurer

EMI-rådet har defineret et sæt pengepolitiske instrumenter, der er til rådighed for ESCB. Det forudses, at ESCB primært vil anvende markedsoperationer, men at den også vil tilbyde to stående faciliteter. Derudover forberedes den nødvendige infrastruktur, der tillader ECB at anvende reservekrav, hvis den ønsker at gøre brug heraf.

Fire typer af markedsoperationer vil være til rådighed for ESCB: Primære markedsoperationer (fast ugentlig tildeling af likviditet med en løbetid på to uger), længereløbende genkøbsforretninger (fast månedlig tildeling af likviditet med en løbetid på tre måneder, der tilsigtes at udgøre en begrænset del af den samlede likviditetstildeling ved

markedsoperationer), operationer til finjustering (tilpasset de gældende omstændigheder og specifikke mål for likviditetsstyringen i markedet eller styringen af renterne) og strukturelle operationer (med henblik på at styre den strukturelle likviditetsposition for pengeinstituttsektoren over for ESCB). Tabel 10 viser de primære karakteristika ved ESCB's markedsoperationer.

Der vil være to stående faciliteter til rådighed, en til at tilføre likviditet (for den marginale lånefacilitets vedkommende) og en til at opsuge likviditet (for indskudsfacilitets vedkommende). Disse faciliteter vil lægge grænser for dag-til-dag renterne, og de til faciliteterne knyttede renter vil signalere, hvor stram pengepolitikken er.

Reservekrav, der ligeledes er til rådighed, kan anvendes til at stabilisere pengemarkeds-

Tabel 10

Markedsoperationer

Pengepolitiske operationer	Transaktionsform		Løbetid	Hypighed	Procedure
	Likviditets-tildeling	Likviditets-opsugning			
Primære markedsoperationer	• Genkøbsforretninger	-	• To uger	• Ugentlig	• Standardauktioner
Længereløbende markedsoperationer	• Genkøbsforretninger	-	• Tre måneder	• Månedlig	• Standardauktioner
Operationer til finjustering	• Genkøbsforretninger • Valutaswaps • Direkte køb	• Omvendte genkøbsforretninger • Valutaswaps • Tidsindskud • Direkte salg	• Ikke standardiseret -	• Ikke regelmæssigt • Ikke regelmæssigt	• Ekstraordinære auktioner • Bilaterale procedurer • Bilaterale procedurer
Strukturelle operationer	• Genkøbsforretninger • Direkte køb	• Udstedelse af indskudsbeviser • Direkte salg	• Standardiseret/ikke-standardiseret -	• Regelmæssigt og ikke regelmæssigt • Ikke regelmæssigt	• Standardauktioner • Bilaterale procedurer

renterne, til at skabe eller forøge et strukturelt likviditetsunderskud i penge-markedet og til eventuelt at bidrage til at kontrollere væksten i pengemængden. EMI foretager de nødvendige tekniske forbedringer, så ECB kan tage instrumentet i brug, såfremt det besluttes at anvende det.

anvendes ved ESCB's operationer. Der er foreløbig ikke gennemført nogen tekniske forberedelser for fjernadgang til de pengepolitiske operationer, hvorved modparter i euro-området kan få direkte adgang til operationer med en national centralbank i et land, hvor modparten ikke er fysisk etableret.

Mulige modparter og værdipapirer

For at sikre ensartede pengepolitiske forhold og ensartede spilleregler for modparter i hele euro-området har EMI udarbejdet nogle fælles udvælgelseskriterier for modparter og for de værdipapirer, der skal

Det forudses, at et passende lovgrundlag vil blive anvendt til at skabe ensartede betingelser for et bredt udvalg af modparter for deltagelse i ESCB's markedsoperationer og stående faciliteter. Et bredt udvalg af modparter er i overensstemmelse med princippet om decentralisering ved udførel-



Karakteristika ved anvendelig sikkerhedsstillelse

Kriterie	Liste 1	Liste 2
Værdipapirtype	<ul style="list-style-type: none"> • ESCB-gældsbeviser; • Andre omsættelige gældsbeviser. 	<ul style="list-style-type: none"> • Omsættelige finansielle gældsbeviser; • Ikke-omsættelige finansielle gældsbeviser; • Aktier, der handles på regulerede markeder.
Afviklingsprocedurer	<ul style="list-style-type: none"> • Værdipapirer skal være centralt deponeret i elektronisk form ved en national centralbank eller værdipapircentral, der lever op til ESCB's minimum-standarder. 	<ul style="list-style-type: none"> • Værdipapirer skal være let tilgængelige for den nationale centralbank, der har sat det på sin liste 2.
Udsteder	<ul style="list-style-type: none"> • ESCB; • Den offentlige sektor; • Den private sektor; • Internationale og supra-nationale institutioner. 	<ul style="list-style-type: none"> • Den offentlige sektor; • Den private sektor.
Solide finansielle institutioner	<ul style="list-style-type: none"> • Udstederen (garanten) skal være finansielt solid. 	<ul style="list-style-type: none"> • Udsteder/debitor (garant) skal være finansielt solid.
Udsteders beliggenhed	<ul style="list-style-type: none"> • EØS.⁽¹⁾ 	<ul style="list-style-type: none"> • Euro-området; • Beliggenhed i andre EØS-lande kan accepteres ved godkendelse fra ECB.
Værdipapirets beliggenhed	<ul style="list-style-type: none"> • Euro-området. 	<ul style="list-style-type: none"> • Euro-området; • Beliggenhed i andre EØS-lande kan accepteres ved godkendelse fra ECB.
Valuta	<ul style="list-style-type: none"> • Euro.⁽²⁾ 	<ul style="list-style-type: none"> • Euro;⁽²⁾ • Andre EØS- eller bredt handlede valutaer kan accepteres ved godkendelse fra ECB.

¹ Kravet om beliggenhed i EØS-området gælder ikke for internationale og supra-nationale institutioner.

² Euro eller de nationale denominationer af euroen.

sen af ESCB's pengepolitiske operationer. Det vil fremme effektivitet og ligebehandling og lette betalingssystemets ensidige funktionalitet. Kun i tilfælde hvor der anvendes operationer til finjustering, kan det være forsvarligt at handle med et begrænset antal modparter af hensyn til den operationelle effektivitet.

Ifølge traktaten skal der stilles tilstrækkelig sikkerhed, når ESCB yder lån. Med hensyn til det faktiske valg af den sikkerhedstillæse, der kan anvendes ved ESCB's likviditetstilførende pengepolitiske operationer, vil ESCB udarbejde to forskellige lister. Begge lister vil indeholde både offentlige og private aktiver, der som hovedregel vil kunne anvendes i hele euro-området. Liste 1 vil indeholde omsættelige aktiver, der opfylder nogle ensartede udvælgelseskriterier fastlagt af ECB for hele euro-området. Derudover vil listen inkludere indskudsbeviser udstedt af ESCB, om sådanne eksisterer. Listen fastlægges og opdateres af ECB. Liste 2 vil indeholde andre aktiver - omsættelige såvel som ikke-omsættelige - som de nationale centralbanker anser for specielt vigtige for de nationale finansielle markeder og banksystemer. Ud fra retningslinjer fra ECB, skal de nationale centralbanker selv fastlægge og opdatere nationale lister med anvendelige aktiver til liste 2. Sammen giver listerne mulighed for

at anvende et bredt udvalg af aktiver, hvilket også er ønskværdigt i forbindelse med en smidig anvendelse af de nationale RTGS-systemer og TARGET. Alle lister vil være offentligt tilgængelige. Tabel II angiver de vigtigste karakteristika for aktiverne på de to typer lister.

Forberedende arbejde efter specifikationen af de operationelle rammer

Efter de operationelle rammer for den fælles pengepolitik i tredje fase blev specificeret og offentliggjort, forbereder EMI nu en mere detaljeret beskrivelse af alle tekniske træk vedrørende de forskellige instrumenter og procedurer. Derudover er ansvarsfordelingen inden for ESCB og de juridiske love og aftaler, der regulerer forholdet mellem de nationale centralbanker og ECB, og mellem ESCB og modparterne, allerede under forberedelse.

I løbet af 1997 har EMI til hensigt at publicere mere materiale relateret til specifikationen af ESCB's operationelle rammer for udførelsen af den fælles pengepolitik og på områderne for pengepolitisk strategi, pengepolitiske instrumenter og procedurer, TARGET-systemet og værdipapirafviklingssystemer.

2 Valutakurspolitik

2.1 Valutakurspolitisk samarbejde mellem euro-området og de øvrige EU-lande

I 1996 blev de generelle retningslinjer for de fremtidige valutakursrelationer mellem euro-området og de øvrige EU-lande fastlagt. EMI udarbejdede en rapport herom, der af ECOFIN-rådet blev sendt til Det Europæiske Råds møde i Dublin i december 1996, hvor den blev godkendt. Det Europæiske Råd bad ECOFIN-rådet om til Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni 1997 at udarbejde et udkast til en forordning, hvori de grundlæggende elementer til et nyt valutakursarrangement (ERM II) fastlægges, som en efterfølger til det grundlag, der i 1978 blev fastlagt i relation til det nuværende ERM. EMI blev tilsvarende bedt om at udarbejde et udkast til en aftale mellem centralbankerne til fremsendelse til Den Europæiske Centralbank og til centralbankerne i de medlemslande, der ikke deltager i euro-området.

ERM II vil udgøre en del af det fremtidige valutakurspolitiske samarbejde mellem euro-området og de øvrige EU-lande. Medlemskab heraf bliver frivilligt, men ikke desto mindre forventes det, at medlemslande med dispensation vil deltage i ERM II. Hovedtrækkene i den ny valutakursmekanisme er beskrevet i EMI's rapport: "The single monetary policy in Stage Three - Specification of the operational framework".

2.2 Valutaintervention

Det forberedende arbejde udføres af EMI og de nationale centralbanker med henblik på at sikre, at ESCB kan benytte sig af de to basale organisatoriske ordninger for forvaltningen af dens valutareserver: Centralisering og decentralisering. Uanset den valgte grad af centralisering/decentralisering vil valget af modparter følge en ensartet procedure,

primært baseret på forsigtighed og effektivitet. Antallet af mulige modparter vil blive tilpas stort og forskelligt til at sikre den nødvendige fleksibilitet ved udførelsen af ESCB's interventioner. Yderligere detaljer findes i EMI's rapport: "The single monetary policy in Stage Three - Specifications of the operational framework".

2.3 ECB's valutareservestyring

Traktatens artikel 105 (2), tredje punkt, fastsætter, at en af hovedopgaverne for ESCB vil være at besidde og forvalte valutareserverne for de medlemslande, der deltager i euro-området. Artikel 30.1 i ESCB/ECB-statutten fastslår, at de nationale centralbanker i euro-området skal forsyne ECB med valutareserver op til et beløb svarende til 50 mia.euro denomineret i andet end henholdsvis medlemslandenes valutaer, ECU, IMF-reservepositioner og SDR. ECB's styrelsesråd³ beslutter hvor stor en del, der skal indbetales til ECB efter dens oprettelse, og hvor store beløb der skal indbetales på senere tidspunkter. Artikel 30.1 i ESCB/ECB-statutten fastslår også, at ECB skal have fuld ret til at besidde og forvalte de valutareserver, der er overført til den, og bruge dem til de formål, der er fastlagt i ESCB/ECB-statutten.

Som en udbygning af EMI's tidligere arbejde, som det er beskrevet i EMI's årsberetning for 1995, gennemføres p.t. yderligere forberedelse med det formål at sikre, at ECB vil være i stand til at fastlægge principperne for valutareservestyring og overvåge implementeringen heraf fra starten af tredje fase.

³ ECB kan indkalde yderligere valutareserveaktiver ud over grænsen på de 50 mia. euro. Dette skal ske i begrænset omfang og under de betingelser, der skal fastlægges i fællesskabets sekundære lovgivning.

2.4 Retningslinjer for de nationale centralbankers og medlemslandenes valutaoperationer

Artikel 31 i ESCB/ECB-statutten fastslår, at forvaltningen af de tilbageværende valutareserver i de nationale centralbanker i euro-området og medlemslandenes forvaltning af deres arbejdsbeholdninger ud over en vis grænse skal udføres inden for rammerne af ECB's retningslinjer, og skal godkendes af ECB med henblik på at sikre konsistens med den fælles valutakurs- og

pengepolitik. ECB's styrelsesråd skal udstikke retningslinjerne med henblik på at lette sådanne operationer.

Disse retningslinjer er ved at blive fastlagt med henblik på godkendelse af ECB's styrelsesråd og bygger på de principper, der er skitseret i EMI's årsberetning for 1995. På det tekniske niveau fortsætter opfølgingsarbejdet med de informations-systemer, der er påkrævet for udveksling af de relaterede data inden for ESCB.

3 Statistik

3.1 Statistikkrav, som sætter ESCB i stand til at udføre sine opgaver i tredje fase

Traktaten pålægger ECB med støtte fra de nationale centralbanker at indsamle den statistiske information, der er nødvendig for gennemførelsen af den fælles penge- og valutakurspolitik i euro-området. En af EMI's funktioner er at foretage de nødvendige forberedelser på statistikområdet.

EMI har forberedt en opgørelse af statistikkravene for tredje fase, og hvor det var nødvendigt, er dette foregået i samarbejde med Kommissionen. Statistikkravene er beskrevet i et detaljeret dokument, som EMI offentliggjorde i juli 1996 med henblik på anvendelse i bankforeninger og hos andre, som er involveret i forberedelse på statistikområdet. Kravene er opsummeret til mere generel orientering i en forklarende brochure, der blev offentliggjort samtidig⁴. Disse krav er beskrevet i hovedtræk nedenfor. Da forbedrelse af statistik er særdeles tidskrævende, blev medlemslandene kraftigt opfordret til straks at påbegynde implementeringen.

Den politik, der skal føres i tredje fase, kræver et bredt statistisk grundlag. Ud over finansiell statistik og betalingsbalancestatistik samt finansielle statuskonti vil ECB - som det er de nationale centralbankers nuværende praksis - benytte en række statistikker over omkostninger og priser, offentlige finanser, produktion og efterspørgsel samt arbejdsmarkedet. Ledende indikatorer (ordrebeholdninger, konjunkturbarometre) vil ligeledes være relevante.

Mange af disse oplysninger er allerede til rådighed på nationalt plan. Udarbejdelse af aggregater for euro-området vil dog rejse spørgsmål omkring *harmonisering* og *konsolidering*.

EMI og senere ECB har specifikt til opgave at *harmonisere* statistikker i nødvendigt omfang inden for deres kompetenceområder. Behovet for harmonisering opstår på grund af forskelle i definitioner og statistisk praksis, som kan give inkonsistente aggregater, hvis de ikke udlignes. Formålet er at udarbejde konsistente statistikker af høj kvalitet uden at indføre ensartede begreber, som ikke tager hensyn til forskelle i de nationale finansielle systemers struktur og funktion.

En passende grad af *konsolidering* er nødvendig ved beregning af visse aggregater, især da pengemængden og dens modposter samt betalingsbalancen i euro-området som helhed - selv ved fuldstændig harmonisering af de underliggende begreber og statistisk praksis - ikke blot er summen af deltagerlandenes nationale pengemængder (og dens modposter) og betalingsbalancer.

Pengemængden i euro-området omfatter således grænseoverskridende beholdninger af indlån og andre finansielle instrumenter inden for området. Modposterne til pengemængden vil blive defineret og beregnet tilsvarende. Euro-områdets betalingsbalance kommer kun til at omfatte transaktioner med resider i lande uden for området og ikke transaktioner inden for området. Kapitalbalancen over for udlandet (områdets samlede aktiver og passiver over for udlandet) defineres på samme måde. I alle tilfælde kræver hensigtsmæssig konsolidering indsamling af flere oplysninger. Arbejdet vanskeliggøres af, at sammensætningen af euro-området endnu ikke er fastsat, og at denne efterfølgende kan ændre sig.

⁴ Se EMI, "The statistical requirements for Monetary Union", juli 1996.

De deltagende medlemslande skal opfylde kravene tids nok for starten af tredje fase i januar 1999. Den fælles pengepolitik kræver seriøs forberedelse i form af politisk planlægning allerede flere måneder før denne dato, og derfor er der i god tid før starten af tredje fase behov for nogle data, der er så harmoniserede som muligt.

Balancestatistik for monetære finansielle institutter

Der skal udarbejdes en månedlig konsolideret balance for monetære finansielle institutioner, MFI-sektoren⁵, med tilstrækkeligt detaljerede opdelinger på instrumenter, løbetider og sektorer til at muliggøre fleksibilitet i beregningen af de monetære aggregater og disses modposter for hele euro-området. Eftersom pengemængden og dens modposter vil blive overvåget nøje, uanset om der er opstillet målsætninger for et monetært aggregat eller ej, er der behov for pålidelige, harmoniserede og aktuelle statistikker. Sådanne aggregater for euro-området vil blive beregnet som udeståender (dvs. beholdninger) og som deraf afledte strømme, hvor der ved hjælp af faste procedurer tages højde for eventuelle forskelle i regnskabspraksis. Der vil blive behov for yderligere kvartalsvis indberetning af oplysninger, herunder om aktiver og passivers løbetid samt sektorfordeling af modparterne. Balanceindberetningerne, som danner udgangspunkt for den finansielle statistik, vil desuden give passivgrundlaget for et system af reservekrav i euro-området, såfremt ECB vælger at indføre et sådant system. De statistiske retningslinjer er udformet i overensstemmelse med Det Europæiske Nationalregnskabssystem (ENS 95).

Betalingsbalancestatistik

Der vil blive udarbejdet en månedlig betalingsbalance for euro-området med de vigtigste poster, som er relevante for ECB's

vurdering af penge- og valutaforholdene. De løbende poster vil kun optræde summarisk, mens de finansielle poster vil være lidt mere detaljerede. På kvartalsbasis vil der indgå mere detaljerede oplysninger for at skabe mulighed for yderligere analyse af transaktioner med udlandet.

Med henblik på analyse af pengepolitik og valutamarkeder og som støtte for opgørelse af betalingsbalancestrømme vil der blive udarbejdet en årsopgørelse over hele euro-områdets aktiver og passiver over for udlandet, dvs. områdets kapitalbalance over for udlandet.

Statistikkerne vil så vidt muligt svare til de internationale standarder, der er beskrevet i Valutafondens 5. betalingsbalancemanual.

Anden finansiell statistik

Sådanne statistikker skal opfylde ESCB's krav om renteoplysninger, statistik fra finansielle institutter, som ikke er MFI'er, samt om aktieudstedelser, commercial papers og lignende instrumenter, finansielle statuskonti i overensstemmelse med ENS 95, samt statistik over de offentlige finanser. Finansielle statuskonti sætter den monetære udvikling i et bredere finansielt perspektiv. Balancestatistik kan illustrere forbrugs- og opsparingsmønstre og er af stor betydning for en vurdering af det finansielle systems og de tilknyttede kundesektorers funktion og udvikling. De finansielle statuskonti, der foreskrives i ENS 95, udarbejdes på national basis. Det vil ikke være muligt at udarbejde

⁵ Den fulde definition af MFI'er er "residente kreditinstitutter som defineret i Fællesskabslovgivningen, og alle andre residente finansielle institutioner, som modtager indlån og/eller nære substitutter for indlån fra enheder, undtagen MFI'er, og som for egen regning (i det mindste i økonomisk henseende) yder lån og/eller foretager investeringer i værdipapirer". En liste over MFI'er, der er en del af sektoren i Det Europæiske Nationalregnskabssystem (ENS 95), er under udarbejdelse.

finansielle statuskonti for hele euro-området på dette grundlag på grund af konsolideringsproblemer. EMI undersøger i øjeblikket muligheden for at udarbejde partielle, men korrekt konsoliderede finansielle statuskonti for hele området ud fra de finansielle statistikker, betalingsbalancestatistikker samt andre kilder, som vil være til rådighed.

På linje med de nationale centralbanker, der på nuværende tidspunkt udøver pengepolitikken, vil ESCB nøje overvåge de offentlige finanser samt offentlige udgifter og indtægter, da den offentlige sektors finansielle stilling og underskud spiller en vigtig rolle for de finansielle forhold.

Pris- og omkostningsstatistikker/generel økonomisk statistik

Pris- og omkostningsstatistikker vil blive centrale i relation til ESCB's politiske hovedansvarsområde. Der findes allerede et foreløbigt harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP) for alle EU-lande, der bruges til konvergensvurdering. ESCB vil sandsynligvis anvende HICP i form af et indeks for hele euro-området (eventuelt med underindeks) som en vigtig prisindikator. Ud over inflationsoplysninger målt som udviklingen i forbrugerprisindekset vil ECB få brug for en række andre prisindikatorer til støtte for hovedmålsætningen om opretholdelse af prisstabilitet samt i forbindelse med vurderingen af generelle konjunkturforskel. Disse vil omfatte råvarepriser, priser i udenrigshandelen, producent- og engrospriser samt bygge- og anlægspriser. Huspriser og forbrugerforventningsundersøgelser kan give en tidlig indikation af et inflationært pres. Lønomsætninger (herunder lønsatser, gennemsnitlig fortjeneste samt enhedslønomkostninger) vil desuden blive anvendt som indikatorer for et inflationært pres samt til en vurdering af konkurrenceevnen. I denne forbindelse er Europakommissionens planer om at udarbejde et europæisk omkostningsindeks for arbejdskraft relevan-

te. Overvågning af lønomkostningernes påvirkning af produktionspriser vil kræve sektoropdelte lønoplysninger.

Generel økonomisk statistik inkluderer nationalregnskaber, månedlig produktions- og efterspørgselsstatistik samt arbejdsmarkedsstatistik. Rådets forordning om kortsigtede konjunkturindikatorer, som er under udarbejdelse, vil her være til stor hjælp.

3.2 Organiseringen af statistikarbejdet på europæisk plan

Som nævnt i EMI's årsberetning for 1995 har EMI og senere ECB hovedansvaret på europæisk plan for finansiell statistik og delt ansvar sammen med Kommissionen (EUROSTAT) for betalingsbalancestatistik og finansielle statuskonti. I EU-medlemslandene er centralbankerne normalt ansvarlige for denne type statistikker eller også deler de dette ansvar med det nationale statistikbureau. På disse statistikområder har centralbankerne normalt initiativet eller er stærkt involverede i udformningen af de statistiske ændringer, der er nødvendige i forberedelserne til euro-området. Kommissionen er ansvarlig for statistik om konvergenskriterierne og andre økonomiske statistikker. EMI og EUROSTAT har aftalt at arbejde tæt sammen på alle områder af fælles interesse.

Hvad angår organisering af ESCB's statistikarbejde i tredje fase, anføres det i artikel 5.2 i ESCB/ECB-statutten, at de nationale centralbanker i videst muligt omfang skal udføre denne opgave. For at forsyne ESCB med de nødvendige statistikker vil de nationale centralbanker efter fælles retningslinjer indsamle oplysninger inden for deres eget område, udarbejde aggregater og indsende disse til ECB, som vil udarbejde statistikker for euro-området. ECB får hovedansvaret for udviklingen af det statistiske begrebsapparat, men de nationale centralbanker vil stadig være involveret,

da de med deres betydelige statistiske ekspertise fortsat vil være tæt på indberetterne og stadig vil stå for størstedelen af det praktiske statistikarbejde.

ESCB får brug for en hurtig, sikker og pålidelig metode til udveksling af statistiske oplysninger med de nationale centralbanker, Kommissionen (EUROSTAT) og visse andre organer. Et elektronisk dataudvekslingssystem er under udvikling.

3.3 Juridiske aspekter

I henhold til artikel 5.4 i ESCB/ECB-statutten skal EU-rådet fastsætte, hvilke fysiske og juridiske personer, der er undergivet anmeldelseskrav, forskrifter om konfidentialitet og passende regler om håndhævelse. Det forudses, at ECB efter sin oprettelse skal forelægge anbefalinger for EU-rådet.

EMI har allerede udarbejdet et udkast til en rådsforordning, der opfylder disse krav. Traktaten giver ECB mulighed for - med bindende virkning i de EU-medlemslande,

der deltager i euro-området - at udstede de forordninger, der er en forudsætning for, at ESCB kan udføre sine opgaver, under iagttagelse af eventuel følgelovgivning, hvori dette udkast til en forordning kan indgå. Bestemmelser om retten til at verificere data, obligatorisk indsamling af statistiske oplysninger og sanktioner i tilfælde af manglende overholdelse kommer kun til at gælde i de deltagende EU-medlemslande. Ifølge forordningsudkastet skal de EU-medlemslande, der ikke deltager i euro-området, i nationalt regi udforme og gennemføre alle de foranstaltninger, de finder nødvendige for at indsamle de statistiske oplysninger, der vil sætte dem i stand til at opfylde ECB's rapporteringskrav i god tid før deres indtræden i euro-området. Der er strenge bestemmelser om konfidentialitet vedrørende de enkelte indberettede data.

Teksten til dette udkast til rådsforordning er vedlagt som bilag til EMI's rapport "The single monetary policy in Stage Three - Specification of the Operational Framework" udgivet i januar 1997.

4 Betalingssystemer

4.1 TARGET-systemet

I august 1996 offentliggjorde EMI "First Progress Report on the TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) project". Rapporten indeholdt yderligere information om systemets organisatoriske opbygning. Den omhandlede primært følgende emner vedrørende gennemførelsen af TARGET-systemet: Adgang til intradag-likviditet, prispolitik, åbningstider, bestemmelser for afvikling for andre overførselssystemer, projektets organisatoriske ramme samt tekniske specifikationer af de fælles procedurer (interlinking-delen).

Vedrørende det første emne blev der opnået enighed om, at euro-områdets nationale centralbanker vil stille *intradag-likviditet* til rådighed over for ESCB's godkendte modparter, som deltager i deres respektive nationale betalingssystemer, ved brug af to faciliteter: Intradag-overtræk og intradag-genkøbsforretninger, som anses for sidestillede. Deltagere i RTGS-systemer kan, hvis de ønsker det, også anvende frie reserver og danne et marked for intradag-likviditet. Endelig vil indestående reservekrav, hvis det besluttes at anvende reservekrav af pengepolitiske hensyn, kunne anvendes til betalingsformidlingsmæssige formål. Ud over hensynet til overholdelse af artikel 18 i ESCB/ECB-statutten, som kræver passende sikkerhedsstillelse for alle centralbankudlån, er intradag-likviditet ubegrænset. Det blev endvidere vedtaget, at sikkerhedsstillelse ville kunne ske grænseoverskridende, og at det ville fungere på samme måde for intradag- og dag-til-dag-kredit (se tabel 11). Intradag-likviditet forventes at blive stillet rentefrit til rådighed.

Det diskuteres fortsat, om NCB'er uden for euro-området skal have mulighed for at stille intradag-likviditet til rådighed for TARGET-deltagere. I denne sammenhæng

besluttede EMI-rådet i december 1996 at forberede tre mekanismer, der skal forhindre intradag-kredit stillet til rådighed af NCB'er uden for euro-området i at forvandles til dag-til-dag-kredit⁶. Den endelige beslutning om hvilke mekanismer, der skal implementeres, vil blive truffet af ECB's styrelsesråd.

Prispolitikken i TARGET vil blive baseret på princippet for omkostningsdækning. Valget af prispolitik må ikke påvirke udførelsen af den fælles pengepolitik, må ikke være konkurrenceforvridende og skal medvirke til at fremme reduktionen af risici i betalingssystemer. Endvidere skal prispolitikken i TARGET være i overensstemmelse med EU's konkurrencelov.

Hvad angår *åbningstider*, er det besluttet, at TARGET generelt vil være åbent fra 7 til 18 centraleuropæisk tid. Nationale RTGS-systemer kan åbne tidligere for at afvikle nationale betalinger. Denne harmonisering er baseret på de nuværende længste åbningstider i EU og vil muliggøre en større overlapning mellem TARGET og de væsentligste finansielle centre i Nordamerika og Fjernøsten og dermed understøtte bestræbelserne fra kreditinstitutter og centralbanker verden over for at begrænse afviklingsrisikoen ved valutahandler. Den fælles lukketid vil endvidere reducere risikoen for, at store betalinger finder sted uden for den normale åbningstid, hvilket kunne føre til regionale, segmenterede bevægelser i renteniveauet i euro-området.

Vedrørende det fjerde emne - afvikling imellem TARGET og andre betalingssystemer - så skal *alle engros-afviklingssystemer afvikle i centralbankerne*.

⁶ Se EMI's rapport "The single monetary policy in Stage Three - Specification of the operational framework", kapitel 3, sektion B 3.1.

For så vidt angår bestemmelsen vedrørende afviklingen af de systemer, der opererer i euro, er der enighed om, at afviklingsprocedurerne af grænseoverskridende engros-afviklingssystemer kunne baseres på ordinære TARGET-betalinger mellem den ordinære (RTGS) konto af det deltagende kreditinstitut og en speciel (centraliseret) konto for engros-afviklingssystemer inden for ESCB. Afviklingsprocedurerne for nationale engros-afviklingssystemer kan varetages af NCB'er på andre måder, forudsat at denne løsning ikke medfører risici for de andre medlemmer i ESCB.

Udviklingsfasen af TARGET startede som planlagt i midten af 1996, efter specifikationsfasen var tilendebragt. Testfasen vil starte medio 1997 og være tilendebragt i juni 1998. Den efterfølgende simulationsfase vil blive tilendebragt i december 1998. Regelmæssige revisionsrapporter om udviklingen i TARGET-projektet vil blive tilsendt EMI-rådet.

En teknisk beskrivelse af de fælles procedurer i TARGET (interlinking-delen) er indeholdt i de tekniske bilag til "First Progress Report on the TARGET project".

4.2 Afviklingssystemer for værdipapirer

Som en del af arbejdet med at etablere instrumenter og procedurer for den fælles pengepolitik og for at sikre den gnidningsløse funktion af betalingssystemer i tredje fase af ØMU har EMI vurderet tilstrækkeligheden af værdipapirafviklingssystemer og deres sammenhæng med betalingssystemer. Hovedkonklusionerne er indeholdt i EMI's rapport "EU securities settlement systems - Issues related to Stage Three of EMU", udgivet i februar 1997, som indeholder tre bestemmelser til implementering.

Den første bestemmelse er, at i tredje fase vil der ikke blive givet nogen kredit, før værdipapirerne er endeligt overført. Dette

skal forhindre, at ESCB løber unødigt risici i udførslen af de pengepolitiske transaktioner, og/eller når likviditet stilles til rådighed for at sikre, at betalingssystemerne skal kunne fungere smidigt. Dette vil sikre et fælles niveau af garanti i centralbankernes operationer, som i dag afvikles på forskellig måde i de forskellige medlemslande.

I tredje fase vil nogle centralbankoperationer (fx operationer hvor intradag-likviditet stilles til rådighed for nationale RTGS-systemer eller nogle pengepolitiske operationer) blive afviklet over dagen og vil blive overført gennem TARGET-systemet. For at opfylde ovennævnte betingelser vil værdipapirer, som anvendes i sådanne sammenhænge, skulle endeligt overføres inden for dagen. Der vil ikke være behov for større forandringer før starten af tredje fase for at fastholde den sikre og effektive afvikling af centralbankernes operationer.

Den anden bestemmelse vedrører åbningstiden for værdipapirafviklingssystemer og værdipapircentraler, som må være konsistente med åbningstiderne i det fælles pengemarked og vedrørende TARGET-systemet.

Den tredje bestemmelse er at forberede implementeringen af to modeller (korrespondentbankmodellen og garanti-modellen) for grænseoverskridende anvendelse af sikkerhedsstillelse over for ESCB⁷.

EMI har påbegyndt diskussioner med nationale og internationale værdipapircentraler om, i hvilken grad nuværende og mulige fremtidige forbindelser mellem dem ville kunne bruges til at gøre centralbanker i stand til at acceptere sikkerhedsstillelse

⁷ For en beskrivelse af de to modeller se bilag 13 i EMI's rapport "The single monetary policy in stage three - Specification of the operational framework" og kapitel 3 i "EU securities settlement systems - Issues related to Stage Three of EMU".

opbevaret i et andet land. EMI vil også i detalje vurdere de risici, som er forbundet med sådanne forbindelser samt med andre aspekter af værdipapirafvikling og det mulige behov for harmonisering af principperne vedrørende soliditet og effektivitet i afvik-

lingsprocedurer. Dette arbejde vil danne grundlag for de nye minimum-standarder, som nationale og internationale værdipapircentraler i Europa forventes at kunne opfylde.

5 Forberedelse af euro-sedler

Efter i 1995 at have afsluttet det forberedende arbejde med udvælgelse af designtemaer og karakteristika for euro-sedlerne (se EMI's årsberetning 1995) iværksatte EMI 12. februar 1996 en designkonkurrence. Erfarne sedeldesignere udpeget af 14 EU-centralbanker blev inviteret til at indsende designudkast til alle syv euro-seddeldominationer på grundlag af to temaer: "Tidsaldre og stilarter i Europa" og "abstrakt/moderne" design. I alt 29 designere eller designhold havde indsendt designudkast ved konkurrencens udløb 13. september 1996. Der var 27 designserier over temaet "tidsaldre og stilarter i Europa" og 17 over temaet "abstrakt/moderne" design.

Designerne skulle opfylde detaljerede tekniske specifikationer, der inkluderede et antal obligatoriske designkarakteristika og en række avancerede sikkerhedselementer, som vil blive indarbejdet for at sikre, at euro-sedlerne bliver mindst lige så godt beskyttet imod falskneri som eksisterende pengesedler. De tekniske specifikationer tog også hensyn til blinde og svagtseende.

Designudkastene skulle fremsendes til de EU-centralbanker, der havde udpeget designeren senest 13. september 1996. Efter at have checket designudkastene for trykbarhed og opfyldelse af "designkrav", sendte centralbankerne de accepterede designserier til en notar i Frankfurt/Main. Notaren fjernede alle indikationer af ophavsmand og tildelte et tilfældigt trecifret tal til hvert udkast til designserie, før de blev fremsendt til EMI 24. september 1996. Designserierne forblev anonyme under de efterfølgende faser i udvælgelsesprocessen.

Den 26. og 27. september 1996 mødtes en international jury bestående af anerkendte eksperter i markedsføring, design (herunder industrielt design) og kunsthistorie i EMI

under ledelse af generalsekretæren i EMI. Jury-medlemmerne var udvalgt af EMI's formand ud fra en liste med kandidater, som EU-centralbankerne havde fremsendt.

Juryen vurderede alle 44 design og anbefalede to lister bestående af de fem bedste designserier for hvert af de to designtemaer. De væsentligste kriterier ved juryens vurdering var kreativitet, æstetik, stil, funktionalisme, den sandsynlige offentlige modtagelse og accept. Den erfarne virksomhed, EOS Gallup Europe, organiserede efterfølgende en offentlig høring i 14 medlemslande med henblik på at måle den offentlige mening om de ti udvalgte designserier. Den offentlige høring blev gennemført i perioden fra 7. til 13. oktober 1996.

Den 3. december 1996 udvalgte EMI-rådet én af de ti foretrukne designserier under hensyntagen til juryens bedømmelse og resultaterne fra den offentlige høring. Dette valg vil udgøre udgangspunktet for de endelige design, der vil blive overgivet til ECB's styrelsesråd til beslutning. På mødet i Dublin 13. december 1996 informerede formanden for EMI Det Europæiske Råd om udfaldet af designkonkurrencen. Det Europæiske Råd hilste EMI's valg velkommen. EMI præsenterede samme dag ved to samtidige pressekonferencer i Dublin og Frankfurt offentligheden for den udvalgte designserie.

EMI er nu i gang med at videreudvikle designudkastene til endelige design. Dette inkluderer et samarbejde med designeren om at lette seddelproduktionen og sikre, at alle krav er imødekommet, fx at der ikke er særlige nationale kendetegn, og at sikkerhedselementerne indarbejdes. Efterfølgende påbegyndes selve originalarbejdet - som vil omforme de færdiggjorte designs til trykplader - og det øvrige forberedende arbejde vil blive iværksat for at sikre, at

produktionsprocessen kan gennemføres planmæssigt. I princippet kan alle lande, der deltager i euro-området fra starten af tredje fase, og som nu er involveret i produktionen af nationale pengesedler, deltage i produktionen af det første oplag af euro-sedler. For nærværende gennemgås også andre praktiske spørgsmål relateret til introduktionen af euro-sedlerne.

ECB's styrelsesråd vil i 1998 igangsætte trykkeprocessen, så euro-sedlerne kan være færdige til cirkulation senest 1. januar 2002. Den præcise dato for introduktionen af euro-sedlerne vil blive annonceret før 1. januar 1999.

For at forberede den situation, hvor euro-sedlerne ikke er tilgængelige ved starten af tredje fase, forpligter artikel 52 i ESCB/ECB-

statutten centralbankerne i euro-området til at omveksle pengesedler udstedt i valutaer med uigenkaldeligt fastlåste valutakurser til deres respektive pariværdier. Med baggrund heri og i samarbejde med de nationale bank- og finansielle foreninger, er EMI for nærværende i færd med at undersøge metoder til organisering af omvekslingen af sedler i tredje fase. I øjeblikket håndteres hovedparten af detailtransaktionerne i fremmede sedler af de kommercielle banker og særlige vekselbureauer. Det vil blive nødvendigt at vurdere, hvordan omvekslingen af nationale pengesedler, der cirkulerer inden for euro-området efter starten af tredje fase, kan organiseres, så de adskilles fra omvekslingen af pengesedler fra lande, der ikke deltager i euro-området.

6 Regnskabsrelaterede emner

Traktaten indeholder på flere områder krav om, at ESCB publicerer konsoliderede finansielle data for ESCB. Herudover skal der regelmæssigt udarbejdes konsoliderede rapporter til internt brug i ESCB. Disse rapporter vil kræve en konsolidering af aktiverne og passiverne mellem ECB og de deltagende nationale centralbanker. For at sikre at sådanne rapporter giver mening, skal data for ECB og de nationale centralbanker forberedes på harmoniseret vis.

I 1996 vedtog EMI-rådet regnskabsprincipperne for ESCB's finansielle rapporter. I henhold til disse principper skal balanceopgørelsen baseres på markedsværdi, men urealiserede kursgevinster vil ikke blive taget til indtægt. Urealiserede tab overføres til resultatopgørelsen, hvis de overstiger tidligere registrerede gevinster på kursreguleringskontoen. Sådanne tab kan kun modregnes realiserede kursgevinster og ikke fremtidige urealiserede gevinster. Disse principper kombinerer gennemsigthed med forsigtig anerkendelse af indkomst og er passende principper for regnskabsopgørelse for centralbankers aktiviteter.

Disse regnskabsprincipper vil blive obligatoriske for alle poster, der er væsentlige for ESCB's operationer, for alle poster indeholdt i ECB's finansielle rapporter og for beregningen af de monetære indtægter. De nationale centralbanker kan ikke desto mindre fortsætte med at opgøre og offentliggøre deres respektive nationale finansielle rapporter i henhold til nationale regnskabsregler.

I 1997 fortsætter arbejdet med at udarbejde den nødvendige regnskabsteknik, så de nationale centralbanker og ECB kan tilpasse og udvikle regnskabsprocedurer og -system-

er, så regnskabsprincipperne kan anvendes til ESCB's finansielle rapporter. Der skal også ses nærmere på selve strukturen i de finansielle rapporter for at sikre, at de harmoniserede regnskabsdata gengives korrekt i alle offentliggjorte såvel som interne ESCB-rapporter.

Et relateret arbejdsområde er udviklingen af en passende metode til bestemmelse af de monetære indtægter, dvs. de indtægter, der følger af ESCB's udførelse af den fælles pengepolitik. Disse indtægter skal i henhold til traktaten fordeles mellem de nationale centralbanker, der deltager fuldt ud i tredje fase. EMI-rådet er kommet til den konklusion, at det er usandsynligt, at de nationale centralbankers balancestruktur ved starten af tredje fase muliggør anvendelsen af en metode til beregning af de monetære indtægter i henhold til artikel 32.2 i ESCB/ECB-statutten. Denne metode, "den direkte metode", definerer de monetære indtægter som den årlige indtægt af de øremærkede aktiver, der er modpost til sedler i cirkulation og kreditinstitutter tilgodehavender på indskud. Som følge af denne beslutning fortsættes det forberedende arbejde med udviklingen af en alternativ metode, der kan anvendes i op til fem år i henhold til ESCB/ECB-statuttens artikel 32.3. I henhold til en sådan alternativ metode, "den indirekte metode", vil de monetære indtægter skulle beregnes ved at multiplicere en given rente med de monetære passiver. Yderligere undersøgelser af brugen af "en direkte metode" i henhold til artikel 32.2 vil blive genoptaget på et senere tidspunkt.

7 Informations- og kommunikationssystemer

Informations- og kommunikationssystemerne er nødvendige i udførelsen af en række operationelle og politiske funktioner i ESCB, når både ECB og de nationale centralbanker er involveret. Den grundlæggende struktur i ESCB's fremtidige informations- og kommunikationssystemer tæller frem som følge af yderligere fremskridt i definitionen af de nødvendige krav til informationssystemer.

Efter etableringen af en projektgruppe i starten af 1996 blev der udbudt en åben licitation i Europa for at finde frem til et nyt sikkert højkapacitets telekonferencesystem til ESCB. I november godkendte EMI-rådet en teknisk løsning til det nye telekonferencesystem til ESCB. Yderligere detaljerede forhandlinger finder sted med den valgte udstyrs- og serviceleverandør for at undersøge den bedste måde at udvide det nye telekonferencesystem uden for ESCB, specielt til ikke-EU-centralbanker i koncertationsgruppen.

Der er i løbet af 1996 opnået enighed om hovedstrukturen i den kommunikationsinfrastruktur, der skal sammenkæde ECB og de nationale centralbanker. Dette gælder både den synkrone (realtid) og den asynkrone udveksling af data indenfor ESCB. Denne fælles infrastruktur skal klare hovedparten af informationsudvekslingen mellem de berørte institutioner. De funktionelle og tekniske specifikationer af den nødvendige infrastruktur er under udarbejdelse. Infrastrukturen planlægges at være færdig i slutningen af 1997 med henblik på kort efter at indlede testfasen af de forskellige applikationer, der skal bruge denne infrastruktur til datatransport.

Hvad applikationerne angår, er der inden for de vigtigste områder udarbejdet brugerkrav til funktionen af de primære politiske instrumenter. I slutningen af 1996 havde kravspecifikationen nået en fase,

der gjorde det muligt at begynde udviklingen af det nødvendige informationssystem, for det første til understøttelse af de pengepolitiske markedsoperationer, der baseres på auktionsprincippet og udføres decentralt, og for det andet til at overvåge de decentrale pengepolitiske interventioner baseret på en bilateral procedure samt valutakursinterventioner fra starten af tredje fase. Andre behov for udveksling af operationelle data mellem deltagerne i ESCB er blevet identificeret og kan give anledning til yderligere udvikling af specielle applikationer.

På en række andre forretningsområder i ECB og ESCB bliver der også behov for dataudvekslings- og databehandlings-systemer. Et eksempel på dette er sammenkædningen af de nationale RTGS-systemer i TARGET. EMI vil i 1997 stille et centralt testcenter til rådighed med henblik på at teste de enkelte dele i sammenkædningen i de nationale centralbanker. Det øvrige arbejde har været fokuseret på at sikre den nødvendige systemstøtte til håndtering af ECB's valutareserver, og systemer der nemt og hurtigt kan foretage udveksling af statistisk data mellem deltagerne i ESCB.

I 1996 blev der skabt et bedre overblik over de krav, der stilles til de interne informations- og kommunikationssystemer, som skal anvendes i ECB. Identifikation af de relevante emner har ført til definitionen af en række projekter, hvorefter mere detaljerede planer vil blive skitseret og implementeret i de efterfølgende måneder for at sikre, at ECB vil være i stand til at udføre sine opgaver fra starten af tredje fase.

8 Banktilsyn

I tredje fase vil de nationale myndigheder fortsat have ansvaret for tilsynet med de finansielle institutioner, og den overordnede tilsynsmæssige ramme, der er fastlagt i EU, ændres ikke. Det er dog fastlagt i traktaten og i ESCB/ECB-statuttens artikel 25(1), at ESCB/ECB skal varetage visse opgaver i forbindelse med tilsynet med kreditinstitutter. Disse opgaver beskrives i det følgende:

- Traktatens artikel 105(5) fastsætter, at ESCB skal bidrage til en smidig gennemførelse af de kompetente myndigheders politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet.
- ESCB/ECB-statuttens artikel 25(1) angiver, at ECB kan rådgive og blive konsulteret af Rådet, Kommissionen og medlemslandenes kompetente myndigheder angående anvendelsesområdet for og gennemførelsen af fælleskabslovgivningen

vedrørende tilsynet med kreditinstitutter og stabiliteten af det finansielle system.

- Traktatens artikel 105(6) åbner mulighed for, at Rådet - med enstemmighed - kan overdrage ECB specifikke opgaver i forbindelse med politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter og andre finansielle institutioner (bortset fra forsikringsselskaber).

EMI's forberedende arbejde på dette felt har til formål at klarlægge de mulige måder, hvorpå traktatens artikel 105(5) og ESCB/ECB-statuttens artikel 25(1) kan implementeres i praksis. Herudover tager arbejdet sigte på at foretage en foreløbig vurdering af, hvorledes ECB kan forholde sig med hensyn til den rådgivning, der skal ydes i henhold til traktatens artikel 105(6). Den Tilsynsmæssige Underkomité assisterer EMI med at afklare disse spørgsmål.

9 Juridiske emner

Arbejdet på det juridiske område har været koncentreret om fem områder: Sekundær fællesskabslovgivning, konvergens på det juridiske område, projektunderstøttelse, rådgivende funktioner (jf. kapitel III, 5. afsnit) og administrative forhold. Nogle af de vigtigste punkter er omtalt nedenfor.

9.1 Sekundær fællesskabslovgivning

EMI samarbejdede med Europa-kommissionen om udarbejdelsen af sekundær fællesskabslovgivning til indførelsen af euroen. Den 11. juni 1996 sendte EMI Kommissionen et dokument, der indeholdt byggesten til de to rådsforordninger, som Kommissionen senere fremsatte på dette område, og som Det Europæiske Råd tiltrådte i december 1996.

En rådsforordning, baseret på traktatens artikel 235, påtænkes at blive vedtaget inden længe og træde i kraft i 1997. Den omhandler emner som udskiftningen af ECU'en, som beskrevet i traktatens artikel 109g, og som defineret i EU-rådets forordning (EF) nr. 3320/94, med euroen i forholdet 1:1, kontinuitet af kontrakter samt tekniske bestemmelser vedrørende omvekslingskurserne, herunder afrunding. Denne rådsforordning vil finde anvendelse i samtlige medlemslande.

En anden rådsforordning, baseret på traktatens artikel 109l (4), påtænkes vedtaget, så snart man kender de deltagende medlemslande, og den vil træde i kraft 1. januar 1999. Denne rådsforordning vil finde anvendelse i samtlige medlemslande under hensyntagen til traktatens protokol nr. 11 og 12 vedrørende henholdsvis Storbritannien og Danmark samt traktatens artikel 109k (1) vedrørende stillingen for medlemslande med dispensation. Den omfatter emner som substitution af de deltagende medlemslandes valutaer til euro,

overgangsbestemmelser i relation til nationale valutaenheder samt udstedelse af pengesedler og mønter.

EMI afgav udtalelse om disse to stykker sekundær fællesskabslovgivning 29. november i en konsultationsprocedure i henhold til traktatens artikel 109f (6) og 109f (8) (jf. kapitel III, 5. afsnit). Der udestår stadig en specificering på to områder. Det ene er den eksakte tidsmæssige fastlæggelse af indførelsen af sedler og mønter. Det andet er omfanget af de bestemmelser, der skal muliggøre redenominering til euro af udestående offentlig gæld denomineret i andre deltagende medlemslandes nationale valutaenheder samt af øvrige udsteders obligationer og andre former for omsættelige værdipapirer med sikkerhed i underliggende aktiver. Sådanne bestemmelser vil blive indføjret i den rådsforordning, der er baseret på traktatens artikel 109l (4) inden Det Europæiske Råds møde i Amsterdam i juni 1997.

Herudover formulerede EMI anbefalinger vedrørende sekundær fællesskabslovgivning i relation til ESCB/ECB-statuttens artikel 5.4 (statistisk information), artikel 19.2 (reservekrav) og artikel 34.3 (sanktioner). Dette udmøntede sig i tekstudkast til:

- En rådsforordning (EF) vedrørende indsamlingen af statistisk information.
- En rådsforordning (EF) vedrørende anvendelsen af reservekrav.
- En rådsforordning (EF) vedrørende ECB's kompetence til at pålægge sanktioner.

EMI vil anbefale ECB at forelægge de tre forordningsudkast i form af henstillinger til EU-rådet til vedtagelse efter traktatens artikel 106 (6) og ESCB/ECB-statuttens artikel 42. Med henblik på at fremskynde

proceduren for vedtagelse fremsendte EMI dokumenterne til Kommissionen og Den Monetære Komité for at gøre det muligt at begynde uformelle diskussioner.

Forberedelsen af de tre forordningsudkast var en del af EMI's arbejde med de lovgivningsmæssige rammer for den fælles monetære politik i tredje fase; rammer som EMI i henhold til artikel 4.2 i dens statut var pålagt at forberede inden udgangen af 1996.

9.2 Konvergens på det juridiske område

I henhold til traktatens artikel 108 er medlemslandene forpligtede til at fjerne uoverensstemmelser mellem på den ene side deres nationale lovgivning og på den anden side traktaten og ESCB/ECB-statutten. I henhold til traktatens artikel 109j (1) og EMI-statuttens artikel 7 er EMI forpligtet til jævnligt at foretage en vurdering af opfyldelsen af de økonomiske konvergenskriterier og herudover af processen mod konvergens på det juridiske område. (Kommissionen har en tilsvarende forpligtelse). Resultaterne af vurderingen i 1996 blev nedfældet i rapporten, "Progress towards convergence 1996", fra november 1996. I det juridiske kapitel i denne rapport blev der foretaget en sontring mellem de nationale centralbankers statutter og øvrig lovgivning, som muligvis vil skulle ændres i lyset af traktatens og ESCB/ECB-statuttens bestemmelser.

Med hensyn til statutterne for de nationale centralbanker, blev der foretaget en sontring mellem tilpasninger inden for området centralbankuafhængighed og øvrige tilpasninger til sikring af den nødvendige grad af integration af de nationale centralbanker i ESCB. EMI udarbejdede en liste over aspekter af centralbankuafhængighed relateret til institutionel, personlig, funktionel og finansiell uafhængighed. Denne liste kunne tjene som

vejledning på dette område for nationale lovgivere i deres arbejde med tilpasning af de nationale centralbankers statutter. EMI identificerede også visse bestemmelser i de nationale centralbankers statutter, som det anså for at være i uoverensstemmelse med traktatens og ESCB/ECB-statuttens krav til uafhængighed, og som EMI derfor mente skulle tilpasses. Sådanne tilpasninger skal træde i kraft senest på datoen for etableringen af ESCB/ECB.

Herudover påpegede EMI behovet for tilpasning af statutterne med henblik på at sikre den nødvendige grad af integration af de nationale centralbanker i ESCB, således som det fremgår af ESCB/ECB-statuttens artikel 14.3. Denne artikel fastlægger, at de nationale centralbanker vil blive en integrerende del af ESCB, og at de er forpligtede til at efterkomme ECB's retningslinjer og instrukser. Dette medfører i særdeleshed, at de nationale centralbankers statutter ikke må indeholde nogen form for bestemmelser, der ikke er forenelige med ECB's enekompetence inden for bestemte områder (fx bemyndigelse til udstedelse af sedler), eller bestemmelser der, hvis de blev overholdt af en national centralbank, ville forhindre en sådan i at efterleve regler fastsat på ECB-niveau (fx vedrørende anvendelse af pengepolitiske instrumenter). På dette område må tilpasningen af de nationale centralbankers statutter have effekt fra starten af tredje fase eller, for medlemslande med dispensation eller speciel status, på tidspunktet for deres fulde deltagelse i den monetære union. EMI vil fortsætte med at virke som forum for udveksling af synspunkter på dette område de nationale centralbanker imellem, ligesom man vil behandle dette emne i kommende rapporter.

EMI har en væsentlig interesse i spørgsmålet om den rettidige implementering af de nødvendige tilpasninger af national lovgivning. Mens der for så vidt angår de nationale centralbankers statutter er forberedende arbejde i gang i næsten alle medlemslande, så er der ikke registreret væsentlige ak-

tiviteter med hensyn til nøjere undersøgelser af foreneligheden mellem andre former for lovgivning og traktatens og ESCB/ECB-statuttens krav. Da 1997 og den første del af 1998 er de perioder, hvori det vil være

nødvendigt at foretage sådanne tilpasninger, bør lovgivningsmæssige initiativer, hvor det findes passende, ikke udskydes meget længere.

10 Overgangen til euro

EMI har fortsat overvågningen af fremgangen i det forberedende arbejde til tredje fase og introduktionen af euro, efter Det Europæiske Råd nåede til enighed om overgangsscenarioet på mødet i Madrid i december 1995. EMI fungerer som forum for udveksling af information mellem de nationale centralbanker på fire specifikke områder. Det drejer sig om de nationale centralbankers interne forberedelser til etableringen af ESCB, forberedelserne blandt deltagerne på de finansielle markeder, euro-relaterede aktiviteter i det offentlige og udbuddet af information til den brede offentlighed om overgangen til tredje fase. Når man tager højde for de nationale karakteristika i de finansielle markeder og bankstrukturen, er de nationale centralbanker hovedkanal for information og dialog omkring de tre sidstnævnte emner mellem de monetære myndigheder og de finansielle markeders deltagere. I samarbejde med de nationale centralbanker, er der endvidere løbende meningsudveksling mellem EMI og den finansielle sektor for at vurdere behovet for en koordineret indsats på EU-niveau i forbindelse med overgangen til en fælles valuta.

EMI konsulterede via de nationale centralbanker i sommeren 1996 den finansielle sektor i de meget tekniske spørgsmål vedrørende afrunding af beløb udtrykt i de forskellige denominationer, der vil være i brug i overgangsfasen til tredje fase af ØMUen. Konverteringen vil foregå fra euro til nationale denominationer og vice versa såvel som mellem nationale denominationer i de lande, der deltager i euro-området. Formålet med konsultationen var at vurdere, dels i hvor høj grad afrundingsfejl vil skabe problemer for ækvivalensen mellem de forskellige denominationer af den fælles valuta, og dels at fastlægge mulige løsninger, der kan minimere disse problemer.

I september 1996 vedtog EMI-rådet et sæt retningslinjer, som blev fremsendt til Europa-

kommissionen som endnu et bidrag fra EMI til udkastet til rådsforordning om indførelse af euro, der var under forberedelse på daværende tidspunkt (se endvidere afsnit 9.1). Formålet med retningslinjerne var at præsentere et sæt minimumskrav, der kan medvirke til markant at nedbringe muligheden for afrundingsfejl i forbindelse med transaktioner, der involverer konverteringer. Retningslinjerne blev ikke vedtaget for at erstatte eksisterende afrundingskonventioner i transaktioner i en eller mellem flere valutaer.

Følgende retningslinjer blev fastsat: Konverteringskurser skal indeholde seks signifikante tal, de skal udtrykkes i form af en sum af nationale valutaenheder for en euro, de må aldrig afrundes eller afkortes, der må ikke anvendes inverse konverteringskurser, ved beregninger mellem to nationale denominationer skal der anvendes en fast algoritme, der involverer en division/multiplikation (afrundingen må ikke gå længere end til tre decimaler) af eurokonverteringskursen for de to involverede nationale denominationer, selv om alternative metoder kan anvendes, hvis de giver præcis det samme resultat.

Kommissionen tog højde for disse retningslinjer i et udkast til forordning om indførelsen af euro. Denne forordning blev tiltrådt af Det Europæiske Råd på mødet i Dublin i december 1996 (se afsnit 9.1) for at give tidlig vejledning til de finansielle markeder og dermed sikre en smidig overgang til den fælles valuta.

EMI vil i den foranstående periode vurdere, hvorvidt forskelle i de nationale overgangstiltag på nogen som helst måde truer den gnidningsløse måde, hvorpå europengemarkedet vil fungere fra starten af tredje fase. Herudover skal EMI se nærmere på specifikke emner relateret til nogle medlemslandes overgang til euro-området efter tredje fases start.

Tabel 12

Overgangen til euro

Skitsering af tidsperioder	Hovedforanstaltninger i hver periode
<p style="text-align: right;">tidligt i 1998</p> <p>Stats- eller regeringscheferne træffer afgørelse om hvilke lande, der skal deltage i euro-området</p> <p>1. periode</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Oprette ECB og ESCB og gøre disse operationelle ▪ Vedtage sekundær lovgivning med henblik på at oprette ESCB ▪ Beslutte og afprøve regelsættet så ESCB kan gennemføre alle transaktioner i euro fra første dag i tredje fase ▪ Påbegynde fremstillingen af euro-sedler og -mønter og annoncere datoen for indførelsen heraf ▪ Iværksætte en omfattende informationskampagne
<p style="text-align: right;">1. januar 1999</p> <p>Tredje fase af ØMU indledes:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Uigenkaldelig fastlåsning af valutakursen mellem deltagerlandenes valutaer og euro ▪ Ikrafttrædelse af lovgivning om indførelsen af euro (baseret på traktatens artikel 109 I (4)) ▪ Euro introduceres i kontantløs form <p>2. periode</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ESCB udfører den fælles penge- og valutakurspolitik i euro fra den første dag ▪ TARGET-systemet bliver operationelt ▪ Stille konverteringsfaciliteter til rådighed for de modparter, der ikke har været i stand til selv at opbygge systemer til konvertering af beløb i euro til beløb i nationale møntenheder og vice versa ▪ Foretage ombytning af nationale pengesedler til pari (artikel 52 i ESCB/ECB-statutten) ▪ Følge fremskridtene i overgangsforløbet i den private sektor og yde vejledning, hvor det er nødvendigt ▪ Nyudstedelser af handlede fordringer på den offentlige sektor foretages i euro (mulig redenominering af dele af den udestående offentlige gæld) ▪ Forberede overgangen inden for den offentlige administration
<p style="text-align: right;">1. januar 2002</p> <p>Seneste dato for indførelse af euro-sedler og -mønter</p> <p>Alle henvisninger til nationale valutaer i juridiske tekster bliver henvisninger til euro</p> <p>3. periode</p> <p style="text-align: right;">Senest 1. juli 2002</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Inddragelse af nationale sedler og mønter ▪ Nationale sedler og mønter mister deres status som lovligt betalingsmiddel

Kapitel III

EMI's øvrige opgaver

I Samarbejde mellem centralbanker vedrørende betalingssystemer

EMI er fortsat med at lette samarbejdet mellem EU's centralbanker på tre hovedområder inden for betalingssystemer: Fjernadgang, standardisering og elektroniske penge.

Disse emner analyseres i EMI's rapport "Developments in EU payments systems in 1996", som vil blive udgivet i april 1997.

1.1 Fjernadgang

I juli 1995 vedtog EMI-rådet med henvisning til fællesskabslovgivning (især 2. samordningsdirektiv), at kreditinstitutter skulle have fjernadgang til udenlandske interbank-betalingsafviklingssystemer (Interbank Funds Transfer Systems - IFTS) i anden fase af ØMU, selv om denne ret ikke skulle være automatisk. Der var også enighed om, at for at lette deltageres fjernadgang til IFTS, bør der gives adgang til afviklingskonti i centralbankerne på ikke-diskriminatorisk vis. Centralbankerne kan også give adgang til intradag-likviditet, under forudsætning af, at centralbankerne ikke herved udsætter sig for større risici, end de påtager sig i forbindelse med indenlandske deltagere.

Indtil videre er det kun i Belgien, Tyskland og Holland, at der er blevet givet tilladelse til fjernadgang til IFTS. En luxembourgsk bank har fået adgang til det belgiske RTGS-system, ELLIPS, i december 1996. I Tyskland bruger 15 kreditinstitutter beliggende tæt ved den tyske grænse deres konti i den tyske centralbank fortrinsvis til kontant-operationer og overførsel af midler til tyske kreditinstitutter. Dog er der to deltagere, der anvender deres konti til deltagelse i den papirbaserede checkclearing, ligesom der er en, der deltager i den papirløse checkclearing. I Holland er der for tiden 14 banker, der har adgang til det hollandske RTGS-system, primært for at lette betalingen af sociale ydelser i udlandet.

Som en konsekvens af lovgivningen om det indre marked vedtog EMI-rådet i december 1996, at der også i tredje fase af ØMU skulle tillades fjernadgang til alle EU-IFTS og til konti i centralbankerne til alle EU-ansøgere på ikke-diskriminatorisk vis. Det vil på et senere tidspunkt blive besluttet, hvorvidt og under hvilke betingelser fjernadgang til intradag-kredit i euro vil blive givet til kreditinstitutter.

1.2 Standardisering

Set i lyset af starten af tredje fase anser EMI det for væsentligt at fastholde kontakten til internationale standardiseringsorganer, internationale bankforeninger og andre væsentlige aktører inden for grænseoverskridende betalinger. Kontakten fastholdes bl.a. for at undgå - i de tilfælde hvor markedets effektivitet ville blive truet heraf - udbredelsen af uensartede standarder for grænseoverskridende betalinger og for at opbygge TARGET på en sådan måde, at det i videst muligt omfang vil understøtte standardisering.

Inden for detailbetalinger følger EMI fortsat arbejdet i Den Europæiske Komité for Bankstandarder. Dette arbejde skrider dog langsomt frem.

1.3 Elektroniske penge

I maj 1994 offentliggjorde EMI en rapport om forudbetalingskort. I rapporten anbefaledes, at kun kreditinstitutter skulle have lov til at udstede elektroniske penge.

Denne rapport fra 1994 blev skrevet på et tidspunkt, hvor udviklingen inden for forudbetalingskort stadig var på et indledende stadie. Siden da er forskellige systemer for forudbetalingskort blevet ud-

viklet og anvendt i næsten alle EU-landene. Endvidere er der foruden de forskellige systemer for forudbetalingskort opstået en anden ny form for betalingsmiddel: Elektroniske netværkspenge. For tiden kan der skelnes mellem to typer elektroniske netværkspenge: Elektroniske penge lagret på et chipkort (kortpenge), som kan anvendes ved almindelige betalinger eller via telekommunikationsnetværk, og penge lagret på en computers harddisk til brug i netværk (netværkspenge).

Centralbankerne er i gang med at revidere analysen af, hvilken effekt elektroniske

penge kan have på udførelsen af pengepolitik, stabiliteten og integriteten af betalingssystemer og de finansielle markeder som helhed, og centralbankerne vurderer 1994-anbefalingen i lyset af den seneste udvikling inden for forudbetalingskort og andre former for elektroniske penge. Af hensyn til denne analyse har centralbankerne bredt defineret elektroniske penge som "elektronisk opbevaring af penge på en teknisk anordning, som er bredt anvendelig til betalinger uden nødvendigvis at gøre brug af bankkonti i transaktionen, men som fungerer som et forudbetalt ihændeinstrument".

2 Overvågning af ecu-clearing- og afviklingsystemet

EMI har - i henhold til traktatens artikel 109 f(2), punkt 6, - til opgave at føre opsyn med ECU-clearing- og afviklings-systemet. I 1996 blev omkring 6.000 transaktioner pr. dag kørt igennem med en daglig omsætning på 50 mia.ECU.

EMI's overvågning af ECU-clearing- og afviklingsystemet har det fundamentale formål at sikre, at Den Europæiske Bankforening, EBA, som administrerer systemet, foretager de nødvendige justeringer, således at systemet ikke påfører deltagerne, ECU markedet eller EU-landenes indenlandske markeder uacceptable risici.

Inden for disse rammer er EMI's hovedopgave at sikre, at passende tiltag foretages henimod systemets overholdelse af de sikkerhedsstandarder, der blev fastlagt i 1990 i rapporten "Interbank Netting Schemes" udarbejdet af centralbankerne i G-10-landene. I denne forbindelse er de vigtigste reformer, der er gennemført i 1996, en implementering af bindende begrænsninger for en deltagers multilaterale nettoposition på et hvilket som helst tidspunkt i clearingprocessen samt en revision af retningslinjerne for medlemskab og udmeldelse.

2.1 Etablering af et nyt system til risikokontrol

Den 16. september 1996 etablerede EBA det nye system for bindende intradaggrænser, ECU 3. I dette system kan en betaling ikke foretages, med mindre både afsenders og modtagers banks nettoposition er inden for de multilateralt fastsatte debet- og kreditgrænser. Disse multilaterale grænser udgør nu det nye grundlag for likviditets- og tabsfordelingsarrangementet. Kun hvis en bank er inden for sine multilaterale grænser, tillader clearingreglerne

aktivering af likviditet- og tabsfordelingsarrangementet. Derfor er etableringen af ECU 3 et vigtigt element i systemets tilpasning til G-10's standarder vedrørende kredit- og likviditetsrisikostyring.

Det nye system vil også forbedre tilpasningen til de sikkerhedsstandarder, som fokuserer på tekniske systemers operationelle driftssikkerhed og disponering over backup-faciliteter, som muliggør afslutning af de daglige clearinger. I den forbindelse har EBA etableret et operationelt backup-sted med alt nødvendigt udstyr. Mens det tidligere system, ECU 2, havde en maksimal kapacitet på 3.000 betalinger pr. time, kan det nye system håndtere 12.000 betalinger pr. time.

2.2 Juridiske problemstillinger

I 1996 har EBA ubedt sig ekstern juridisk bistand med henblik på at udvikle en juridisk struktur, som kan forsyne ECU-clearing- og afviklingsystemet med en juridisk ramme, som er fornuftig, og som kan håndhæves i tredje fase af ØMU. I denne forbindelse er der blevet overvejet nye juridiske strukturer, som regulerer et multilateralt nettingsystem uden en central modpart.

For at styrke den daglige afvikling og for at bringe systemet i større overensstemmelse med G-10-standarderne vedrørende likviditetsrisikostyring påtænker EBA at indføre sikkerhedsstillelse i den daglige afvikling. EBA forventes at fremsende de detaljerede forslag i begyndelsen af 1997. Disse forslag vil kræve en dybtgående analyse.

2.3 Afvikling i EBA's clearing- og afviklingssystem i tredje fase

I overensstemmelse med "Report on Minimum Common Features for Domestic Payment Systems" fra november 1993, af hvilken det fremgår, at alle engrosbetalingsystemer skal afvikle over en konto i en centralbank, har EBA indledt

drøftelser med EMI vedrørende afviklingen i EBA's clearing- og afviklingssystem via TARGET i tredje fase. En fælles uformel arbejdsgruppe med repræsentanter fra EBA og EMI/EU-centralbankerne er blevet nedsat for at identificere alle emner med tilknytning til afviklingen i EBA's clearing- og afviklingssystem i tredje fase.

3 Samarbejde om banktilsyn

I overensstemmelse med traktatens artikel 109f (2), fjerde punkt, har EMI også i 1996 afholdt konsultationer blandt tilsynsmyndighederne om en række emner, der berører stabiliteten af de finansielle institutioner og markeder. De vigtigste emner, der har været gjort til genstand for behandling, har været interne kontrolsystemer i kreditinstitutter og udviklingen af nøgletalssystemer, som kan afsløre finansielt sårbare kreditinstitutter. Hvad angår centrale kreditregistre er samarbejdet mellem de interesserede nationale centralbanker fortsat også i 1996.

Interne kontrolsystemer

Interne kontrolsystemer har altid udgjort en vigtig del af den operationelle og ledelsesmæssige struktur i kreditinstitutter. I de senere år har et antal faktorer (globaliseringen af de finansielle markeder, internationaliseringen af kreditinstitutter, finansiell innovation og udviklingen i informationsteknologi) bevirket, at bankvirksomhed er blevet en stadig mere kompleks form for forretning. Som følge af denne udvikling er den interne kontrolfunktion blevet stadig vigtigere for kreditinstitutterne. I lyset af visse nylige bankkriser har også tilsynsmyndighederne lagt øget vægt på indretningen af de interne kontrolsystemer. Med dette udgangspunkt blev spørgsmålet om kreditinstitutters interne kontrolsystemer grundigt analyseret med det hovedformål at identificere nogle elementer, som vil kunne vejlede banktilsynsmyndighederne ved evalueringen af disse systemer. Hovedresultatet af arbejdet var udvælgelsen af et antal hovedprincipper - knyttet til alle relevante aspekter af interne kontrolsystemer - der kunne sikre standarden og effektiviteten af de interne kontrolsystemer i kreditinstitutter. Ved udvælgelsen af principperne blev det søgt at sikre eksistensen af et

tilfredsstillende kontrolsystem uden samtidigt at pålægge kreditinstitutterne overdrevne omkostninger. Et yderligere konkret resultat af arbejdet var, at der blev udarbejdet en detaljeret beskrivelse af de overordnede områder, der hører med til et internt kontrolsystem.

Arbejdet blev koncentreret om tre hovedemner. For det første blev det tilstræbt at opnå en fælles forståelse af hvilke konkrete områder, der hører med i beskrivelsen af et internt kontrolsystem. Denne diskussion blev foretaget med udgangspunkt i definitioner udarbejdet af professionelle internationale brancheorganisationer. For det andet blev der fastlagt et sæt hovedprincipper, der har relevans for de forskellige dele af et sikkert internt kontrolsystem. Disse principper relaterer sig dels til de interne kontrolsystemer under ét, dels til de følgende fire delområder af systemet: Den administrative opbygning, risikostyring, informationssystemer generelt og elektroniske informationssystemer specifikt. De fleste af de opstillede principper afspejler standarder, der er bredt internationalt anerkendt for alle typer af firmaer, mens andre mere specifikt relaterer sig til kreditinstitutter. Givet den betydning, informationsteknologi har for driften af banker, blev der sat speciel fokus på fastlæggelsen af principper for anvendelse og lagring af elektronisk data. For det tredje analyseredes, hvilken betydning de forskellige administrative enheder har for de interne kontrolsystemer. Det blev i den forbindelse understreget, at de besluttende organer i kreditinstituttet (bestyrelse og direktion) spiller en altafgørende rolle for den måde, hvorpå de interne kontrolsystemer virker. Bestyrelsen har det overordnede ansvar for effektiviteten af de interne kontrolsystemer, mens direktionen har ansvaret for, at bestyrelsens strategi implementeres på bedst mulig

måde. Der blev i denne forbindelse refereret til, at en revisionskomité - under opfyldelsen af nogle givne forudsætninger og i visse lande - kan spille en positiv rolle. Derudover blev det understreget, at såvel den interne som den eksterne revision har stor betydning for indførelsen og vedligeholdelsen af effektive interne kontrolsystemer. Givet vigtigheden af dette emne godkendte EMI-rådet, at rapporten, der behandler disse spørgsmål, kunne sendes til såvel den Basel-komité, der behandler tilsynsspørgsmål, som til Det rådgivende Bankudvalg samt et antal banktilsynsmyndigheder uden for EU.

Nøgletalssystemer

Det er blevet undersøgt, hvilke former for nøgletalssystemer tilsynsmyndighederne i EU anvender til at afsløre faresignaler fra finansielt sårbare kreditinstitutter. Undersøgelsen viste, at der ikke er substantiel forskel på de metoder, der anvendes i denne forbindelse. Al dag-til-dag tilsynsvirksomhed foretages for at afsløre finansielt sårbare institutter, og er baseret på omfattende kvalitative og kvantitative informationer om alle de forhold, der potentielt kan udgøre en fare for de enkelte institutter. Omfanget af relevante emneområder illustrerer det forhold, at der er en lang række risici forbundet med at drive bankvirksomhed, som kan resultere i finansiell sårbarhed.

En række hovedelementer i de nøgletalssystemer, der anvendes af tilsynsmyndighederne, fortjener yderligere kommentarer. For det første afsløres finansielt sårbare institutter gennem faktiske og potentielle overskridelser af en række kvantitative og kvalitative standarder. Mere u håndgribelige og mindre formelle aspekter kan også være vigtige elementer af systemet i denne forbindelse. For det andet udgør sammenligninger kreditinstitutter imellem også et centralt element i nøgletalssystemerne. Tilsynsmyndighederne kan således

blive advaret om en relativ forværring af et instituts situation gennem sammenligninger inden for grupper af institutter, der ligner hinanden. For det tredje anvendes i alle EU-landene en række kvantitative nøgletal (fx om kapital, kvaliteten af aktiverne, profitabilitet, likviditet, eksponering (fx mod en kunde eller en bestemt sektor)) og kvalitative nøgletal (fx ledelsens kvalitet, de interne kontrolsystemer, forretningsstrategier) som del af nøgletalssystemerne. Der er forskel mellem de enkelte lande med hensyn til hvor detaljerede nøgletal, der anvendes. Især er der forskel på anvendelsen af makroøkonomiske nøgletal i forbindelse med tilsynsvirksomheden.

Selv om der ikke er grundlæggende forskelle i nøgletalssystemerne, er der forskel på, hvorledes systemerne er opbygget i praksis. I nogle lande er der udviklet formaliserede EDB-baserede systemer til at vurdere risici, men selv i disse lande udløser analyseresultaterne (kreditvurderinger, indbyrdes rangordning eller vurderinger af institutioner) ikke automatisk en reaktion fra tilsynsmyndighederne, da skøn eller subjektive faktorer også kan være af afgørende betydning for tilsynsprocessen. De formaliserede nøgletalssystemer udgør således et af mange redskaber, der anvendes til at afsløre finansielt sårbare institutter.

Kvaliteten af aktiverne er af afgørende betydning for styrken af et kreditinstitut. Derfor blev de forskellige definitioner af, hvad der forstås ved dårlige lån og reglerne for hensættelser til tab, analyseret nærmere. EU's regnskabsdirektiver udgør grundlaget for den nationale lovgivning og regnskabspraksis i alle medlemslandene. Direktiverne giver dog ikke en nærmere definition af dårlige lån. Konkrete definitioner af dårlige lån samt regler for hensættelser er derfor fastlagt af medlemslandene. Lovgivningen og praksis varierer mellem medlemslandene på en række områder. Generelt ser det ud, som om nogle lande har valgt at fastlægge konkrete regler for, hvornår kreditinstitutter skal hensætte på et lån,

mens andre lande i videre udstrækning lader det være op til kreditinstitutternes ledelse og eksterne revisorer at vurdere hensættelsesbehovet.

Undersøgelsen resulterede i et reference-dokument, der kan benyttes internt af tilsynsmyndighederne i EU. Udarbejdelsen af undersøgelsen har medvirket til at øge samarbejdet om udvikling af nøgletals-systemer. Det forventes, at dette arbejde fortsættes. Det er planlagt at foretage en mere detaljeret analyse af anvendelse af makroøkonomiske nøgletal i nøgletals-modeller samt at udvikle fælles standarder for hensættelser til tab på lån.

Centrale kreditregistre

Samarbejdet fortsatte mellem de syv medlemslande (Belgien, Tyskland, Spanien, Frankrig, Italien, Østrig og Portugal), hvor der findes centrale kreditregistre. Det er stadig målet med samarbejdet at sikre åbningen af alle EU-registre for de indrapporterende institutioner på tværs af landegrænser. Hvad angår det legale grundlag, blev lovgivningen i Portugal ændret i 1996, så barriererne for informationsudveksling blev fjernet. På nuværende tidspunkt er der derfor ingen juridiske barrierer, der forhindrer adgang til registrene i fire lande. De nationale centralbanker i de tre øvrige lande vedbliver med at have forpligtet sig til at fremme de nødvendige foranstaltninger til fjernelse af de eksisterende lovgivningsmæssige barrierer hurtigst muligt.

Den måde, hvorpå kreditregistre er opbygget, opdateres og revideres løbende. Dette er nødvendigt for at sikre, at systemet vedbliver at virke effektivt også i forhold til den fortsatte hastige udvikling i den finansielle verden. Et af formålene med samarbejdet mellem registrene er at overvåge denne udvikling, så systemernes opbygning kan konvergere på de områder, hvor dette er relevant. I denne forbindelse har det være diskuteret, hvorvidt den kreditrisiko, der er forbundet med transaktioner i afledte instrumenter, skulle registreres i registrene. Denne diskussion blev igangsat som følge af, at det i tre af landene for nyligt blev besluttet at udvide registrenes anvendelsesområde - om end på forskellig måde - til også at omfatte handel i afledte instrumenter. Gennem samarbejdet på dette specifikke område er det muligt for registrene at drage nytte af andres erfaringer på dette felt.

Kreditregistre udgør en værdifuld informationskilde, der også kan udnyttes til statistiske analyser af de nationale finansielle systemer. Et første forsøg på at foretage sådanne analyser blev gjort ved i fire EU-lande at fokusere på sammenhængen mellem kreditinstitutter og kunder og i særdeleshed på spørgsmålet om "flersidig eksponering"; hermed menes en situation, hvor et selskabs finansieringsbehov mødes af et stort antal finansielle institutter.

4 Administrationen af EMS-mekanismerne og fællesskabslån

EMI's operationelle opgaver består i administration af mekanismerne i Det Europæiske Monetære System - EMS - dvs. den meget kortfristede finansieringsmekanisme, den kortfristede monetære støttemekanisme og skabelsen af ECU med det formål at implementere EMS-aftalen - samt i administration af låne- og udlånsberedskabet besluttet af fællesskabet under mekanismen for mellemfristet betalingsbalancestøtte til medlemslande.

EMS-mekanismerne

EMI udfører operationer knyttet til udstedelsen, brugen og forrentningen af officielle ECU. Officielle ECU udstedes til EU-centralbanker mod en deponering på 20 pct. af disse centralbankers bruttobeholdninger af guld- og dollarreserver. Dette sker gennem løbende swap-arrangementer. Deponeringen er obligatorisk for de EU-centralbanker, som deltager i ERM, og frivillig for de EU-centralbanker, som ikke deltager i ERM. Swap-arrangementerne bliver fornyet hver tredje måned. Ved den lejlighed sker der samtidig de nødvendige justeringer, dels for at sikre, at EU-centralbankernes deponering i EMI fortsat udgør mindst 20 pct. af disses guld- og dollarreserver ved slutningen af måneden forud for fornyelsestidspunktet, dels for at tage hensyn til ændringer i guldprisen og i dollarkursen over for den officielle ECU. Resultatet af disse swap-arrangementer er vist i årsregnskabet, som er vedlagt denne årsberetning.

Med virkning fra 14. oktober 1996 indtrådte den finske mark i ERM, og den italienske lire genindtrådte med virkning fra 25. november. I det begge lande allerede deltog i swap-arrangementerne på frivillig basis, havde deres indtræden i ERM ingen effekt på EMI's swap-operationer i ECU.

Summen af de officielle ECU udstedt af EMI nåede 60,1 mia.ECU under den seneste tre-måneders swap-transaktion, der fandt sted 10. januar 1997. Sammenlignet med januar 1996 steg beholdningen af ECU herved med henved 6 mia.ECU. Dette skyldes for det første en stigning i USD/ECU-valutakursen og for det andet en stigning i den samlede dollardeponering fra de EU-centralbanker, der deltager i ECU-swap-arrangementer med EMI.

Udover at stå for udstedelsen af officielle ECU registrerer EMI alle overførsler i ECU mellem de deltagende centralbanker og "andre indehavere". I 1996 indebar disse overførsler et fald i netto-ECU-positioner på 7,98 mia.ECU til 63,5 mill.ECU. Den resterende netto-ECU-position repræsenterer overtagelsen af ECU gennem swap-operationer mellem den schweiziske centralbank og to EU-centralbanker. Dette skyldes, at den schweiziske centralbank har status som "anden indehaver" af ECU. ECU-mobiliseringsmekanismerne har ikke været i brug siden 1986. Der blev hverken gjort brug af den meget kortfristede finansieringsmekanisme i 1996 eller af den kortfristede monetære støttemekanisme. Sidstnævnte har ikke været i brug siden 1974.

Fællesskabslån

I overensstemmelse med artikel 109f (2) i traktaten og artikel 11 i rådsforordning (EEC) nr. 1969/88 af 24. juni 1988 administrerer EMI låne- og udlånsoperationer besluttet af Fællesskabet under mekanismen for mellemfristet betalingsbalancestøtte. Mekanismen tilvejebringer lån til medlemslande, der har alvorlige betalingsbalanceproblemer (løbende balance eller kapitalbalance). EMI effektuerer betalingerne, der stammer fra disse låne- og udlånsoperationer, og verificerer de

forfaldsdatoer, der er fastlagt i låne- og udlånskontrakterne vedrørende rentebetalinger og indfrielse af lån. Desuden rapporterer EMI til Kommissionen om de operationer, den har udført på vegne af EU.

I 1996 modtog EMI fortsat forfaldne rentebetalinger, kommission og omkostninger på udestående lån fra låntagere, nemlig Grækenland og Italien, og betalte Fællesskabets kreditorer. Tabellen nedenfor angiver det samlede udestående i Fællesskabslån pr. 31. december 1995 og 1996.

Udestående fællesskabslån

(Ved udgangen af året i millioner)

	Udestående i D-mark		Udestående i ECU		I alt udestående i ECU	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
Grækenland	536	...	740	500	1 024	500
Italien	3 900	3 900	1 975	1 475	4 045	3 479
Total	4 436	3 900	2 715	1 975	5 069	3 979

Kilde: EMI

5 Rådgivende funktioner

Artikel 109f(6) i traktaten og artikel 5.3 i EMI-statutten kræver, at EMI høres af Rådet eller af de ansvarlige nationale myndigheder om alle forslag til fællesskabslovgivning eller national lovgivning inden for EMI's kompetenceområde. Betingelserne og rækkevidden for konsultationer om lovforslag fra nationale myndigheder er fastlagt i Rådets beslutning 93/717/EEC af 22. november 1993. Artikel 1 i denne fastslår, at "medlemslande skal konsultere EMI med hensyn til udkast til lovgivningsmæssige bestemmelser inden for dets kompetenceområde i henhold til artikel 109f i traktaten og især med hensyn til:

- Penge- og valutapolitisk lovgivning, ECU'ens status som 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 betalinger.
- Regler for finansieringsinstitutter, for så vidt de påvirker disses eller de finansielle markeders stabilitet".

Der blev modtaget 16 anmodninger om høring i 1996. Seks kom fra Rådet, tre fra Europakommissionen og syv kom fra de nationale myndigheder.

Tabellen nedenfor opridser høringsproceduren, hvor EMI leverede høringssvar.

Tabell 4

Høringsprocedure

Nr.	Forslagsstiller	Emne
1	Europakommissionen	EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP)
2	EU-rådet	Reorganisering og likvidation af kreditinstitutter og indskydergarantiordninger
3	Sverige	Ophævelse af bankstøtte
4	Irland	Statutten for den irske centralbank, Central Bank of Ireland
5	Finland	Statutten for den finske centralbank, Suomen Pankki
6	Europakommissionen	EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP)
7	EU-rådet	Direktiv om solvensnøgletal
8	EU-rådet	Første bankdirektiv, solvensnøgletalsdirektivet og kapitaldækningsdirektivet
9	EU-rådet	Direktivet for endelig afregning og sikkerhedsstillelse
10	Belgien	Statutten for den belgiske centralbank, Banque Nationale de Belgique
11	Europakommissionen	EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP)
12	Danmark	Lov om investerings- og specialforeninger (UCITS)
13	EU-rådet	Indførelse af euroen
14	EU-rådet	Procedure for uforholdsmæssigt store budgetunderskud
15	Sverige	Sikkerhedsstillelse
16	Belgien	Statutten for den belgiske centralbank, Banque Nationale de Belgique

EMI's rettesnor for vurderingen af konsultationerne var primært, om den foreslåede lovgivning var forenelig med traktaten. Man undersøgte dog også den potentielle virkning på fremtidige arrange-

menter i tredje fase og i visse tilfælde spørgsmålet om, hvorvidt det finansielle marked og de finansielle institutioner ville blive påvirket af lovgivningen.

6 Tilsyn med overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang

EMI fortsatte i 1996 med at føre tilsyn med centralbankernes overholdelse af deres forpligtelser i henhold til artikel 104 og 104a i traktaten og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93¹. Europa-kommissionen overvåger medlemslandenes overholdelse af disse bestemmelser.

I 1996 blev traktatens krav i store træk fortsat respekteret af centralbankerne i EU. De tilbageværende mangler, der var opstået i forbindelse med overgangen til de nye ordninger, og de tekniske pro-

blemer forbundet med gennemførelsen af nye regler blev endelig korrigeret i løbet af 1996 og starten af 1997.

EMI overvåger ligeledes centralbankernes opkøb af statsgældspapirer i det sekundære marked. Selv om køb af statsgældspapirer i det sekundære marked generelt er tilladt i henhold til traktaten, må sådanne køb ikke bruges til at omgå formålet med traktatens artikel 104.

¹ For yderligere information vedrørende de lovmæssige rammebetingelser, se EMI's årsberetning 1994, kapitel III, B.

7 Samarbejde med andre institutioner

EMI har fortsat det tætte samarbejde med andre EU-institutioner inden for en række områder og på forskellige niveauer. Formanden for Rådet og et medlem af Europakommissionen har regelmæssigt deltaget i EMI-rådets møder, og EMI's formand har deltaget i møder i Rådet, når der blev drøftet spørgsmål, som vedrørte EMI's opgaver og mål. Dette har inkluderet formandens deltagelse i uformelle ECOFIN-rådsmøder, hvor spørgsmål relateret til ERM II og fastlæggelsen af det penge- og valutakurspolitiske samarbejde mellem euro-området og de øvrige EU-lande (se kapitel II, afsnit 2.1) blev diskuteret. Formanden deltog også i Det Europæiske Råds møde i juni og december. Han har også i juni 1996 præsenteret EMI's årsberetning 1995 på Europaparlamentet's plenarmøde og EMI's rapport "Progress towards convergence 1996" for Parlamentets underkomité for monetære forhold i november 1996.

På lavere niveau har EMI-repræsentanter regelmæssigt deltaget som observatører på møder i Den Monetære Komité. Der findes et tæt samarbejde med de relevante generaldirektorater i Europakommissionen, og repræsentanter derfra deltager i visse arbejdsgrupper i EMI. Inden for det statistiske område har EMI udvidet

samarbejdet med EUROSTAT (Europakommissionens statistiske kontor), og EMI er repræsenteret ved 3 medlemmer i Komiteen om penge-, valuta-, finansiell- og betalingsbalancestatistik. Yderligere har EMI fortsat samarbejdet med møntdirektørerne, som repræsenterer de institutioner, der vil blive ansvarlige for at producere de mønter, som vil cirkulere sammen med euro-pengesedlerne i tredje fase.

I kontakten med institutioner uden for EU har koncertationsproceduren fortsat været et værdifuldt forum for valutamarkeds eksperterne. Der udveksles valutamarkeds eksperterne fra EU-landenes centralbanker data om udviklingen på valutamarkedene, interventioner og andre officielle valuta-transaktioner med eksperter fra centralbankerne i Canada, Japan, Norge, Schweiz og USA. Konsultationerne mellem EMI og centralbankerne i Norge og Schweiz om emner af fælles interesse er fortsat, og der er skabt et godt forhold til Valutafonden og Verdensbanken. Den vigtige forbindelse til Bank for International Settlements (BIS) er blevet fastholdt. I 1996 etablerede EMI også forbindelse til centralbankerne i de associerede central- og østeuropæiske lande og andre ansøgerlande.

EMI's årsregnskab

EMI's balance pr. 31. december 1996

ECU

Aktiver

	1996	1995
I EMS-relaterede aktiver		
Guld	27.816.645.173	27.204.932.117
Dollar	31.710.534.867	27.015.081.233
	<u>59.527.180.040</u>	<u>54.220.013.350</u>
II Øvrige aktiver		
(1) Anfordringsindskud i banker og kassebeholdning	11.013.442	490.709
(2) Tidsindskud	628.044.375	597.168.977
(3) Værdipapirer	0	31.326.075
(4) Materielle aktiver	7.815.279	8.809.555
(5) Øvrige aktive	841.986	1.243.530
	<u>647.715.082</u>	<u>639.038.846</u>
Aktiver i alt (I og II)	<u>60.174.895.122</u>	<u>54.859.052.196</u>
Supplerende oplysninger: Terminstilgodehavender i ECU (hidrørende fra kvartalsvise revolverende swaps)	59.527.180.040	54.220.013.350

		ECU	
Passiver		1996	1995
I EMS-relaterede passiver			
ECU udstedt til EU-centralbanker	59.527.180.040	54.220.013.350	
	<u>59.527.180.040</u>	<u>54.220.013.350</u>	
II Øvrige passiver			
(1) Kreditorer og øvrige passiver	4.200.209	3.469.106	
(2) Hensættelser til pensioner og lignende forpligtelser	3.742.631	1.958.363	
(3) Øvrige hensættelser	7.074.292	5.258.218	
(4) Bidrag fra EU- centralbanker (i henhold til artikel 16.2 i EMI-statutten)	615.573.495	615.573.495	
(5) Kursreguleringskonto	0	243.514	
(6) Reserver	12.536.150	0	
(7) Årets overskud	4.588.305	12.536.150	
	<u>647.715.082</u>	<u>639.038.846</u>	
Passiver i alt (I og II)	<u>60.174.895.122</u>	<u>54.859.052.196</u>	

Supplerende oplysninger:

Terminforpligtelser

i guld og dollar

(fra revolverende kvartalsvise swaps)

59.527.180.040

54.220.013.350

Resultatopgørelse for året 1996

ECU

	1996	1995
Indtægter		
Renteindtægter	44.532.696	45.439.252
	<hr/>	<hr/>
Indtægter i alt	44.532.696	45.439.252
	<hr/>	<hr/>
Omkostninger		
Personaleomkostninger	18.157.530	15.039.033
Øvrige administrationsomkostninger	18.936.144	15.775.583
Afskrivninger på materielle aktiver	2.084.941	2.449.521
	<hr/>	<hr/>
Omkostninger i alt	39.178.615	33.264.137
	<hr/>	<hr/>
Ekstraordinære indtægter (Kurstab)	96.523 (862.299)	361.035 0
	<hr/>	<hr/>
Årets overskud	4.588.305	12.536.150
	<hr/>	<hr/>

Frankfurt am Main,
12. februar 1997

DET EUROPÆISKE MONETÆRE INSTITUT

A. Lamfalussy
Formand

I Anvendt regnskabspraksis

1.1 Årsregnskabet er udfærdiget i overensstemmelse med regnskabsprincipper fastlagt af EMI-rådet i henhold til artikel 17.3 i EMI-statutten og er opgjort i officielle ECU.

1.2 Selv om EMI som en af Det Europæiske Fællesskabs institutioner ikke er underlagt national lovgivning og regulering med hensyn til udfærdigelsen af regnskabet, er institutionens regnskabspraksis i overensstemmelse med internationalt anerkendte regnskabsprincipper, undtagen i 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"-princippet.

1.3 EMS-relaterede aktiver og passiver er optaget til anskaffelsesprisen. Værdipapirer, undtaget finansielle anlægsaktiver, er optaget til markedsværdien ultimo året. De finansielle anlægsaktiver er optaget til anskaffelsesprisen fratrukket hensættelser til permanente formindskelser af værdien. Øvrige finansielle aktiver og passiver er optaget til nominal værdi.

1.4 Materielle aktiver er værdifastsat til anskaffelsesprisen med fradrag af afskrivninger. Der er foretaget lineær afskrivning over aktivernes forventede økonomiske levetid, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen. Den forventede økonomiske levetid er fastsat som følger:

Udstyr, møbler og maskiner	10 år
Computere, relateret hardware, software og køretøjer	4 år

1.5 Bortset fra EMS-relaterede aktiver og passiver og finansielle anlægsaktiver er balanceposterne omregnet til ECU på basis af Europakommissionens officielle valutakurser 31. december 1996, eller i øvrigt til gældende "lukkekurser" den pågældende dag. I resultatopgørelsen er andre valutaer omregnet til ECU på grundlag af et gennemsnit af de daglige officielle noteringer i 1996. De finansielle anlægsaktiver denomineret i fremmed valuta omregnes til ECU efter den spotvalutakurs, der var gældende den dag, aktivet blev erhvervet.

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

1.7 EMI-rådet har - i henhold til artikel 17.4 i EMI-statutten - udpeget C & L Treuarbeit Deutsche Revision til uafhængige eksterne revisorer.

2 Noter til balancen

2.1 EMS-relaterede aktiver og passiver

Disse poster vedrører de tre-måneders revolverende swaps, hvor officielle ECU udstedes som modydelse til EU-centralbankernes EMI-bidrag, der består af 20 pct. af deres reserver i guld og dollar. Disse transaktioner er beskrevet i beretningens kapitel III, afsnit 4. De pågældende aktiver og passiver fremgår af EMI's regnskaber. Posterne medfører ingen renteudgifter eller -indtægter. Renteafkast af officielle reserver, der er swappet til ECU, tilfalder fortsat de underliggende ejere. Renter på ECU-beholdninger som følge af ovennævnte swaps bliver kun aktuelle i de tilfælde, hvor en centralbanks beholdning overstiger dens terminsforpligtelser i ECU. I disse tilfælde dækkes rentebetalinger af renteindtægter fra centralbanker, hvis terminsforpligtelser i ECU overstiger deres ECU-beholdning.

2.2 Øvrige aktiver

II (1) *Anfordringsindskud i banker og kassebeholdning*: Likviditet blev holdt på en løbende konto i D-mark, som er den valuta, hvori næsten alle EMI's daglige betalinger foretages. Denne konto blev udelukkende anvendt til ud- og indbetalinger i forbindelse med EMI's daglige administration. Øvrig overskudslikviditet stod på en rentebærende D-mark konto til opsigelse med en dags varsel.

II (2) *Tidsindskud*: Som angivet i EMI's årsberetning for 1995, blev der i januar 1995 placeret for 597,2 mill.ECU på tidsindskud i en fast periode på tre år for at skabe den nødvendige indtægt til dækning af EMI's administrationsomkostninger. Beløbet er en del af EU-centralbankernes bidrag til EMI i henhold til EMI-statuttens

artikel 16.2. Disse indskud udgør et finansielt anlægsaktiv for EMI. Pr. 31. december 1996 havde EMI ekstra 30,8 mill.ECU på kortsigtet indskud.

II (3) *Værdipapirer*: Overskudslikviditet blev fra tid til anden placeret i skatkammerbeviser udstedt af Den Tyske Forbundsrepublik eller i nulkuonpapirer udstedt af BIS (the Bank for International Settlements). Den 31. december 1996 indeholdt værdipapirbeholdningen ingen af denne slags værdipapirer.

II (4) *Materielle aktiver*: Disse bestod - fratrukket akkumulerede afskrivninger for 4,8 mill.ECU - ved årsskiftet af følgende:

	ECU	
	1996	1995
Specielle installationer	3.632.708	4.717.153
Øvrige udstyr	1.858.180	2.037.679
Computere og software	2.231.547	1.922.277
Andet	92.844	132.446
I alt	7.815.279	8.809.555

"Specielle installationer" dækker over omkostninger til særlige ændringer og forbedringer af standardrekvisitter, inventar og udstyr inden for EMI's lokaliteter i Eurotower-bygningen i Frankfurt am Main købt med henblik på EMI's specifikke operationelle behov.

II (5) *Øvrige aktiver*: Denne post består af en fordring 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 Det Europæiske Fællesskabs privilegier og immuniteter skal sådanne skatter refunderes. Ifølge artikel 21 i EMI-statutten er EMI også omfattet af denne protokol.

2.3 Øvrige passiver

II (1) *Kreditorer og øvrige passiver*: Denne post indeholder overvejende gæld til leverandører, uafregnet indkomstskat (der endnu ikke er overført til EU) samt personalets akkumulerede pensionsbidrag inklusive forrentning heraf. Personalet bidrager til pensionsordningen med en procentdel af deres løn (og EMI bidrager med det dobbelte af dette beløb, jf. afsnit II (2) nedenfor). Personalets bidrag med tilskrivning af renter tilbagebetales ved udløbet af ansættelseskontrakten.

II (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.

II (3) *Øvrige hensættelser*: Disse omfatter midler reserveret til istandsættelse af EMI's lokaliteter ved udløb af lejemålet, udestående kontorleje og serviceomkostninger for 1996, endelig afregning af omkostninger ved etablering af EMI's lokaliteter og omkostninger til produktion af årsberetning og -regnskab for 1996.

II (4) *Bidrag fra EU-centralbankerne*: Disse repræsenterer EU-centralbankernes bidrag i henhold til artikel 16.2 i EMI-statutten. Bidragene fordeler sig som følger:

Centralbank	ECU
Belgien	17.235.643
Danmark	10.464.542
Finland	10.160.382
Frankrig	104.644.800
Grækenland	12.311.159
Holland	26.161.252
Irland	4.924.381
Italien	97.565.912
Luxembourg	923.360
Portugal	11.387.902
Spanien	54.476.907
Storbritannien	94.488.252
Sverige	17.857.642
Tyskland	138.808.404
Østrig	14.162.957
Total	615.573.495

II (5) *Kursreguleringskonto*: Svækkelsen af D-mark over for ECU i 1996 medførte urealiserede kurstab på aktiver denomineret i D-mark. Disse kurstab er delvist blevet modregnet i tidligere kursgevinster, ført på denne konto. Saldoen er blevet modregnet i overskuddet. (Se note 1.6 under "Regnskabsprincipper" og note 3.4 nedenfor).

II (6) *Reserver*: Denne post repræsenterer akkumulerede ikke-udloddede overskud fra tidligere år. Se også note 3.5 nedenfor.

II (7) *Årets overskud*: Se note 3.5 nedenfor.

3 Noter til resultatopgørelsen

3.1 Indtægter

Renteindtægter: Denne post repræsenterer renter for 43,5 mill.ECU fra tidsindskuddene og 1,0 mill.ECU fra overskudslikviditeten (se noterne under "Øvrige aktiver").

3.2 Omkostninger

Personaleomkostninger: Denne post indeholder udgifter til lønninger mv. (15,6 mill.ECU) samt arbejdsgiverbidrag til pensions-, syge- og ulykkesforsikring (2,6 mill.ECU) til EMI's faste medarbejderstab. Lønninger mv. til medarbejdere, herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EU's øvrige institutioner.

Antal fastansatte (pr. 31. december)

	1996	1995
Seniorledere	6	6
Ledere	36	26
Fagekspertes	90	81
Servicepersonale	85	80
I alt	217	193

I 1996 var der i gennemsnit 202 fastansatte sammenlignet med 166 i 1995. I 1996 rekrutteredes 33 og 9 fratrådte.

Øvrige administrationsomkostninger: Denne post dækker over alle øvrige løbende omkostninger såsom husleje, vedligeholdelse af lokaliteter og udstyr, diverse varer, omkostninger til ikke-kapitaliserede specielle installationer, honorarer for ekstern rådgivning, anden service og diverse leveringer samt udgifter i forbindelse med rekruttering, omplacering og indsættelse af personale.

3.3 Ekstraordinære indtægter

Denne post repræsenterer ekstraordinære indtægter hovedsageligt fra tilbageførsel af hensættelser foretaget ved udgangen af 1995 med henblik på forventede udgifter i dette år. Disse hensættelser er der ikke længere behov for.

3.4 Kurstab

Urealiserede kurstab på aktiver denomineret i D-mark, der ikke er dækket af kursreguleringskontoen, er blevet fratrukket overskuddet. Se note II (5) under "Øvrige passiver".

3.5 Fordeling af overskud

I henhold til artikel 17.5 i EMI-statutten overføres et eventuelt overskud i EMI i henhold til følgende rækkefølge:

(a) et beløb, hvis størrelse fastsættes af EMI-rådet, overføres til EMI's almindelige reserver;

(b) resterende overskud fordeles mellem de nationale centralbanker efter den fordelingsnøgle, der er omhandlet i artikel 16.2.¹

Valuta- og renterisiko afdækkes i altovervejende grad, og omkostningerne ved hedging anses for at være betydelige.

¹ På EMI-rådsmødet 4. marts 1997 besluttedes det, at det samlede overskud for 1996 skal overføres til EMI's generelle reserver.

Formanden og Rådet
for Det Europæiske Monetære Institut

Frankfurt am Main

Vi har revideret medfølgende regnskabsopgørelse for Det Europæiske Monetære Institut. Ledelsen for Det Europæiske Monetære Institut er ansvarlig for udfærdigelsen af regnskabsopgørelsen. Det er vort ansvar at fremkomme med en uafhængig vurdering af regnskabsopgørelsen baseret på vores 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. Revisionen indbefatter ligeledes en gennemgang af de væsentligste vurderinger og skøn, der er foretaget i forbindelse med udfærdigelsen af regnskabsopgørelsen, og en vurdering af om de anvendte regnskabsprincipper er tilstrækkeligt belyst og i det hele taget er anvendelige for Det Europæiske Monetære Institut.

Det er vores opfattelse, at den regnskabsopgørelse, som er blevet udfærdiget i henhold til regnskabsprincipperne præsenteret i det første afsnit af noterne til regnskabsopgørelsen for Det Europæiske Monetære Institut, giver et retvisende indtryk af Det Europæiske Monetære Instituts finansielle situation 31. december 1996 og af resultatet af transaktionerne foretaget i det forløbne år.

Frankfurt am Main, 12. februar 1997

C&L TREUARBEIT
DEUTSCHE REVISION
Aktiengesellschaft

(Wagener) (Kern)

Revisor Revisor

Bilag

Ordliste

Afviklingsrisiko: En overordnet betegnelse, der bruges til at beskrive den risiko, hvor en afvikling i et system til overførsel af beløb ikke forløber som forventet. Denne risiko kan vedrøre både kredit- og likviditetsrisiko.

Afviklingsystem: Der er tale om et formelt arrangement, baseret på private kontrakter eller skreven lov, med flere medlemmer, fælles regler og standardiserede arrangementer for overførsel og afvikling af betalinger mellem systemets medlemmer. Se også interbankafviklingssystem.

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

Auktion til fast rente: En auktionsprocedure, hvor renten på forhånd er fastlagt af centralbanken og hvor de deltagende modparter byder på den mængde kredit, de ønsker til den *forudannoncerede rentesats*. Se også auktion til variabel rente.

Auktion til variabel rente: En auktionsprocedure, hvor modparterne byder på både den mængde kredit, de ønsker fra centralbankerne og den rente, til hvilken de ønsker at indgå transaktionen. Se også auktion til fast rente.

Betalingsagent: En institution der administrerer betalingsprocessen (dvs. fastlæggelse af betalingspositioner, overvågning af udvekslingen af betalinger etc.) for betalingssystemer eller andre arrangementer, der kræver afvikling.

Betroede betalingsmidler (penge): Refererer til sedler og mønter. Disse betalingsmidler kaldes for betroede, fordi værdien er baseret på holderens tillid til og tro på udstederen.

Bilateral centralkurs: Den officielle paritet mellem to ERM-medlemsvalutaer (se ERM nedenfor) omkring hvilken, *udsvingsbåndet* er defineret.

Centralt kreditregister: Informationssystem beregnet til at forsyne kreditinstitutter, centralbanker og andre tilsynsmyndigheder med data vedrørende virksomheders og privates gæld til banksystemet.

De central- og østeuropæiske lande (CØE-lande): Fællesskabsterminologi, der anvendes om de central- og østeuropæiske lande, som Det Europæiske Fællesskab har indgået associeringsaftaler med og som Fællesskabet påregner at indlede optagelsesforhandlinger med efter afslutningen af regeringskonferencen. De associerede CØE-lande er for nærværende Bulgarien, Tjekkiet, Estland, Letland, Litauen, Polen, Rumænien, Slovakiet, Slovenien og Ungarn.

Den Europæiske Bankforening (EBA): En interbank organisation oprettet i 1995 med støtte fra de europæiske institutioner. EBA har tre mål: EBA skal fremme brugen af ECU i finansielle og kommercielle transaktioner, administrere og udvikle ECU-clearing- og afviklingssystemet og være et repræsentativt organ og diskussionsforum for alle spørgsmål relateret til brugen af ECU.

Den Europæiske Centralbank (ECB): ECB vil være en selvstændig juridisk person. Den skal drage omsorg for, at de hverv, som påhviler *ESCB*, jf. beskrivelsen af *ESCB* nedenfor, udføres enten i kraft af dens egne aktiviteter i henhold til ECB-statutten eller via de nationale centralbanker.

Den meget kortfristede finansieringsmekanisme: En *EMS*-kreditfacilitet mellem centralbankerne til finansiering af interventioner i *ERM*-valutaer.

Den Monetære Komité: En rådgivende enhed i EU bestående af to repræsentanter fra hvert medlemsland, men udpeget i personlig kapacitet (normalt én fra regeringen og én fra centralbanken) og to repræsentanter fra *Europakommissionen*. Udvalget blev etableret i 1958 i henhold til Romtraktatens artikel 105. Med henblik på at fremme koordineringen af medlemslandenes økonomiske politik opregner traktatens artikel 109c en række områder, hvor Den Monetære Komité bidrager til forberedelsen af *Rådets* arbejde. Når tredje fase indledes vil Den Monetære Komité blive opløst, og *Det Økonomiske og Finansielle Udvalg* vil blive oprettet i stedet.

Det Europæiske Monetære System (EMS): Etableret i 1979 i overensstemmelse med Det Europæiske Råds resolution om etableringen af EMS og relaterede emner 5. december 1978. Aftalen fra 13. marts 1979 mellem medlemslandenes centralbanker fastlægger de operationelle procedurer for EMS. Formålet er at skabe tættere koordination af pengepolitikken mellem medlemslandene med henblik på at skabe en zone med monetær stabilitet i Europa. Hovedkomponenterne i EMS er: *ECU*, valutakurs- og interventionsmekanismen (*ERM*) og flere kreditmekanismer.

Det Europæiske Råd: Sikrer den nødvendige drivkraft i udviklingen af Den Europæiske Union og definerer de generelle politiske retningslinier for Unionen. Det Europæiske Råd samler stats- eller regeringscheferne i medlemslandene og formanden for Europakommissionen. Se også Rådet.

Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB): *ESCB* består af *ECB* og de nationale centralbanker i medlemslandene. *ESCB*'s primære mål vil være at sikre pristabilitet. Dets væsentligste opgaver vil være at fastlægge og gennemføre pengepolitikken i *euro-området*, at besidde og administrere medlemslandenes officielle valutaeserver, at udføre valutatransaktioner, at fremme et hensigtsmæssigt fungerende betalingssystem i euro-området samt bidrage til en velfungerende tilsynsvirksomhed i henhold til de retningslinjer, som fastlægges af de myndigheder, der har ansvaret for tilsynet med kreditinstitutterne og det finansielle systems stabilitet.

ECB: Se Den Europæiske Centralbank.

ECB's direktion: Det beslutningsorgan i *Den Europæiske Centralbank*, som bringer den fælles pengepolitik til udførelse i overensstemmelse med retningslinjer og beslutninger truffet af *ECB's styrelsesråd*, jf. beskrivelsen af *ECB's styrelsesråd* nedenfor. Direktionen udgøres af formanden, næstformanden og yderligere to til fire medlemmer. Direktionsmedlemmeme skal nyde almindeligt værdigt omdømme og være i besiddelse af professionel erfaring i monetære forhold og bankvæsen. De udpeges efter fælles overenskomst mellem medlemslandenes stats- eller regeringschefer efter anbefaling fra *Rådet* og efter høring af *Europaparlamentet* og *ECB's styrelsesråd*.

ECB's generelle råd: Er i tillæg til *ECB's styrelsesråd* og *ECB's direktion*, *ECB's* tredje besluttende organ. Det Generelle Råd udgøres af *ECB's* formand og næstformand samt centralbankcheferne fra de nationale centralbanker. Det Generelle Råd vil udføre de opgaver, som opstår som følge af, at ikke alle EU-lande deltager i euro-området fra starten.

ECB's styrelsesråd: Består af *ECB's direktion* og centralbankcheferne fra de lande, der deltager i *euro-området*. Dette beslutningsorgan fastsætter retningslinjer og tager beslutninger med henblik på at udføre de hverv, som er henlagt til *ESCB* i henhold til *traktaten* og *ESCB*-statutten.

ECU (European Currency Unit): I sin nuværende definition (fastlagt i rådsforordning nr. 3320/94 af 20. december 1994) er ECU en valutakurv sammensat af en fast mængde af valutaerne fra tolv af de femten medlemslande. Traktatens artikel 109g fastslår, at ECU-kurvets sammensætning ikke vil blive ændret før starten af tredje fase. Værdien af ECU beregnes som et vejet gennemsnit af de tolv komponentvalutaer. Som officiel ECU er den blandt andet måleenhed i *ERM* og reservevaluta i centralbankerne. Officielle ECU udstedes af EMI ved tre-måneders swap-operationer imod 20 pct. af dollar- og guldbeholdningerne i centralbankerne. Private ECU er ECU-denominerede finansielle instrumenter (fx bankindsud eller værdipapirer), som er baseret på kontrakter, som regel med reference til den officielle ECU. Den teoretiske værdi af den private ECU er defineret på basis af værdien af de enkelte komponentvalutaer i ECU-kurven. Dog er brugen af den private ECU forskellig fra den officielle ECU, og i praksis kan markedsværdien af den private ECU afvige fra den teoretiske værdi. Erstatningen af den private ECU med euro i forholdet en-til-en vil blive fastlagt i artikel 2 i rådsforordningen om visse bestemmelser relateret til indførslen af euro, som blev godkendt af Det Europæiske Råd på mødet i Dublin 13. og 14. december 1996.

Ekstraordinære operationer (såkaldt "Quick tender"): En auktionsprocedure, som *ESCB* hovedsageligt vil anvende ved finjusteringer, hvor det skønnes hensigtsmæssigt med en hurtig påvirkning af likviditeten i markedet. Denne auktionsprocedure udføres inden for en tidsramme af en time og er forbeholdt et begrænset antal modparter.

Elektronisk pung (småpengekort): Et genopladeligt *forudbetalingskort* uden specifikt anvendelsesområde, der normalt anvendes til mindre detailbetalinger eller andre betalinger i stedet for mønter.

Engrosbetalinger: Betalinger, generelt af meget store beløb, som især udveksles mellem kreditinstitutter eller mellem finansielle markedsdeltagere, og som normalt kræver hurtig og tidsmæssig præcis afregning.

ERM (Exchange Rate Mechanism): Valutakurs- og interventionsmekanismen i *EMS* definerer valutakursen for de deltagende valutaer i form af en central kurs over for *ECU*. Disse centralkurser anvendes til at skabe et gitter af bilaterale valutakurser mellem de deltagende valutaer. Valutakurserne kan fluktuere omkring centralkurserne inden for et fastsat udsvingsbånd. ERM-udsvingsbåndet har været sat til +/- 15 pct. siden 2. august 1993. Tyskland og Holland har indgået en bilateral aftale, hvorefter udsvingsbåndet mellem hollandske gylden og D-mark er fastholdt på +/- 2,25 pct. Tilpasninger af centralkurserne kræver enighed mellem alle deltagerne i ERM.

ERM II: Efterfølgeren til det nuværende valutakurssamarbejde fastlægger en ramme for det penge- og valutakurspolitiske samarbejde mellem euro-området og de øvrige EU-lande fra starten af tredje fase. Medlemskab vil være frivilligt; ikke desto mindre forventes medlemslande med dispensation at tilslutte sig mekanismen. Der blev opnået enighed om de grundlæggende principper og de operationelle træk på Det Europæiske Råds møde i Dublin 13. og 14. december 1996 og de retsakter, der skal danne grundlag for mekanismen (en resolution fra Det Europæiske Råd kombineret med en aftale mellem ECB og de nationale EU-centralbanker uden for euro-området) er for nærværende under udarbejdelse.

ERM-udsvingsbånd: Øvre og nedre grænser inden for hvilke de bilaterale valutakurser kan svinge.

ESCB: Se Det Europæiske System af Centralbanker.

Euro: Navnet på den fælles europæiske valuta som blev vedtaget af Det Europæiske Råd på mødet i Madrid 15.- 16. december 1995. Euro vil blive anvendt i stedet for fællesbetegnelsen 'ECU', der er anvendt i *traktaten* med reference til "European Currency Unit".

Euro-området: Område der dækker de medlemslande, der i overensstemmelse med traktaten har indført euro som fælles valuta, og hvor der vil blive ført en fælles pengepolitik fastlagt af ECB's besluttende organer (*Styrelsesrådet og Direktionen*).

Europakommissionen (Kommissionen): Er en institution under Det Europæiske Fællesskab, som skal sikre, at *traktatens* bestemmelser gennemføres, at der tages initiativer inden for Fællesskabets politikområder, at der fremsættes forslag til Fællesskabets lovgivning og har magtbeføjelser inden for specifikke områder. På det økonomisk-politiske område foreslår Kommissionen generelle retningslinjer for den økonomiske politik i Fællesskabet og rapporterer til *Rådet* om medlemslandenes økonomiske udvikling og politik. Kommissionen overvåger de offentlige finanser og tager initiativ til proceduren omkring uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Kommissionen består af 20 medlemmer herunder 2 fra Frankrig, Italien, Spanien, Storbritannien og Tyskland, samt en fra hvert af de øvrige medlemslande.

Europaparlamentet: Består af 626 repræsentanter for borgerne i medlemslandene. Det er en del af den lovgivende proces, men med forskellige rettigheder afhængig af, hvilken procedure lovgivningen vedtages under. Inden for *ØMU's* område bliver Parlamentet primært konsulteret. *Traktaten* foreskriver dog en række procedurer for *ECB's* demokratiske ansvarlighed over for Parlamentet (præsenterer årsberetning, generel debat om den monetære politik, høringer i de kompetente parlamentskomiteer).

EØS-lande (Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde): EU-medlemslandene og Island, Liechtenstein og Norge.

Fjernadgang til interbankafviklingssystem: En facilitet, hvor et kreditinstitut etableret i et land ("hjemlandet") har direkte adgang til et *interbankafviklingssystem* etableret i et andet land ("værtslandet") og til det formål har en konto i eget navn i centralbanken i værtslandet til afregninger, uden at det nødvendigvis er fysisk til stede. Se også interbankafviklingssystem.

Forudbetalingskort: Et forudbetalingskort kan anvendes ved køb af en række serviceydelser og har potentiale til at kunne anvendes både nationalt og internationalt, men kan undertiden være begrænset til bestemte områder. Er også kendt som *elektronisk pung* eller *småpengekort*.

Interbankafviklingssystem: System til overførsel af betalinger, hvor de fleste (eller alle) medlemmer er kreditinstitutter. Se også afviklingssystem.

Interlinkingmekanismen: Et af elementerne i *TARGET-systemet*. Udtrykket interlinking betegner infrastrukturen og procedurerne, som sammenkobler indenlandske *realtidsbruttoafviklingssystemer* (*RTGS*) med hinanden for at muliggøre grænseoverskridende betalinger inden for TARGET.

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

Intramarginal intervention: Intervention udført af en centralbank til støtte for sin valuta, hvis kurs stadig befinder sig inden for *ERM-udsvingsgrænserne*.

Koncertationsproceduren: Ramme inden for hvilken valutamarkedseksperterne i koncertationsgruppen udveksler information om markedsudviklingen. Proceduren indeholder faste daglige telefonsessioner og regelmæssige møder. Koncertationsgruppen består af deltagere fra hver centralbank i EU, Canada, Japan, Norge, Schweiz og USA.

Kontopenge: Penge der kun eksisterer i kontoform og derfor ikke cirkulerer i form af sedler og mønter.

Korrespondentbankvirksomhed: Arrangement under hvilket et kreditinstitut forsyner et andet med betaling og andre ydelser. Betalinger mellem korrespondentbanker udføres ofte gennem gensidige konti (såkaldte *nostro- og loro-konti*), til hvilke der kan være knyttet stående kreditfaciliteter. Korrespondentbankydelse foregår navnlig på tværs af landegrænser. En *loro-konto* er en korrespondentbanks konto på vegne af en udenlandsk bank. Denne udenlandske bank betragter denne konto som en *nostro-konto*.

Kursjustering: Ændring i *ECU*-centralkursen og i de bilaterale kurser for en eller flere af de valutaer, der deltager i *ERM*.

Nettoafviklingssystem: Et *system til overførsel af beløb*, hvor betalinger afregnes netto på bilateral eller multilateral basis.

Omvendt genkøbsforretning: En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver under en genkøbsaftale eller udfører kreditoperationer imod sikkerhedsstillelse.

Overvågningsgruppen: Gruppe bestående af valutamarkedseksperter fra EU-centralbankerne, der regelmæssigt overvåger aktuelle økonomiske og monetære udviklingstendenser og politikker med henblik på at vurdere funktionen af *EMS*.

Realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS): Et afviklingssystem i hvilket betalingsordrer udføres enkeltvis, som de opstår (uden netting), og som sørger for afvikling i real tid (kontinuert). Se også *TARGET-system*.

Redenominering af værdipapirer: I snæver forstand er et værdipapirs *denominering* den valuta, i hvilken værdipapirets pariværdi er udtrykt (i de fleste tilfælde den pålydende værdi af et værdipapir). Redenominering er en procedure, hvorved et værdipapirs oprindelige denomination i national valuta ændres til *euro* ved hjælp af den uigenkaldeligt fastlagte omregningskurs.

Regelmæssige operationer (såkaldt "Standard tender"): En auktionsprocedure, som *ESCB* vil anvende i sine almindelige markedsoperationer. Den udføres inden for en tidsramme på 24 timer og alle modparter, der opfylder de generelle kriterier for deltagelse er berettigede til at indlevere bud.

Rådet (for Den Europæiske Union): Består af repræsentanter for medlemslandenes regeringer, normalt ministrene, som er ansvarlige for de emner, der drøftes (derfor kaldes det ofte *Ministerrådet*). Når Rådet er sammensat af økonomi- og finansministre kaldes det *ECOFIN-rådet*. I særlige tilfælde, specielt under henvisning til artikel 109j, mødes Rådet i sin sammensætning af stats- eller regeringschefer. Se også *Det Europæiske Råd*.

RTGS: Se Realtidsbruttoafviklingssystem.

Sikkerhed: Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af de kortfristede lån, som banker optager i centralbankerne, såvel som aktiver købt af centralbankerne fra bankerne i forbindelse med genkøbsforretninger.

Statistikpakken: EMI-rådet godkendte i juli 1996 "Statistical requirements for Stage Three of Monetary Union" ("Statistikpakken"). Dette offentligt tilgængelige arbejdsdokument fastlægger i detaljer den statistik, som vil blive krævet af *ECB* ved fastlæggelsen og udførelsen af den fælles pengepolitik. Den dækker primært balancestatistik for monetære finansielle institutter og betalingsbalancestatistik, men også anden finansiell statistik, pris- og omkostningsstatistik, statistik for offentlige finanser og generel økonomisk statistik.

Tabsfordelingsregel (eller tabsfordelingsaftale): En aftale mellem deltagere i et betalings- eller afviklingssystem vedrørende fordelingen af tab, der opstår, når en eller flere af deltagerne 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.

TARGET (Det transeuropæiske automatiske realtids bruttoafviklingssystem for ekspresoverførsler): TARGET-systemet består af et realtids bruttoafviklings- (*RTGS*-) system i hvert af de medlemslande, som deltager i *euro-området* fra starten af tredje fase. De nationale *RTGS*-systemer vil blive forbundet gennem en *interlinking-mekanisme*, så der bliver mulighed for at udføre grænseoverskridende betalinger med samme dags valør i hele euro-området. Under visse betingelser vil *RTGS*-systemer i ikke-deltagende lande også kunne blive forbundet med TARGET-systemet, givet de kan håndtere euro.

Traktaten: Refererer til den traktat, som er grundlaget for Det Europæiske Fællesskab. Traktaten blev underskrevet i Rom 25. marts 1957 og trådte i kraft 1. januar 1958. Ved denne traktat (ofte kaldet Romtraktaten) etableredes *Det Europæiske Økonomiske Fællesskab (EØF)*. Traktaten, som danner grundlag for Den Europæiske Union, blev underskrevet i Maastricht 7. februar 1992 og trådte i kraft 1. november 1993. Denne omtales ofte som Maastricht-traktaten og ændrede "Romtraktaten", som nu betegnes som den traktat, der etablerede *Det Europæiske Fællesskab*.

Valutaswap: En samtidig spot- og terminsforretning af én valuta imod en anden. *ESCB* vil i sine pengepolitiske operationer udføre markedsoperationer i form af valutaswaps, hvor de nationale centralbanker (eller *ECB*) køber (eller sælger) *euro* spot imod en fremmed valuta og samtidig sælger (eller køber) den tilbage på termin. Dette instrument vil også blive anvendt i styringen af *ESCB*'s valutareserver.

Økonomisk og Monetær Union (ØMU): Traktaten beskriver processen hen imod skabelsen af en økonomisk og monetær union i EU i tre faser. *Første fase* af ØMU startede i juli 1990 og sluttede 31. december 1993. Fasen var hovedsageligt karakteriseret ved afvikling af alle barrierer for kapitalens fri bevægelighed inden for EU. *Anden fase* af ØMU begyndte 1. januar 1994. I denne fase blev blandt andet EMI oprettet, forbuddet imod monetær finansiering og privilegeret adgang til finansielle institutter for den offentlige sektor trådte i kraft, og landene skulle tilstræbe at undgå uforholdsmæssigt store budgetunderskud. *Tredje fase* vil starte senest 1. januar 1999 og i henhold til en beslutning i overensstemmelse med artikel 109j(4) med afgivelse af den monetære kompetence til *ESCB* og skabelsen af *euro*.

Kronologisk oversigt over pengepolitiske tiltag i EU i 1996¹

- 2. januar** *Bank of England* åbner et marked for genkøbsforretninger.
- 9. januar** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 8,66 pct.
- 10. januar** *Banque Nationale de Belgique* nedsætter den centrale rente og den almindelige "end of day"-rente med 0,05 procentpoint til henholdsvis 3,7 pct. og 4,95 pct.
Deutsche Bundesbank tillader et fald i genkøbsrenten på 0,02 procentpoint til 3,73 pct.
Suomen Pankki annoncerer en nedsættelse af basisrenten med 0,25 procentpoint til 4,5 pct. med effekt fra 1. februar 1996.
- 11. januar** *Danmarks Nationalbank* nedsætter renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,1 procentpoint til 4,5 pct.
- 12. januar** *Banco de España* nedsætter den officielle 10-dages genkøbsrente med 0,25 procentpoint til 8,75 pct.
Renten på genkøbsforretninger fra *Banco de Portugal* falder med 0,009 procentpoint til 8,491 pct.
- 16. januar** Renten på genkøbsforretninger fra *Banco de Portugal* falder med 0,166 procentpoint til 8,325 pct.
- 17. januar** *Banque Nationale de Belgique* nedsætter den centrale rente og den almindelige "end of day"-rente med 0,05 procentpoint til henholdsvis 3,65 pct. og 4,9 pct.
Deutsche Bundesbank tillader et fald i genkøbsrenten på 0,08 procentpoint til 3,65 pct.
- 18. januar** *Banque de France* nedsætter interventionsrenten og 5-10-dages renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til henholdsvis 4,2 pct. og 5,6 pct.
De Nederlandsche Bank nedsætter renten på specielle udlån med 0,1 procentpoint til 3,3 pct.
Bank of England nedsætter bankernes laveste udlånsrente med 0,25 procentpoint til 6,25 pct.
- 22. januar** *Oesterreichische Nationalbank* begynder at tilbyde ugentlige genkøbsforretninger. Den første genkøbsrente fastsættes til 3,65 pct.
Renten på genkøbsforretninger fra *Banco de Portugal* falder med 0,075 procentpoint til 8,25 pct.
- 24. januar** *Banque Nationale de Belgique* nedsætter den centrale rente og den almindelige "end of day"-rente med 0,1 procentpoint til henholdsvis 3,55 pct. og 4,8 pct.

¹ Dato for annoncering af de pengepolitiske tiltag (når disse ikke er effektive den samme dag eller den følgende arbejdsdag, vil det være oplyst).

- Danmarks Nationalbank* nedsætter diskontoen med 0,25 procentpoint til 4,0 pct. og renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,15 procentpoint til 4,35 pct.
- Deutsche Bundesbank* tillader et fald i genkøbsrenten på 0,1 procentpoint til 3,55 pct.
- De Nederlandsche Bank* nedsætter renten på specielle udlån med 0,1 procentpoint til 3,2 pct.
- 26. januar** *Oesterreichische Nationalbank* nedsætter GOMEX-renten med 0,1 procentpoint til 3,65 pct.
- 29. januar** *Oesterreichische Nationalbank* nedsætter genkøbsrenten med 0,1 procentpoint til 3,55 pct.
- 30. januar** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,21 procentpoint til 8,45 pct.
- 31. januar** *Banque Nationale de Belgique* nedsætter den centrale rente og den almindelige "end of day"-rente med 0,15 procentpoint til henholdsvis 3,4 pct. og 4,65 pct.
- Deutsche Bundesbank* tillader et fald i genkøbsrenten på 0,15 procentpoint til 3,4 pct.
- Den græske regering* nedsætter renten på 3-måneders statsgældsbeviser med 0,2 procentpoint til 12,9 pct., renten på 6-måneders statsgældsbeviser med 0,4 procentpoint til 13,1 pct. og renten på 12-måneders statsgældsbeviser med 0,4 procentpoint til 13,8 pct.
- 1. februar** *Banque Nationale de Belgique* nedsætter den centrale rente og den almindelige "end of day"-rente med 0,1 procentpoint til henholdsvis 3,3 pct. og 4,55 pct.
- Deutsche Bundesbank* annoncerer, at de næste to genkøbsforretninger vil blive tildelt til en fast rente på 3,3 pct. (det muliggør et fald på 0,1 procentpoint).
- Banque de France* nedsætter interventionsrenten med 0,15 procentpoint til 4,05 pct.
- 2. februar** *De Nederlandsche Bank* nedsætter renten på specielle udlån med 0,2 procentpoint til 3,0 pct.
- Oesterreichische Nationalbank* nedsætter GOMEX-renten med 0,15 procentpoint til 3,5 pct.
- 5. februar** *Oesterreichische Nationalbank* nedsætter genkøbsrenten med 0,25 procentpoint til 3,3 pct.
- Renten på genkøbsforretninger fra *Banco de Portugal* stiger med 0,009 procentpoint til 8,259 pct.
- 8. februar** *Danmarks Nationalbank* nedsætter renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,1 procentpoint til 4,25 pct.

- 9. februar** *Banque de France* nedsætter interventionsrenten med 0,15 procentpoint til 3,9 pct.
- 12. februar** Renten på genkøbsforretninger fra *Banco de Portugal* falder med 0,134 procentpoint til 8,125 pct.
- 13. februar** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,15 procentpoint til 8,3 pct.
- 19. februar** Renten på genkøbsforretninger fra *Banco de Portugal* falder med 0,125 procentpoint til 8,0 pct.
- 22. februar** *Sveriges Riksbank* annoncerer en nedsættelse af udlåns- og indskudsrenten på 0,5 procentpoint til henholdsvis 9,0 pct. og 7,5 pct. med effekt fra 28. februar 1996. Endvidere nedsættes renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 8,05 pct.
- 29. februar** *Den græske regering* nedsætter renten med 0,4 procentpoint på 3-, 6- og 12-måneders statsgældsbeviser til henholdsvis 12,5 pct., 12,7 pct. og 13,4 pct.
- 5. marts** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 7,85 pct.
- 7. marts** *Danmarks Nationalbank* nedsætter renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,15 procentpoint til 4,1 pct. og diskontoen med 0,25 procentpoint til 3,75 pct.
Banque de France nedsætter interventionsrenten og 5-10-dages renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til henholdsvis 3,8 pct. og 5,5 pct.
- 8. marts** *Bank of England* nedsætter bankernes laveste udlånsrente med 0,25 procentpoint til 6,0 pct.
- 12. marts** *Banco de Portugal* nedsætter renten for opsugning af likviditet og dag-til-dag-renten med 0,25 procentpoint til henholdsvis 7,5 pct. og 10,25 pct. Samtidig falder renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til 7,9 pct.
- 13. marts** *Banco de España* nedsætter den officielle 10-dages genkøbsrente med 0,5 procentpoint til 8,25 pct.
Suomen Pankki nedsætter udbudsrenten med 0,5 procentpoint til 3,75 pct.
- 19. marts** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 7,6 pct.
- 21. marts** *Danmarks Nationalbank* nedsætter renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,1 procentpoint til 4,0 pct.
Sveriges Riksbank annoncerer en nedsættelse af udlåns- og indskudsrenten på 0,75 procentpoint til henholdsvis 8,25 pct. og 6,75 pct. med effekt fra 27. marts 1996.

- 26. marts** Renten på genkøbsforretninger fra *Banco de Portugal* falder med 0,1 procentpoint til 7,8 pct.
Sveriges Riksbank nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 7,4 pct.
- 28. marts** *Bank of Greece* annoncerer, at fra maj 1996 vil bankerne have tilladelse til at opfylde en andel (10 pct.) af deres minimumsreservekrav, som et gennemsnit over deponeringsperioden i stedet for som hidtil på daglig basis.
De Nederlandsche Bank nedsætter renten på udlån med 0,25 procentpoint til 2,5 pct. og renten på specielle udlån med 0,1 procentpoint til 2,9 pct.
- 1. april** *Danmarks Nationalbank* nedsætter renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,1 procentpoint til 3,9 pct.
Den græske regering nedsætter renten med 0,1 procentpoint på 3-, 6- og 12-måneders statsgældsbeviser til henholdsvis 12,4 pct., 12,6 pct. og 13,3 pct.
- 3. april** *Banco de España* nedsætter den officielle 10-dages genkøbsrente med 0,5 procentpoint til 7,75 pct.
- 9. april** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 7,15 pct.
- 11. april** *Banque de France* nedsætter interventionsrenten med 0,1 procentpoint til 3,7 pct.
- 12. april** *De Nederlandsche Bank* nedsætter renten på specielle udlån med 0,1 procentpoint til 2,8 pct.
Banco de Portugal nedsætter renten for opsugning af likviditet med 0,3 procentpoint til 7,2 pct. og dag-til-dag-renten med 0,75 procentpoint til 9,5 pct. Samtidig nedsættes renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 7,6 pct.
- 18. april** *Banque Nationale de Belgique* nedsætter diskontoen med 0,5 procentpoint til 2,5 pct. og nødudlånsrenten med 1 procentpoint til 6,0 pct.
Danmarks Nationalbank nedsætter renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,1 procentpoint til 3,8 pct. og diskontoen med 0,5 procentpoint til 3,25 pct.
Deutsche Bundesbank annoncerer en nedsættelse af diskontoen og lombardrenten med 0,5 procentpoint til henholdsvis 2,5 pct. og 4,5 pct.
De Nederlandsche Bank nedsætter renten på udlån med 0,5 procentpoint til 2,0 pct. og renten på specielle udlån med 0,1 procentpoint til 2,7 pct.
- 19. april** *Bank of Greece* nedsætter diskontoen og lombardrenten med 0,5 procentpoint til henholdsvis 17,5 pct. og 21,0 pct.
Central Bank of Ireland nedsætter renten på den kortfristede udlånsfacilitet med 0,25 procentpoint til 6,25 pct.
Oesterreichische Nationalbank nedsætter diskontoen og lombardrenten med 0,5 procentpoint til henholdsvis 2,5 pct. og 4,75 pct.

- Banco de Portugal* nedsætter renten for opsugning af likviditet med 0,4 procentpoint til 6,8 pct. og dag-til-dag-renten med 0,5 procentpoint til 9,0 pct. Samtidig nedsættes renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til 7,5 pct.
- 22. april** *Oesterreichische Nationalbank* nedsætter genkøbsrenten med 0,1 procentpoint til 3,2 pct.
- 23. april** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 6,9 pct.
- 25. april** *Banque de France* nedsætter 5-10-dages renten på genkøbsforretninger med 0,6 procentpoint til 4,9 pct.
Sveriges Riksbank annoncerer en nedsættelse af udlåns- og indskudsrenten med 0,75 procentpoint til henholdsvis 7,5 pct. og 6,0 pct. med effekt fra 2. maj 1996.
- 3. maj** Adgang til *Banco de Portugals* dag-til-dag-facilitet er ikke længere underlagt kvoter i forhold til hvert enkelt pengeinstituts andel af reservekravene. Samtidig vil genkøbsforretninger fremover blive annonceret på den sidste dag for den tidligere deponeringsperiode i stedet for den første dag for den nye deponeringsperiode.
- 6. maj** *De Nederlandsche Bank* nedsætter renten på specielle udlån med 0,1 procentpoint til 2,6 pct.
- 7. maj** *Banco de España* nedsætter den officielle 10-dages genkøbsrente med 0,25 procentpoint til 7,5 pct.
Sveriges Riksbank nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 6,7 pct.
- 14. maj** *Banque Nationale de Belgique* nedsætter den centrale rente og den almindelige "end-of-day"-rente med 0,1 procentpoint til henholdsvis 3,2 pct. og 4,45 pct.
- 21. maj** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 6,5 pct.
- 31. maj** *Den græske regering* nedsætter renten med 0,2 procentpoint på 3-, 6- og 12-måneders statsgældsbevis til henholdsvis 12,2 pct., 12,4 pct. og 13,0 pct.
- 4. juni** *Bank of Greece* annoncerer en stigning i minimumsreservekravene for pengeinstitutter fra 11 pct. til 12 pct. og en udvidelse af basis for minimumsreservekravene fra og med balancerne ultimo juni 1996. Den basis af passiver, som anvendes til udregning af minimumsreservekravene, er udvidet til også at omfatte bankernes nettopassiver over for valutaudlændinge med en løbetid på over 2 år. Endvidere er der for første gang blevet pålagt realkreditinstitutter obligatoriske reservekrav på 4 pct.

- Banco de España* nedsætter den officielle 10-dages genkøbsrente med 0,25 procentpoint til 7,25 pct.
Sveriges Riksbank nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 6,3 pct.
- 6. juni** *Danmarks Nationalbank* nedsætter renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,1 procentpoint til 3,7 pct.
Banque de France nedsætter interventionsrenten med 0,1 procentpoint til 3,6 pct.
Bank of England nedsætter bankernes laveste udlånsrente med 0,25 procentpoint til 5,75 pct.
- 14. juni** *Suomen Pankki* nedsætter udbudsrenten med 0,15 procentpoint til 3,6 pct.
- 18. juni** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 6,1 pct.
- 20. juni** *Sveriges Riksbank* annoncerer en nedsættelse af udlåns- og indskudsrenten med 0,75 procentpoint til henholdsvis 6,75 pct. og 5,25 pct. med effekt fra 26. juni 1996.
- 2. juli** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 5,9 pct. Løbetiden på genkøbsforretninger er reduceret fra 2 uger til 1 uge.
- 4. juli** *Banque de France* nedsætter interventionsrenten med 0,05 procentpoint til 3,55 pct.
- 5. juli** *Suomen Pankki* nedsætter udbudsrenten med 0,1 procentpoint til 3,5 pct.
- 12. juli** *De Nederlandsche Bank* hæver renten på specielle udlån med 0,1 procentpoint til 2,7 pct.
- 16. juli** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til 5,7 pct.
- 23. juli** *Banca d'Italia* nedsætter diskontoen og lombardrenten med 0,75 procentpoint til henholdsvis 8,25 pct. og 9,75 pct.
- 30. juli** *Den græske regering* nedsætter renten med 0,2 procentpoint på 3-, 6- og 12-måneders statsgældsbeviser til henholdsvis 12,0 pct., 12,2 pct. og 12,8 pct.
Sveriges Riksbank nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,15 procentpoint til 5,55 pct.
- 1. august** *Banque de France* nedsætter 5-10-dages renten på genkøbsforretninger med 0,15 procentpoint til 4,75 pct.
- 13. august** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,15 procentpoint til 5,4 pct.

- 15. august** *Sveriges Riksbank* nedsætter udlåns- og indskudsrenten med 0,5 procentpoint til henholdsvis 6,25 pct. og 4,75 pct. med effekt fra 21. august 1996.
- 22. august** *Banque Nationale de Belgique* nedsætter den centrale rente og den almindelige "end-of-day"-rente med 0,2 procentpoint til henholdsvis 3,0 pct. og 4,25 pct.
Deutsche Bundesbank annoncerer, at de næste to genkøbsforretninger vil blive tildelt til en fast rente på 3,0 pct. (det muliggør et fald på 0,3 procentpoint).
Banque de France nedsætter interventionsrenten med 0,2 procentpoint til 3,35 pct.
De Nederlandsche Bank nedsætter renten på specielle udlån med 0,2 procentpoint til 2,5 pct.
Oesterreichische Nationalbank annoncerer en nedsættelse af genkøbsrenten med 0,2 procentpoint til 3,0 pct. og GOMEX-renten med 0,1 procentpoint til 3,4 pct. med effekt fra 2. september 1996.
- 23. august** *Danmarks Nationalbank* nedsætter renten på 14-dages indskudsbeviser med 0,2 procentpoint til 3,5 pct.
Banco de Portugal nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 7,25 pct.
Suomen Pankki nedsætter udbudsrenten med 0,25 procentpoint til 3,25 pct.
- 27. august** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,15 procentpoint til 5,25 pct.
- 2. september** *Den græske regering* nedsætter renten med 0,1 procentpoint på 3-, 6- og 12-måneders statsgældsbeviser til henholdsvis 11,9 pct., 12,1 pct. og 12,7 pct.
- 10. september** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til 5,15 pct.
- 16. september** *Suomen Pankki* nedsætter basisrenten med 0,5 procentpoint til 4,0 pct.
- 18. september** *Suomen Pankki* nedsætter udbudsrenten med 0,15 procentpoint til 3,1 pct.
- 19. september** *Banque de France* nedsætter interventionsrenten med 0,1 procentpoint til 3,25 pct.
- 24. september** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til 5,05 pct.
- 3. oktober** *Banco de España* nedsætter den officielle 10-dages genkøbsrente med 0,5 procentpoint til 6,75 pct.
Banco de Portugal nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,15 pct. til 7,1 pct.
- 8. oktober** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til 4,95 pct.

- 9. oktober** *Suomen Pankki* nedsætter udbudsrenten med 0,1 procentpoint til 3,0 pct.
- 12. oktober** Ministrene og centralbankcheferne i *EU-landene* beslutter, efter en beslutning fra den finske regering om at tilslutte sig valutakursmekanismen i EMS, ved fælles procedure, der omfatter Europakommissionen og EMI, og efter konsultation af Den Monetære Komité, vilkårene for den finske marks deltagelse i ERM fra 14. oktober 1996. I den forbindelse meddeler de finske myndigheder, at de agter at fortsætte deres succesrige politik med henblik på konvergens i forhold til de mest stabile EU-økonomier.
- 18. oktober** *Banca d'Italia* hæver den del af bankernes minimumsreservekrav, som kan mobiliseres i pengemarkedet fra 10 pct. til 12,5 pct. af totalkravet med effekt fra 21. oktober 1996.
- 21. oktober** *Banco de Portugal* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til 7,0 pct.
- 22. oktober** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til 4,85 pct.
- 23. oktober** *Banca d'Italia* nedsætter diskontoen og lombardrenten med 0,75 procentpoint til henholdsvis 7,5 pct. og 9 pct.
- 24. oktober** *Sveriges Riksbank* annoncerer nedsættelse af udlåns- og indskudsrenten med 0,5 procentpoint til henholdsvis 5,75 pct. og 4,25 pct. med effekt fra 30. oktober 1996. Banken annoncerer også en nedsættelse af renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 4,6 pct. med effekt fra 30. oktober 1996.
- 30. oktober** *Bank of England* hæver bankernes laveste udlånsrente med 0,25 procentpoint til 6 pct.
- 31. oktober** *Den græske regering* nedsætter renten med 0,4 procentpoint på 3-, 6- og 12-måneders statsgældsbeviser til henholdsvis 11,5 pct., 11,7 pct. og 12,3 pct.
Banque de France nedsætter interventionsrenten med 0,05 procentpoint til 3,2 pct. med effekt fra 5. november.
- 18. november** *Banco de Portugal* nedsætter renten for opsugning af likviditet med 0,4 procentpoint til 6,4 pct. og dag-til-dag-renten med 0,5 procentpoint til 8,5 pct. Samtidig nedsættes renten på genkøbsforretninger med 0,1 procentpoint til 6,9 pct.

- 25. november** Ministrene og centralbankcheferne i **EU-landene** beslutter, efter en beslutning fra den italienske regering om at genoptage interventionsforpligtelsen i EMS, ved fælles procedure, der omfatter Europakommissionen og EMI, og efter konsultation af Den Monetære Komité, vilkårene for genoptagelse af den italienske lires interventionsforpligtelse i EMS, efter at den italienske regering har besluttet fra 25. november 1996 at genoptage interventionsforpligtelsen, som blev suspenderet 17. september 1992. I den forbindelse forpligter de italienske myndigheder sig til at intensivere deres bestræbelser på at færdiggøre tilpasningen af den italienske økonomi.
- 26. november** *Sveriges Riksbank* nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 4,35 pct.
- 2. december** *Den græske regering* nedsætter renten på 12-måneders statsgældsbeviser med 0,8 procentpoint til 11,5 pct.
- 5. december** *Deutsche Bundesbank* annoncerer, at banken vil undtage alle passiver over for såvel den indenlandske ikke-banksektor som udenlandske banker vedrørende genkøbsforretninger med løbetider på op til 1 år for reservekrav. Dette har effekt fra januar 1997.
Sveriges Riksbank annoncerer en nedsættelse af udlåns- og indskudsrenten på 0,5 procentpoint til henholdsvis 5,25 pct. og 3,75 pct. med effekt fra 11. december 1996.
- 13. december** *Banco de España* nedsætter den officielle 10-dages genkøbsrente med 0,5 procentpoint til 6,25 pct.
- 17. december** *Banque de France* nedsætter interventionsrenten med 0,05 procentpoint til 3,15 pct. (med effekt fra 20. december) og 5-10-dages renten på genkøbsforretninger med 0,15 procentpoint til 4,6 pct.
Sveriges Riksbank nedsætter renten på genkøbsforretninger med 0,25 procentpoint til 4,1 pct.
- 18. december** *Bank of Greece* nedsætter diskontoen med 1 procentpoint til 16,5 pct.
Oesterreichische Nationalbank annoncerer, at banken vil undtage alle indskud fra den indenlandske ikke-banksektor vedrørende genkøbsforretninger for reservekrav. Dette har effekt fra januar 1997.
- 19. december** *Deutsche Bundesbank* fastsætter målet for M3-væksten i 1997 og 1998 til omkring 5 pct. og målrammen til 3,5-6,5 pct., sammenlignet med målrammen for 1997 på 4-7 pct.
Banco de Portugal nedsætter dag-til-dag-renten, renten for opsugning af likviditet og renten på genkøbsforretninger med 0,2 procentpoint til henholdsvis 8,3 pct., 6,2 pct. og 6,7 pct.

EMI's øvrige publikationer¹

"Role and functions of The European Monetary Institute", februar 1996.

"Payment systems in the European Union" ("Blue Book"), april 1996.

"The statistical requirements for Monetary Union", juli 1996.

"First progress report on the TARGET project", august 1996.

"Progress towards convergence 1996", november 1996.

"The single monetary policy in Stage Three - Specification of the operational framework", januar 1997.

"Payment systems in the European Union - Addendum incorporating 1995 figures" ("Blue Book" addendum), januar 1997.

"EU securities settlement systems - Issues related to Stage Three of EMU", februar 1997.

"The single monetary policy in Stage Three - Elements of the monetary policy strategy of the ESCB", februar 1997.

"Developments in EU payment systems in 1996", der ventes offentliggjort i april 1997.²

"Recent developments in the use of the private ECU: statistical survey", der ventes offentliggjort i april 1997.³

¹ Siden begyndelsen af 1996.

² En rapport om udviklingen i 1995 blev offentliggjort i marts 1996.

³ Den første version af denne årlige gennemgang blev offentliggjort i februar 1991.