

**KOMITEEN AF DIREKTIONSFORMÆND FOR CENTRALBANKERNE
I DET EUROPÆISKE FÆLLESSKABS
MEDLEMSSTATER**

**ÅRSBERETNING
1992**

APRIL 1993

ISSN 1021-3368 (PRINT), ISBN 92-9166-206-2 (ONLINE)

ISSN 1021-3368

CENTRALBANKCHEFKOMITEENS MEDLEMMER

A. Verplaetse	Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique
E. Hoffmeyer	Danmarks Nationalbank
H. Schlesinger	Deutsche Bundesbank
E. Christodoulou	Bank of Greece
L. Rojo *	Banco de España
J. de Larosière	Banque de France
M. Doyle	Central Bank of Ireland
C. Ciampi	Banca d'Italia
P. Jaans	Institut Monétaire Luxembourgeois
W. Duisenberg	De Nederlandsche Bank
M. Beleza **	Banco de Portugal
R. Leigh-Pemberton	Bank of England

Et medlem af EF-Kommissionen indbydes som regel til at deltage som observatør i Centralbankchefkomiteens møder.

* Efterfulgte M. Rubio med virkning fra den 18. juli 1992.

** Efterfulgte J. Tavares Moreira med virkning fra den 4. maj 1992.

INDHOLDSFORTEGNELSE

INDLEDNING OG VURDERING	1
1. Pengepolitik med spændinger på valutamarkedet som baggrund	1
2. Målsætningerne for pengepolitikken i 1993	5
3. Forberedende arbejde for overgangen til anden og tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union	6
I. DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG IMPLEMENTERING AF PENGEPOLITIKKEN	9
1. Den økonomiske baggrund for pengepolitikken.....	9
2. Den monetære udvikling og valutakursudviklingen	16
3. Økonomiske udsigter og spørgsmål for pengepolitikken.....	29
4. Udviklingen på markedet for den private ECU	32
II. PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG PENGEPOLITISK STYRING I MEDLEMSLANDENE	37
1. Hovedinstrumenter	37
2. Hovedprocedurer	40
3. Signalering af pengepolitiske hensigter.....	41
III. INSTITUTIONELLE RAMMER FOR MEDLEMSLANDENES CENTRALBANKER	43
1. Statutter og uafhængighed.....	43
2. Centralbankernes mål og opgaver	46
3. Udførelsen af penge- og valutakurspolitik	46
4. Udnævnelsesprocedurer for centralbankchefer	48
5. Fremtidige ændringer i centralbanklovgivningen	48
IV. CENTRALBANKCHEFKOMITEENS AKTIVITETER OG FOR- BEREDELSE AF OVERGANGEN TIL ØMU	49
1. Centralbankchefkomiteens aktiviteter.....	49
2. Forberedelse af overgangen til anden og tredje fase af ØMU.....	56
ANNEKS I: ÆNDRINGER I PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG PROCEDURER SIDEN BEGYNDELSEN AF FØRSTE FASE	67
ANNEKS II: FÆLLESSKABETS CENTRALBANKERS INSTITU- TIONELLE STATUS	71
FORKORTELSER OG SYMBOLER	90

Oversigt over tabeller, figurer og bokse

(Forkortelser og symboler anvendt i tabeller og figurer er anført på side 90)

Tabeller

(a) Teksttabeller

1. Økonomiske og finansielle indikatorer for Fællesskabet	2
2. Produktionsgab og cykliske forskelle	11
3. Monetære aggregater: Målsætning og resultat	18
4. Indikatorer for kumulative ændringer i konkurrenceevne	27
5. Finansielle markeder for ECU	33
6. Pengepolitiske instrumenter og procedurer	38
7. Institutionelle rammer for medlemslandenes centralbanker	44
8. Centralbankfinansiering af offentlig sektor	59

(b) Referencetabeller

R1. BNP i faste priser	34
R2. Arbejdsløshedsprocenter	34
R3. Forbrugerpriser	34
R4. Lønomkostninger pr. beskæftiget	35
R5. Den offentlige sektors balance	35
R6. Betalingsbalancens løbende poster	35
R7. Monetære aggregater i bred forstand	35

Figurer

1. Realvækst og inflation i Fællesskabet	3
2. Kursen på US-dollar og japanske yen over for D-mark	10
3. Den offentlige sektors budgetmæssige stilling 1992	16
4. Korte rentesatser	19
5. Lange rentesatser	19
6. Officielle eller centrale rentesatser	21
7. Valutakurser over for D-mark	24
8. Organisationsdiagram for Centralbankchefkomiteen	55

Bokse

1. Den private sektors gældsætning i EF-landene	12
2. Inflationsudviklingen på sektorniveau	14
3. Indlån over landegrænserne	51

* * *

INDLEDNING OG VURDERING

Dette er Centralbankchefkomiteens anden årsberetning, som beskriver Komiteens aktiviteter samt de monetære og finansielle forhold i Fællesskabet i 1992. Årsberetningen er udarbejdet i overensstemmelse med Komiteens mandat som angivet i den ændrede Rådsbeslutning af 12. marts 1990.

Det seneste år har været et af de mest udfordrende for samarbejdet mellem centralbankerne i EF's medlemsstater. Udviklingen på penge- og kapitalmarkederne, især i forbindelse med turbulensen på valutamarkederne i andet halvår 1992, har domineret arbejdet og drøftelserne i Komiteen. Samtidig har Komiteen efter underskrivelsen i februar sidste år af Traktaten om Den Europæiske Union i Maastricht taget de første skridt med henblik på at fastlægge betingelserne for implementeringen af Traktaten på det monetære område. Dette arbejde har især vedrørt forberedelse af etableringen af Det Europæiske Monetære Institut (EMI), som vil overtage opgaverne fra Centralbankchefkomiteen, når denne opløses ved udgangen af 1993.

1. PENGEPOLITIK MED SPÆNDINGER PÅ VALUTAMARKEDET SOM BAGGRUND

Som understreget i årsberetningen fra sidste år konkluderede Centralbankchefkomiteen i forbindelse med den årlige fremadrettede vurdering af intentionerne for pengepolitikken i 1992, at de nationale myndigheders planlagte pengepolitik sigtede mod en yderligere reduktion af inflationen i Fællesskabet. Selvom den gennemsnitlige forbrugerprisstigning i Fællesskabet faldt fra 5,1% i 1991 til 4,3% i 1992, ville man normalt have forventet en mere markant reduktion givet gunstige ydre påvirkninger og den fortsat svage aktivitetsudvikling i Fællesskabet (se tabel 1 og figur 1). Produktionen i Fællesskabet under ét steg kun 1,1% i 1992, hvilket delvis afspejlede den uventede forlængelse af afmatningen i resten af verden, men også den svage indenlandske efterspørgsel i de fleste af Fællesskabets lande.

På tidspunktet for den årlige vurdering af intentionerne for den nationale politik noterede Komiteen en række potentielle risici, hvoraf nogle efterfølgende hurtigt realiseredes, herunder især at forhåbningerne om en tidlig opgang i den økonomiske aktivitet fortønde sig, at planerne om budgetmæssig konsolidering ofte viste sig svære at realisere, og at løn- og omkostningerne i nogle lande fortsatte med at stige i et forholdsvis hurtigt tempo. Endvidere gjorde den accelererende vækst i pengemængden og det vedvarende indenlandske pres på prisniveauet det nødvendigt at stramme pengepolitikken i Tyskland ved udgangen af 1991.

I den første del af 1992 øgedes pengemængdevæksten i Fællesskabet, og de monetære aggregater afveg fra deres målsætning i en række af landene. Mens renteforskellene forblev små, var der en tendens til, at niveauet for de korte renter bevægede sig opad.

TABEL 1: ØKONOMISKE OG FINANSIELLE INDIKATORER FOR FÆLLESSKABET

	1987-89 gennemsnit	1990	1991	1992 (a)
	procentvis ændring i forhold til året før			
BNP i faste priser (b)	3,5	2,8	1,2	1,1
Forbrugerpriser (c)	4,1	5,7	5,1	4,3
Lønoms-kostninger pr. beskæftiget (b)	6,1	7,6	7,1	5,7
	procent af BNP i løbende priser			
Betalingsbalancens løbende poster	0,4	-0,3	-0,9	-1,0
Den offentlige sektors balance	-3,6	-4,2	-4,7	-5,3
	procent			
Kort rente (b) (d)	9,6	11,8	11,0	11,2
Lang rente (b) (e)	9,4	11,2	10,3	9,9

Kilde: Nationale data, BIS.

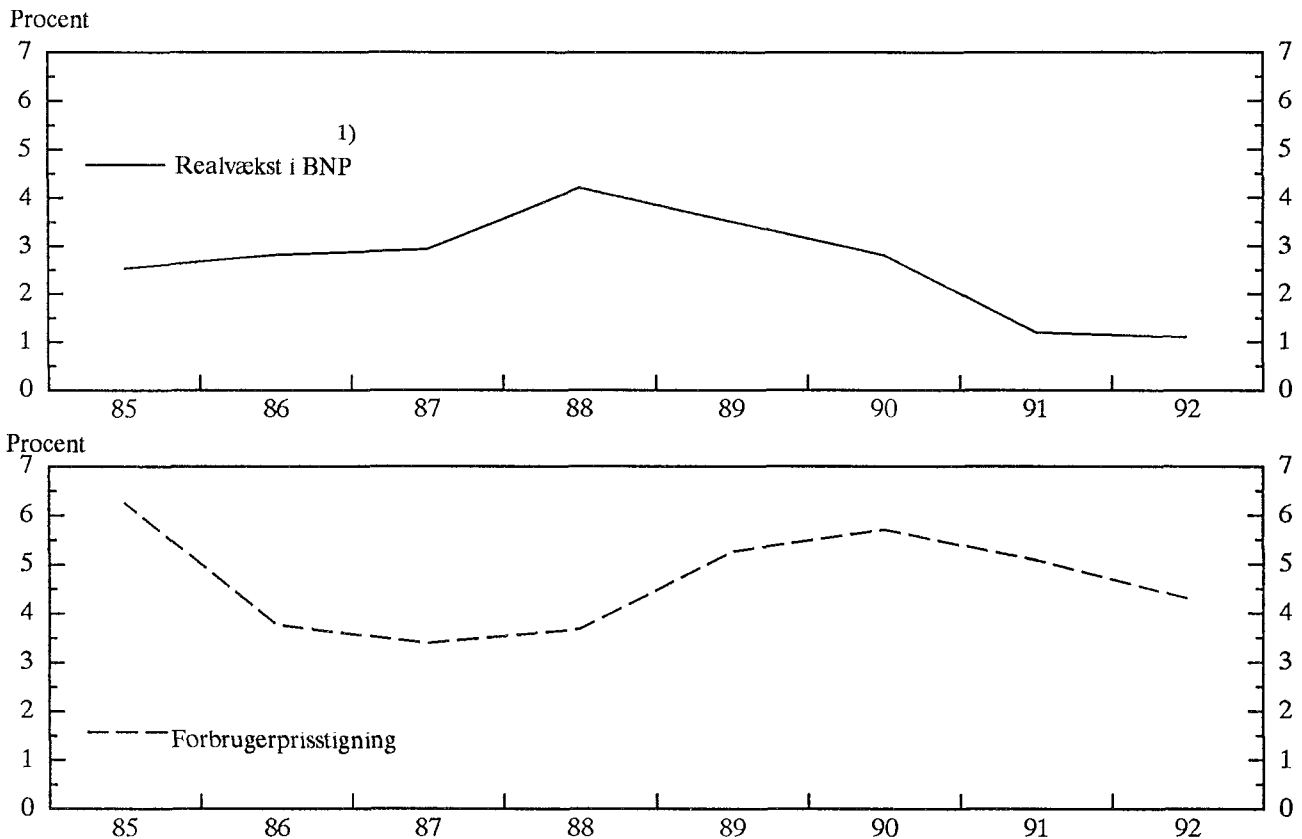
(a) Skøn. (b) Beregnet på basis af 1989 BNP-vægte udtrykt i 1989 PPP-valutakurser. (c) Beregnet på basis af 1989 forbrugsvægte udtrykt i 1989 PPP-valutakurser. (d) 3-måneders indenlandsk pengemarkedsrente. (e) Rente på statsobligationer eller offentlig sektors obligationer.

Med den fortsat svage økonomiske aktivitet steg bekymringen for, om den pengepolitiske strammingsgrad var passende i lande, som havde opnået markante fremskridt med hensyn til at begrænse inflationen, og hvor arbejdsløsheden steg hurtigt.

Et vendepunkt blev nået i begyndelsen af juni 1992, da den snævre danske for-kastelse af Maastricht-traktaten udløste stigende uro på valutamarkedene i Fællesskabet. Forholdene på pengemarkedet blev hurtigt mere uensartede. I Tyskland forblev pengepolitikken stram, og markedsrenterne formindskedes først fra midten af september i forbindelse med ju-steringen af den italienske lire. Med henblik på at opretholde den tætte valutakursbinding til D-marken afspejlede ændringerne i Belgien og Holland i centralbankernes pengemarkedsren-ter bevægelserne i de tyske rentesatser. Alle andre lande i fastkurssamarbejdet (ERM) var i løbet af andel halvdel af året konfronteret med et - til tider alvorligt - pres på deres valutaer. Med henblik på at imødegå valutakursspændingerne hævdede landene i varierende omfang og på forskellige tidspunkter de officielle rentesatser.

Resultatet af den danske folkeafstemning i juni var kun en katalysator for de følgende begivenheder, som kulminerede i september 1992 med den mest alvorlige krise for det Europæiske Monetære System (EMS) siden systemets begyndelse. Inden for kort tid gen-nemførtes to valutakursjusteringer og suspension for to valutaer fra fastkurssamarbejdet. De foregående års bemærkelsesværdige stabilitet i valutakursforventningerne forsvandt inden for en kort periode og blev fulgt af omfattende valutamarkedsspekulationer. I første omgang blev valutaer, som forekom sårbare i lyset af den indenlandske økonomiske situation, udsat for et stærkt pres. Da spændingerne imidlertid spredte sig til andre valutaer, begyndte situationen på valutamarkedet at vise tegn på et rent spekulativt betonet pres, hvor kortsigtede uberettigede valutakursforventninger virkede selvforstærkende.

FIGUR 1: REALVÆKST OG INFLATION I FÆLLESSKABET



1) Skøn for realvækst i BNP i 1992

Der er ingen tvivl om, at den stigende turbulens på valutamarkedet efter den danske afstemning blev forstærket af en række sammenfaldende begivenheder, herunder at dollaren faldt betydeligt i forhold til europæiske valutaer, at uroen voksede på de nordiske valutamarkeder, og at markederne tilsyneladende blev mere opmærksomme på myndighedernes håndtering af spændingerne på valutamarkedet, der blev opfattet som utilstrækkelig koordineret.

Mere fundamentalt var der to væsentlige faktorer bag krisen på valutamarkedet. For det første var perioden på fem år med stabile valutakurser ikke udnyttet tilstrækkeligt til at underbygge de eksisterende centralkurser gennem en korrektion af økonomiske ubalancer og stærkere tiltag i retning af større økonomisk konvergens. Tværtimod gav betydelige budgetunderskud i et stort antal af Fællesskabets lande anledning til fortsat mangel på balance mellem finans- og pengepolitikken, og den utilstrækkelige konvergens mod et lavt inflationsniveau havde forårsaget markante ændringer i landenes konkurrenceevne. Med tegn på svindende folkelig opbakning til Maastricht-traktaten i tiden op til den franske folkeafstemning afsvækkedes markedernes tillid til myndighedernes forpligtelse til at opretholde de eksisterende centralkurser og til opnåelse af konvergens i overensstemmelse med traktatens kriterier. Den franske folkeafstemning blev således en referencedato for en mulig kursjustering.

Den anden grundlæggende årsag til krisen på valutamarkedet var, at i løbet af 1992 blev den vedvarende svage konjunkturudvikling og de forringede udsigter til en opgang i stigende grad anset som en forværring af det dilemma for den økonomiske politik, som fandtes i de lande, hvor inflationen var blevet reduceret markant, men hvor forholdene på arbejdsmarkedet var forværret. I disse tilfælde blev det renteniveau, som var nødvendigt for at opretholde valutaens centralkurs i ERM, i stigende grad anset for at være i modstrid med den indenlandske økonomis behov, især eftersom realrenten steg i takt med forbedringen af udsigterne for inflationen. Konflikten mellem den eksterne og den interne målsætning blev illustreret ved gentagne opfordringer til lavere renter, både i de pågældende lande og i Tyskland som følge af sidstnævntes betydning for penge- og valutakurssituationen andre steder i Fællesskabet. Givet pris- og lønudviklingen samt finanspolitikken blev det dog i Tyskland anset, at der var begrænset mulighed for rentenedsættelser. På den anden side var der en opfattelse i markedet af, at der var grænser for nogle landes myndigheders villighed til at hæve renterne i forsvaret af pariteterne - især i de tilfælde, hvor den svage økonomiske situation og et højt niveau af privat og/eller offentlig gæld gjorde økonomierne følsomme over for ændringer i renterne.

Alle fællesskabslande, hvis valutaer var udsat for pres, anvendte en kombination af tre instrumenter: Muligheden for bevægelser inden for ERM-båndene blev i vidt omfang udnyttet, intervention blev foretaget i et hidtil uset omfang, og renterne blev tilpasset, dog i varierende omfang og på forskellige tidspunkter. Nogle lande strammede administrationen af eksisterende kapitalrestriktioner, og i et enkelt tilfælde gennemførtes midlertidige tiltag med henblik på at straffe "short-selling" af valutaer finansieret gennem "swaps".

Selv om vurderingen af den seneste turbulens på valutamarkedet endnu ikke er afsluttet, er der i Centralbankchefkomiteen enighed om, at EMS - som en mekanisme til fremme af et tættere monetært samarbejde førende til en zone af monetær stabilitet - er en fordel for alle Fællesskabets lande, og at genskabelse og opretholdelse af troværdighed i systemet er et meget vigtigt mål. For at nå dette mål skal to forudsætninger være opfyldt. For det første er det nødvendigt for at opretholde centralkursernes troværdighed, at den underliggende økonomiske situation er sund, og at den overbevisende bliver understøttet gennem den nuværende og fremtidige makroøkonomiske politik. Systemet skal forblive fleksibelt, og valutakursjusteringer kan være nødvendige, hvis der opstår større økonomiske ubalancer. En kursjustering er dog ingen patentløsning, og den vil derfor ikke fjerne behovet for en underbyggende stabilitetsorienteret politik. For det andet har erfaringen vist, at med fuldstændig frie kapitalbevægelser kan der opstå et massivt spekulativt pres, selv i situationer hvor centralkurserne er understøttet af en sund og stabil indenlandsk økonomi. I sådanne tilfælde må forsvaret af valutakurserne hvile på tæt samarbejde i overensstemmelse med de enkelte landes pengepolitiske forpligtelse til prisstabilitet, som er en forudsætning for vedvarende valutakursstabilitet. De institutionelle skridt, som er taget i en række medlemsstater med henblik på at øge deres centralbankers uafhængighed, kan blive et meget nyttigt element til forøgelse af

pengepolitikens troværdighed. På denne baggrund vil Centralbankchefkomiteen fortsætte sine drøftelser om EMS-samarbejdet.

2. MÅLSÆTNINGERNE FOR PENGEPOLITIKKEN I 1993

Da Centralbankchefkomiteen i december 1992 vurderede intentionerne for den nationale pengepolitik i 1993, var der ikke alene meget usikre udsigter for verdensøkonomien samt for væksten og det inflationære pres i Fællesskabet, men tillige fornyede spændingerne på valutamarkedene som viste, at en mere vedvarende ro endnu ikke var blevet genoprettet i EMS. Det blev skønnet, at Fællesskabets reale BNP ville vokse med stort set den samme lave vækstrate som for de foregående to år, og til trods for denne svage aktivitet forventedes inflationen i Fællesskabet kun at ville falde moderat.

Der var fuldstændig enighed i Centralbankchefkomiteen om, at pengepolitikken fortsat må være rettet mod det mellemfristede mål om at opnå og opretholde prisstabilitet i hele Fællesskabet. Pengepolitikken kan kun nå dette mål, hvis den bliver udført håndfast. Erfaringen har vist, at effekten for den økonomiske vækst af en for tidlig lempelse af pengepolitikken hurtigt forsvinder og opvejes af byrdefulde økonomiske omkostninger på langt sigt. Derfor har Centralbankchefkomiteen understreget behovet for en mellemfristet orientering af pengepolitikken, der sikrer en yderligere nedgang i inflationen, uden at begrænse mulighederne for en bæredygtig opgang i væksten.

Som understreget i årsberetningen fra sidste år afhænger effektiviteten af pengepolitikken i væsentlig grad af tilstrækkelig støtte fra finanspolitikken og lønudviklingen. Der er et presserende behov for at forbedre balancen mellem finanspolitikken og pengepolitikken i en række af medlemslandene. Til trods for de forringede vækstudsigter for 1993 bør sigtet mod budgetmæssig konsolidering ikke tabes. Dette er især vigtigt i lyset af Maastricht-traktaten, som understreger behovet for finanspolitisk disciplin, og som fastlægger en referenceværdi for budgetunderskuddet på 3% af BNP til at hjælpe i vurderingen af, om finanspolitikken er bæredygtig. Ifølge det seneste offentliggjorte skøn fra EF-Kommissionen forventes budgetunderskuddet i hele Fællesskabet at stige til 5 3/4% af BNP i 1993, hvilket er et halvt procentpoint over sidste års niveau, som allerede dengang var uholdbart. De nødvendige skridt i retning af budgetmæssig konsolidering skal tages nu, hvis troværdigheden af medlemslandenes politik og kravene ifølge Traktaten skal opretholdes, og overbelastningen af pengepolitikken skal undgås. Især i lande med uforholdsmæssigt store budgetunderskud må man forstærke indsatsen med henblik på at mindske de strukturelle underskud. I andre lande bør den afdæmpede økonomiske vækst ikke resultere i stigninger i underskuddene ud over de normale automatiske effekter fra faldende indtægter og højere sociale udgifter. Hertil kommer, at selv om nogle fællesskabslande havde succes med at begrænse lønstigningerne i 1992, er en markant reduktion af lønstigningstakten stadig nødvendig i de tilfælde, hvor arbejdsomkostningerne stiger i et hurtigt tempo. Desuden må alle medlemslandene fortsætte

indsatsen for at reducere de strukturelle stivheder på arbejdsmarkedene. Med henblik på at fremme den nødvendige tilpasning af den økonomiske politik har de fleste af landene efter drøftelser i Fællesskabet fremlagt konvergensprogrammer.

Vigtigheden af hurtigt at opnå en bedre balance mellem finans- og pengepolitikken samt af at styrke den udbudsorienterede politik blev på dramatisk vis understreget af den skuffende økonomiske og finansielle udvikling i 1992. Afgørende fremskridt på disse områder er nødvendige, ikke kun for at styrke fundamentet for en bæredygtig vækst, men også for at genoprette troværdigheden til valutakursrelationerne mellem Fællesskabets valutaer. Selv om ansvaret for pengepolitikken forbliver hos de nationale myndigheder, bør styrkelsen i Centralbankchefkomiteen af koordineringen af pengepolitikken også bidrage til en genetablering af troværdigheden i ERM, uden hvilken det vil blive meget sværere varigt at indsnævre renteforskellene.

De seneste kursjusteringer og bevægelser i kurserne for de valutaer, som har suspenderet deres ERM-forpligtelse, burde have hjulpet med til at korrigere effekterne af tidligere ubalancer. Ændringerne i valutakurserne, og især den midlertidige flydning af valutaer, må dog ikke fejlagtigt blive opfattet som havende elimineret begrænsningerne på den indenlandske økonomiske politik. Den tætte sammensvejsning af Fællesskabets økonomier og den voksende gensidige afhængighed som følge af virkeliggørelsen af det indre marked for personer, varer, tjenesteydelser og kapital efterlader intet alternativ til samarbejde og en tæt koordineret politik.

3. FORBEREDENDE ARBEJDE FOR OVERGANGEN TIL ANDEN OG TREDJE FASE AF DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UNION

Efter anmodning fra Rådet for De Europæiske Fællesskaber har Centralbankchefkomiteen iværksat det forberedende arbejde med henblik på at etablere betingelserne for implementeringen af Maastricht-traktaten på det monetære område. Dette forberedende arbejde fokuserer delvis på opgaven med at oprette Det Europæiske Monetære Institut og delvis på visse specifikke områder, som er forbundet med det mere fjerne mål om en fælles pengepolitik, men som kræver en betragtelig forberedelsesperiode.

Indtil videre har forberedelserne vedrørende EMI primært koncentreret sig om opgaverne for denne nye institution. Nogle af disse opgaver ligger inden for det ansvarsområde, som i øjeblikket hører ind under Centralbankchefkomiteen, såsom koordination af pengepolitikken, eller som hører ind under Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde, såsom administration af EMS-mekanismerne. Målsætningen er inden for disse områder at sikre en gnidningsløs overgang til EMI. Desuden overvejer Centralbankchefkomiteen i øjeblikket, hvorledes EMI bedst kan udføre sine operationelle funktioner. Disse inkluderer ifølge statuten for EMI: Funktioner, der for tiden varetages af EMCF; nye funktioner såsom forvaltningen af valutareserver som agent for, og efter anmodning fra, nationale centralbanker; og op-

gaver i relation til ECU'en.

Med hensyn til det forberedende arbejde med et længere tidsperspektiv har Centralbankchefkomiteen identificeret fem hovedområder, som fortjener tidlig opmærksomhed: Statistik, spørgsmål vedrørende betalingssystemer, trykning og udstedelse af europæiske pengesedler, regnskabsmæssige spørgsmål og etableringen af informationssystemer. For hver af disse specifikke områder har man etableret nye arbejdsgrupper. Indledningsvis er arbejdet i disse grupper hovedsagelig et spørgsmål om at udveksle oplysninger og vurdere situationen med henblik på at forberede grundlaget for fremtidige beslutninger om, hvorledes man skaber det nødvendige grundlag for et fælles system. Endelig har man påbegyndt overvejelser med henblik på at klarlægge de væsentligste spørgsmål relateret til hovedlinjerne, instrumenterne og de operationelle procedurer ved en fremtidig fælles pengepolitik.

* * *

Det første kapitel i beretningen gennemgår den økonomiske udvikling og implementeringen af pengepolitikken i 1992. I det andet kapitel beskrives de pengepolitiske instrumenter og den pengepolitiske styring, mens det tredje kapitel giver en oversigt over de institutionelle rammer for medlemslandenes centralbanker. Det sidste kapitel gennemgår Centralbankchefkomiteens aktiviteter og forberedelse af overgangen til ØMU.

I. DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG IMPLEMENTERING AF PENGEPOLITIKKEN

1. DEN ØKONOMISKE BAGGRUND FOR PENGEPOLITIKKEN

Efter en stærk stigning i slutningen af 1980'erne afdæmpedes den økonomiske vækst i Fællesskabet mærkbart i 1991 og forblev underdrejet i 1992. Den dæmpede aktivtetsudvikling afspejlede ugunstige ydre forhold kombineret med svag indenlandsk efterspørgsel. I gennemsnit faldt inflationen yderligere i Fællesskabets lande i 1992, idet situationen dog fortsat er langt fra det mellemfristede mål om prisstabilitet. Endvidere var omfanget af reduktionen i inflationen forholdsvis begrænset til trods for den udprægede svage udvikling i EF's importpriser og den mere beskedne vækst i produktionen end forventet. Inflationens standhaftighed skyldes især indenlandske forhold, herunder ikke mindst de stærke prisstigninger inden for de sektorer af økonomien, der er beskyttet mod international konkurrence. Forskellene i inflationsraterne mellem Fællesskabets lande indsnævredes yderligere i 1992, men denne udvikling kunne delvis henføres til en reduktion i England og til en stigning i Tyskland, der traditionelt er et lavinflationland.

1.1 Ydre påvirkninger

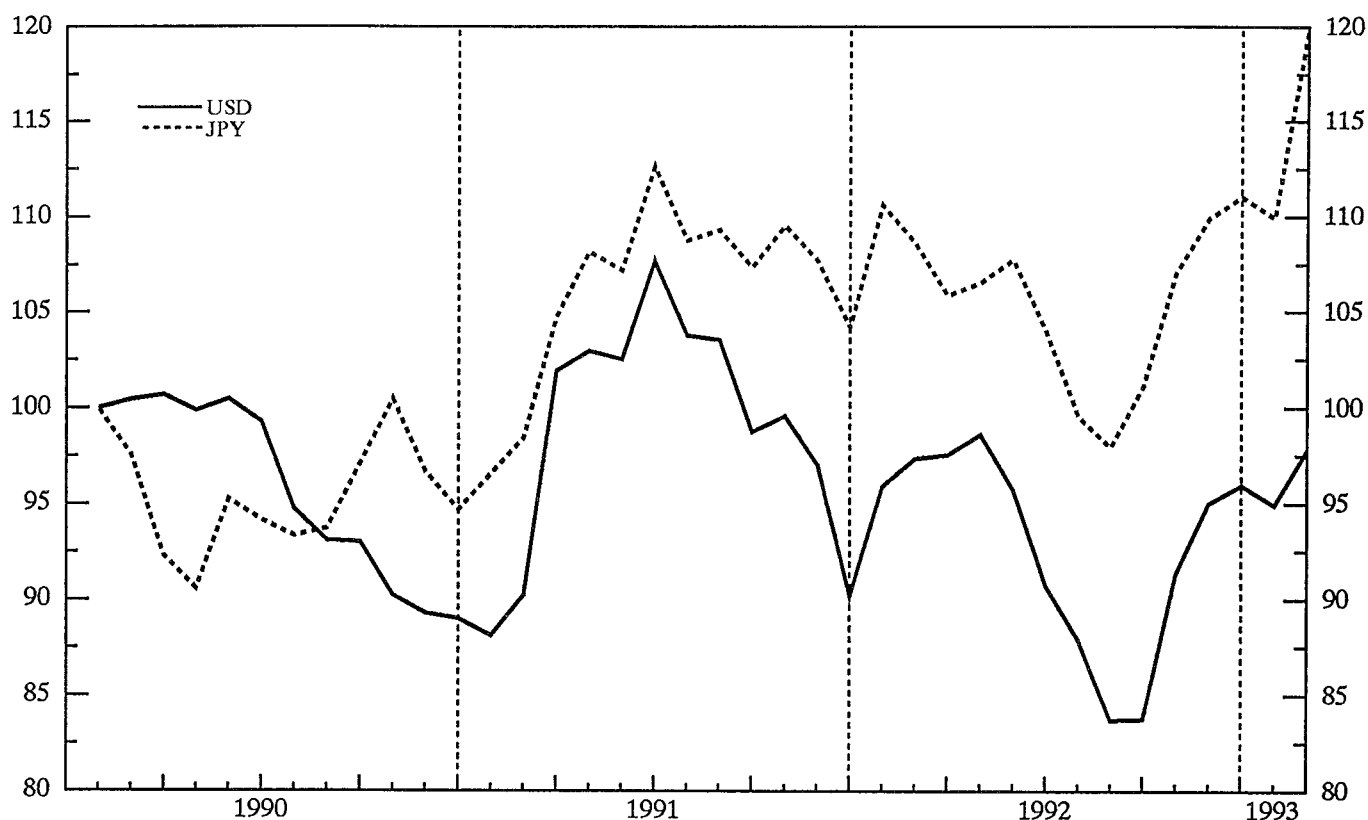
Væksten i Fællesskabets væsentligste eksportmarkeder forbedredes kun svagt i 1992, hvilket var skuffende i forhold til de tidligere forventninger om en stærkere efterspørgsel fra resten af verdenen. Produktionen fortsatte med at stige i USA, selvom vækstraten var væsentlig mindre end det, som ville være normalt på dette sted i konjunkturcyklen, og opgangen forekom til tider skrøbelig. I lyset af de blandede signaler med hensyn til opsvingets styrke og holdbarhed lempede Federal Reserve pengepolitikken ved flere lejligheder i løbet af året. Usikkerheden vedrørende den relative styrke af opgangen i USA, og som følge heraf den fremtidige udvikling for rentesatserne, bidrog til kraftige udsving i dollarkursen. Tegnene i de første måneder af 1992 på stærkere vækst gav anledning til en markant stigning i dollaren, men da opsvinget tøvede, og den amerikanske pengepolitik blev yderligere lempet, faldt dollaren i forhold til D-marken med 15% mellem april og september. Derefter styrkedes dollaren frem til udgangen af 1992 med 14% efter oplysninger om en stærkere konjunkturopgang i USA og efter reduktionen i de tyske renter i september (se figur 2).

Væksten i Japan aftog betydeligt i løbet af 1992, og priserne på en række formuegoder faldt markant. Pengepolitikken blev på baggrund heraf lempet yderligere, og en finanspolitisk ekspansion blev annonceret i august. EFTA-landene, som aftager omkring en fjerdedel af eksporten fra medlemslandene under ét, var fortsat i recession i 1992 som følge af effekterne af høje realrenter og afdæmpet global efterspørgsel.

Råvarepriserne ekskl. olie var i gennemsnit stort set uændret i 1992 regnet i

FIGUR 2: KURSEN PÅ US-DOLLAR OG JAPANSKE YEN OVER FOR D-MARK

Januar 1990 = 100



dollar, og prisen på olie var ligeledes svag. De lave råvarepriser bidrog sammen med den svage efterspørgselssituation til en yderligere reduktion af den internationale inflation. Desuden bidrog den fælles stigning af EF-valutakurserne i forhold til ikke-fællesskabsvalutaer gennem det meste af året til at reducere det inflationære pres i Fællesskabet. Importpriserne faldt i seks fællesskabslande, og i de andre var stigningen mindre end i BNP-deflatoren.

1.2 Økonomisk udvikling og konvergens i Fællesskabet

Væksten i BNP var fortsat svag i 1992, og den faldt en anelse til 1,1% for EF under ét (se tabel R1 på side 34). Som nævnt ovenfor afspejlede trægheden i den økonomiske aktivitet til dels den fortsatte globale konjunkturedgang. Foruden opbremsningen i den eksterne efterspørgsel var den indenlandske efterspørgsel i Fællesskabet også afdæmpet som følge af afmatningen af de private investeringer og i forbrugsefterspørgselen. Tilliden hos forbrugerne og i erhvervslivet faldt på baggrund af høje realrenter i de fleste fællesskabslande. Opbremsningen var især synlig i Tyskland, hvor aktiviteten i den vestlige del af landet efter et godt første kvartal faldt i den resterende del af året, mens der i den østlige del kun var tale om en beskeden fremgang. Aftagende efterspørgselvækst i Tyskland bidrog til nedgangen andre steder i Fællesskabet, hvilket var i skarp kontrast til den stærke handelsfremgang efter genforeningen. Blandt de andre lande, som havde haft en relativ hurtig vækst i 1991, oplevede Spanien og Holland en markant opbremsning. Derimod var der en lille opgang i Frankrig hovedsagelig som følge af eksportfremgang, idet væksten dog fortsat var et godt

stykke under den potentielle.

Andre steder i Fællesskabet var aktiviteten fortsat meget svag. I England bidrog det høje niveau for den private sektors gæld kombineret med faldende ejendomspriser til en yderligere produktionsnedgang, som dog var mindre end i 1991 (se boks 1). Det svage økonomiske klima i Fællesskabet havde en negativ effekt på forholdene på arbejdsmarkedet, og som et resultat heraf steg arbejdsløsheden i næsten alle medlemsstaterne og nåede ved udgangen af året næsten op på 10% i gennemsnit (se tabel R2 på side 34). Forskellene i væksten mellem medlemsstaterne var noget mindre udtalte end i det foregående år, men forskellen mellem niveauet for den faktiske og den trendmæssige produktion forøgedes yderligere i 1992 (se tabel 2).

TABEL 2: PRODUKTIONSGAB OG CYKLISKE FORSKELLE

	Tyskland (vestlige)	Frankrig	Italien	England	Spredning (a)	
1 BNP i forhold til niveauet for trend (OECD skøn)	1989	100,9	101,8	101,2	102,9	0,9
	1990	103,5	101,6	100,9	102,1	1,1
	1991	104,7	100,3	99,9	97,5	3,0
	1992 (b)	102,9	99,7	98,6	94,1	3,6
2 BNP i faste priser i forhold til Tyskland (1989 = 100)	1989	100,0	100,0	100,0	100,0	—
	1990	100,0	97,3	97,2	95,7	1,8
	1991	100,0	94,7	95,1	90,0	4,1
	1992 (b)	100,0	95,0	94,6	88,1	4,9
3 Vækstrate i BNP i faste priser	1989	3,4	4,7	2,9	2,1	1,1
	1990	5,1	2,3	2,2	0,6	1,9
	1991	3,7	0,9	1,4	-2,5	2,6
	1992 (b)	1,5	1,8	1,0	-0,6	1,1

Kilder: Nationale data, OECD.

(a) Uvægtede standardafvigelser. (b) Skøn.

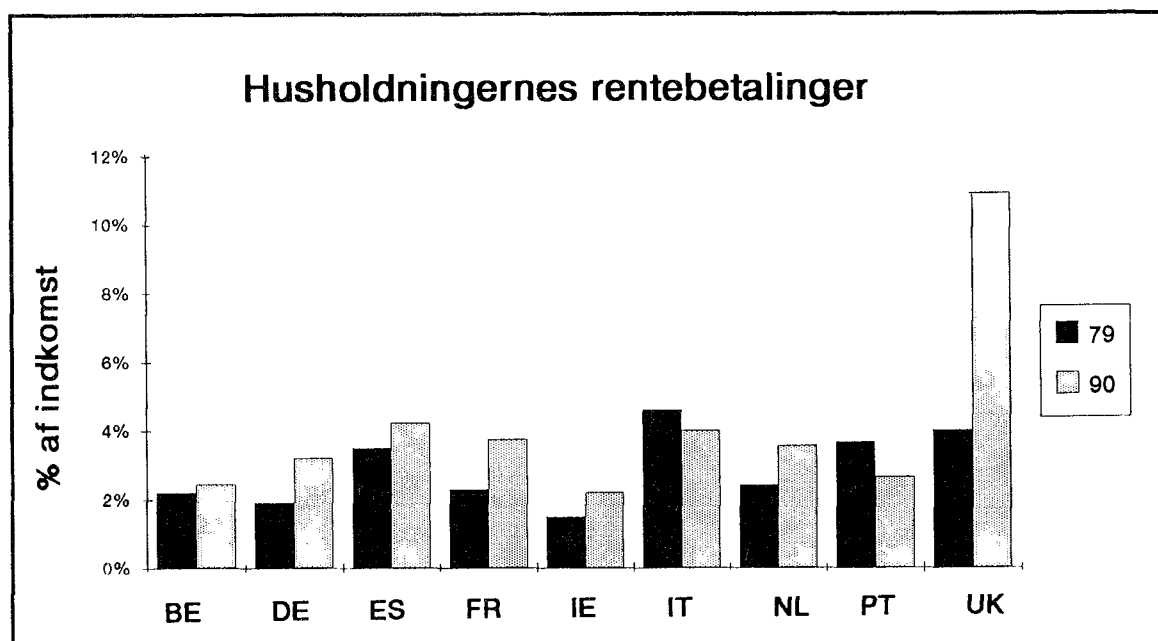
Den gennemsnitlige *inflation* i Fællesskabet faldt yderligere fra 5,1% i 1991 til 4,3% i 1992 (se tabel R3). Trægheden i inflationen skyldtes hovedsagelig højere indenlandske omkostninger og prisstigninger på varer og tjenesteydelser, der ikke handles over landegrænserne. I disse sektorer af økonomien er det konkurrencemæssige pres generelt svagere (se boks 2 på side 14). Selv om lønstigningerne i Fællesskabet under ét afdæmpedes, forblev de over 5% i de fleste af medlemslandene (se tabel R4). Desuden fortsatte profitmargenen med at udvides i en række medlemslande. Endvidere bidrog stigninger i de indirekte skatter eller i taksterne på offentlige tjenesteydelser til et opadgående pres på forbrugerpriserne, især i Tyskland, Grækenland, Spanien, Holland og Portugal.

Inflationsforskellene i Fællesskabet blev i 1992 indsnævret på ny. I lighed med det foregående år var en del af denne indsnævring dog forårsaget af en stigning i Tyskland, hvor inflationen i den vestlige del af landet i gennemsnit var 4% mod 3,5% året før. I den østlige del var prisstigningerne markant højere efter en tilpasning af huslejer og andre priser i retning af et mere markedsbestemt niveau. I modsætning hertil faldt inflationen væsentligt i England, fra 5,9% til 3,7%, idet recessionen fortsatte, og arbejdsløsheden steg markant.

Boks 1: DEN PRIVATE SEKTORS GÆLDSÆTNING I EF-LANDENE

Strukturen i husholdningernes og virksomhedernes aktiver og passiver har vigtige implikationer for forbrugeradfærden og investeringerne og for den aggregerede efterspørgsels følsomhed for ændringer i renterne. Tallene viser, at der er betydelige variationer i niveauet for den private gæld mellem Fællesskabets lande.

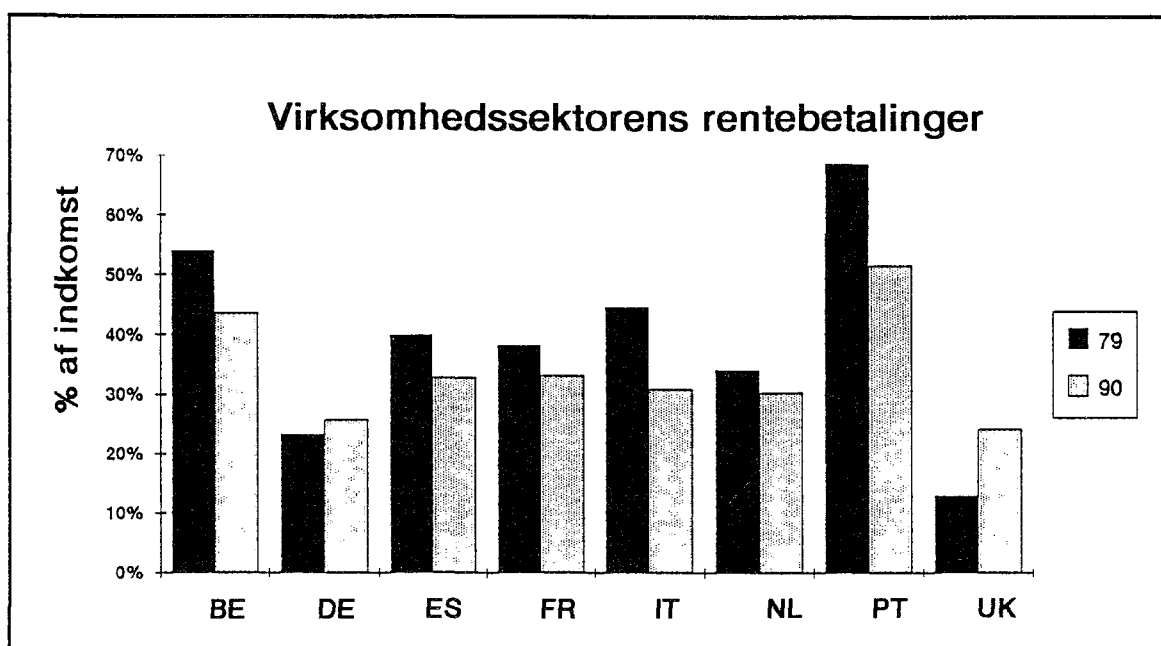
Niveauet for *husholdningernes* gældsætning i England er signifikant højere end i andre EF-lande. Husholdningernes gæld androg i England 78% af *bruttoindkomsten* i 1990, efter at gælden var steget stærkt i 1980'erne på baggrund af finansiel deregulering, positive indkomstforventninger og stærkt stigende priser på aktiver. Meget af denne kort- og langsigtede låntagning var til variable renter. I modsætning hertil androg husholdningernes lån 45% af indkomsten i Frankrig og 37% i Tyskland. I begge disse lande er hovedparten af lånene langsigtede og til faste renter. En konsekvens af den høje gældsrate for husholdningerne i England - som i 1990 blev forværret af høje nominelle rentesatser - er et niveau for rentebetalinger i forhold til indkomsten et godt stykke over niveauet andre steder i Fællesskabet og markant over niveauet i slutningen af 1970'erne (se figuren nedenfor)¹.



På aktivsiden har bevægelser i ejendomsværdien - en vigtig del af husholdningernes samlede formue - også varieret betragteligt. Huspriserne er steget betragteligt i Tyskland i de seneste år, med omkring 30% siden 1986. I Frankrig er priserne faldet noget i 1991 og 1992 efter høj vækst i de tidligere år. I England har kombinationen af høje renter og afdæmpet aktivitet resulteret i store fald i huspriserne, som er faldet med 14% siden højdepunktet i 1989. Over 1 million husholdninger er nu i en situation, hvor værdien af deres ejendom er mindre end den udestående prioritetsgæld.

Fortsat...

I 1990 androg niveauet for gældsætning i den ikke-finansielle virksomhedssektor 332% af sektorens indkomst i Frankrig, 206% i Tyskland og 144% i England. Disse variationer afspejler en række økonomiske og institutionelle karakteristika, herunder de relative fordele ved gæld kontra egenkapitalfinansiering. Der er markante forskelle i den andel, som rentebetalinger udgør af virksomhedernes indkomst i Fællesskabets lande (se figuren nedenfor) spændende fra 53% i Portugal til 24% i England. Selv om disse data giver nyttig information, bør det bemærkes, at i de fleste fællesskabslande (undtagen England og Irland) er hovedparten af virksomhedernes låntagning til faste renter.



De ovenfor præsenterede data antyder en række konklusioner. Kombinationen af høj gæld og faldende huspriser i England har tilsyneladende resulteret i en mindre "sund" sammensætning af aktiver og passiver hos husholdningerne end i andre EF-lande. Dette, sammen med den fremherskende anvendelse af låntagning til variabel rente, antyder, at husholdningernes forbrug i England formentlig er mere påvirkeligt over for ændringer i renterne. Desuden lader det til, at de engelske husholdningers anstrengelser for at styrke deres formuestilling gennem begrænsninger i udgifterne og reduktion i gælden har bidraget til den svage økonomiske aktivitet. For andre EF-lande er der ikke meget, som tyder på, at forbrugsadfærden har været nævneværdigt påvirket af en restrukturering af husholdningernes balancer i de seneste år. For så vidt angår virksomhedssektoren er der betydelige variationer i niveauet for gæld og rentebetalinger, hvilket antyder, at virkningen af renteændringer varierer væsentligt mellem Fællesskabets lande. Det er også værd at bemærke, at den omfattende anvendelse af låntagning til faste renter i mange lande med høje gældsrafer i en vis udstrækning kan afskærme både husholdningerne og virksomhederne fra effekterne af ændringer i de korte renter.

¹ I de ovenstående figurer refererer data for Belgien og Portugal til 1979 og 1989; for Spanien til 1981 og 1990 og for Italien til 1980 og 1988.

Boks 2: INFLATIONSUDVIKLINGEN PÅ SEKTORNIVEAU

Et slående træk ved den seneste prisudvikling i de fleste fællesskabslande har været den store forskel mellem inflationsrater i de sektorer, der producerer varer handlet på det internationale marked, og i de sektorer, der hovedsagelig producerer varer og tjenester til anvendelse på hjemmemarkedet med mere beskyttelse mod konkurrence (se tabellen nedenfor).

Med de stadig mere konkurrenceprægede omgivelser på verdensmarkedet er der i de seneste år sket et betydeligt fremskridt med hensyn til konvergens mod lav inflation i sektorer med konkurrenceudsatte varer. Skønsmæssige oplysninger tyder dog på, at dette delvis afspejler en vedvarende klemme på profitmargener eller på de relative lønninger i nogle lande, hvilket kan vise sig svært at opretholde på mellemlangt sigt.

Inflationsraterne i de mere beskyttede sektorer er generelt et godt stykke over raterne i sektorerne for konkurrenceudsatte varer, især i lande med højere gennemsnitlig inflation. For Fællesskabet under ét var forskellen mellem de to rater i 1992 således nær det højeste i ti år. Priserne i beskyttede sektorer stiger typisk hurtigere end i konkurrenceudsatte sektorer: Produktiviteten er generelt lavere, hvilket afspejler forskelle i produktionsteknologi og i graden af konkurrence i de to sektorer. Desuden kan ændringer i efterspørgselsmønstret mod større forbrug af serviceydelser, efterhånden som indkomsten stiger, også påvirke de relative priser. I nogle lande antyder de betragtelige forskelle i sektorenes inflationsrater sammen med den større træghed i inflationen i beskyttede sektorer dog eksistensen af strukturelle problemer, som hæmmer nedgangen af inflationen. I disse lande vil indgreb med henblik på at styrke konkurrencen og forøge produktiviteten i de mere beskyttede sektorer derfor forøge penge- og finanspolitikens effektivitet med hensyn til at fremme prisstabilitet.

FORSKEL MELLEM INFLATIONSFRATER I BESKYTTEDE OG KONKURRENCEUDSATTE SEKTORER (a)

Land	Procentpoint					Memorandumposter	
	1990	1991	1992 (b)	Gennemsnit 1982-1986	Gennemsnit 1987-1991	procent	
						Inflation i beskyttede sektorer 1992 (b)	Inflation i konkurrenceud- satte sektorer 1992 (b)
Belgien	0,6	1,4	1,8	-0,7	0,1	4,2	2,4
Danmark	-0,1	1,4	3,3	0,9	1,3	3,5	0,2
Tyskland (vestlige)	0,7	0,6	2,8	1,6	1,2	5,5	2,7
Grækenland	3,6	5,0	4,5	0,3	5,5	19,2	14,7
Spanien	6,8	7,5	4,3	0,3	5,3	8,8	4,5
Frankrig	3,4	1,9	2,9	1,0	3,3	4,5	1,6
Irland	2,0	1,5	1,4	2,8	1,5	3,9	2,5
Italien	5,4	4,9	4,7	4,5	4,2	7,5	2,8
Holland	1,5	2,6	1,5	1,4	1,5	4,1	2,6
Portugal	10,1	7,1	3,8	1,1	3,3	11,2	7,4
England	1,6	3,4	3,5	1,4	2,0	7,3	3,8
EF-gennemsnit	3,1	3,2	3,4	1,8	2,8	6,6	3,2
EF-spredning (c)	2,3	2,1	0,9	1,4	1,5	2,4	1,9

(a) Nationale definitioner leveret af centralbankerne. Eftersom definitionerne afviger fra land til land bør sammenligninger og det samlede skøn for Fællesskabet fortolkes med varsomhed. Der er ikke tilgængelige tal for Luxembourg. (b) Delvis skønnet. (c) Vægtede standardafvigelse

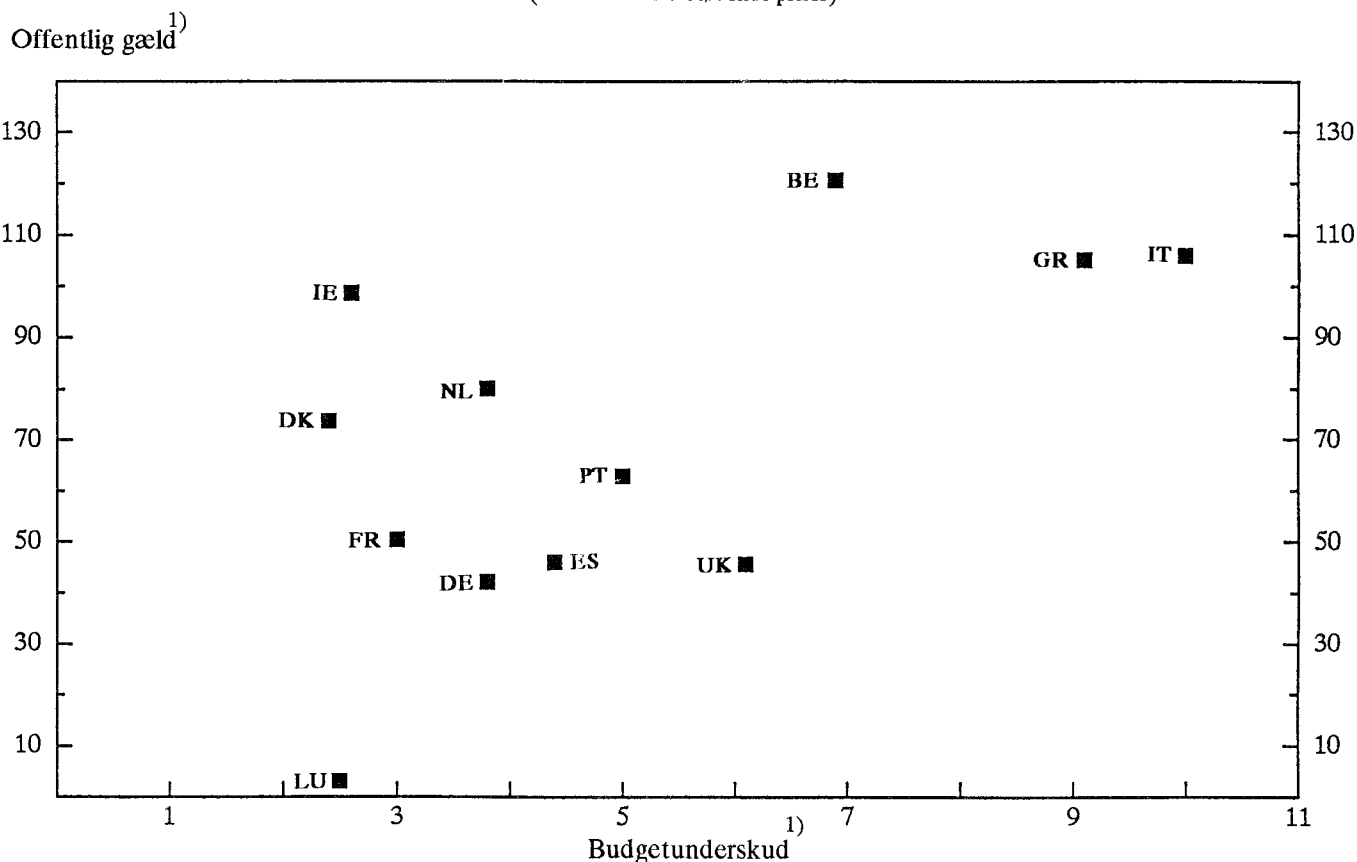
Blandt de andre lande med relativ høj inflation i 1991 var der også en markant reduktion i Grækenland, Italien og Portugal, mens prisstigningstakten i Spanien var uændret. Virkningerne af stigningen i moms på 3 procentpoint opvejede her en forbedring i den underliggende inflationsrate eksklusive skatter. I de øvrige lande, hvor inflationen i de seneste år har været relativt lav, kunne man notere en mindre nedgang.

For Fællesskabet under ét forværredes *de offentlige finanser* i 1992, og det offentliges samlede låntagning som andel af BNP steg til 5,3% fra 4,7% året før (se tabel R5). Stigningen i budgetunderskuddet var især slående i England, hvor underskuddet mere end fordobledes til over 6% af BNP. Dette var hovedsagelig et resultat af den ugunstige konjunktursituations påvirkning af indtægter og udgifter, men det afspejlede også en aktiv lempelse af finanspolitikken. I Tyskland forblev underskuddet stort set uforandret på næsten 4% af BNP, idet de løbende omkostninger i forbindelse med genforeningen fortsatte med at give anledning til budgetmæssigt pres. Dertil kommer, at der blev foretaget betydelig låntagning på i alt omkring 2% af BNP i 1992 af statslige enheder såsom Treuhand. Opbremsningen i den tyske vækst bidrager til problemerne med at få balance i den økonomiske politik. Til trods for, at en vis reduktion i budgetunderskuddet blev opnået i Italien, var nedgangen meget mindre end oprindeligt planlagt, delvis som følge af ugunstige konjunkturforskelde. I lyset af det påtrængende behov for at genoprette sunde offentlige finanser blev en større pakke af budgetmæssige tiltag vedtaget ved udgangen af året. Selv om mange af tiltagene har strukturel karakter, vil yderligere besparelser dog være nødvendige for på mellemlangt sigt at opnå en tilstrækkelig grad af budgetmæssig konsolidering. Andre steder i Fællesskabet var ændringerne i niveauet for den offentlige sektors underskud mere begrænsede. Blandt de andre lande med store underskud kunne der registreres en reduktion i niveauet for låntagningen i Grækenland, Portugal og Spanien, mens der var en moderat stigning i Belgien, Danmark, Frankrig, Luxembourg og Holland. Blandt landene med et højt niveau for den offentlige gæld steg gælden i forhold til BNP i Belgien, Grækenland, Italien og Holland, men faldt yderligere i Irland (se figur 3).

Efter de tidligere års markante udjævning af uligevægtene på *betalingsbalancens løbende poster* var forskellen mellem medlemsstaterne i 1992 en lille smule større end året før. Forskellen var dog fortsat relativ beskeden set i et historisk perspektiv (se tabel R6). I de fleste lande var der kun små ændringer med hensyn til betalingsbalancens løbende poster. Overskuddet i Danmark og Irland steg yderligere, og herudover omfattede udviklingen en vending til et lille overskud i Frankrig og næsten eliminering af underskuddet i Portugal samt en forøgelse af underskuddet i England, Grækenland, Italien og Spanien. Fællesskabets samlede underskud på betalingsbalancens løbende poster i forhold til resten af verden var uændret 1% af BNP.

Ved udgangen af 1992 havde alle medlemslandene ophævet kapitalrestriktionerne i overensstemmelse med fællesskabslovgivningen på nær Grækenland, som har en undtagelse.

FIGUR 3: DEN OFFENTLIGE SEKTORS BUDGETMÆSSIGE STILLING 1992
(Procent af BNP i løbende priser)



Kilder: Nationale data, EF-Kommissionen.

1) Skøn. Tallene er ikke nødvendigvis i overensstemmelse med de opgørelsesprincipper, der ligger bag proceduren i Maastricht-traktaten om uforholdsmæssigt store underskud, og som fortsat drøftes med henblik på at blive harmoniseret.

2. DEN MONETÆRE UDVIKLING OG VALUTAKURSUDVIKLINGEN

Pengepolitikken var i 1992 indrettet på at fremme en yderligere nedgang i inflationen på linje med den fælles målsætning hos medlemslandenes pengepolitiske myndigheder om at fremme konvergensen mod prisstabilitet.

Selv om de økonomiske forhold fortsat varierede betragteligt mellem medlemslandene med en væsentlig divergens med hensyn til cykliske positioner og omkostnings- og prispres, har den voksende finansielle indbyrdes afhængighed mellem ERM-medlemslandene reduceret mulighederne for afvigelser i pengepolitikken væsentligt. Givet den tyske pengepolitiske centrale rolle med hensyn til at forme de pengepolitiske betingelser i Fællesskabet har den stramme politik, som var nødvendig for at dæmme op for det stærke inflationære pres i Tyskland, generelt været toneangivende for pengepolitikken i hele området. I lande med lav eller hurtigt faldende inflation og svag økonomisk aktivitet har dette forværret konflikten mellem de interne og eksterne målsætninger, eftersom den nødvendige politik ud fra hensynet til opretholdelse af valutakursstabiliteten ofte har været strammere end det, som man kunne ønske givet de indenlandske økonomiske forhold.

Politikdilemmaerne blev forværret i andet halvår 1992 som følge af hidtil usete spændinger inden for ERM, efterhånden som markedsdeltagerne i stigende grad indstillede sig på, at valutakursjusteringer måske kunne vise sig uundgåelige, givet manglen på tilstrækkelig konvergens og opfattelsen af, at regeringer stod over for en konflikt i den økonomiske politik. Forsvaret af pariteterne over for spekulative angreb blev til tider det overskyggende hensyn i fastlæggelsen af den nationale pengepolitik. De pengepolitiske reaktioner på valutakurspresset medførte, at renteforskellen over for Tyskland øgedes væsentligt. Efter suspension af deltagelse i ERM medio september blev den større frihed i England og Italien med hensyn til at fastlægge pengepolitikken brugt til at reducere de korte renter. I England blev renterne reduceret til under niveauet i Tyskland, mens reduktionerne i Italien medførte en markant indsnævring af forskellen i forhold til Tyskland.

I dette afsnit er pengepolitikken først vurderet gennem en kort beskrivelse af udviklingen i monetære aggregater og af den overordnede udvikling i rentesatserne. Derefter rettes opmærksomheden på udviklingen i valutakurserne, der, som anført ovenfor, har været af afgørende betydning for den nationale pengepolitik i 1992.

2.1 Den monetære udvikling

Monetære aggregater

I Fællesskabet var væksten i monetære aggregater i bred forstand aftaget betydeligt i løbet af 1990 og 1991, hvilket afspejlede stram pengepolitik og opbremsningen i den nominelle vækst i efterspørgslen. Efter acceleration i en række lande i pengemængdevæksten i første halvår 1992 var der på ny tegn på en underliggende opbremsning senere på året, da den nominelle vækst i efterspørgslen fortsatte med at afdæmpes. I de fleste lande, som fastlægger kvantitative målsætninger, var resultatet inden for eller tæt på de opstillede målsætningsgrænser (se tabel 3). Derimod voksede pengemængden i bred forstand i Tyskland kraftigt i 1992, især i efteråret, og målet blev overskredet betydeligt. For året som helhed var den monetære vækst i Fællesskabet den samme som i 1991 (se tabel R7).

Pengemængdevæksten fortsatte med at accelerere i Tyskland i 1992, hvilket hovedsagelig var et resultat af en hurtig kreditekspansion. Den omfattende adgang til rentesubsidier, især dem som stilles til rådighed for investering i det østlige Tyskland, bidrog til den stærke kreditefterspørgsel. Den ualmindelig kraftige pengeefterspørgsel og incitamentet til at holde kortfristede likvide aktiver, fordi de korte renter lå over de lange renter (en faldende rentekurve), bidrog også til stigning i de monetære aggregater. Den meget store indstrømning af kapital i forbindelse med krisen på valutamarkedet i anden halvdel af året ledte til en yderligere forøgelse af væksten i pengemængden. Denne udvikling blev dog delvis reverseret i november og december.

I de andre lande, som opstiller pengemængdemålsætninger, var udviklingen påvirket af en lang række specielle faktorer. Porteføljeomlægninger var af betydning i Frankrig, hvor pengemængden midlertidig voksede som følge af stigningen i afkastet på de

rentebærende aktiver, som er inkluderet i pengemængdemålene i bred forstand, i forhold til de aktiver, som ikke er omfattet. I Spanien var porteføljeomlægningerne derimod rettet mod aktiver uden for definitionen af de monetære aggregater i bred forstand. I Italien var den stærke kreditefterspørgsel i første halvdel af året snævert knyttet til det store budgetunderskud, mens den private sektors kreditefterspørgsel opbremsedes skarpt i anden halvdel, hvil-

TABEL 3: MONETÆRE AGGREGATER: MÅLSÆTNING OG RESULTAT (a)

A. Lande, som fastsætter mål for væksten i pengemængden

Land	Mål- variabel	1991		1992		1993
		Mål	Resultat	Mål	Resultat	Mål
Tyskland	M3	3-5 (b)	5,2	3,5-5,5	9,4	4,5-6,5
Grækenland	M3	14-16	12,3	9-12 (c)	15,0	9-12
Spanien	M3	-	-	7-11 (c)	4,3 (f)	4-7
	ALP	7-11	12,1 (10,8) (d)	8-11 (c)	5,1 (f)	4,5-7,5
Frankrig	M3	5-7	3,8	4-6	5,9	4-6,5
Italien	M2	5-8	9,0	5-7 (c)	5,9	5-7
Portugal	M3	-	-	12-15 (c)	16,0	-
	L-	12,0	19,1	12-16	12,5	-
England	M0	0-4	2,3	0-4	3,8 (g)	...

B. Lande, som fastsætter mål for den indenlandske kilde til vækst i pengemængden

Land	Mål- variabel	1991		1992		1993
		Mål	Resultat	Mål	Resultat	Mål
Danmark	Indenl. pengesk.(e)	4-7	1,4	4-7	-9,1	-
Holland	Indenl. pengesk.(e)	7-8	11,2	7-8	10,6	-

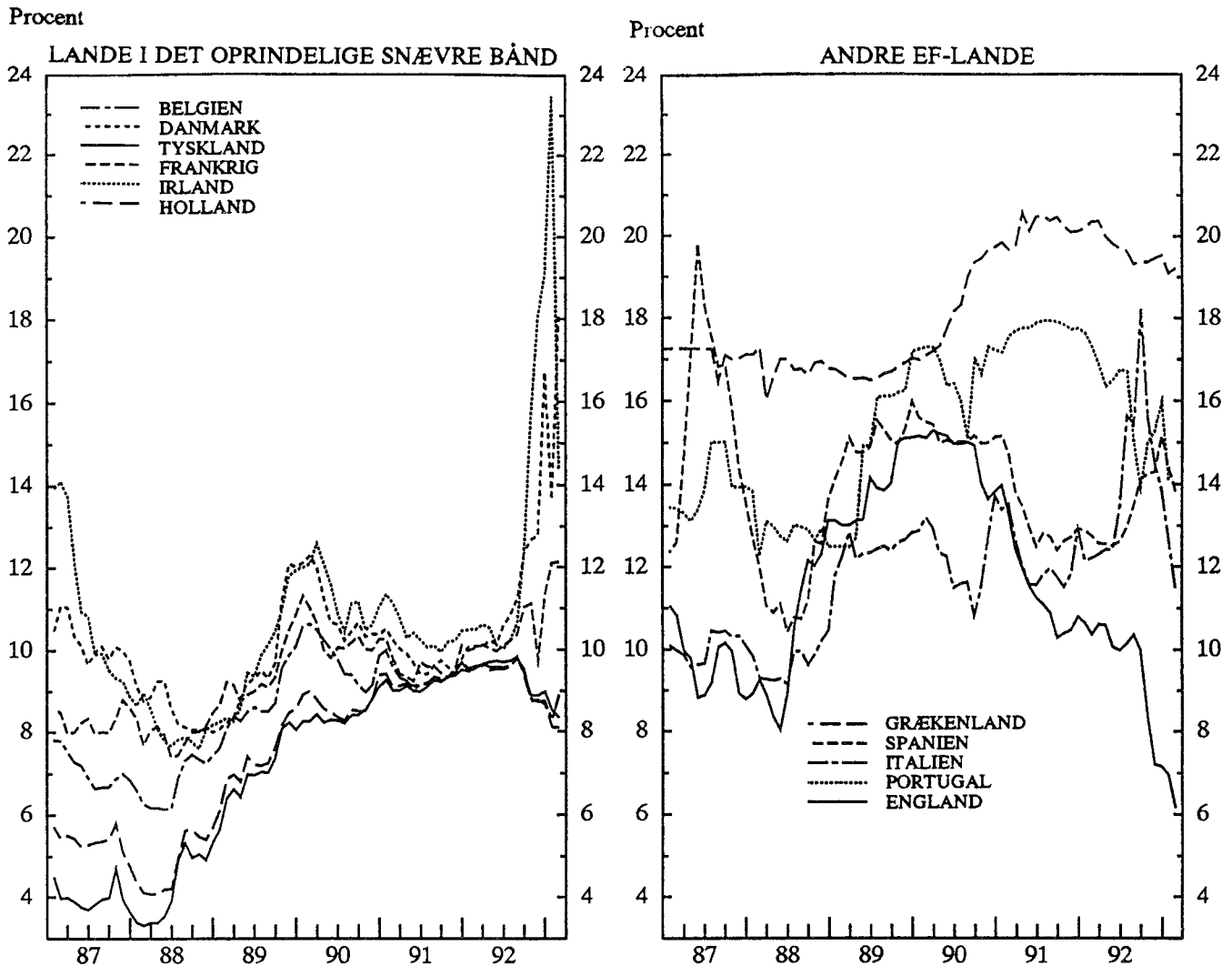
Kilde. Nationale data.

"-" ingen mål fastsat.

(a) Målene fastsættes for et kalenderår (4. kvrt./4. kvrt. eller dec./dec.) undtagen i England (marts/marts). Kolonnerne med resultater angiver de pågældende vækstrater i de respektive variabler. Ingen pengemængdemål er fastsat i Belgien, Irland og Luxembourg, eller for 1993, i Danmark, Holland og Portugal. (b) Revideret fra 4-6% ved revurdering af målet midt på året. (c) Målsætningen henviser til revideret definition af aggregatet. (d) Tallet i parentes angiver resultatet i 1991 for den reviderede definition, anvendt i 1992. (e) Indenlandsk pengeskabelse (Danmark: Vækst i "kronelån til valuta-indlån + beholdninger af kronobligationer - særlige indlånformer". Holland: Vækst i "udlån til den private indenlandske sektor + langfristede udlån til staten - indenlandske ikke-monetære passiver"). (f) Når man tager hensyn til ekstraordinære finansielle ændringer i januar 1992, var de respektive tal: M3: 5,5% og ALP 6,4%. (g) Årsrate af ændringen marts-december 1992.

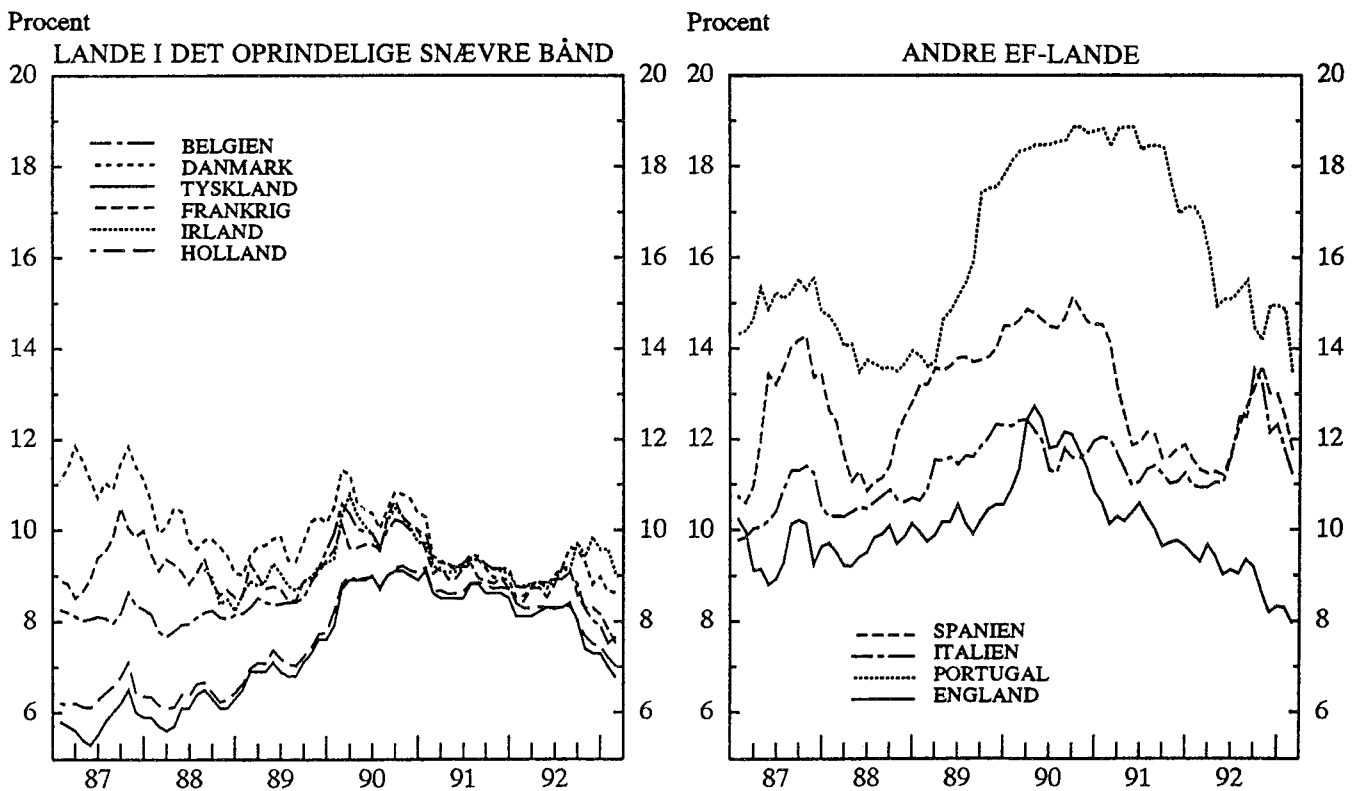
ket afspejlede stigende renter og langsommere økonomisk vækst. I Portugal var der især stor kapitalindstrømning i perioden før medlemskab af ERM i april. I England forblev pengemængden i snæver forstand inden for det fastsatte interval gennem 1992, mens væksten i pengemængden i bred forstand faldt til et historisk set lavt niveau med baggrund i stagnationen i den indenlandske aktivitet. I alle disse lande var der dog et betydeligt pres på valutakursen i anden halvdel af året, hvilket typisk var sammenfaldende med udstrømning af kapital, som dæmpede pengemængdevæksten.

FIGUR 4: KORTE RENTESATSER¹⁾



1) 3-måneders indenlandsk pengemarkedsrente. Den portugisiske 3-måneders rente på skatkammerbeviser har et brud i maj 1989, da skatkammerbeviser blev pålagt en skat på 20 %.

FIGUR 5: LANGE RENTESATSER¹⁾



1) Statsobligationer eller offentlig sektors obligationer. For Portugal er anvendt "sekundære afkast" på indekserede offentlige obligationer, som blev pålagt en skat på 20 % i september 1989. For Grækenland er der ikke data for lange renter.

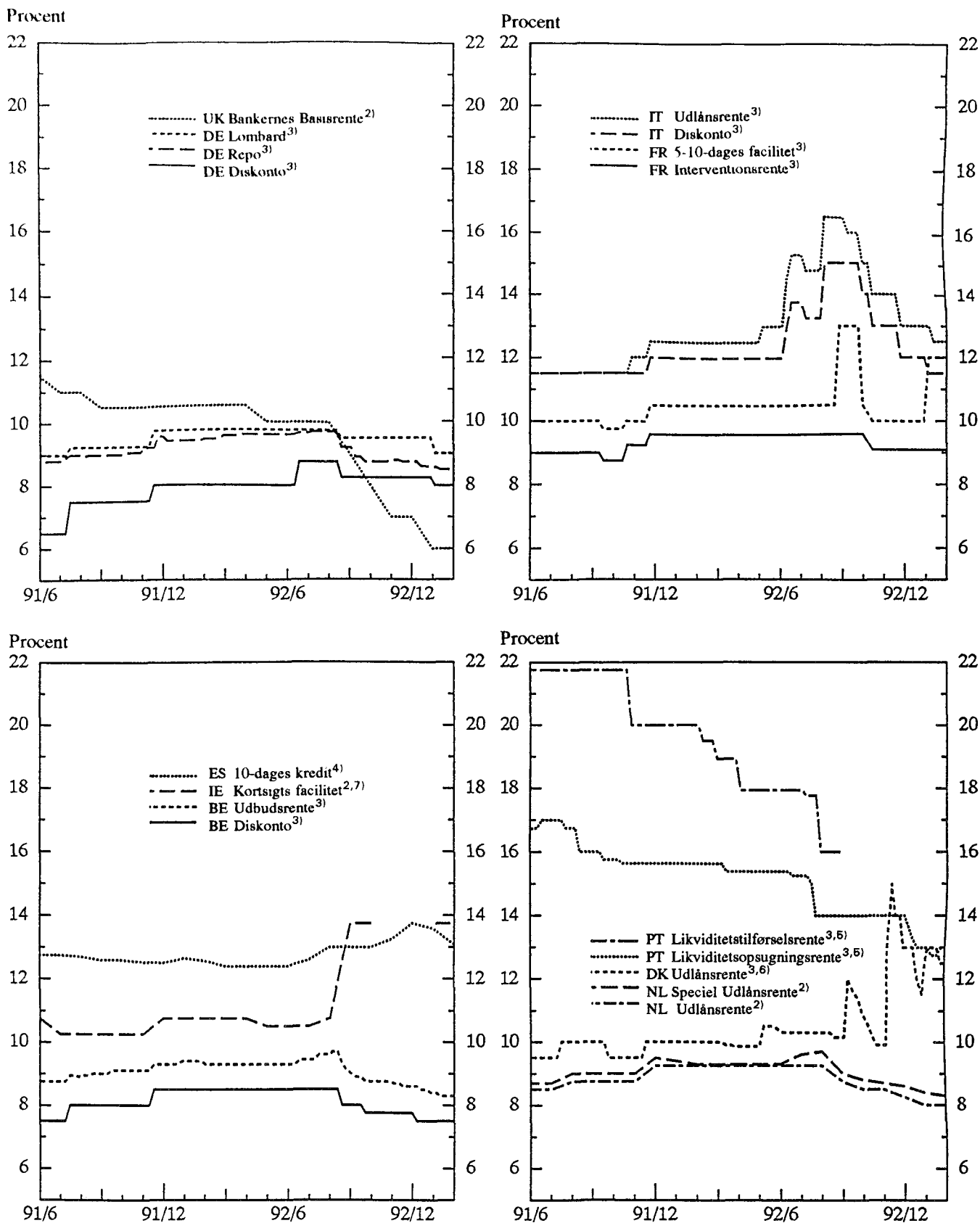
Renteudviklingen

De korte renter i Fællesskabet var i de første måneder 1992 generelt højere end i anden halvdel 1991 (se figur 4). Renterne var blevet hævet i Tyskland i december 1991 med henblik på at imødegå et stigende inflationært pres. Med undtagelse af England var stigningen i de tyske renter blevet fulgt af alle landene i ERM for at bevare valutakursstabiliteten. Ikke desto mindre var rentestigningen i modstrid med den økonomiske situation i flere lande med svag vækst og lav eller hurtigt faldende inflation. Da forholdene på valutamarke- det i foråret tillod det, blev de officielle rentesatser derfor nedsat en anelse i en række lande, og for at reducere låneomkostningerne blev reservekravet nedsat i Frankrig. Som en konsekvens heraf fortsattes tendensen fra de foregående år med indsnævring af de kortsigtede renteforskelle i forhold til D-marken. Eftersom renteforskellene allerede var faldet til historisk set lave niveauer, var der dog begrænset mulighed for yderligere fald i renterne, idet markedsdeltagerne, baseret på den antagelse, at den tyske mark ville forblive den stærkeste valuta, vurderede, at de tyske renter ville tendere mod at udgøre et minimum for renterne i Fællesskabet. De lange renter faldt generelt en lille smule i denne periode, hvilket førte til endnu stejlere faldende rentekurver (se figur 5).

Forholdene ændredes i sommermånederne. I juli hævede Bundesbank diskontoen med 0,75%, hvilket var udtryk for bekymring over den fortsatte acceleration i den monetære vækst og det vedvarende inflationære pres. Derimod fastholdtes Lombarden og repo- renterne for at begrænse effekten på andre fællesskabslande (se figur 6). De tyske pengemarkedsrenter steg kun marginalt, men markedet fortolkede tilsyneladende Bundesbanks beslutning som et tegn på, at der ikke var udsigt til en tidlig sænkning af renterne i andre ERM- lande. I denne periode forøgedes problemerne med hensyn til at følge interne og eksterne målsætninger for politikken, efterhånden som markedets tillid til opretholdelsen af centralkurserne svandt ind. På baggrund af stort set uændrede rentesatser i Tyskland, Holland og Belgien steg de korte og lange markedsrenter i andre fællesskabslande, hvilket afspejlede den øgede valutakursrisiko. Officielle rentesatser blev hævet i nogle lande. Forøgelsen var størst i Italien, hvor valutakurspresset var mest akut.

Spændingerne udviklede sig i de sidste måneder af 1992 til at blive en større valutakrise, hvilket er beskrevet mere detaljeret i det følgende afsnit. Pengepolitikken blev strammet i de lande, hvis valutaer var under pres, idet graden og tidspunktet for disse stramninger dog varierede fra land til land. Stigningen i de korte markedsrenter blev fulgt af en stigning i de lange renter. Som modstykke hertil blev pengepolitikken lempet en anelse i de lande, hvis valutaer var under opadgående pres, eftersom en stigende valutakurs kunne forventes at dæmpe den eksterne påvirkning af inflationen. De korte markedsrenter i Tyskland faldt med omkring 1% fra tidspunktet for den første kursjustering og udgangen af september, og der var tilsvarende rentefald i Belgien og i Holland. De lange renter i disse lande faldt på linje med de korte renter til det laveste niveau siden 1989. Renteforskellene inden for Fællesskabet øgedes i denne periode betydeligt både i den korte og den lange ende.

FIGUR 6: OFFICIELLE ELLER CENTRALE RENTESATSER¹⁾



1) Af hensyn til skalering er Grækenland ikke medtaget. Højeste rente på overtræk var 30% efter juli 1990. Frem til udgangen af februar 1993 er den blevet ændret to gange Den 18. september 1992 til 40% og den 23. oktober 1992 til 35%.

2) Data for ultimo måneden. 3) Data for ultimo ugen. 4) Data for månedsgennemsnit.

5) Renten på normale operationer (én uge). Likviditetstilførselsrenten blev suspenderet den 21. september 1992.

6) Fra april 1992 renten på indskudsbeviser.

7) Fra den 23. november 1992 til den 5. februar 1993 var faciliteten suspenderet og erstattet af specielle udlån til dag-til-dag rente. Frem til udgangen af 1992 blev dag-til-dag renten ændret seks gange: den 23. november til 30%; den 26. november til 100%; den 2. december til 30%; den 7. december til 20%; den 15. december til 16% og den 23. december til 14%. I januar 1993 blev renten ændret seks gange: Den 6. til 50%; den 7. til 100%; den 12. til 30%; den 14. til 15%; den 25. til 14% og den 27. til 100%. Den 1. februar blev den ændret til 14%.

Efter at sterling havde forladt ERM, blev de officielle renter i England reduceret i flere omgange med i alt 4 procentpoint fra det niveau, der var gældende før valutakursuroen. Den langsomme pengemængdevækst, de faldende ejendomspriser og de svage konjunkturer blev set som et tegn på, at pengepolitikken kunne lempes, uden at det ville bringe den mellemfristede målsætning om prisstabilitet i fare. De lange rentesatser faldt meget mindre, og som et resultat heraf fik rentekurven en positiv hældning. De officielle renter blev reduceret stort set tilsvarende i Italien fra det ualmindelige høje niveau, der var nået umiddelbart inden den første kursjustering af liren, men i modsætning til England forblev markedsrenterne omkring niveauet fra begyndelsen af 1992.

2.2 Valutakursudviklingen

De underliggende faktorer

I en periode på fem år havde der ikke været generelle kursjusteringer i ERM. Der havde været spændinger ind imellem, men de var med succes blevet imødegået af myndighederne. Valutakursstabiliteten var således opretholdt, til trods for en række faktorer i de seneste år, som man kunne have forventet ville føre til mere alvorlige spændinger. Det kan særlig nævnes, at

- yderligere konvergens henimod et lavt inflationsniveau viste sig vanskeligt at opnå. Relativt høje pris- og lønstigningstakter sammenholdt med uændrede nominelle valutakurser resulterede i nogle fællesskabslande i væsentlige tab af konkurrenceevne.

- konjunkturcykliske forskelle blev mere udtalte. Væksten var meget svag i 1991 i de fleste medlemslande og har vist få tegn på opgang siden da. Den stærke økonomiske vækst fortsatte derimod i Tyskland efter genforeningen og har først i 1992 vist en markant opbremsning;

- en markant stigning i efterspørgslen som følge af en stor stigning i budgetunderskuddet og den stærke vækst i lønningerne efter den tyske genforening ledte til en opbygning af et inflationært pres, som blev imødegået med en stramning af pengepolitikken. Det skæve policy-mix førte til stigning i de tyske renter og reducerede således andre ERM-medlemslandes muligheder for at sænke deres renter ud fra hensyn til deres indenlandske økonomiske forhold;

- den budgetmæssige konsolidering blev ringere end forventet i mange af landene. Som en konsekvens heraf var der fortsat store forskelle i finanspolitikken strammingsgrad, hvilket ledte til en overbebyrdelse af pengepolitikken;

- der var store bevægelser i kursen på dollar og yen. Store udsving på de internationale valutamarkeder giver ofte anledning til pres på fællesskabsvalutaer som følge af forskelle i betydningen af handel uden for Fællesskabet for de enkelte medlemsstater. Hertil kommer forskelle i dybden og likviditeten af de nationale finansielle markeder og i betydningen af EF-valutaerne i de internationale porteføljer.

Effekten af disse faktorer på valutakurserne var før juni 1992 blevet opvejet af

markedets tillid til myndighedernes forpligtelse til fastkurspolitikken. Markederne forventede, at ØMU-processen ville bringe økonomisk konvergens i Fællesskabet gennem indenlandsk tilpasning, og at ubalancer således ville blive elimineret uden behov for en kursjustering i ERM. Markedets opfattelse ændredes imidlertid efter resultatet af den danske folkeafstemning. Stigende usikkerhed omkring den franske afstemning den 20. september øgede yderligere tvivlen med hensyn til ratifikationen af Maastricht-traktaten, fuldførelsen af ØMU og således til den effektive gennemførelse af tiltag med henblik på at fremme konvergens. Markedets opmærksomhed koncentrerede sig mere og mere om de eksisterende ubalancer og de dilemmaer, der var ved fastlæggelsen af den økonomiske politik, og som bragte udsigterne for økonomisk konvergens i fare.

Markedsdeltagerne fokuserede i begyndelsen på valutaerne fra de lande, hvor sådanne ubalancer og dilemmaer var mest akutte, men presset bredte sig senere til andre valutaer. I omgivelser, hvor finansiel markedsintegration og deregulering gav mulighed for kapitalbevægelser af et hidtil uset omfang, udviklede spændingerne sig til en større valutakrise, der førte til tre kursjusteringer i de sidste måneder af 1992 og suspensionen af det engelske pund og den italienske lire fra ERM. En fjerde kursjustering fandt sted i begyndelsen af 1993.

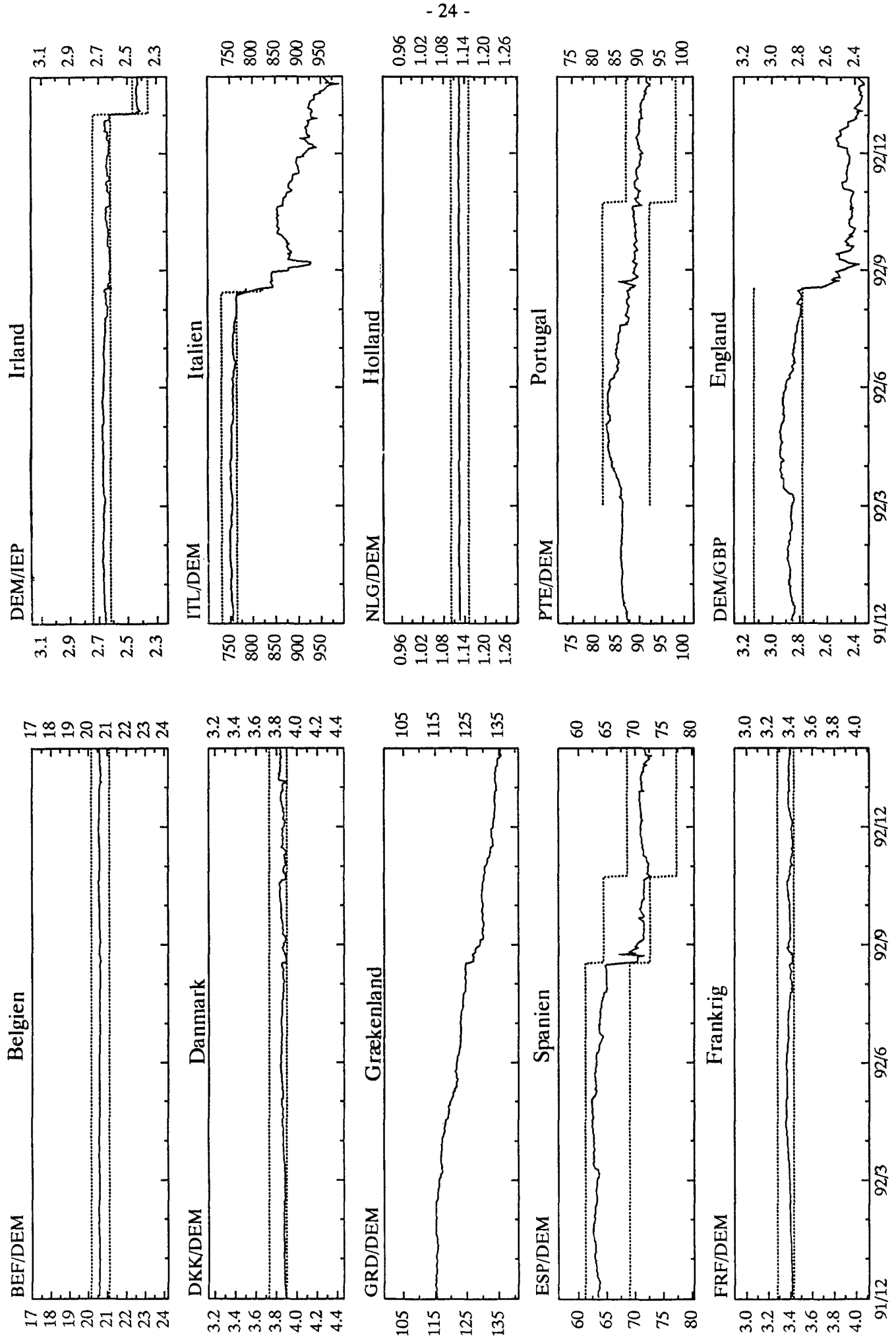
Valutakursbevægelser

Situationen forblev relativ rolig i ERM i de første måneder af 1992. Deltagerkredsen blev udvidet den 6. april, da den portugisiske escudo tilsluttede sig det brede bånd. Det engelske pund var under det meste af perioden i en relativ svag position i forhold til den spanske peseta og også i forhold til den portugisiske escudo kort efter dennes indtræden, men markedet testede ikke for alvor den nedre grænse for pundkursen. I det snævre bånd bevægede D-marken, den belgiske franc og den hollandske gylden sig fra den øvre ende henimod midten af båndet, og den franske franc styrkedes fra en position i nærheden af bunden af båndet (se figur 7).

Forholdene ændrede sig dramatisk efter den danske afstemning den 2. juni. Ændringen i markedets opfattelse førte til et klart skift i investorernes præferencer. I månederne mellem den danske og den franske afstemning rettedes presset især på den italienske lire, som faldt til bunden af det snævre bånd til trods for betydelige intramarginale interventioner og forhøjelser af rentesatserne. Desuden faldt de tre valutaer i det brede bånd markant i forhold til D-mark, belgiske franc og hollandske gylden, selv om den portugisiske escudo og den spanske peseta i hovedparten af perioden forblev tæt ved toppen af båndet, mens det engelske pund var tæt på den nedre grænse. Samtidig opstod der pres på de nordiske valutaer, som ensidigt var knyttet til ECU.

Da den franske afstemning kom nærmere, og muligheden for et negativt resultat blev antydnet i en række opinionsundersøgelser, blev der rejst ny tvivl om udsigterne for ØMU. Den faste dato for afstemningen virkede som en katalysator for spændinger på valuta-

1)
 FIGUR 7: VALUTAKURSER OVER FOR D-MARK



1) De stiplede linier angiver de øvre og nedre grænser i ERM - båndet, der hvor de er relevante. Skalaen for hver figur er normaliseret til en fluktuation på 35 %.

markedet, eftersom markedsdeltagerne anså, at en kursjustering var næsten uundgåelig i tilfælde af et "nej" ved afstemningen. Gentagne officielle udtalelser (den 28. august af ECOFIN-Rådet og den 5. september ved afslutningen af det uformelle ECOFIN møde i Bath) om, at en kursjustering ikke ville være en hensigtsmæssig reaktion på spændingerne, havde ingen vedvarende effekt på markedets forventninger. Spændingerne blev styrket af det skarpe fald i dollarkursen i sommermånederne og af suspensionen af den finske marks tilknytning til ECU den 8. september.

Presset fortsatte med at være alvorligst på den italienske lire, hvilket delvis skyldtes, at de længe ventede strukturelle finanspolitiske indgreb blev udskudt. Til trods for en markant stigning i de officielle italienske renter og en stigning i de meget korte markedsrenter til over 30% måtte den italienske lire gentagne gange støttes ved betydelig intervention på margenen over for D-mark, belgiske franc og hollandske gylden. Situationen blev uholdbar. En devaluering af den italienske lire på 3,5% og en revaluering på 3,5% af de andre valutaer blev besluttet den 13. september. Dette skridt blev ledsaget af en lille reduktion i officielle tyske renter, hvilket blev fulgt af Belgien og Holland.

Disse penge- og valutakurspolitiske indgreb var ikke tilstrækkelige til at overbevise markederne om, at det nye paritetsgitter kunne opretholdes. Det engelske pund, den spanske peseta og den portugisiske escudo kom den 16. september under stærkt pres, og den italienske lire var igen udsat for alvorligt pres. I England blev renterne denne dag hævet to gange, men dette viste sig uden effekt for spekulationsbølgen mod pundet, eftersom markedet anså det nye renteniveau som uholdbart givet den indenlandske økonomiske situation. Det var derfor nødvendigt at støtte det engelske pund med store margininterventioner. Det britiske medlemskab af ERM blev suspenderet ved dagens udgang, og rentestigningerne blev reverseret. Den samme dag faldt den spanske peseta med omkring 4%, men den forblev over den tilladte nedre grænse. Et krisemøde blev afholdt i Den Monetære Komité om aftenen den 16. september, hvor de italienske myndigheder annoncerede, at de midlertidigt ville afstå fra intervention i valutamarkedet. På baggrund af de fortsatte spændinger i ERM og især i lyset af den nye situation, der var opstået med tilbagetrækningen af det engelske pund og den italienske lire, anmodede de spanske myndigheder om en devaluering på 5% af peseta, hvilket der opnåedes enighed om på det nævnte møde.

I tiden op til den franske folkeafstemning efter den anden kursjustering spredte spændingerne sig til andre valutaer med stærke underliggende økonomiske faktorer, nemlig den franske franc, den danske krone og det irske pund. Som følge heraf intervererede myndighederne i valutamarkedet og strammede pengepolitikken, i nogle tilfælde meget markant. Da spændingerne fortsatte og endda øgedes efter den franske afstemning, udsendte de franske og tyske myndigheder en fælles erklæring om, at der intet grundlag var for en ændring i franske franc/D-mark centralkursen. Til understøttelse af denne udtalelse hævdede Banque de France en central rentesats med 2,5 procentpoint og frembragte en markant opadgående bevægelse i de korte markedsrenter, og Bundesbank og Banque de France foretog fælles intra-

marginale interventioner. Samtidig besluttede de spanske myndigheder, siden spændingerne i pesetamarkedet var vendt tilbage, midlertidigt at foretage indgreb, der straffede korte positioner mod peseta finansieret gennem swaps. Portugal og Irland strammede administrationen af deres eksisterende kapitalrestriktioner.

Presset lettede noget i oktober og i begyndelsen af november. Styrkelsen af den franske franc og den danske krone, som afspejlede tilbagestrømning af kapital, der mere end kompenserede for den tidligere udstrømning, tillod en markant reduktion i renterne i begge lande. For de andre valutaer under pres var der dog kun begrænset tilbagestrømning.

Efter de svenske myndigheders beslutning den 19. november om at suspendere den svenske kroners tilknytning til ECU genopstod der store valutakurs-spændinger. Dette førte til yderligere store forhøjelser af de officielle renter i Danmark, ligesom markedsrenterne steg i Frankrig og Irland. Der blev den 22. november opnået enighed om at nedskrive centralkurserne for både den spanske peseta og den portugisiske escudo med 6%. Efter dette skridt blev de officielle renter hævet i Spanien og Portugal for at vise myndighedernes forpligtelse over for de nye centralkurser, og pesetaen og escudoen styrkedes atter, idet de bevægede sig imod toppen af det brede bånd. Samtidig fjernede Spanien de indgreb, som straffede kapitalbevægelser, og kort tid efter blev alle kapitalrestriktioner afskaffet i Portugal.

Spændingerne øgedes inden for det snævre bånd den 10. december efter den norske beslutning om at forlade den ensidige tilknytning til ECU, men centralkurserne blev med succes forsvaret i resten af året.

Den franske franc og det irske pund kom under yderligere pres i begyndelsen af januar 1993. Det fornyede angreb på den franske franc var forholdsvis kortlivet, og presset lettede efter offentliggørelse af en ny fælles erklæring fra de franske og tyske myndigheder, der blev understøttet af en stigning i Banque de France's rente på genkøbsarrangementer. På denne baggrund og efter en markant forhøjelse af de officielle rentesatser styrkedes også det irske pund.

En yderligere sænkning af renterne i England og et markant fald i det engelske pund førte i slutningen af januar til en genopblussen af et stærkt pres på det irske pund. Officielle rentesatser i Irland blev igen hævet til et ualmindelig højt niveau, med konsekvenser for markedsrenterne, der i lyset af den indenlandske situation blev anset for uholdbare, og den 30. januar blev der opnået enighed om en devaluering på 10% af det irske pund.

Få dage senere kom den danske krone under fornyet angreb. En kombination af fælles støtte gennem intramarginal intervention fra flere af Fællesskabets centralbanker, en stigning i de danske rentesatser og en reduktion i de officielle tyske renter hjalp med til at genoprette roen på markedet. Derefter var der tilbagestrømning af kapital.

I de første uger efter deres udtræden af ERM faldt både den italienske lire og det engelske pund markant. Efter i begyndelsen af oktober at have nået et rekordlavt niveau i forhold til D-mark genvandt begge valutaer noget af det tabte uagtet, at forholdene på markedet derefter forblev ustabile. Ved udgangen af 1992 var liren faldet 12% og pundet 13% i

forhold til D-marken sammenlignet med markedskurserne den 16. september. Begge valutaer svækkedes yderligere i de første to måneder af 1993.

TABEL 4: INDIKATORER FOR KUMULATIVE ÆNDRINGER I KONKURRENCEEVNE (a)

Land	procent							
	I forhold til andre EF-lande(b)		I forhold til industrilande		I forhold til andre EF-lande(b)		I forhold til industrilande	
	Engros-priser	Lønøkonomkostninger pr. prod. enhed (c)	Engros-priser	Lønøkonomkostninger pr. prod. enhed (c)	Engros-priser	Lønøkonomkostninger pr. prod. enhed (c)	Engros-priser	Lønøkonomkostninger pr. prod. enhed (c)
	1987 – august 1992				1987 – december 1992 (e)			
Belgien	4,0	5,6	1,3	2,7	0,9	1,9	-0,3	0,3
Danmark	3,6	6,4	-0,5	3,8	-1,9	4,1	-4,9	1,9
Tyskland (vestlige)	1,7	0,5	-3,8	-5,5	-4,3	-6,6	-5,5	-8,6
Grækenland	-10,2	-15,6	-10,8	-13,4
Frankrig	7,9	13,3	3,3	7,2	3,1	8,1	1,7	5,1
Irland	6,4	35,7	1,3	27,9	-0,6	26,6	-1,9	23,6
Italien	-3,0	-7,0	-6,3	-9,8	11,1	5,7	8,2	4,6
Holland	1,5	5,2	-1,4	1,9	-2,6	2,1	-3,9	0,1
	Efter indtræden i ERM (d) – august 1992				Efter indtræden i ERM (d) – december 1992 (e)			
Spanien	-2,1	-7,5	-8,1	-13,8	4,2	-2,2	0,5	-6,2
Portugal	...	-4,6	...	-6,9	...	-9,5	...	-9,5
England	-1,7	-0,4	-4,0	-1,7	8,3	13,2	8,7	13,2

Kilde: BIS, undtagen for spanske og italienske data, som blev stillet til rådighed af de respektive nationalbanker.
... Tal foreligger ikke.

(a) Negative tal angiver tab. (b) Undtagen Grækenland. (c) Fremstillingssektoren. (d) Spanien: juni 1989; Portugal: april 1992; England: oktober 1990. (e) Skøn.

Turbulensen i ERM påvirkede også græske drachmer. Presset på drachmer var betydeligt i september 1992, og faldet i den græske valuta accelererede. På den baggrund hævede den græske centralbank den officielle udlånsrente fra 30% til 40%, intervererede kraftigt i valutamarkedet samt strammede kapitalrestriktionerne. Da spændingerne aftog, blev den officielle udlånsrente nedsat, og de indførte kapitalrestriktioner blev ophævet.

De store bevægelser i valutakurserne i den sidste del af 1992 har i væsentlig grad ændret landenes konkurrenceevne inden for Fællesskabet (se tabel 4). Af de lande, som i perioden før krisen havde haft det største tab i konkurrenceevnen i forhold til de øvrige ERM-lande, har de seneste valutakursfald mere end opvejet tabet for Italien siden den seneste kursjustering i 1987; for England har faldet i pundkursen ført til en markant forbedring i konkurrenceevnen målt i forhold til indgangspositionen for pundet i oktober 1990; mens konkurrenceevnen for Spanien har nærmet sig det niveau, der var gældende, da peseta indtrådte i ERM i juni 1989. I de fleste andre ERM-lande betød stigningen i valutakursen, at konkurrenceevnen ved udgangen af året kom tættere på niveauet i 1987, selv om Frankrig fortsatte med at have gevinst og Tyskland tab i konkurrenceevnen sammenlignet med de øvrige ERM-lande.

Myndighedernes reaktion på ERM-krisen

Basel-Nyborg aftalen fra 1987 opfordrer de monetære myndigheder til at udnytte mulighederne for en mere aktiv, fleksibel og koordineret brug af tre instrumenter, som kan anvendes til at imødegå spændinger inden for ERM: Renteændringer, valutakursbevægelser inden for båndet og officiel intervention i valutamarkedet. Det er imidlertid nødvendigt at justere valutakursen, når kurserne ikke er i overensstemmelse med de underliggende økonomiske faktorer, og det ikke er muligt at gennemføre den nødvendige genoprettende økonomiske politik.

Renterne blev anvendt til at imødegå de seneste spændinger, idet omfanget af ændringerne og det tempo, hvormed renten blev ændret, dog varierede fra land til land og fra tilfælde til tilfælde. Mulighederne for renteændringer som reaktion på valutakurspres var i nogle lande begrænsede, fordi højere renter blev anset for enten at forværre recessionen - som i England, hvor hovedparten af långivningen er knyttet til de korte renter - og/eller at forværre problemerne med at opnå budgetmæssig konsolidering i lande med en stor udestående mængde af kortfristet offentlig gæld - som i Italien. I Irland blev renterne hævet markant og gentagne gange til et niveau, som endte med at blive uholdbart. Forsvaret af de eksisterende centalkurser gennem rentestigninger kunne ikke fuldføres i disse tre tilfælde. I de lande, hvor valutakursen styrkedes, var mulighederne for at tilpasse rentepolitikken begrænset, især i Tyskland, af den indenlandske prisudvikling. De officielle renter blev i disse lande reduceret en anelse i midten af september, og de korte rentesatser faldt hurtigt med omkring 1%, uden at dette dog bragte nogen væsentlig reduktion i spændingerne på valutamarkedet.

Under krisen resulterede *valutakursbevægelser inden for båndet* i nogle tilfælde i stabiliserende spekulation, hvilket bidrog til at mindske presset. I andre tilfælde blev valutakursspændingerne dog forøget, når valutaerne nåede den nedre grænse. Der blev interverneret inden for margenerne i de tilfælde, hvor der var bekymring for, at en bevægelse til den nedre margen kunne blive fortolket af markedsdeltagerne som en svækkelse af troværdigheden til centalkursen.

Intervention - både inden for og på margenen - blev foretaget i et hidtil uset omfang, hvilket afspejlede de massive kapitalbevægelser, som skete i et miljø af næsten fuldstændig liberaliserede kapitaltransaktioner og en høj grad af finansiel integration inden for Fællesskabet. Interventionernes effektivitet afhang af graden af støtte fra anvendelsen af andre instrumenter, især ændringer i renterne. Koordineret intra-marginal intervention omfattende flere centralbanker viste sig til tider nyttig. Omfanget af interventionerne havde betydelige konsekvenser for pengeforholdene og indebar en begrænsning i pengeudbuddet for valutaer under pres og en ekspansion, hvor det modsatte var tilfældet.

Voldsomheden af spændingen i ERM i efteråret 1992 medførte, at nogle lande indførte forskellige former for midlertidige tiltag med henblik på at modvirke kapitaludstrømning for at afskærme deres valutaer mod spekulation, især hvor denne tog form af

"short sales". I alle tilfælde var tiltagene ophævet ved udgangen af året.

Når myndighedernes indsats for at stabilisere valutamarkederne viste sig at være uden succes, blev en kursjustering uundgåelig. Det hidtil usete tilfælde af fire kursjusteringer inden for fem måneder understregede myndighedernes vanskeligheder med at genoprette ro på markederne. Dette kan være forbundet med en opfattelse i markedet af, at tiltag med henblik på at imødegå spændingerne blev taget stykvis med utilstrækkelig opmærksomhed rettet mod genetablering af troværdigheden til paritetsgitteret som helhed.

3. ØKONOMISKE UDSIGTER OG SPØRGSMÅL FOR PENGEPOLITIKKEN

Da Centralbankchefkomiteen ved udgangen af 1992 foretog ex ante koordinationen med henblik på at vurdere den passende pengepolitik i medlemslandene og undersøge de nationale pengepolitikmålsætninger for 1993, var forudsigelserne for den økonomiske udvikling i Fællesskabet behæftet med stor usikkerhed. Desuden var spændingerne på valutamarkedene endnu ikke aftaget.

3.1 Økonomiske udsigter

Ifølge de internationale institutioners seneste skøn vil den *økonomiske vækst* i Fællesskabet i 1993 formentlig kun blive stimuleret svagt fra øvrige landes efterspørgsel. Der er forventning om opgang i verdenshandelen, selv om forbedringen formentlig vil være langsom. I USA er der klare tegn på, at en mere vedvarende konjunkturopgang vil finde sted i 1993, mens de seneste ekspansive finans- og pengepolitiske indgreb i Japan skulle bidrage til, at en opgang begynder i løbet af året. Et moderat opsving vil måske også finde sted i EFTA-landene, selv om dette vil være meget afhængig af udviklingen inden for Fællesskabet som følge af de nære handelsforbindelser mellem de to blokke. På baggrund af den langsomme vækst vil priserne i verdenshandelen opgjort i national valuta sandsynligvis forblive forholdsvis lave.

Det forventes, at det moderate bidrag fra den globale efterspørgsel vil blive opvejet af en svag indenlandsk efterspørgsel givet det lave niveau for erhvervslivets og forbrugernes tillid i Fællesskabet ved udgangen af 1992. Som et resultat heraf kan den økonomiske vækst i Fællesskabet i 1993 komme under 1%.

Det samlede budgetunderskud vil formentlig fortsat være stort i 1993. Reduktioner i budgetunderskuddene forventes i nogle fællesskabslande, som havde et forholdsvis højt niveau for offentlig gæld eller underskud i 1992 - især i Belgien, Grækenland, Spanien, Italien og Portugal - selv om forlængelsen af konjunkturedgangen besværliggør fremskridt mod budgetmæssig konsolidering. Derimod kan både de automatiske stabilisatorer og gennemførelsen af visse finanspolitiske tiltag give anledning til højere budgetunderskud i andre lande, navnlig i England og Frankrig. Budgetunderskuddet i Tyskland vil formentlig stige opgjort i forhold til BNP til trods for, at nogle konsoliderende tiltag blev annonceret i januar 1993.

I ex ante øvelsen blev det vurderet, at en vis lettelse af *omkostningspresset* i løbet af 1993 var sandsynlig for Fællesskabet under ét. Eftersom produktionen forventes at forblive under den potentielle, og forholdene på arbejdsmarkedet forudses at forblive svage, skulle lønmoderation reducere presset på arbejdsomkostningerne. Eksterne prispåvirkninger kan også i gennemsnit blive relativt favorable, selv om opgangen i dollaren i slutningen af 1992 vil begrænse denne effekt, hvis opgangen er vedvarende. Desuden vil der ske en stigning i importpriserne i de lande, hvis valutaer er deprecieret, og stigninger i de indirekte skatter eller i offentligt administrerede priser kan bidrage til det inflationære pres i nogle lande, f.eks. Tyskland, hvor de indirekte skatter blev hævet i begyndelsen af 1993.

3.2 Pengepolitiske spørgsmål

Mål for pengepolitikken i 1993

Da ex ante koordinationen blev foretaget af Centralbankchefkomiteen i december 1992, blev vurderingen af de nationale pengepolitiske målsætninger for 1993 besværliggjort af stor usikkerhed om de økonomiske udsigter og af fortsat ustabilitet i ERM. Med en sådan usikkerhed er det imidlertid især vigtigt, at pengepolitikken sørger for et nominelt stabilitetsanker, som udgør en forudsætning for en bæredygtig vækst. Af denne grund understregede Komiteen behovet for at opretholde en mellemfristet orientering af pengepolitikken, som sikrer en yderligere reduktion i inflationen i Fællesskabet.

Blandt de ERM-lande, som opstiller pengemængdemålsætninger, kommer kontinuiteten i Tyskland i den anti-inflationære pengepolitik til udtryk i et mål for væksten i M3 i 1993 på 4,5% til 6,5% (se tabel 3 side 18). Den lille stigning sammenlignet med sidste års målsætning på 3,5% til 5,5% tager flere faktorer i betragtning: En noget højere skønnet potentiel økonomisk vækst i det østlige Tyskland; en forventet større nedgang i niveauet for pengenes omløbshastighed; og prisstigninger som følge af administrative indgreb, primært i det østlige Tyskland. I Frankrig vil pengepolitikken i 1993 fortsat fokusere på opretholdelse af den nuværende centalkurs for francen inden for ERM og på kontrol af inflationen. Af disse grunde blev målet for væksten i M3 sat til mellem 4% og 6,5% for 1993, på linje med målsætningen på mellem 4% og 6% i 1992. Den øvre grænse for målsætningen blev hævet en smule for at tage hensyn til udsigterne til et ikke-inflationært opsving i den franske økonomi. I Spanien blev målzonen for vækst i 1993 i "ALP" (likvide aktiver hos borgerne) sat til mellem 4,5% og 7,5%. Nedgangen i forhold til målzonen fra 1992 på mellem 8% og 11% afspejler dels de moderate vækstudsigter og behovet for en yderligere reduktion i inflationen, dels en vækstrate i omløbshastigheden for ALP, som forventes at vil blive tættere på dens historiske trend.

I de øvrige ERM-lande er pengepolitikken hovedsagelig indrettet med henblik på at opnå pristabilitet gennem en målsætning for valutakursen i forhold til D-marken. I Danmark har centralbanken en supplerende målsætning for væksten i den indenlandske pengeskabelse. Under de gældende omstændigheder med stagnerende økonomisk aktivitet og hid-

til uset valutauro har forfølgelsen af den supplerende målsætning dog været af mindre betydning. I Holland fastsættes med virkning fra 1993 ikke længere en pengemændemålsætning, og i Portugal er myndighederne ophørt med at opsætte målsætninger for "L-" (samlet likviditet hos ikke-finansielle indlændinge) og M3. Belgien, Irland og Luxembourg har traditionelt ikke fastsat kvantitative pengepolitiske målsætninger.

Blandt de lande, som midlertidigt har suspenderet deltagelsen af deres valutaer i ERM, har man i Italien fastsat en målzone for væksten i M2 til mellem 5% og 7% i 1993, hvilket også var tilfældet i 1992. Pengepolitikken er indrettet på at give borgere og virksomheder stabile rammer og på at undgå, at det seneste fald i lirekursen bidrager til inflation. I England har myndighederne lagt nye rammer for pengepolitikken efter suspensionen af sterlings medlemskab af ERM med en eksplicit inflationsmålsætning på mellem 1% og 4% for den underliggende prisstigningstakt faldende til 2% eller mindre på mellemlangt sigt. En bred vifte af indikatorer vil blive anvendt med henblik på at vurdere et potentielt inflationært pres, herunder snævre og brede monetære aggregater, priserne på formuegoder og valutakursen.

Endelig vil pengepolitikken i Grækenland forblive restriktiv. Den ikke-akkommoderende valutakurspolitik vil blive videreført, og desuden vil realrenterne forblive høje i 1993, idet rentenedsættelser ikke vil blive forceret i forhold til opbremsningen af inflationen. En målsætning om vækst i M3 på omkring 9-12% er blevet opstillet som vejledende for pengepolitikken.

Udfordringer for pengepolitikken

Givet de talrige usikkerhedsmomenter, der fortsat hersker med hensyn til såvel den internationale som den nationale økonomiske baggrund, står myndighederne i medlemsstaterne over for betydelige udfordringer med hensyn til udførelsen af deres pengepolitik. Det er især nødvendigt at genetablere valutakursstabiliteten i en situation, hvor der er risiko for en forlængelse af den økonomiske afmatning i hele Fællesskabet. Desuden skal pengepolitikken i lande, hvis valutaer for nylig er blevet devalueret, eller hvor deltagelse i ERM er blevet suspenderet, fortsat være påpasselige med henblik på at undgå faren for en opblussen i det inflationære pres, hvilket ikke kun vil erodere hårdtvundne resultater i de seneste år fra lavinflationen, men også vil indebære risiko for, at den mere balancerede situation for konkurrenceevnen mellem fællesskabslandene, som er resultatet af de seneste valutakurstilpasninger, bringes ud af ligevægt.

Som det allerede blev understreget i sidste års årsberetning, afhænger opnåelsen af de økonomisk-politiske målsætninger i afgørende grad ikke kun af en passende national pengepolitik, men også af en tilstrækkelig støtte fra finanspolitikken og lønudviklingen. Af disse grunde må processen med budgetmæssig konsolidering fortsætte i lande med et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud og/eller offentlig gæld. I andre lande bør den svagere økonomiske aktivitet ikke føre til stigninger i underskuddet ud over det, som følger af de automatiske stabilisatorer. Desuden er der, til trods for at lønstigningerne i nogle

fællesskabslande afdæmpedes i 1992, stadig behov for en mærkbar yderligere reduktion, der hvor arbejdsomkostningerne stiger hurtigt. Givet den afgørende rolle, som arbejdsmarkedet spiller i økonomien, bør alle medlemslandene uden forsinkelser gennemføre de nødvendige strukturelle tiltag med henblik på at forbedre markedets fleksibilitet. Endelig bør passende indgreb på udbudssiden omgående introduceres i de lande, hvor ikke-konkurrencemæssige vilkår på visse markeder for varer og tjenesteydelser hindrer opnåelsen af en hurtigere inflationsbegrænsning.

Sammenfattende er det af afgørende vigtighed at forbedre balancen mellem finanspolitikken og pengepolitikken og at styrke udbudssiden i medlemslandene. Som den skuffende økonomiske og finansielle udvikling i 1992 har understreget, er afgørende fremskridt på disse områder nødvendig, ikke kun for at lægge fundamentet for vedvarende økonomisk vækst, men også for at genetablere troværdigheden i ERM og opnå den grad af konvergens og markedsfleksibilitet, som er nødvendig for med succes at fuldføre ØMU-processen.

4. UDVIKLINGEN PÅ MARKEDET FOR DEN PRIVATE ECU

Den private ECU anvendes fortsat hovedsageligt som et finansielt instrument. Dens anvendelse i banksektoren og på værdipapirmarkederne fortsatte med at vokse i 1992, om end noget langsommere end i de foregående år (se tabel 5). Samtidig blev den private ECU handlet meget aktivt på valuta- og futuresmarkederne. Denne udvikling blev dog ikke fulgt af nogen væsentlig ekspansion i dens anvendelse i ikke-finansielle transaktioner, som fortsat er meget begrænset.

Den omfattede periode var karakteriseret af to adskilte faser. I første halvdel 1992 fortsatte det private ECU-marked med at vokse roligt efter enighed om Maastricht-traktaten i december 1991. Efter medio året var der imidlertid en markant opbremsning i kølvandet på besværlighederne med ratifikation af Traktaten og de efterfølgende spændinger i ERM. Større rente- og valutakursudsving i Fællesskabet forøgede væsentligt risikoen forbundet med investeringer i fordringer i ECU. Markedsdeltagerne skiftede enten over til traditionelt stærke valutaer eller forsøgte at dække sig ind over for positioner i ECU, hvilket afspejledes i en markant stigning i omsætningen på futuresmarkederne i London og Paris.

Dette mønster i udviklingen kom til udtryk både i bank- og obligationssegmenterne af markedet. I modsætning til 1991 steg de samlede udlån i private ECU kun moderat. Mens interbank fordringer voksede noget, var bankernes udlån til ikke-banker stort set uændret i de første ni måneder af 1992. Bankernes passiver i ECU over for banker og ikke-banker steg markant indtil udgangen af juni, men faldt en smule i tredje kvartal. Nedgangen i banksektorens ECU-passiver kan hovedsageligt tilskrives en reduktion i indskud fra centralbankerne. Dette var delvis et resultat af interventioner i valutamarkedet i private ECU - centralbankernes reserver i private ECU faldt fra 30,6 mia. ECU ved udgangen af juni 1992 til 21 mia. ECU ved udgangen af september 1992 - men det afspejlede også effekten af en ned-

TABEL 5: FINANSIELLE MARKEDER FOR ECU

	Mia. ECU udestående (ultimo)					
	dec. 90	dec. 91	mar. 92	jun. 92	sep. 92	dec. 92
Internationale obligationer	54,9	75,1	82,8	86,7	86,6	83,6
Indenlandske obligationer	35,1	40,2	42,7	43,1	44,0	43,3
Skatkammerbeviser	8,4	6,9	7,1	6,9	6,9	7,9
Euro-commercial papirer og beviser	6,1	9,2	11,6	10,7	8,6	7,6
Bankaktiver (a)	148,4	188,3	190,7	192,6	198,4	...
– over for ikke-banker (b)	34,1	59,2	56,0	58,1	59,2	...
– over for banker (c)	114,3	129,1	134,7	134,5	139,2	...
Bankpassiver (a)	147,2	187,4	200,1	204,2	199,4	...
– over for ikke-banker (b)	22,3	28,5	33,1	35,5	35,0	...
– over for banker (c)	124,9	158,9	166,9	168,7	164,3	...
Memorandumpost: Centralbankernes behold- ninger af private ECU	27,1	28,8	32,2	30,6	21,0	19,2

Kilde: BIS. ... Tal foreligger ikke.

- (a) Som følge af en udvidelse af det rapporterende område, er der et brud i serierne i 1991, og tallene for 1990 og 1991 er ikke sammenlignelige. (b) Udelukkende identificerede ikke-banker. (c) Residual (inklusive centralbanker).

gang i udstedelsen af ECU-obligationer fra offentlige myndigheder og den sammenfaldende nedgang i tilgangen af nye indskud fra centralbankerne.

Vendingen i udviklingen på det finansielle ECU-marked fra midten af 1992 var især udtalt for værdipapirer. Eftersom efterspørgslen efter ECU-fordringer svandt kraftigt ind i andet halvår 1992, fremkom en præmie på lange ECU-markedsobligationer i forhold til de teoretiske ECU-obligationsrenter. Denne udvikling gjorde nye udstedelser i ECU relativt dyrere og reducerede således det attraktive i låneprogrammer, som derfor blev indskrænket. Den private ECU faldt som en konsekvens heraf fra en tredje til en sjette plads på listen over valutaer, der anvendes i internationale obligationsudstedelser. Reduktionen i udstedelsen af ECU-obligationer var markant. Som følge af det lave niveau af indfrielse, steg mængden af udestående ECU-denominerede obligationer dog i den betragtede periode. Derimod faldt mængden af korte private ECU-instrumenter som et resultat af reduktioner i "euro-note" og "euro-commercial paper" sektoren.

ECU-markedet udviste styrke på trods af disse problemer. Det demonstrerede især evnen til at tilpasse sig de voldsomme bevægelser i komponentvalutaerne, således som den relativt hurtige tilbagevenden til en lille forskel mellem markedsværdien og den teoretiske værdi viste, både for ECU-valutakursen og ECU-renterne. I begyndelsen af 1993 blev udstedelse af ECU-obligationer genoptaget.

Den undersøgelse af valutamarkedet, som blev udført i april 1992 i de største finansielle centre, viste en stigning i anvendelsen af den private ECU. Sammenlignet med april 1989, hvor den foregående undersøgelse fandt sted, blev den private ECU brugt på den ene side i 3% af alle transaktioner mod 0,9% tre år tidligere. Inden for Fællesskabet androg transaktioner, der involverede den private ECU, mellem 5% og 10% af den totale omsætning i de fleste medlemsstater.

REFERENCETABELLER

TABEL R1: BNP I FASTE PRISER

Land	Procentvis ændring i forhold til året før			
	1987-89 gennemsnit	1990	1991	1992 (a)
Belgien	3,6	3,4	1,9	0,8
Danmark	0,7	2,0	1,2	1,0
Tyskland (vestlige) (b)	2,8	5,1	3,7	1,5
Grækenland	2,4	-0,1	1,8	1,5
Spanien	5,2	3,7	2,3	1,0
Frankrig	3,9	2,3	0,9	1,8
Irland	5,5	8,3	2,5	2,4
Italien	3,4	2,2	1,4	1,0
Luxembourg	6,1	4,6	2,7	2,5
Holland	2,5	3,9	2,3	1,4
Portugal	4,9	4,2	2,4	1,8
England	3,7	0,6	-2,5	-0,6
EF (c)				
Gennemsnit	3,5	2,8	1,2	1,1
Spredning (d)	0,8	1,6	2,0	0,8
ERM Oprindelige snævre bånd (c)				
Gennemsnit	3,2	3,8	2,3	1,6
Spredning (d)	0,8	1,4	1,3	0,3
USA	3,6	0,7	-1,3	2,0
Japan	4,9	5,2	4,4	1,5

Kilder: Nationale data; EF - Kommissionen.

(a) Skøn. (b) For 1992 er de tilsvarende tal: 6,1% for østlige Tyskland og 1,9% for hele Tyskland (c) 1989 BNP-vægte baseret på 1989 PPP-valutakurser (d) Vægtet standardafvigelse

TABEL R2: ARBEJDSLØSHEDSPROCENTER (a)

Land	Procent af den civile arbejdsstyrke			
	1987-89 gennemsnit	1990	1991	1992(b)
Belgien	10,0	7,6	7,5	8,2
Danmark	6,6	8,1	8,9	9,5
Tyskland (vestlige)(c)	6,1	4,8	4,2	4,5
Grækenland	7,5	7,0	7,7	7,7
Spanien	19,1	16,3	16,3	18,4
Frankrig	9,9	9,0	9,5	10,0
Irland	17,0	14,5	16,2	17,8
Italien	10,9	10,0	10,0	10,1
Luxembourg	2,1	1,7	1,6	1,9
Holland	9,2	7,5	7,0	6,7
Portugal	5,9	4,8	4,1	4,8
England	8,7	7,0	9,1	10,8
EF				
Gennemsnit	9,7	8,3	8,7	9,5
Spredning (d)	2,7	2,6	3,3	3,7
ERM Oprindelige snævre bånd:				
Gennemsnit	8,1	7,2	7,1	7,4
Spredning (d)	2,2	2,2	2,8	2,9
USA (e)	5,7	5,5	6,7	7,3
Japan (e)	2,5	2,1	2,1	2,1

Kilde: Eurostat.

(a) Standardiseret definition. (b) Skøn (c) For 1992 er arbejdsløshedsprocenterne (national definition) 14,3% for østlige Tyskland og 7,7% for hele Tyskland. (d) vægtet standardafvigelse. (e) Procent af totale arbejdsstyrke

TABEL R3: FORBRUGERPRISER

Land	Procentvis ændring i forhold til året før				12 måneder indtil:	
	1987-89 gennemsnit	1990	1991	1992 (a)	dec.91	dec 92 (a)
Belgien	2,0	3,5	3,2	2,4	2,8	2,4
Danmark	4,4	2,6	2,4	2,1	2,3	1,5
Tyskland (vestlige) (b)	1,4	2,7	3,5	4,0	4,2	3,7
Grækenland	14,5	20,4	19,5	15,8	18,0	14,4
Spanien	5,6	6,7	5,9	5,9	5,5	5,3
Frankrig	3,2	3,4	3,1	2,8	3,1	2,0
Irland	3,1	3,2	3,2	3,0	3,6	2,3
Italien	5,4	6,5	6,4	5,3	6,1	4,8
Luxembourg	1,6	3,7	3,1	3,2	2,6	2,9
Holland	0,4	2,5	3,9	3,7	4,9	2,6
Portugal	10,5	13,4	11,4	8,9	9,6	8,4
England	5,6	9,5	5,9	3,7	4,5	2,6
EF (c)						
Gennemsnit	4,1	5,7	5,1	4,3	4,8	3,7
Spredning (d)	2,5	3,4	2,6	2,0	2,2	2,0
ERM Oprindelige snævre bånd: (c)						
Gennemsnit	2,1	3,0	3,3	3,3	3,7	2,8
Spredning (d)	1,0	0,4	0,3	0,6	0,7	0,8
USA	4,2	5,4	4,3	3,0	3,1	2,9
Japan	1,0	3,1	3,3	1,7	2,7	1,2

Kilder: Nationale data, BIS

(a) Delvis skønnet. (b) Forbrugerpriserne steg i 1992 med 11,1% i det østlige Tyskland Forbrugerprisstigningen var i de tolv måneder til december 1992 på 2,8% i det østlige Tyskland For hele Tyskland er tallene ikke beregnet (c) 1989 forbrugsvægte baseret på 1989 PPP-valutakurser (d) Vægtet standardafvigelse

TABEL R4: LØNOMKOSTNINGER PR. BESKÆFTIGET (a)

Land	Procentvis ændring i forhold til året før			
	1987-89 gennemsnit	1990	1991	1992 (b)
Belgien	3,1	5,8	6,8	5,7
Danmark	5,6	3,6	3,8	2,7
Tyskland (vestlige) (c)	3,0	4,8	6,0	5,4
Grækenland	16,1	18,4	15,0	12,6
Spanien	6,8	8,7	8,0	9,0
Frankrig	4,5	5,2	4,3	4,1
Irland	5,1	4,7	5,7	6,2
Italien	8,6	10,5	8,8	4,7
Luxembourg	4,9	7,0	4,4	5,1
Holland	1,7	3,3	5,2	5,1
Portugal	12,9	17,3	17,7	14,0
England	8,6	9,8	8,2	6,1
EF (d)				
Gennemsnit	6,1	7,6	7,1	5,7
Spredning (e)	2,9	3,2	2,4	2,0
ERM Oprindelige snævre bånd: (d)				
Gennemsnit	3,6	4,8	5,3	4,8
Spredning (e)	1,0	0,6	0,9	0,8
USA	4,2	4,9	5,1	2,4
Japan	3,7	5,3	4,4	3,2

Kilder: Nationale data, EF - Kommissionen

(a) Hele økonomien; i nominelle termer (b) Skøn. (c) For 1992 er de tilsvarende tal 35,4% for østlige Tyskland og 9,7 % for hele Tyskland. (d) 1989 BNP-vægte baseret på 1989 PPP-valutakurser (e) Vægtet standardafvigelse

TABEL R5: DEN OFFENTLIGE SEKTORS BALANCE (a)

Land	Procent af BNP i løbende priser			
	1987-89 gennemsnit	1990	1991	1992 (b)
Belgien	-7,0	-5,8	-6,7	-6,9
Danmark	0,8	-1,5	-2,2	-2,4
Tyskland (c)	-1,9	-3,1	-3,9	-3,8
Grækenland	-14,9	-17,4	-15,4	-9,1
Spanien	-3,1	-3,9	-4,9	-4,4
Frankrig	-1,6	-1,4	-1,9	-3,0
Irland	-4,4	-2,5	-2,4	-2,6
Italien	-10,5	-10,9	-10,2	-10,0
Luxembourg	2,2	3,3	-1,5	-2,5
Holland	-6,0	-4,4	-3,5	-3,8
Portugal (d)	-8,1	-6,1	-5,7	-5,0
England	0,2	-1,3	-2,7	-6,1
EF:				
Gennemsnit	-3,6	-4,2	-4,7	-5,3
Spredning (e)	3,9	3,9	3,1	2,5
ERM Oprindelige snævre bånd:				
Gennemsnit	-2,3	-2,7	-3,2	-3,6
Spredning (e)	1,8	1,3	1,3	0,9
USA	-2,0	-2,5	-3,4	-4,8
Japan	1,5	3,0	2,4	2,2

Kilder: Nationale data, EF - Kommissionen

(a) Tallene er ikke nødvendigvis i overensstemmelse med de opgørelsesprincipper, der ligger bag proceduren i Maastricht-traktaten om uforholdsmæssigt store underskud, og som fortsat drøftes med henblik på at blive harmoniseret.

(b) Skøn. (c) Frem til 1989 kun vestlige Tyskland. (d) Lånebehov. (e) Vægtet standardafvigelse

TABEL R6: BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Land	Procent af BNP i løbende priser			
	1987-89 gennemsnit	1990	1991	1992 (a)
Belgien-Luxembourg	2,2	1,9	2,5	2,3
Danmark	-1,7	1,0	1,7	3,3
Tyskland (b)	4,4	3,0	-1,2	-1,3
Grækenland	-3,1	-5,3	-2,1	-2,7
Spanien	-1,2	-3,4	-3,2	-3,4
Frankrig	-0,5	-0,8	-0,5	0,2
Irland	-0,5	0,1	3,4	5,7
Italien	-0,7	-1,3	-1,8	-2,0
Holland	2,5	3,8	3,0	2,6
Portugal	-0,3	-0,3	-1,0	-0,2
England	-2,9	-3,1	-1,1	-2,1
EF				
Gennemsnit	0,4	-0,3	-0,9	-1,0
Spredning (c)	2,6	2,5	1,4	1,7
ERM Oprindelige snævre bånd:				
Gennemsnit	2,0	1,5	-0,2	0,1
Spredning (c)	2,3	1,8	1,4	1,6
USA	-2,7	-1,4	0,2	-1,0
Japan	2,8	1,3	2,5	3,2

Kilder: Nationale data, EF - Kommissionen

(a) Skøn. (b) Frem til 1989 kun vestlige Tyskland. (c) Vægtet standardafvigelse

TABEL R7: MONETÆRE AGGREGATER I BRED FORSTAND (a)

Land	Procentvis ændring mellem 4. kvrt. og 4. kvrt. året før			
	1987-89 gennemsnit	1990	1991	1992 (b)
Belgien	10,2	5,7	9,8	(c) 9,2
Danmark	3,1	8,1	5,6	1,3
Tyskland (d)	5,9	5,6	5,2	9,4
Grækenland	23,9	15,7	10,6	16,9
Spanien	15,2	10,8	11,4	4,9
Frankrig	8,9	8,2	3,9	5,9
Irland	6,8	16,7	5,2	8,3
Italien	8,1	9,6	8,3	5,9
Luxembourg	21,3	25,1	2,1	9,0
Holland	8,9	6,7	5,7	6,3
Portugal	16,1	15,6	14,7	13,4
England	17,1	12,1	6,2	3,7
EF (e)				
Gennemsnit	10,6	9,3	6,9	6,5
Spredning (f)	4,6	3,4	2,8	2,5
ERM Oprindelige snævre bånd: (e)				
Gennemsnit	7,7	6,7	5,1	7,3
Spredning (f)	2,0	2,3	1,0	1,8
USA	4,8	4,0	3,0	1,9
Japan	10,6	9,2	3,1	-0,2

Kilder: Nationale Data; BIS

(a) Følgende aggregater er udvalgt. Belgien M4H; Danmark: M (=M3H); Tyskland: M3; Grækenland: M3; Spanien: ALP; Frankrig: M3; Irland: M3E (=M3H); Italien: M2 (=M3H); Luxembourg: M3H; Holland: M3H; Portugal: L-; England: M4; USA: M2; Japan: M2+CD. EF- og ERM-tallene er beregnet for M3H (harmoniseret aggregat). (b) Delvis skønnet. (c) 3.kvartal/3.kvartal procentvis ændring. (d) Frem til 1989 kun vestlige Tyskland. (e) 1989 BNP-vægte baseret på 1989 PPP-valutakurser (f) Vægtet standardafvigelse.

II. PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG PENGEPOLITISK STYRING I MEDLEMSLANDENE

Der er fuldkommen enighed blandt Fællesskabets centralbanker om, at pengepolitik skal have som sit endelige mål at opnå og at opretholde prisstabilitet. Ikke desto mindre er der forskelle i den måde, den nationale pengepolitik udføres på. I nogle lande opstilles en målsætning for vækst i pengemængde eller indenlandsk pengeskabelse, mens pengepolitikken i andre lande hovedsageligt fastlægges ud fra hensynet til valutakursmålsætningen. I England har myndighederne opstillet en eksplicit inflationsmålsætning, efter at pundets medlemskab af ERM blev suspenderet. Til trods for disse forskelle er pengemarkedsrenter i alle medlemslande dog et vigtigt instrument, endda *nøgleinstrumentet*, i den daglige tilrettelæggelse af pengepolitikken. En stadig mere udbredt brug af markedsorienterede teknikker har herudover i de seneste år fremmet ensartetheden, hvad angår brug af pengepolitiske instrumenter og de procedurer, som medlemslandenes centralbanker benytter til at styre kortfristede markedsrenter med (se annek I for en beskrivelse af de vigtigste ændringer siden starten af første ØMU-fase).

Tabel 6 giver en oversigt over de vigtigste pengepolitiske instrumenter og procedurer i medlemslandene. Tabellen viser, at åbne markedsoperationer i øjeblikket er det vigtigste instrument i de fleste af medlemslandene. Der er imidlertid stadig forskelle mellem landene, især hvad angår brug af reservekrav, betydningen af stående indlåns- og udlånsfaciliteter, som centralbanken tilbyder (såsom adgang til at låne til diskonto, andre former for direkte låneadgang og indlånsfaciliteter), og i hvor ofte centralbanken opererer på markedet. Herudover kan medlemslandenes centralbanker bruge forskellige metoder til at signalere deres intentioner.

1 HOVEDINSTRUMENTER

Centralbanker påvirker pengemarkedsrenter ved at fastsætte vilkårene for de private bankers efterspørgsel efter centralbankreserver. Private banker har brug for reserver enten for at kunne opfylde forpligtelser i forbindelse med afvikling af betalinger eller for at opfylde lovbestemte kasserreservekrav. Der kan dog opstå situationer, hvor centralbankreserverne overstiger bankernes efterspørgsel. I disse tilfælde påvirker centralbanker de korte renter ved at fastsætte de vilkår, på hvilke de tilbyder indlånsfaciliteter, udsteder kortfristet gæld eller sælger aktiver.

I mange lande bidrager *kasserreservekrav* til at skabe eller at forøge efterspørgselen efter centralbankreserver. Herudover kan reservekrav, når de, som det normalt er tilfældet i medlemslandene, kun skal opfyldes i gennemsnit over en periode, tillade bankerne at klare midlertidige likviditetsmangler eller -overskud i markedet uden centralbankintervention og er dermed med til at dæmpe svingningerne i de helt korte rentesatser. Kasserreservekrav pålægger imidlertid aktivitet gennem banksystemet en implicit skat, når de ikke forrentes på markedsvilkår, og anvendelse af sådanne reservekrav kan derfor føre til, at aktiviteterne går

TABEL 6: PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG PROCEDURER

	BELGIEN	DANMARK	TYSKLAND	GRÆKENLAND	SPANIEN	FRANKRIG	IRLAND	ITALIEN	HOLLAND	PORTUGAL	ENGLAND
PERMANENTE PENGE – POLITISK BEGRUNDEDE RESERVEKRAV	NEJ	NEJ	JA	JA	JA	JA	JA	JA	NEJ	JA	NEJ
– Størrelse (% af BNP)(a)	–	–	2,7	3,9	2,0	0,1	1,8	8,0	–	16,1	–
– Forrentning	–	–	Nej	Delvis	Nej	Nej	Under mar- kedsrenter	Delvis	–	Delvis	–
STÅENDE FACILITETER (b)											
– Udlånsfaciliteter til under eller tæt ved markedsrenter (rente)	<input type="checkbox"/> (Under marked)	–	<input checked="" type="checkbox"/> (Under marked)	–	–	–	–	<input checked="" type="checkbox"/> (Tæt ved marked)	<input checked="" type="checkbox"/> (Under marked)	–	–
– Indlånsfaciliteter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	–	–	–	–	<input checked="" type="checkbox"/>	–	–	–	–
– Marginal refinansiering	<input type="checkbox"/>	–	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
ÅBNE MARKEDS – OPERATIONER											
1. Typer (b)											
– Direkte transaktioner (c)	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	–	<input checked="" type="checkbox"/>	–	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
– Genkøbstransaktioner i indenlandske værdipapirer	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
– Valuta – swap transaktioner	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	–	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	–
2. Hyppighed af operationer(d)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
3. Auktionsprocedure (b)											
– mængdelicitation	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	–	<input type="checkbox"/>	–	–	–	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	–
– rentelicitation	<input type="checkbox"/>	–	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	–	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

– Ikke relevant eller ikke brugt

(a) Udestående beløb ultimo 1992.

(b) Betydning mht. at tilføre (eller opsuge) likviditet til (eller fra) markedet: Lav Mellem Høj

(c) Disse inkluderer udstedelse af indlånsbeviser fra centralbankerne i Danmark og Portugal tilfælde, og usikrede dag – til – dag lån i Grækenlands tilfælde.

(d) Omkring én gang om ugen 2-3 gange om ugen Mere end én gang om dagen

uden om bankerne. For at undgå dette foretrækker visse af medlemslandene enten at forrente på markedsvilkår eller ikke at bruge kassereservekrav i den pengepolitiske styring og i stedet bruge andre instrumenter til at frembringe et likviditetsbehov i markedet, når det findes nødvendigt.

Stående faciliteter tilbydes af centralbanker på vilkår, der på forhånd er gjort markedet bekendt, og disse faciliteter kan benyttes på den enkelte private banks initiativ. Sådanne faciliteter spiller fortsat i mange tilfælde en vigtig rolle i reguleringen af forholdene på pengemarkedet og til at signalere de pengepolitiske myndigheders intentioner. Udlånsfaciliteter, der tilbydes til renter under markedsniveau, udgør kun en vigtig del af udbudet af centralbankreserver i Holland - gennem almindelige udlån på den løbende konto - og i Tyskland - gennem rediskontering af handelsveksler. I hovedparten af medlemslandene eksisterer sådanne faciliteter ikke, eller de benyttes ikke i videre omfang. Indskudsfaciliteter tilbydes i nogle få lande til at opsuge likviditetsoverskud med og til tider til at sætte en nedre grænse på meget korte markedsrenter. Endelig tilbyder de fleste centralbanker en overtræksfacilitet til at finansiere likviditetsbehov, der kan opstå mod slutningen af dagen ved clearing. Denne overtræksfacilitet tilbydes typisk på strafrentevilkår og udgør ofte en øvre grænse for de helt korte markedsrenter.

Det har i løbet af det sidste tiår været et fælles træk ved den pengepolitiske styring i Fællesskabet, at den i stadig større udstrækning bygger på *operationer i det åbne marked* i stedet for på stående faciliteter. De fleste af medlemslandenes centralbanker foretrækker i dag åbne markedsoperationer, da disse kan udføres helt på centralbankens eget initiativ, og da de gør brug af markedsmekanismerne ved fordelingen af likviditeten og til at give politiske signaler.

Direkte åbne markedsoperationer udføres i de fleste medlemslande, men er kun et vigtigt pengepolitisk instrument i England, Danmark og Portugal. Over halvdelen af Bank of England's operationer i pengemarkedet består af direkte køb af værdipapirer med forskellig løbetid. Danmarks Nationalbank har siden april 1992 udstedt indskudsbeviser med regelmæssige mellemrum, og renten på indskudsbeviserne styrer markedsrenterne. Indskudsbeviserne kan tilbagekøbes af Nationalbanken, når der er behov for at tilføre likviditet. I Portugal bliver likviditetsoverskud normalt opsuget ved udstedelse af centralbankpapirer. Deutsche Bundesbank er siden den markante lettelse af reservekravene i foråret 1993 begyndt at udstede likviditetspapirer i form af skatkammerpapirer, der kan diskonteres. Disse papirer kan sælges både til ikke-banker og banker.

Genkøbsaftaler i indenlandske værdipapirer er i de fleste medlemslande blevet det vigtigste pengepolitiske instrument til at regulere forholdene på pengemarkedet. Købs- og gensalgshandeler ("repoer"), som består i et køb af værdipapirer ifølge en kontrakt, der også indeholder et tilbagesalg af samme papirer til en fast pris og på en given fremtidig dato, benyttes til at tilføre reserver, mens spejlbilledet salgs- og genkøbsaftaler ("omvendte repoer") bruges til at inddrage likviditet. Fordelen ved denne slags transaktioner er, at de kan udføres hurtigt, og at de ikke har nogen mærkbar effekt på prisen af de aktiver, der benyttes i trans-

aktionerne. Desuden bevarer centralbanken initiativet, hvad angår fastsættelse af beløb, tidspunkt og løbetid for kontrakten, og til at beslutte om kontrakten skal fornyes eller indfries ved udløb.

Swap-transaktioner mod udenlandsk valuta (en samtidig indgåelse af en spot- og en terminsforretning) kan bruges som et instrument i den indenlandske pengepolitiske styring, uden at dette direkte påvirker valutakurserne. Sådanne transaktioner kan være meget fleksible, hvad angår løbetid og beløbsstørrelse. I Irland, hvor disse kan afregnes inden for samme dag, er sådanne transaktioner et vigtigt pengepolitisk instrument. Samme instrument bruges af og til i andre medlemslande, især når centralbanken ønsker at sterilisere virkningen af store kapitalbevægelser på den indenlandske likviditet.

2 HOVEDPROCEDURER

Udførelsen af pengepolitikken varierer mellem medlemslandene, især hvad angår hyppigheden af centralbankoperationer, fastsættelse af omfanget af operationerne og renten på disse, samt valg af modpart til transaktionerne.

Den *hyppighed*, hvormed der anvendes åbne markedsoperationer, er ofte kædet sammen med deres løbetid. Den kan også afspejle de institutionelle forhold, især betydningen af kassereservekrav. I England f.eks., hvor der ikke er kassereservekrav, intervenserer centralbanken ofte på pengemarkedet flere gange i løbet af dagen. I modsætning hertil intervenserer centralbanken i Tyskland, hvor kassereservekrav spiller en vigtig rolle i stabiliseringen af efterspørgselen efter centralbankreserver, typisk kun én gang om ugen. Hyppigheden af centralbankintervention i Frankrig har for nylig haft tendens til at stige, til dels som en følge af nedsættelsen af kassereservekravene. Hyppigheden af centralbankoperationer kan måske delvis i nogle tilfælde afspejle den grad af kontrol, som en centralbank ønsker at have over korte pengemarkedsrenter.

Hvad angår stående faciliteter, bliver rentevilkår forhåndsannonceret af centralbanken og udnyttelsen bestemt af de private bankers efterspørgsel, dog generelt indenfor visse fastsatte grænser. For så vidt angår åbne markedsoperationer, gør forskellige auktionsprocedurer det muligt for centralbanken at fastsætte *rente og/eller beløbsstørrelse* mere fleksibelt. Operationer, hvor de private banker alene afgiver bud på mængden til en på forhånd fastsat rente, bidrager til at tydeliggøre de pengepolitiske hensigter og til at stabilisere markedets forventninger. "Rentetilbuds"-teknikker, hvor private banker afgiver tilbud både på beløbsstørrelse og pris, indebærer, at markedskræfterne får større betydning i rentefastsættelsen. De fleste centralbanker bruger én af disse metoder, selvom nogle, afhængigt af omstændighederne, kan drage fordel ved at skifte mellem de forskellige auktionsformer.

Erfaringerne varierer med hensyn til, i hvilken udstrækning centralbankoperationer sker med alle pengemarkedsdeltagere eller kun med en begrænset kreds. I England og Belgien har hensynet til operationel effektivitet ført disse landes centralbanker til, at de fleste af deres operationer kun udføres med nogle få specialiserede *modparter*. De fleste andre af medlemslandenes centralbanker udfører principielt deres transaktioner med alle markedsdelta-

gere. Store banker og "market makers" kan imidlertid vælges i nogle lande, når centralbanken ønsker en hurtig ændring i markedsrenter gennem finjusteringsoperationer.

3 SIGNALERING AF PENGEPOLITISKE HENSIGTER

Centralbanker gør deres hensigter kendte i markedet hovedsagelig gennem deres "centrale"-rentesatser (se figur 6 side 21). Disse renter er ofte de satser, der anvendes på de stående faciliteter, men det kan også være de rentesatser, til hvilke centralbanken enten tilfører eller opsuger likviditet ved hjælp af åbne markedsoperationer. Nogle medlemslandes centralbanker, f.eks. Irlands, benytter næsten udelukkende en enkelt rentesats både til at styre markedsrenten med og til at give pengepolitiske signaler. Andre benytter flere rentesatser, hvilket kan give mere fleksibilitet både ved udførelsen af operationerne og i signaleringen af pengepolitiske intentioner. I visse tilfælde kan en bestemt rentesats sætte en øvre eller en nedre grænse for markedsrenterne, mens en anden rentesats anvendes til at styre dem. I andre tilfælde kan to rentesatser fastsætte en korridor for de korte markedsatser, som igen styres af centralbankens interventioner på pengemarkedet, således som det er tilfældet i Belgien.

Centralbanker kan også signalere pengepolitiske intentioner ved at ændre på procedurer, især hvad angår auktionsformer og løbetider på markedsoperationer. Nogle centralbanker kan f.eks. skifte fra rentetilbudsauktioner til mængdetilbudsauktioner for at stabilisere markedets forventninger eller for at forstærke virkningen af justeringer i officielle rentesatser, således som Deutsche Bundesbank gjorde i september 1992.

III. INSTITUTIONELLE RAMMER FOR MEDLEMSLANDENES CENTRALBANKER

1. STATUTTER OG UAFHÆNGIGHED

Traktaten om Den Europæiske Union giver et klart mandat til Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) til at fastholde prisstabilitet. For at opfylde dette er det vigtigt, at ESCB's besluttende myndigheder ikke er underlagt instruktioner fra andre organer, som kunne stå i vejen for opnåelsen af denne målsætning.

Som en konsekvens heraf fastsætter ESCB-statutten en række regler, der skal sikre, at systemet vil være uafhængigt i udførelsen af de opgaver, det har fået pålagt. Specielt specificerer statuten, at ECB, de nationale centralbanker og medlemmerne af disses besluttende organer skal udføre deres opgaver uden at modtage instrukser fra nationale eller fællesskabsmyndigheder. Herudover garanterer statutterne, at medlemmer af de besluttende organer har ansættelsestryghed til at udføre deres opgaver. Foruden disse regler om politisk eller institutionel uafhængighed sikres systemets økonomiske og daglige uafhængighed af funktionelle, operationelle og finansielle bestemmelser i statuten.

I overensstemmelse med artikel 108 i Traktaten skal hvert medlemsland sikre, at senest på tidspunktet for ESCB's oprettelse skal det pågældende medlemslands nationale lovgivning, herunder statutterne for medlemslandets egen centralbank, være forenelig med Traktaten og ESCB-statutten.¹ I Artikel 109e(5) bestemmes det, at processen, der skal føre til centralbankernes uafhængighed, skal starte i anden fase. Forbudet mod, at centralbanken giver mulighed for overtræksadgang eller andre former for kreditfaciliteter til den offentlige sektor, som det fremgår af Traktatens artikel 104, skal gælde fra starten af anden fase (se artikel 109e(3) i Traktaten)²

En række lande har allerede besluttet at begynde den proces, der skal føre til centralbankernes fuldstændige uafhængighed. På denne baggrund giver det efterfølgende afsnit en kort oversigt over de i dag gældende institutionelle forhold i de nationale centralbanker i Fællesskabet (se tabel 7). Beskrivelsen her koncentrerer sig om hovedspørgsmålene, mens Annex II giver en mere detaljeret beskrivelse af de nationale forhold.

¹ Denne regel gælder ikke for England, så længe England ikke deltager i tredje fase af ØMU (Se afsnit 5 og 11 af Protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland). Beslutningerne taget af stats- og regeringscheferne ved Edinburgh-topmødet den 11.-12. december 1992 indebærer herudover, at Danmark (som har meddelt, at det ikke vil deltage i tredje fase af ØMU) vil bevare sine nuværende beføjelser med hensyn til pengepolitik i henhold til danske love og forskrifter, herunder Danmarks Nationalbanks beføjelser i pengepolitiske anliggender.

² Med undtagelse af de særregler, der gælder ifølge afsnit 11 i Protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland. Protokollen bestemmer, at den engelske regering kan opretholde sin "Ways and Means"-facilitet hos Bank of England, såfremt og så længe England ikke deltager i ØMU's tredje fase.

TABEL 7: INSTITUTIONELLE RAMMER FOR MEDLEMSLANDENES CENTRALBANKER

	NATIONAL BANK OF BELGIUM	DANMARKS NATIONALBANK	DEUTSCHE BUNDESBANK	BANK OF GREECE	BANCO DE ESPAÑA	BANQUE DE FRANCE
VÆSENTLIGSTE LOVBESTEMTE MÅLSÆTNINGER	Ingen, omend beskyttelse af valutaen under forslået	Opretholde et sikkert og stabilt pengevæsen	Beskytte pengenes værdi	Kontrollere cirkulationen af penge og kredit	Beskytte værdien af pengene	Overvåge penge og kredit
BEMYNDIGET TIL:						
1.- Bestemme valutakurssystem	1 - Regering	1 - Regering	1 - Regering	1 - Regering	1 - Regering	1 - Regering
2.- Sætte mål for pengemængde-vækst	2 - Centralbank (ingen målsætning pt.)	2 - Centralbank	2 - Centralbank	2 - Centralbank	2 - Regering	2 - Sammen med regeringen
3.- Ændring af nøgle-rentesatser	3 - Centralbank	3 - Centralbank	3 - Centralbank	3 - Centralbank	3 - Centralbank	3 - Sammen med regeringen
ANSVARSORÅDER:						
1.- Effektivisering af penge- og valutakurspolitik	1 - Ja	1 - Ja	1 - Ja	1 - Ja	1 - Ja	1 - Ja
2.- Udstedelse af penge	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja
3.- Betalingssystem - ydelser	3 - Ja	3 - Ja	3 - Ja	3 - Ja	3 - Ja	3 - Ja
4.- Bankernes og regeringens bank	4 - Ja	4 - Ja	4 - Ja	4 - Ja	4 - Ja	4 - Ja
5.- Tilsyn med finansielle institutioner	5 - Nej	5 - Nej	5 - Nej	5 - Ja	5 - Ja	5 - Ja
6.- Sørge for finansiell stabilitet	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja
7.- Forvalte officielle reserver	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja
LEDELSE						
UDNÆVNELSE AF GUVERNØR Af:	- Guvernør - Bestyrelse - Styrelsesråd - Censurkomiteen - Generallråd	- Direktion - Repræsentantskab - Bestyrelse - Kgl. Bankkommissær	- Centralbankråd - Direktion - Direktioner for centralbanker i Lånderne	- Generallråd	- Guvernør - Viceguvernør - Generallråd - Eksekutivråd	- Guvernør - Viceguvernør (2) - Generallråd
Udhævnelsesperiode	- Kongen efter indstilling af regeringen - 5 år (Genudnævneelse kan ske)	- Kongen efter indstilling af regeringen - Ingen åremålsbegrænsning	- Forbundspræsidenten efter indstilling af forbundsregeringen efter konsultation med centralbankrådet - Normalt 8 år, minimum 2 år (Genudnævneelse kan ske)	- Regeringen efter indstilling af generallråd - 4 år (Genudnævneelse kan ske)	- Kongen efter indstilling af regeringschefen - 4 år (Genudnævneelse kan ske)	- Ministerråd - Ingen åremålsansættelse
PLANLAGTE ÆNDRINGER	Lovgivning, der forbyder "monetær finansiering", og som sikrer centralbanken uafhængighed i pengepolitiske beslutninger, vedtoges i marts 1993.	Ingen	Ingen	Overvejelse af forslag til udvidelse af centralbankens uafhængighed og ændre statutterne i overensstemmelse med Maastricht-traktaten	Det seneste lovudkast, forelagt parlamentet, omfatter alle Maastricht-traktatens regler vedrørende centralbanker	Regeringen har forpligtet sig til at ændre centralbankens statutter, men intet officielt forslag er blevet fremlagt

TABEL 7 (forsætl.): INSTITUTIONELLE RAMMER FOR MEDLEMSLANDENES CENTRALBANKER

	CENTRAL BANK OF IRELAND	BANCA D'ITALIA	INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS	NEDERLANDSCHE BANK	BANCO DE PORTUGAL	BANK OF ENGLAND
VÆSENTLIGSTE LOVBESTEMTE MÅLSÆTNINGER	Beskytte pengenes integritet	Ingen, omend underforstået beskyttelse af pengenes værdi	At fremme stabiliteten af pengenes værdi	Beskytte pengenes værdi	Opretholde intern monetær stabilitet og valutaens eksterne værdi	Ingen, omend underforstået beskyttelse af pengenes værdi
BEMYNDIGET TIL:	1 - Regering 2 - Centralbank (ingen målsætning pt.) 3 - Centralbank	1 - Regering 2 - Sammen med regeringen 3 - Centralbank	1 - Regering 2 - Ikke relevant 3 - Ikke relevant	1 - Regering 2 - Centralbank (ingen målsætning pt.) 3 - Centralbank	1 - Regering 2 - Centralbank (ingen målsætning pt.) 3 - Centralbank	1 - Regering 2 - Regering 3 - Sammen med regeringen
ANSVARSRÅDER:						
1. - Effektivisering af penge- og valutakurspolitik	1 - Ja	1 - Ja	1 - Ja (delvis)	1 - Ja	1 - Ja	1 - Ja
2. - Udstedelse af penge	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja	2 - Ja
3. - Betalingssystem - ydelser	3 - Ja	3 - Ja	3 - Nej	3 - Ja	3 - Ja	3 - Ja
4. - Bankernes og regeringens bank	4 - Ja	4 - Ja	4 - Nej	4 - Ja	4 - Ja	4 - Ja
5. - Tilsyn med finansielle institutioner	5 - Ja	5 - Ja	5 - Ja	5 - Ja	5 - Ja	5 - Ja
6. - Sørge for finansiell stabilitet	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja	6 - Ja
7. - Forvalte officielle reserver	7 - Ja	7 - Ja (sammen med Det Italienske Valutakontor)	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja	7 - Ja (som agent for regeringen)
LEDELSE	- Bestyrelse	- Guvernør, generaldirektør, 2 vicegeneraldirektører (direktoratet) - Bestyrelse	- Direktion - Råd	- Direktion - Tilsynsførende Råd	- Guvernør - Bestyrelse - Revisionsråd - Rådgivende Komité	- Råd af direktører
UDNÆVNELSE AF GUVERNØR AF	- Præsidenten efter indstilling af regeringen	- Bestyrelse med godkendelse af regeringen	- Storkertugen efter indstilling af ministerrådet	- Indstilles på fælles møder af direktion og tilsynsførende råd og udnævnes af Kongen på forslag af ministerrådet	- Ministerrådet efter indstilling af finansministeren	- Kongen efter indstilling af premierministeren
Udnævnelsesperiode	- 7 år (Genudnævnelse kan ske)	Uden fast åremål	- 6 år (Genudnævnelse kan ske)	- 7 år (Genudnævnelse kan ske)	- 5 år (Genudnævnelse kan ske)	- 5 år (Genudnævnelse kan ske)
PLANLAGTE ÆNDRINGER	Et lovforslag, der omfatter ændringer i centralbankloven, vil blive fremlagt i parlamentet ved udgangen af 1993	- Et lovforslag om ophævelse af enhver form for udlån til finansministeriet og beføjelse til at fastsætte bundne kassereservekrav - Andre institutionelle ændringer, der kræves, for at opfylde Maastricht-traktaten, er under overvejelse	Lovforslag er under udarbejdelse i IML, der vil omfatte de ændringer, Maastricht-traktaten kræver	Ændringer af lovgivning, som krævet til anden fase, vil sandsynligvis blive fremlagt for sommeren 1993	Ændring, der vil forbyde, at skatkammerbeviser overtages ved udstedelse. Institutionelle ændringer, der kræves af Maastricht-traktaten, vil blive gennemført indenfor den foret skrevne tidstabel	Ingen. Ændringer vil blive nødvendige, hvis England deltager i tredje fase

2. CENTRALBANKERNES MÅL OG OPGAVER

Ikke alle medlemslandenes centralbanker har en klar lovfæstet målsætning for udførelsen af pengepolitikken. Ikke desto mindre er der enighed blandt centralbankerne om, at hovedmålsætningen for pengepolitikken er at sikre pengenes værdi eller med andre ord at opnå prisstabilitet. Selv i de tilfælde, hvor dette ikke er en lovfæstet forpligtelse, forudsættes det at være en fundamental pengepolitisk målsætning.

Medlemslandenes centralbankers hovedopgave er forholdsvis ensartede. Alle centralbanker har ansvaret for udførelsen af pengepolitikken og for valutamarkedsoperationer. Herudover er det typiske, at medlemslandenes centralbanker udsteder sedler, er de private bankers bank, udfører opgaver for staten som fiskal agent, varetager placeringen af valuta-reserverne og har opgaver i forbindelse med betalingssystemer. Centralbanker har også i almindelighed et præcist mandat til at sikre finansiel stabilitet. De fleste centralbanker har lovmæssigt ansvar for banktilsyn med Belgien, Danmark og Tyskland som undtagelser.

3. UDFØRELSEN AF PENGE- OG VALUTAKURSPOLITIK

Selv om der er bred overensstemmelse, hvad angår hovedopgaver, er der væsentlige forskelle mellem centralbankernes ansvar i forbindelse med tilrettelæggelsen og udførelsen af pengepolitikken.

Formulering og udførelse af pengepolitik

Graden af reel uafhængighed for centralbanken varierer betydeligt, hvad angår formuleringen af pengepolitikken, f.eks. i fastsættelse af kvantitative målsætninger. Denne er ikke blot afhængig af konkret lovfæstede regler, men er også afhængig af historiske traditioner og den praksis, der er udviklet over en lang periode. De nationale erfaringer varierer over et spektrum spændende fra, hvor centralbanken har fuldstændig diskretion som i Tyskland, til mellemtilfælde, hvor der er betydelig autonomi i den praktiske udførelse, men hvor regeringen har visse rettigheder, enten lovfæstede eller gennem skik og brug til at påvirke eller tage beslutninger; og endelig til de tilfælde, hvor regeringen har hovedansvaret for formuleringen af politikken, og hvor centralbanken har en rådgivende rolle.

Graden af frihed til at ændre officielle rentesatser er afgørende ved fastlæggelse af en centralbanks uafhængighed. Juridisk set har hovedparten af medlemslandenes centralbanker retten til at ændre nøglesatser. Der er imidlertid i nogle lande en vigtig forskel med hensyn til de juridisk fastsatte regler og den praktiske udførelse med det resultat, at regeringer er tæt involveret i de vigtigste beslutninger. I England f.eks. har regeringen traditionelt haft ansvaret for fastlæggelsen af politikken, idet den dog udfører den i samråd med centralbanken. I Frankrig bliver pengepolitiske beslutninger taget i fællesskab med regeringen.

Centralbanker har normalt betydelig frihed til at vælge sammensætningen af pengepolitiske instrumenter og de teknikker, de vælger at benytte i deres aktiviteter på pengemarkedet. I Tyskland f.eks. fremgår sættet af instrumenter af centralbankens statutter. In-

denfor disse rammer er der fuldkommen frihed til at anvende instrumenterne. En generel undtagelse gælder for brugen af kassereservekrav i medlemslandene. Da reservekrav har finansielle konsekvenser, hvis de ikke forrentes på markedsvilkår, gælder det, at regeringen ofte har indflydelse på f.eks. den maksimumssats, der kan fastsættes, og på definitionen af de finansielle instrumenter, der skal pålægges kassereservekrav.

Valutakurssystem

De fleste af Fællesskabets lande deltager i valutakurssamarbejdet (ERM) og i flere lande - Belgien, Holland, Irland, Luxembourg og Portugal - er valutakursen det eneste mellemål for pengepolitikken.

Beføjelserne til at beslutte, om et land skal deltage eller ej i et valutakurssamarbejde, som f.eks. EMS'en, ligger i alle medlemslande hos regeringen. Dette gælder også beslutninger om ændring af centralkurser. Centralbanken har dog ofte betydelig handlefrihed, hvad angår den daglige udførelse af valutakurspolitikken. De fleste centralbanker har f.eks. fuld frihed til at foretage interventioner med undtagelse af Frankrig, hvor Banque de France styrer bevægelser i franc-kursen i overensstemmelse med de af finansministeriet udstedte generelle retningslinjer, og England, hvor Bank of England handler som agent for finansministeriet.

Politiske myndigheders rolle

I adskillige lande findes legale bestemmelser, som kan begrænse centralbankens uafhængighed, når den foretager beslutninger, selvom disse bestemmelser aldrig har været anvendt i praksis. I Holland gælder det f.eks., at finansministeren har ret til at give direktiver til centralbanken, selvom der er strenge sikkerhedsbestemmelser, der begrænser denne ret. Der findes f.eks. en appellmulighed og en bestemmelse, der gør det muligt for centralbanken at offentliggøre sin mening. I Belgien ophævedes i marts 1993 regeringskommissærens og finansministerens ret til at nedlægge veto mod de af centralbankens beslutninger, der angår dens hovedområde. I Tyskland kan forbundsregeringen udsætte pengepolitiske ændringer med op til to uger, men herefter gælder Bundesbankbeslutningen.

For andre centralbanker gælder det også, at der findes officielle tilsynsførere eller kommissærer udpeget af regeringen, hvis hovedopgave det er at kontrollere, at legale forpligtelser overholdes. Formelle beføjelser er forskellige. I Frankrig f.eks. sidder den tilsynsførende i generalrådet og kan modsætte sig beslutninger, hvilket indebærer, at en beslutning skal genovervejes. I Grækenland gælder det, at den regeringskommissær, der sidder i bestyrelsen uden stemmeret, kan nedlægge veto mod beslutninger, dog kun hvis han finder, at de strider mod landets love.

Repræsentanter for regeringen sidder i den spanske centralbanks generalråd og har samme stemmerettigheder som andre medlemmer.

4. UDNÆVNELSESPROCEDURER FOR CENTRALBANKCHEFER

Politiske myndigheder har en vigtig rolle ved udnævnelsen af medlemmer til de vigtigste af de besluttende organer i medlemslandenes centralbanker. En komplet beskrivelse af de enkelte landes procedurer findes i annekts II. For at forenkle beskrivelsen koncentrerer dette afsnit sig om udnævnelse af centralbankchefer, som vil blive medlemmer af Rådet for EMI og for ECB's Styrelsesråd eller Generelle Råd.

Centralbankchefer bliver normalt udpeget af et lands statsoverhoved efter indstilling fra regeringen, eller regeringen foretager selv udpegelsen. De vigtige undtagelser er her Italien, hvor det er bestyrelsen, der foretager udnævnelsen, selvom regeringen skal godkende den, og Holland, hvor det er centralbanken selv, der indstiller personen, mens den formelle udnævnelse sker ved kongelig udnævnelse. I Tyskland bliver centralbankrådet officielt konsulteret før en person indstilles.

Udnævnelsesperioder varierer betydeligt i de forskellige lande. På den ene fløj findes Frankrig og Danmark, hvor der ikke er nogen fast udnævnelsesperiode, og i princippet kan udnævnelsen tilbagekaldes på ethvert tidspunkt. Italien er ude på den anden fløj. Her sker udnævnelse, uden at der fastsættes en bestemt embedsperiode. For de resterende centralbanker gælder det, at udnævnelsesperioderne normalt er på fra fire år i Grækenland og Spanien til otte år i Tyskland (udnævnelsesperioder kan være kortere i Tyskland, dog ikke kortere end to år). Genudnævnelse kan ske i disse lande. Den gældende praksis kan sammenlignes med ESCB-bestemmelsen om, at udnævnelsesperioden for et medlemslands centralbankchef skal være på mindst fem år (dog kan der ske genudnævnelse). Medlemmer af ECB's Direktion vil blive udpeget for otteårs perioder, og der kan ikke ske genudnævnelse.

5. FREMTIDIGE ÆNDRINGER I CENTRALBANKLOVGIVNINGEN

Som omtalt ovenfor skal der ske ændringer i centralbanklovgivningen. Før starten på anden fase skal national lovgivning være i overensstemmelse med Traktatens bestemmelser om forbud mod "monetær finansiering" af budgetunderskud. Før begyndelsen på tredje fase skal alle centralbanker være gjort uafhængige.³

I Belgien vedtoges ny lovgivning i marts 1993, der indeholder bestemmelser herom. I en række lande er de nationale statutter for centralbanken ved at blive grundigt revideret, og forslag om ændringer er under drøftelse. I nogle tilfælde er disse overvejelser nået langt. I Spanien har man i parlamentet fremlagt lovforslag med henblik på ikrafttrædelse fra den 1. januar 1994. I Grækenland er et lovforslag blevet udarbejdet, og det forventes, at det vil blive forelagt parlamentet af regeringen til vedtagelse i løbet af 1993.

³ Se foranstående fodnoter 1 og 2.

IV. CENTRALBANKCHEFKOMITEENS AKTIVITETER OG FORBEREDELSE AF OVERGANGEN TIL ØMU

1. CENTRALBANKCHEFKOMITEENS AKTIVITETER

I sidste årsberetning fandtes en detaljeret beskrivelse af Centralbankchefkomiteens funktioner og opgaver samt af dens organisatoriske opbygning. De faste opgaver, der beskrives i dette afsnit, dækker en lang række af emner så som koordinering af pengepolitik, overvågning af udviklingen i EMS, overvågning af det private ECU-marked, spørgsmål i forbindelse med banktilsyn og forholdet til tredjelande.

Endnu en opgave er blevet føjet til ved det mandat, som Det Europæiske Fællesskabs Råd gav i 1992 til at forberede overgangen til ØMU'ens anden og tredje fase. Det forberedende arbejde på dette område, som beskrives i andet afsnit af dette kapitel, nødvendiggjorde en tilpasning af Komiteens organisation.

Ved udførelsen af disse opgaver var Komiteen i tæt kontakt med andre af Fællesskabets institutioner, og der etableredes kontakter til de private banker vedrørende nogle af arbejdsområderne.

1.1 Samordning af pengepolitikken

Centralbankchefkomiteens mandat går ud på at fremme koordineringen af pengepolitikken "med henblik på at opnå stabile priser som en nødvendig forudsætning for, at Det Europæiske Monetære System kan fungere tilfredsstillende, og at systemets målsætning, den monetære stabilitet, kan gennemføres". Dette arbejde sker inden for den fælles ramme for overvågning af pengepolitik, som blev indført ved starten på ØMU'ens første fase i midten af 1990.

Indenfor denne ramme har Komiteen regelmæssigt overvåget den monetære og økonomiske udvikling i Fællesskabet ved de månedlige møder. En mere detaljeret og fremadskuende analyse ("ex ante analyse") blev foretaget i efteråret, før de nationale myndigheder tog endelig beslutning om fastsættelse af deres pengepolitiske mål. Komiteen vurderede især, om de nationale pengepolitiske målsætninger, således som de afspejledes i fastsættelsen af pengepolitiske målsætninger, var konsistente med den overordnede målsætning om en nedadgående konvergens for inflationstakter i hele Fællesskabet. Den fremadskuende vurdering, som fandt sted i december 1991, blev suppleret med en "ex post"-overvågning i foråret, som sammenholdte den økonomiske og monetære udvikling med skønnene fra tidligere. Årsagerne til afvigelser blev undersøgt, og behovet for at ændre den økonomiske politik blev vurderet.

"Ex ante" og "ex post"-vurderingerne baserer sig på nogle fælles indikatorer, som er indbyrdes konsistente. Økonomiske nøgletal, der dækker hele Fællesskabets område, spiller her en vigtig rolle. For at opnå, at de nationale skøn, der er grundlaget for den fremadskuende vurdering, bliver konsistente, opstilles fælles forudsætninger for skøn for den økonomiske og finansielle udvikling uden for Fællesskabet. Det analytiske fundament for

overvågningen revurderes ofte og forbedres. Dermed sikres det, at den valgte metode er passende givet de hurtige ændringer inden for det økonomiske og finansielle område. For nylig har man f.eks. studeret udviklingen i finansielle aktiver og passiver, der holdes på tværs af landegrænser. Dette er sket, fordi sådanne aktiver normalt ikke inkluderes i de traditionelle pengemængdemål (se boks 3).

Herudover studerede Centralbankchefkomiteen nøje udviklingen i medlemslandenes offentlige finanser og betydningen for pengepolitikken. Rapporten herom, som udfærdiges én gang om året, blev fremsendt til finansministrene.

1.2 Overvågning af udviklingen i EMS

En af Centralbankchefkomiteens hovedopgaver er at overvåge udviklingen i EMS. Dette sker ved regelmæssige månedlige vurderinger af udviklingen på valutamarkederne og af renteutviklingen samt ved analyse af alle de faktorer, inklusive politiske indgreb, som påvirker udviklingen i valutakurssamarbejdet i EMS.

Efter starten på første fase af ØMU i midten af 1990 er den månedlige vurdering af udviklingen blevet suppleret med en årlig analyse af, hvorledes EMS fungerer. I 1992 koncentrerede analysen sig om den seneste uro på valutamarkederne (se kapitel I). Herudover studerer Komiteen i øjeblikket, hvilken lære der kan drages af den seneste udvikling. Dette er i overensstemmelse med det mandat, som Komiteen fik af Det Europæiske Råd på det ekstraordinære møde i Birmingham den 16. oktober 1992.

1.3 Tilsyn med det private ECU-marked

Siden 1984 har man årligt studeret udviklingen på det private ECU-marked. Disse studier har vurderet den monetære virkning af nationale myndigheders og af Fællesskabets institutioners brug af private ECU samt af brugen i den private sektor. Herudover har man vurderet de legale og administrative rammer, indenfor hvilke brugen af privat ECU finder sted. Komiteen har også studeret ECU-clearing systemet, og for tiden undersøger man, hvorledes den reform, som ECU-bankforeningen vedtog i februar 1992, implementeres. Disse reformer skulle bringe systemet op på et sikkerhedsniveau, der svarer til de krav, der fremgår af rapporten fra "The G10 Committee on Interbank Netting Schemes" fra 1990 (den såkaldte "Lamfalussy-rapport").

1.4 Spørgsmål vedrørende banktilsyn

I det forløbne år har Komiteen koncentreret sig om tre spørgsmål i relation til banktilsyn.

For det første har man studeret virkningen af implementeringen af Andet Bankharmoniseringsdirektiv for etableringen af det indre marked for bankvirksomhed. Dette direktiv trådte i kraft den 1. januar 1993. Ifølge direktivet har kreditinstitutter, autoriseret i ét

Boks 3: INDLÅN OVER LANDEGRÆNSERNE

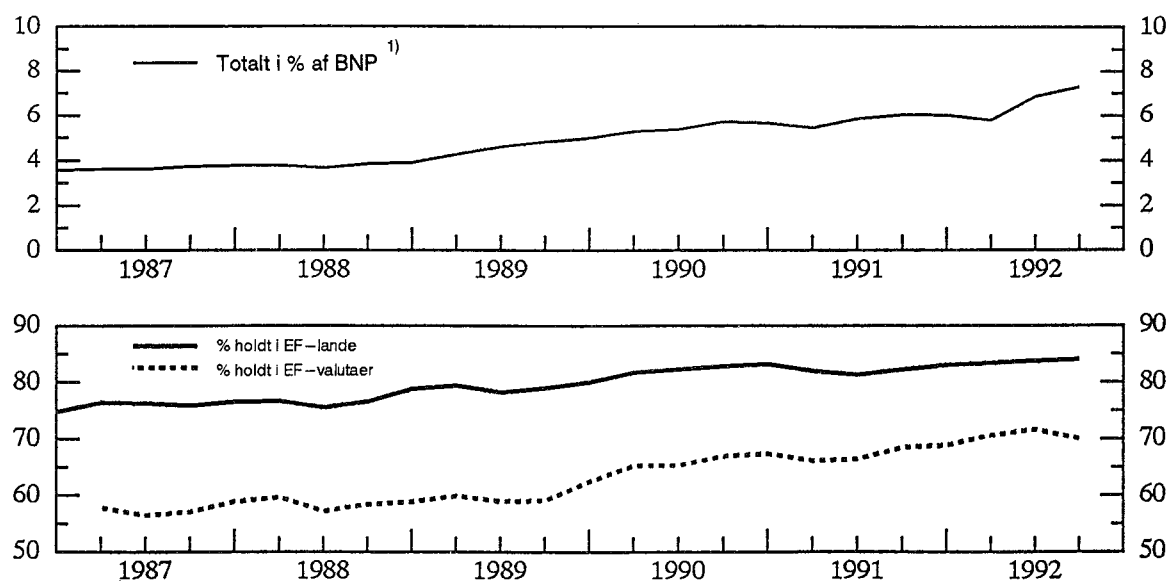
Indlån over landegrænserne (IOL) defineres som indlån fra ikke-banksektoren i banker lokaliseret i andre lande end indskyderens hjemland. Der kan ligge flere grunde bag beslutningen om at placere indskud i udlandet. Disse inkluderer undgåelse af faktisk eller forventede indenlandske reguleringer, såsom reservekrav eller beskatning af kapitalindkomst, reduktion i transaktionsomkostningerne og spredning af landerisiko.

Økonomisk og finansiell integration har ledt til en stadig stigning i IOL for indlændinge i Fællesskabet, således som vist i figuren. Der er dog markante nationale forskelle både med hensyn til størrelsen af IOL og mønsteret for deres vækst. Disse forskelle er forbundet til særlige karakteristika ved de nationale finansielle systemer, såsom betydningen af finansielle infrastrukturer og virkningen af indenlandsk regulering. I forhold til det nationale BNP har indlændinge i Belgien, Tyskland, Irland, Holland og England holdt IOL over Fællesskabets gennemsnit.

Figuren viser også andelen af IOL, som indlændinge i Fællesskabet har med banker lokaliseret inden for EF, og andelen af totalen denomineret i Fællesskabets valutaer (eksklusive danske kroner, græske drachmer, spanske pesetas og portugisiske escudos for hvilke data ikke findes). Den høje værdi af begge disse andele i hele perioden skyldes den stærke integration mellem Fællesskabets lande på det finansielle og monetære område.

Til trods for den hurtige ekspansion i de seneste år repræsenterer IOL stadig en relativ lille del af monetære aktiver hos indlændinge i Fællesskabet. Traditionelle monetære aggregater har derfor bevaret deres analytiske anvendelighed. Efterhånden som den finansielle integration skrider ydeligere frem, kan IOL dog få stigende betydning.

INDLÅN OVER LANDEGRÆNSERNE FRA IKKE-BANKER I EF



1) Skøn for BNP i 1992

medlemsland, fået ret til frit at oprette filialer og tilbyde tjenesteydelser i hele Fællesskabet uden at skulle opnå yderligere autorisation i værtslandet. Ifølge det grundlæggende princip om hjemlandskontrol falder ansvaret for tilsyn på myndighederne i det land, hvor kreditinstituttet er autoriseret. For effektivt at implementere dette princip skal samarbejdet styrkes mellem på den ene side tilsynsmyndighederne i "hjemlandet" og på den anden side tilsynsmyndighederne i værtslandet. For at opnå dette er der indgået bilaterale aftaler, i hvilke de praktiske retningslinjer er fastlagt for tilsynet med filialer af kreditinstitutter, der er etableret i andre medlemsstater.

For det andet har Centralbankchefkomiteen defineret en række principper, som kan anvendes for at overvåge og føre tilsyn med konglomerater, hvori der indgår en bank. Komiteen undersøgte også, i hvilken udstrækning der kunne forekomme "tilsynsmæssig arbitrage" ved udførelsen af forskellige aktiviteter indenfor et konglomerat, og i hvilken udstrækning mangelen på gennemskuelighed i en koncernstruktur kunne forøge vanskelighederne med at vurdere risiciene for koncernen som helhed. Komiteen enedes om at opfordre til diskussion mellem banktilsynsmyndigheder og andre tilsynsmyndigheder med henblik på at undersøge muligheden for samarbejde og for at opnå større ensartethed i tilrettelæggelsen af de forskellige former for tilsyn. Resultatet af Komiteens overvejelser blev bekendtgjort til EF's Rådgivende Bankudvalg og til Baselkomiteen for Banktilsyn, for at disse komiteers diskussioner kunne fremmes.

For det tredje har Centralbankchefkomiteen, ligesom en række andre komiteer, undersøgt, hvilken lære man kan drage af sagen vedrørende Bank of Credit and Commerce International (BCCI). I særlig grad har man studeret Bingham-rapporten samt betydningen for EF-lovgivningen af Baselkomiteens notat "Minimum standards for the supervision of international banking groups and their cross-border establishments".

Herudover har Centralbankchefkomiteen studeret følgende emner: fordele og begrænsninger ved centrale kreditregistre, som i dag eksisterer i flere medlemslande, og hvorledes den information, disse registre indeholder, kan blive delt mellem de forskellige medlemslandes tilsynsmyndigheder. Ligeledes har man undersøgt, hvilke tegn der findes på sårbarhed i den finansielle sektor og de problemer, dette indebærer for tilsynsmyndighederne.

1.5 Samarbejde med andre EF-organer

Centralbankchefkomiteen har opretholdt nær kontakt med flere af Fællesskabets institutioner.

For det første blev Europa-Parlamentet ved flere lejligheder informeret om Centralbankchefkomiteens arbejde. Formanden for Komiteen var i april 1992 til høring i Europa-Parlamentets Udvalg for Økonomiske og Monetære spørgsmål og Industripolitik angående det forberedende arbejde før overgangen til anden og tredje fase af ØMU. Underkomiteen om Monetære Spørgsmål blev også informeret om Centralbankchefkomiteens arbejde.

Formanden forelagde i december 1992 Komiteens første årsberetning for Europa-Parlamentet i et plenarmøde.

For det andet deltog formanden i adskillige møder i ECOFIN-Rådet, som omhandlede enten multilateral overvågning af medlemslandenes økonomiske politik, eller andre områder af relevans for Komiteens arbejde. Herudover deltog centralbankcheferne i ECOFIN-Rådets uformelle møder, hvilket skabte mulighed for en udveksling af synspunkter om balancen mellem penge-, finans- og andre former for økonomisk politik, såvel som spørgsmål vedrørende EMS og monetære forbindelser til tredjelande. Desuden blev Rådet informeret, om de fremskridt Centralbankchefkomiteen havde gjort i forberedelserne til de senere faser af ØMU. I december 1992 blev Komiteen konsulteret, da Rådet genovervejede visse bestemmelser i Rådets direktiv om liberalisering af kapitalbevægelser.⁴

For det tredje er det nære samarbejde med EF-Kommissionen blevet fortsat. Repræsentanter for Kommissionen deltog i Centralbankchefkomiteens og Stedfortræderkomiteens møder samt i møder i underkomiteer og arbejdsgrupper. Centralbankchefkomiteen deltager gennem udsendte repræsentanter fra de nationale centralbanker i Kommissionens rådgivende komité vedrørende spørgsmål om betalingssystemer.

For det fjerde har Centralbankchefkomiteen bidraget til Udvalget for Penge-, Kreditmarkeds- og Betalingsbalancestatistik nedsat ved en rådsbeslutning i februar 1991. En medarbejder fra Sekretariatet har status som permanent observatør i dette udvalg. Centralbankchefkomiteen blev i april 1992 konsulteret vedrørende Kommissionens forslag til program for statistik for de næste fem år.

Endelig har Centralbankchefkomiteen nøje fulgt Den Monetære Komité's arbejde. Forbindelsen til denne komité sikres af repræsentanter for centralbankerne, som i de fleste tilfælde er centralbankchefernes stedfortrædere.

1.6 Forhold til centralbanker uden for Fællesskabet

Indenfor Centralbankchefkomiteens rammer sker der en regelmæssig udveksling af information om udviklingen på valutamarkedene mellem Fællesskabets centralbanker og centralbankerne i USA, Japan, Canada, Norge, Sverige, Finland, Østrig og Schweiz. Denne såkaldte "koncertationsprocedure" indebærer også, at relevante data udveksles og indsamles, inklusive data om intervention og om andre officielle valutatransaktioner.

Ifølge en aftale fra 1984 foretages der regelmæssige konsultationer med Norges Bank vedrørende spørgsmål af fælles interesse. De bilaterale swap-aftaler, som blev indgået i december 1990 mellem Fællesskabets centralbanker og Norges Bank, blev fornyet for endnu et år, da disse udløb den 31. december 1992. I juli 1992 blev et lignende arrangement

⁴ Den såkaldte "monetære sikkerhedsklausul", som findes i artikel 3 i Rådsdirektiv (88/361/EØF) af 24. juni 1988, skulle genovervejes før 31. december 1992.

aftalt med Suomen Pankki, den finske centralbank; samtidig indgik Fællesskabets centralbanker og den finske centralbank bilaterale aftaler om swap-arrangementer. Ligesom det gælder for Norge, giver disse swap-aftaler Suomen Pankki adgang til kortfristede kreditter med henblik på at gennemføre dens valutakurspolitik, og de indeholder samme regler og betingelser. Alle disse aftaler blev opretholdt, selvom Finland (i september 1992) og Norge (i december 1992) ophørte med at knytte deres valutaer til ECU.

Komiteen har på baggrund af aftalerne om et Europæisk Økonomisk Samarbejdsområde (EØS) også opstillet rammer for det tekniske samarbejde om statistik med centralbankerne i EFTA-landene.

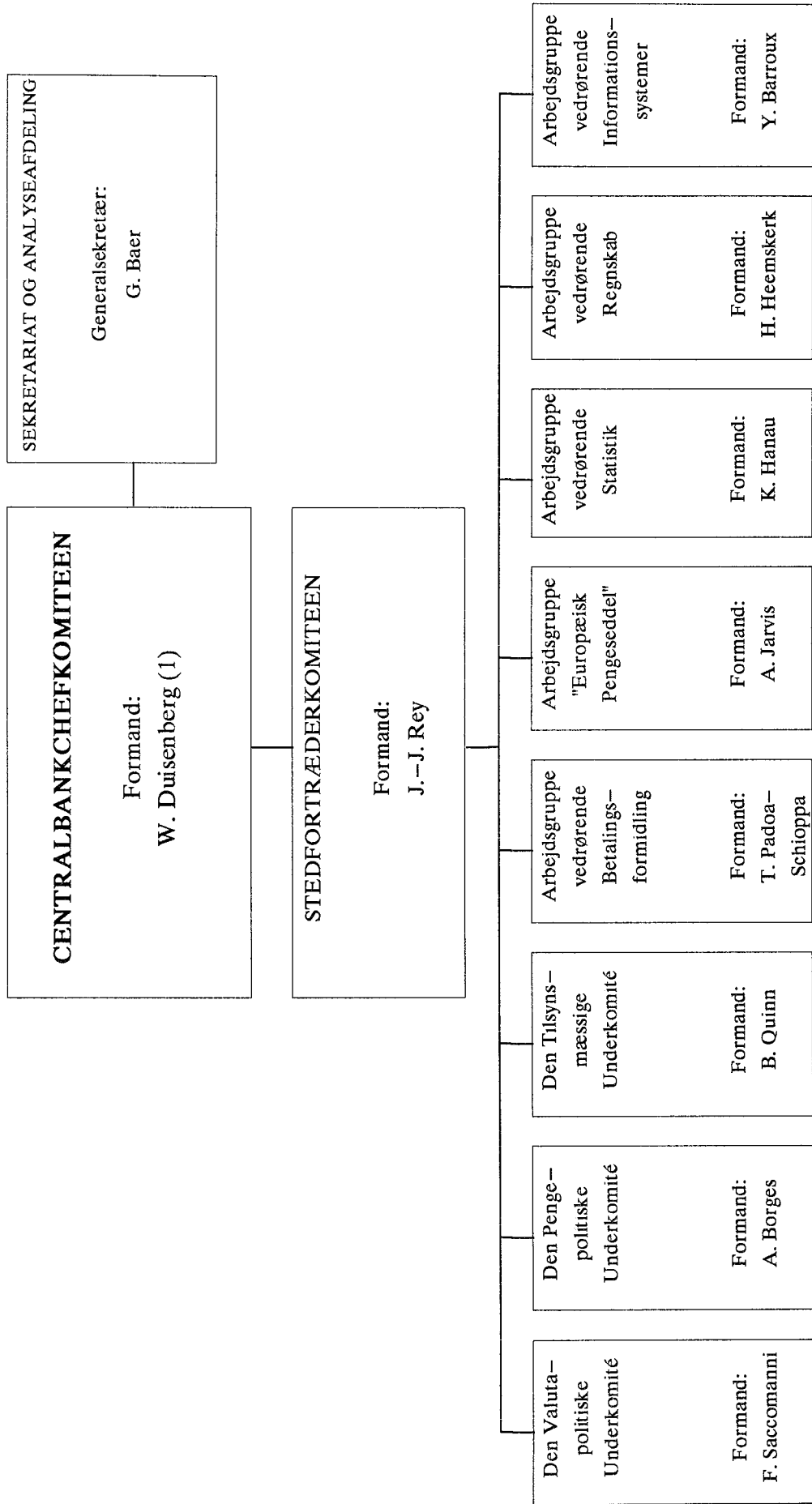
1.7 Ændringer i Komiteens organisation

Centralbankchefkomiteen assisteres af Stedfortræderkomiteen, underkomiteer og arbejdsgrupper samt af Sekretariatet og Analyseafdelingen. Den organisatoriske struktur, som skabtes ved starten på første fase, blev beskrevet i den første årsberetning. Denne struktur blev yderligere styrket i 1992 for at bidrage til fastlæggelsen af grundlaget for overgangen til anden og tredje fase af ØMU.

Komiteen oprettede fire nye arbejdsgrupper indenfor følgende områder: Udstedelse og trykning af en europæisk pengeseddel, statistik, informationssystemer, og regnskabsmæssige spørgsmål. Desuden besluttede Komiteen at udvide mandatet for Arbejdsgruppen om Betalingsystemer i EF, som var blevet oprettet i 1991 på ad hoc-basis. Arbejdsgruppernes opgave er at forberede Centralbankchefkomiteens diskussioner om de respektive spørgsmål, som de af Komiteen har fået mandat til at undersøge. Møderne i arbejdsgruppen vedrørende statistik har også deltagelse af repræsentanter for centralbankerne i EFTA-landene. Til at assistere denne arbejdsgruppe er der oprettet to ekspertgrupper indenfor henholdsvis monetær og bankstatistik samt betalingsbalancestatistik. Disse grupper skal videreudvikle det arbejde, der for øjeblikket udføres af EF-Kommissionen (Statistik Kontoret).

Det forberedende arbejde har også nødvendiggjort en udvidelse af Sekretariatet og af Analyseafdelingen for at kunne tilfredsstille de stigende krav om sekretariatsbistand og analyse. Personalet steg fra nitten i april 1992 til otteogtyve i april 1993. For at lette den interne arbejdstilrettelæggelse blev der oprettet to overordnede stillinger, for henholdsvis Sekretariatet og Analyseafdelingen. Begge disse er underlagt Komiteens generalsekretær. Den organisatoriske struktur i Centralbankchefkomiteen er vist i figur 8.

FIGUR 8: ORGANISATIONSDIAGRAM FOR KOMITEEN AF DIREKTIONSFORMÆND FOR CENTRALBANKERNE I EF'S MEDLEMSSTATER



(1) Afløste E. Hoffmeyer med virkning fra 1. januar 1993.

2. FORBEREDELSE AF OVERGANGEN TIL ANDEN OG TREDJE FASE AF ØMU

2.1 Tidstabel og generelle principper

Traktaten om Den Europæiske Union fastsætter, at Centralbankchefkomiteen og Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde (EMCF) skal efterfølges af Det Europæiske Monetære Institut (EMI). Under forudsætning af ratifikation af Traktaten skal Institutet etableres og vil begynde at fungere fra starten på anden fase den 1. januar 1994. EMI's opgave er at bidrage til opfyldelsen af de betingelser, der kræves for overgangen til den tredje og endelige fase af ØMU. For at opnå dette skal EMI især yderligere styrke koordineringen af de enkelte landes pengepolitik, forberede oprettelsen af ESCB og tilrettelæggelsen af en fælles pengepolitik samt indførelsen af en fælles mønt i tredje fase, og overvåge ECU'ens udvikling.

Ifølge Traktaten skal EMI senest ved udgangen af 1996 fastlægge de nødvendige vedtægtsmæssige, organisationsmæssige og logistiske rammer, for at ESCB kan udføre sine opgaver. Det grundige forberedelsesarbejde af dette vil kræve megen tid. Der må skabes enighed om en meget lang række af spørgsmål, for at det kan blive muligt på effektiv vis at føre én fælles pengepolitik fra første dag af starten på tredje fase. De spørgsmål, der skal afklares, drejer sig ikke kun om oprettelse af ESCB og dens "modus operandi", men også spørgsmål om tekniske krav til et fælles pengemarked inden for fællesmøntområdet. Særlig inden for nogle områder må fastlæggelse af begreber og udførelse af beslutninger forventes at være stærkt tidskrævende. Disse omfatter: det begrebsmæssige fundament for en fælles pengepolitik og metoderne for udførelsen, inklusive valget af passende pengepolitiske instrumenter; forberedelse af sedler denomineret i ECU; sammenkædning af betalingssystemer inden for et fællesmøntområde; etableringen af et fælles statistikgrundlag; og de organisatoriske aspekter af ESCB, såsom harmonisering af regnskabsmetoder og etablering af en infrastruktur for informationssystemer. Hellere end at vente på etableringen af EMI blev det anset for sikrest så tidligt som muligt at begynde det forberedende arbejde inden for disse områder sideløbende med forberedelsen af anden fase.

Som et første skridt identificerede Centralbankchefkomiteen alle de spørgsmål, der skulle undersøges på et tidligt stadium, og et arbejdsprogram blev fastlagt frem til udgangen af 1993. Derefter blev arbejdsmetoder fastlagt og Komiteens organisatoriske struktur tilpasset. Specialmandater blev givet til eksisterende underkomiteer, arbejdsgrupper blev nedsat inden for specielle områder, og Sekretariatet og Analyseafdelingen blev udvidet. Det egentlige arbejde startede i andet halvår 1992. Det meste af dette arbejde har bestået af indsamling af konkrete data, som skal give grundlag for detaljeret overvejelse af hvilke løsningsmuligheder, man vil have på et senere stadium. Ligesom tidligere vil Komiteen (og senere EMI) regelmæssigt rapportere til Fællesskabets myndigheder, om hvilke fremskridt man har gjort.

Offentligheden vil blive informeret både gennem regelmæssige og specielle publikationer. Kontakter er etableret med de private banker om betalingssystemer og vil blive fortsat.

2.2 Forberedelse af anden fase

Etablering af EMI

Det forberedende arbejde har indtil videre koncentreret sig om de hovedopgaver, EMI vil få overdraget den 1. januar 1994.

For det første skal EMI styrke koordineringen af pengepolitikken med henblik på at sikre prisstabilitet. En tæt koordinering af landenes nationale pengepolitik vil være afgørende for en smidig overgang til en fælles pengepolitik. Koordineringen af landenes pengepolitik gennem EMI vil bygge på de eksisterende overvågningsprocedurer, og Komiteen er i færd med at undersøge, hvorledes disse eksisterende procedurer kan blive yderligere forbedret samtidig med, at det må tages i betragtning, at pengepolitikken forbliver de enkelte landes ansvar i anden fase.

For det andet har EMI som mandat at "lette anvendelsen af ECUen og overvåge udviklingen af ECU-clearingssystemet, herunder om dette system fungerer smidigt". Centralbankchefkomiteen diskuterer i øjeblikket de krav, EMI må formodes at skulle opfylde for at udføre dette mandat.

For det tredje arbejdes der på at klargøre de tekniske aspekter af EMI's operationelle funktioner. De opgaver, der for tiden udføres af EMCF, vil blive suppleret med nye. EMI vil overtage EMCF's administration af EMS-mekanismerne (den ultrakorte kreditfacilitet, den kortfristede monetære støttemekanisme og udstedelse af ECU i forbindelse med EMS-aftalerne) samt administrationen af lånoptagelse og udlån, som Fællesskabet har indgået aftale om under den mellemfristede finansielle støtteordning. Nye operationelle opgaver omfatter styringen af valutareserver som agent for og efter anmodning fra nationale centralbanker. Disse aktiviteter vil blive styret af regler, der skal sikre, at de ikke kommer i konflikt med de enkelte landes penge- og valutakurspolitik.

Endelig overvejer Komiteen den institutionelle, organisatoriske og tekniske opbygning af den ny institution. Indledende studier af EMI's personalepolitik er blevet igangsat (inkl. en skitse vedrørende ansættelsesbetingelser). Hvad angår information og telekommunikation, planlægger Komiteen overførsel af Sekretariatets tekniske infrastruktur til EMI. Dette vil sikre, at de tjenester, som i dag udføres for centralbankerne, kan fortsættes. Desuden undersøger Komiteen, hvorledes man bedst kan tilfredsstille de øgede krav til telekommunikation, som vil gøre sig gældende i anden fase.

Forbud mod centralbankfinansiering af den offentlige sektor

Artikel 104(1) i Traktaten om Den Europæiske Union forbyder overtræksfaciliteter eller andre typer kreditfaciliteter hos ECB eller hos medlemslandenes centralbanker, som stilles til rådighed for "fællesskabsinstitutioner eller -organer, centralregeringer, regiona-

le, lokale eller andre offentlige myndigheder, andre organer inden for den offentlige sektor eller offentlige foretagender i Medlemsstaterne", og det samme gælder ECB's og de nationale centralbankers køb af gældsinstrumenter direkte fra disse. Disse regler er udformet med henblik på at eliminere risikoen for, at centralbanker (og i fremtiden ECB) sættes under pres for at give finansiell støtte til den offentlige sektor, hvilket ville gøre det sværere at føre pengepolitik og samtidig kunne true opnåelsen af prisstabilitet. Dette forbud vil træde i kraft fra begyndelsen af anden fase ⁵

Overholdelse af artikel 104 vil nødvendiggøre ændringer i national praksis og lovgivning (se tabel 8). I forbindelse hermed overvejer Centralbankchefkomiteen især følgende spørgsmål: behandlingen af udestående centralbankfordringer på offentlige enheder; hvordan det sikres, at forbudet mod centralbankfinansiering af den offentlige sektor fuldt ud overholdes; betydningen af dette forbud for betalingssystemers funktion; og behovet for afklaring af sådanne forhold i form af sekundær fællesskabslovgivning i overensstemmelse med artikel 104b(2). Når Kommissionen fremlægger forslag herom, vil der blive taget hensyn til Centralbankchefkomiteens konklusioner. Komiteen har også til hensigt nøje at følge ændringer i national lovgivning, som medlemslande er i færd med at forberede eller gennemføre og at etablere en procedure, ifølge hvilken centralbankers transaktioner med offentlige enheder regelmæssigt vil blive overvåget inden for rammerne af det fremtidige EMI.

2.3 Arbejdsområder, der kræver lang tids forberedelse

Selv om arbejdsområder, der kræver lang tids forberedelse, hovedsagelig er af betydning for grundlaget for tredje fase af ØMU, er der nogle forhold, der studeres i øjeblikket, såsom spørgsmål i relation til betalingssystemer, der også er vigtige under anden fase.

Udførelsen af en fælles pengepolitik og harmonisering af pengepolitiske instrumenter.

Den måde, den fælles pengepolitik vil blive udført på, er ikke defineret i ESCB's statutter. Statutterne overlader store områder til ECB's skøn og giver derved Systemet mulighed for fleksibelt at tilpasse metoderne til de gældende forhold. De betingelser, ECB vil arbejde under, kan endnu ikke fuldstændig klarlægges. Betydelige strukturelle ændringer må forventes at ske som følge af det indre marked, mens monetær union i sig selv vil kunne betyde yderligere store ændringer. Den udviklede opgave, der består i at udforme en fremtidig pengepolitisk strategi, gør det imidlertid nødvendigt, at det grundlæggende forarbejde begynder hurtigst muligt.

Centralbankchefkomiteen har identificeret tre hovedemner, som skal undersøges. For det første skal mulige elementer i den fælles pengepolitik studeres, især med henblik på valg, definition og hensigtsmæssigheden af mellemål til at vejlede pengepolitikken. Stu-

⁵ Ifølge sektion 11 i protokollen om England har den engelske regering ret til at opretholde sin "Ways and Means"-facilitet hos Bank of England, såfremt og så længe England ikke går over til tredje fase.

TABEL 8: CENTRALBANKFINANSIERING AF OFFENTLIG SEKTOR (a)

	BELGIEN	DANMARK	TYSKLAND	GRÆKENLAND	SPANIEN	FRANKRIG	IRLAND	ITALIEN	LUXEMBOURG	HOLLAND	PORTUGAL	ENGLAND
TRÆKNINGS- ELLER ANDEN KREDIT-ADGANG I CENTRALBANKEN FOR OFFENTLIGE ENHEDER	Ja (b)	Ja (c)	Ja	Ja	Ja	Ja (d)	Ja	Ja	Ja (e)	Ja	Ja (f)	Ja
• legal mulighed	automatisk	automatisk	ved ansøgning	automatisk	automatisk	automatisk	automatisk	automatisk	automatisk	ved ansøgning	automatisk	automatisk
• automatisk adgang eller ved ansøgning	Ja	Intet	Ja	Ja	Intet i løbet af året	Intet	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Intet
• loft over udestående beløb? (i mia. national valuta eller som pct af offentlig udgift/indtægt)	(Bfr. 20)		(ca. DM 10)	(5%) (g)	(Pts 1200 ultimo året)		(Irf. 0,25)	(14%)	(Bfr. 0,5) (€1)	(Ffl. 0,15 + 3%)	(10%)	
• Faktisk anvendelse (i pct. af BNP)	-1,6	0,0	0,0	1,0	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,0 (€2)	0,0	0,3 (f)	-0,1
■ Tilførsel i 1991	0,0	0,0	0,0	8,4	2,1	0,4	0,0	4,8	1,0 (€2)	0,0	2,3	1,3
■ Udestående beløb ultimo 1991												
CENTRALBANKERS DIREKTE OPKØB AF OFFENTLIGE ENHEDERS PAPIRER PÅ DET PRIMÆRE MARKED	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
• legal mulighed												
• bruttoopkøbi 1991 i pct. af BNP	0,0	0,0	-	2,0	2,8 (h)	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	7,5 (i)	1,3

- (a) I overensstemmelse med Maastricht-traktatens Artikel 104.
- (b) Trækningsadgangen vil lovgivningsmæssigt blive ophævet senest juni 1993.
- (c) Ændringer i regeringens løbende konto sker som følge af regeringens nettolåntagning i udlandet.
- (d) Ændringer i regeringens løbende konto sker kun som følge af valutakursændringer registreret i centralbankens valutareserver
- (e) 1) Den luxembourgske regering har en trækningsadgang hos Belgiens centralbank. Trækningsadgangen er underlagt et loft.
2) Desuden giver udstedelsen af sedler og mønt hos "Institut Monétaire Luxembourg" (IML) direkte regering - begrænsede - likvide midler, der modsvarer af et IML krav på regering, der ikke kan indfries.
- (f) Trækningsadgangen blev elimineret ved udgangen af 1992. Den udestående balance blev konsolideret til et 10-årigt lån. Tilførslen i 1991 afspejler en stigning i den øvre grænse for trækningsadgangen.
- (g) Loftet blev reduceret til 5% fra 10% fra begyndelsen af 1993.
- (h) Opkøbene blev markant reduceret til 0,1% af BNP i 1992.
- (i) Dette tal afspejler meget store exceptionelle transaktioner relateret til omlægningen af pengepolitiske instrumenter og procedurer. Nettokreditten til den offentlige sektor faldt i løbet af 1991.

diet af dette spørgsmål indebærer en vurdering af de relative fordele ved forskellige målvariable.

Et andet spørgsmål drejer sig om metoder og organisatoriske aspekter af pengepolitiske indgreb. Dette aspekt drejer sig overvejende om fordelingen af ansvaret mellem ECB og de nationale centralbanker. Statutterne bestemmer, at ECB kan fastlægge retningslinjer for de nationale centralbanker til at udføre operationer "i det omfang det skønnes muligt og hensigtsmæssigt". De praktiske implikationer af denne bestemmelse skal studeres i lyset af ESCB's andre målsætninger.

For det tredje er det nødvendigt at vælge pengepolitiske instrumenter til udførelsen af den fælles pengepolitik. Det er væsentligt, at denne udvælgelse sker tilstrækkelig tidligt, således at den nødvendige harmonisering af instrumenter kan gennemføres i god tid før starten på tredje fase. Dette vil så gøre markederne bekendte med de nye procedurer og den ny praksis, når ESCB starter på udførelsen af sine opgaver.

Centralbankchefkomiteen har hidtil givet det tredje spørgsmål prioritet. Den har iværksat en omfattende gennemgang af faktiske forhold i medlemslandene vedrørende ligheder og forskelle mellem de for tiden anvendte pengepolitiske instrumenter. Denne gennemgang dækker både rækken af instrumenter, der anvendes (diskretionære åbne markedsoperationer, stående faciliteter tilbudt af centralbankerne på vilkår, der på forhånd er fastlagte, og som udnyttes på de private bankers initiativ, og tvungne mindstereservekrav) og de procedurer, der følges, når disse instrumenter anvendes. Hvad angår det sidste punkt, studerer Komiteen den hyppighed, operationer udføres med, de krav og betingelser, der stilles, samt bredden i valget af modparter, som operationer udføres med. En kort oversigt over det forberedende arbejde gives i kapitel II.

Trykning og udstedelse af en europæisk pengeseddel

Traktaten giver ECB og de nationale centralbanker eneret på udstedelse af pengesedler, som er lovligt betalingsmiddel inden for Fællesskabet. For at forberede udførelsen af denne funktion har EMI fået til opgave at overvåge den tekniske planlægning af indførelse af ECU-sedler.

Erfaringer på nationalt niveau viser, at udfærdigelsen og indførelsen af nye seddelserier normalt varer adskillige år. På fælleskabsniveau må man regne med, at denne opgave er endnu mere kompleks. Af forhold, der yderligere må tages i betragtning, kan nævnes den mange gange større mængde af sedler, der skal erstattes af nye ECU-denominerede sedler, og de forskelle, der eksisterer medlemslandene imellem med hensyn til betalings sædvaner og produktionssystemer, samt udstedelse og efter-udstedelsesbehandling af sedler. Af disse årsager blev det anset for klogt at iværksætte en indsamling af oplysninger på et tidligt tidspunkt for at kunne vurdere potentielle problemers karakter og deres mulige omfang. Et studie er derfor under udarbejdelse, der omfatter spørgsmål om trykning, cirkulation, udstedelse, håndtering, sortering og destruktion af pengesedler i Fællesskabet. De legale aspekter af seddeludstedelse er også ved at blive undersøgt.

Desuden er der iværksat forberedende arbejde inden for flere områder. For det første overvejes en række muligheder for de nye pengesedlers udseende. I store træk er der tre muligheder: identiske pengesedler i alle medlemslande, fælles pengesedler med nationale symboler, eller nationale pengesedler med europæiske symboler. Disse forskellige muligheder undersøges i øjeblikket fra forskellige synsvinkler inklusive offentlighedens accept og genkendeligheden af sedlerne, samt konsekvenser for automatisering af seddeludstedelse og håndtering. Yderligere vil man vurdere stordriftsfordele, der måtte kunne opnås i design, produktions- og distributionsomkostninger.

For det andet overvejer Centralbankchefkomiteen spørgsmål i relation til de generelle træk ved de nye pengesedler, såsom deres pålydende, design og størrelse. Disse forhold undersøges på baggrund af den sikkerhedsteknologi, som er nødvendig for at forhindre falskmøntneri, og de egenskaber, der kræves, for at efter-udstedelseshåndteringen kan automatiseres.

Et tredje hovedområde under overvejelse relaterer sig til de legale, institutionelle og organisatoriske aspekter af udstedelse og efter-udstedelseshåndtering, især hvad angår fordeling af ansvar mellem ECB og de nationale centralbanker. Der findes her adskillige muligheder, og deres relative fordele vil blive analyseret ud fra effektivitets- og omkostningskriterier.

Endelig har man iværksat foreløbige undersøgelser af de spørgsmål, der opstår ved overgangen til de nye sedler. Man kan forestille sig to muligheder for introduktion af nye pengesedler. Den første mulighed ville være at gøre det i form af et "big bang", dvs. de nye pengesedler ville alle blive introduceret på en given dato og fuldt ud erstatte sedler lydende i national valuta i løbet af et kort tidsrum. Den anden mulighed ville være en mere gradvis indførelse af nye sedler, som ville cirkulere parallelt med pengesedler lydende i national valuta i løbet af en overgangsfase. Disse to muligheder behøver yderligere overvejelse ud fra forskellige synsvinkler: Deres bidrag til indførelsen af en fælles mønt inden for en tidshorisont, der af de politiske myndigheder anses for passende; understøttelse af den fremtidige fælles mønts troværdighed og accept, omkostningerne for brugerne, og sådanne aspekter som angår den praktiske gennemførlighed. Herudover må indførelse af nye pengesedler også ses i sammenhæng med overgangen til ECU som den fælles mønt i det fælles møntområde. Centralbankchefkomiteen (og EMI) vil derfor udføre sit arbejde i tæt samarbejde med andre kompetente fællesskabsinstitutioner. Her skal især peges på, at Rådet har fået beføjelser til at tage de nødvendige legale skridt for en hurtig indførelse af ECU som fælles mønt efter den endelige fastlåsning af valutakurserne ved starten af tredje fase.

Betalingssystemer

Centralbankchefkomiteen ser på, hvorledes betalingssystemer påvirkes af færdiggørelsen af det indre marked og af virkeliggørelsen af et fællesmøntområde ved starten af tredje fase. Den finansielle integration forventes at føre til en stigning i antallet af betalinger over landegrænserne i det indre marked. Herudover gælder ifølge Andet Bankharmonise-

ringsdirektiv, at enhver bank, der har opnået autorisation i en medlemsstat, har ret til at udføre "betalingsformidling" overalt i Fællesskabet. Som følge heraf må enhver bank have adgang til at blive optaget i andre medlemslandes interbank-betalingsystemer på samme vilkår som for indenlandske banker. Fælles mønt vil nødvendiggøre en sammenkædning af eksisterende betalingssystemer for at sikre, at monetære forhold er ensartede i hele området. Betydningen af betalingssystemer for udførelsen af pengepolitik anerkendes i Traktaten, som giver ESCB til opgave "at fremme betalingssystemernes smidige funktion". Hvad angår dette, har ESCB fået beføjelser til at udstede forordninger til at sikre et effektivt og pålideligt clearings- og betalingssystem både inden for Fællesskabet og med andre lande.

Arbejdet i Centralbankchefkomiteen bygger på studier udført af en ad hoc gruppe af eksperter, som etableredes i 1991 for at give en detaljeret oversigt over betalingssystemer i Fællesskabet. Resultatet af denne oversigt blev givet i en rapport med titlen "Payment Systems in EC Member States" (der også kendes under navnet "Blue Book"). Dette studie blev offentliggjort af Centralbankchefkomiteen i september 1992 for at imødekomme den stigende efterspørgsel fra interesserede tredjeparter efter et katalog over betalingssystemer i Fællesskabet.

Centralbankchefkomiteen har identificeret adskillige spørgsmål af fælles interesse for centralbanker. Disse drejer sig hovedsagelig om engros-betalingsystemer og undersøges nu yderligere.

For det første er der ved at blive opstillet principper for et samarbejde omkring tilsyn med betalingssystemer i Fællesskabet. Samarbejdet vedrørende tilsyn skal gælde såvel grænseoverskridende netting- og betalingssystemer som deltagelse af banker hjemmehørende i andre medlemslande i betalingsafviklingssystemer i lande, hvor de pågældende banker hverken har hovedkontor eller filial. Ifølge Andet Bankharmoniseringsdirektiv har hjemlandets tilsynsmyndigheder det fulde ansvar for den finansielle integritet af de banker, den har autoriseret. Dette ansvar udstrækker sig til filialer i andre medlemslande. Værtslandets myndigheder vil derfor ikke længere automatisk modtage al den information, der er nødvendig for at kunne vurdere den finansielle sundhed hos nogle af deltagerne i det indenlandske betalingssystem; og hjemlandsmyndigheder kan på den anden side mangle information om de risici, som kreditinstitutter tager gennem deres deltagelse i andre EF-landes betalingssystemer. Centralbanker og andre tilsynsmyndigheder vil derfor som resultat heraf blive nødt til at koordinere deres tilsyn af deltagerne.

For det andet er mulighederne for at etablere og implementere fælles minimumsstandarder for indenlandske betalingssystemer ved at blive undersøgt. Disse omfatter bl.a.: fastsættelse af konsistente minimumsbetingelser for adgang til interbank-betalingsystemer og overvejelser af foranstaltninger, som skal anvendes i større interbank-systemer til reduktion af risici. Herudover skal man studere foranstaltninger, der kan reducere de risici, der opstår ved grænseoverskridende betalinger på grund af forskellige legale systemer. Målet er at smidiggøre grænseoverskridende betalinger samtidig med, at man undgår risikoen for, at øget konkurrence fører til formindskelse af integriteten og sik-

kerheden i større interbank-systemer.

For det tredje er opbygningen af et EF-dækkende engros-betalingsystem ved at blive undersøgt. Et sådant system er af afgørende betydning for udførelsen af en effektiv pengepolitik i tredje fase. Den tid og de ressourcer, der kræves til at opbygge og implementere et fuldt integreret system, er så store, at dette spørgsmål må behandles på et meget tidligt tidspunkt. Et tidligt kendskab til opbygningen af infrastrukturen vil også hjælpe EF's bankvirksomheder i deres planlægning for fremtiden.

Betalingsystemer styres ikke kun af centralbanker, men kan delvis være organiseret af de private banker selv. En effektiv dialog med de private banker i EF er derfor af afgørende betydning. En sådan dialog påbegyndtes i november, da Komiteens arbejdsgruppe om betalingsformidling i EF mødtes med repræsentanter for EF-bankforeningen og for de større banker. Komiteen har også kontakter til Den Europæiske Komite for Bankstandarder, som oprettedes for nylig under EF-bankforeningen.

Endelig vil ECU-clearingssystemet fortsat blive overvåget meget tæt (se afsnit IV.1).

Statistik

Pålidelig og hurtig statistik er af afgørende betydning for udførelsen af pengepolitikken. Statutterne for ESCB bemyndiger ECB til, hjulpet af de nationale centralbanker, at indsamle den nødvendige statistik. ECB vil desuden bidrage til harmoniseringen, hvor dette måtte være nødvendigt, af regler og praksis for indsamling samt udarbejdelse og distribution af statistik inden for dens område. EMI vil fremme denne harmonisering som en del af sit forberedende arbejde.

Centralbankchefkomiteen har iværksat et arbejde, der skal forbedre den statistiske information, som er nødvendig for koordineringen af pengepolitikken, og man er begyndt at definere den statistiske database, der vil være nødvendig for den fælles pengepolitik. Som et første skridt er det nødvendigt at få klargjort, hvilket behov for statistik EMI og ECB vil have. Når dette behov er klarlagt, må det sammenholdes med tilgængelige nationale data. Denne sammenligning vil herefter udgøre grundlaget for den afklaring af begreber, som er nødvendig for, at man kan konstruere pålidelig statistik for det fælles møntområde, og det vil lette vurderingen af, hvorvidt der skal ske tilpasning af de nuværende dataindsamlingssystemer.

I vurderingen af det fremtidige behov for statistik er der især tre principper, der spiller en afgørende rolle; opnåelse af den mindst mulige indberetningsbyrde for finansielle institutioner; den optimale brug af den infrastruktur, der findes i de nationale centralbanker; og foreneligheden med Fællesskabets og andre internationale statistiske standarder. På dette tidlige stadium er det også vigtigt at opretholde en grad af fleksibilitet. Der skal således kunne ske tilpasninger i lyset af de behov, som stilles af en endnu ikke defineret fælles pengepolitik, en harmonisering af pengepolitiske instrumenter og mulige ændringer i de finansielle markeders funktion og struktur.

Centralbankchefkomiteen har et nært samarbejde med de kompetente fællesskabsorganer og internationale institutioner inden for det statistiske område. Dette samarbejde sker inden for rammerne af Udvalget for Penge-, Kreditmarkeds- og Betalingsbalancestatistik.

Regnskabsprincipper i de nationale centralbanker

Harmoniseringen af regnskabsregler og af praksis i de nationale centralbanker er ikke bare en ufravigelig forudsætning for udførelsen af den fælles pengepolitik, men også for iværksættelsen af ESCB's statutter vedrørende monetære indtægter og overførsel af valuta. Statutterne giver Styrelsesrådet ret til at fastsætte "de nødvendige regler for en standardisering af bogføringen og af beretningerne om de transaktioner, der er foretaget af de nationale centralbanker". Denne opgave forventes at blive meget kompleks, fordi metoder og praksis afspejler forskellige nationale traditioner og lovmæssige krav.

Det forberedende arbejde i Komiteen har hidtil bestået i indsamling af konkrete data. En oversigt over de regnskabsmetoder, der for tiden anvendes i centralbankerne, er blevet udarbejdet. Især koncentrerede man sig om tre emner: den institutionelle og lovmæssige sammenhæng regnskabsaflæggelsen sker i; sammenligning og klassifikation af poster på status- og driftsregnskabet for centralbankerne; og identificeringen af ligheder og forskelle i den regnskabsmæssige behandling af disse poster, især hvor det menes, at disse vil være relevante for EMI og ESCB. På basis af denne oversigt vil Centralbankchefkomiteen udføre et forberedende arbejde med harmonisering af regnskabsregler og -standarder. Der vil også blive taget hensyn til fællesskabsret, hvor dette er relevant.

Informationssystemer

EMI og ECB vil have behov for pålidelige informationssystemer. Disse systemer skal effektivt kunne harmoniseres med de systemer, der findes i de nationale centralbanker. I anden fase vil udvekslingen af information hovedsagelig dreje sig om statistiske data. I tredje fase vil den også skulle dække operationelle funktioner.

På baggrund heraf fandt man, det var nødvendigt at få defineret en teknisk strategi for EMI's og ESCB's informations- og kommunikationssystemer. To indledende skridt er indtil videre taget.

For det første udarbejdes der i øjeblikket tekniske oversigter over de informationssystemer, der allerede findes i medlemslandenes centralbanker. For det andet vurderes EMI's og ESCB's behov for informations- og kommunikationssystemer i lyset af de forskellige opgaver, som disse vil få.

Resultatet af oversigterne såvel som af analyserne af behovene vil danne grundlag for den forberedelse, der skal ske både af EMI's og ECB's informationssystem og af sammenkædningen af centralbankernes systemer.

ANNEKSER

ANNEKS I: Ændringer i pengepolitiske instrumenter og procedurer siden begyndelsen af første fase.

ANNEKS II: Fællesskabets centralbankers institutionelle status.

ÆNDRINGER I PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG PROCEDURER SIDEN BEGYNDELSEN AF FØRSTE FASE

Siden begyndelsen af første fase af ØMU i juli 1990 er der blevet gennemført større ændringer i teknikken for udførelsen af pengepolitikken i Belgien, Danmark, Tyskland, Grækenland og Portugal. Dette afsnit beskriver kort disse ændringer.

Belgien

Pengepolitikken i Belgien var før januar 1991 næsten udelukkende baseret på fastsættelse af renten på skatkammerbeviser. Centralbanken havde bemyndigelse til at fastlægge renten efter konsultation med finansministeriet. Størrelsen af markedet for skatkammerbeviser og muligheden for at udstede beviser ved tap-salg (dvs. at skatkammerbeviser jævnligt var tilgængelige for bankerne efter anmodning) gjorde det muligt for centralbanken at udøve tæt kontrol over de korte markedesrenter. Systemet havde dog nogle ulemper. Især kan nævnes, at pengepolitikken var afhængig af et enkelt instrument. Instrumentet havde også en meget synlig budgetmæssig effekt, hvilket kunne begrænse mulighederne for fleksibelt at tilpasse rentesatserne. Endelig var bankerne i stand til, ved at reducere deres portefølje af skatkammerbeviser, at overlade likviditetsmangel til finansministeriet, som derefter var nødt til at tilpasse sin position gennem anvendelse af kreditfaciliteterne i centralbanken.

Den monetære reform, som blev introduceret i januar 1991, havde to væsentlige komponenter. På den ene side blev der indført indgreb, der skulle øge konkurrencen på det primære marked for korte offentlige værdipapirer. Det kan især nævnes, at udstedelse af skatkammerbeviser ved tap-salg blev erstattet af et system med periodiske auktioner, som er åbne for en bred kreds af investorer. Der blev også taget skridt til at udvikle et effektivt sekundært marked.

På den anden side fastlægger centralbanken ikke længere administrativt den vigtigste pengemarkedsrente, men fører derimod rentepolitik gennem interventioner i pengemarkedet. Den anvender for det første periodisk tildeling af kredit gennem licitation, hvilket regelmæssigt tilfører markedet likviditet. Den anvendte rente signalerer også pengepolitikens stilling. For det andet udfører centralbanken åbne markedsoperationer på daglig basis mellem tildelingerne med henblik på at styre likviditetssituationen. For det tredje er der adgang til en indlånsfacilitet og en udlånsfacilitet for at imødekomme henholdsvis individuelle likviditetsoverskud og -underskud ved slutningen af dagen. De renter, der anvendes ved disse faciliteter, giver også en nedre og en øvre grænse for de helt korte markedesrenter. Endelig anvender centralbanken to officielle renter: Diskontoen, som anvendes til mobilisering af en lille mængde handelsveksler, og renten på udlån ud over et på forhånd fastlagt beløb. Disse renter har primært symbolsk værdi og anvendes normalt til at annoncere ændringer i politikken, f.eks. når andre centralbanker ændrer deres officielle rentesatser.

Anneks I

Danmark

Danmarks Nationalbank tilbød før april 1992 to stående faciliteter. Pengeinstitutter havde en ubegrænset indskudsadgang til at absorbere overskudslikviditet på pengemarkedet; og en begrænset trækningsadgang til at dække likviditetsbehov. Renten for indskud på foliokonto svarede til den officielle diskonto. I praksis begrænsede denne metode den pengepolitiske fleksibilitet.

Nationalbanken introducerede derfor den 1. april 1992 et nyt system med henblik på at forøge den operationelle fleksibilitet. Under den nye procedure sælger Nationalbanken to-ugers indskudsbeviser til pengeinstitutterne - typisk én gang om ugen. For at sikre at bankerne har likviditet til at købe en tilstrækkelig beholdning indskudsbeviser, tilfører Nationalbanken om nødvendigt likviditet i form af genkøbsforretninger i statspapirer. Ændringer i indskudsbevisrenten udtrykker Nationalbankens intention for udviklingen i pengemarkedsrenterne. Nationalbanken tilbyder normalt at købe indskudsbeviser tilbage, når der er behov for at tilføre likviditet.

Samtidig blev adgangen til træk på foliokonto ophævet, og adgangen til at foretage forrentede indskud på folio begrænsedes. Den del af det enkelte pengeinstituts gennemsnitlige månedlige indskud, der overstiger 5% af instituttets ansvarlige kapital, forrentes ikke. Gennemsnitsreglen for den forrentede del bidrager til at begrænse udsvingene i de helt korte pengemarkedsrenter.

Tyskland

Bundesbank udstedte likviditetspapirer med tre, seks og ni måneders løbetid for første gang den 1. marts 1993. Udstedelsen blev foretaget i overensstemmelse med et nyt indført afsnit 42 i Bundesbank-loven, ifølge hvilket Bundesbank må udstede korte statspapirer for Den Tyske Forbundsrepublik op til et maksimumsbeløb på 50 mia. D-mark for bankens egen regning. Sådanne udstedelser tjener som et pengepolitisk instrument og indebærer ikke finansiering af noget offentligt budget. Udstedelsen af likviditetspapirer er direkte forbundet både tidsmæssigt og indholdsmæssigt med en væsentlig lempelse af det gældende mindstereservekrav. Det indebærer en udvidelse af rækken af pengepolitiske instrumenter og skulle styrke de tyske kommercielle bankers konkurrenceevne. Fra et pengepolitisk synspunkt forøger dette instrument fleksibiliteten i udøvelsen af pengepolitikken, for så vidt som det f.eks. tillader, at likviditetseffekterne fra turbulensen i valutamarkedene bedre kan imødegås, og at centralbanken direkte kan udøve indflydelse på ikke-bankers kontantbeholdninger. Efter indførelsen af dette instrument har centralbanken nu rådighed over en bredere vifte af muligheder for at foretage åbne markedsoperationer.

Grækenland

Den græske centralbank annoncerede i december 1992 introduktionen af to nye instrumenter til ydelse af likviditet til banksystemet, nemlig en Lombard-agtig facilitet mod sikkerhed i statspapirer, og en rediskonteringsfacilitet for korte papirer. Begge faciliteter er underlagt samlede kvoter, som fordeles mellem kreditinstitutterne efter kriterier, som relaterer sig til størrelsen af visse poster på balancerne. Det er hensigten, at renterne på disse to faciliteter skal angive en korridor, inden for hvilken pengemarkedsrenterne skal bevæge sig. Den allerede eksisterende trækningsfacilitet opretholdes som en sidste lånemulighed til strafferenter.

Desuden er der siden november 1992 blevet indført auktioner for valuta swaps med henblik på at forøge fleksibiliteten i likviditetsstyringen. Hensigten med de seneste indgreb er at samle brugen af markedsorienterede mekanismer i udførelsen af pengepolitikken og således forøge dennes effektivitet.

Portugal

Med henblik på at forbedre pengepolitikken effektivitet blev åbne pengemarkedsoperationer i januar 1991 gjort til det væsentligste instrument til at regulere pengemarkedsforholdene i Portugal. Centralbankens intervention er under det nye system centreret om reservekravene til bankerne. Disse krav skal i gennemsnit overholdes over en periode på omkring en uge. Periodiske åbne markedsoperationer giver en mulighed for tilførsel og opsugning af likviditet på en regelmæssig basis, og renterne fastlagt af den portugisiske centralbank udtrykker orienteringen af pengepolitikken. Disse operationer finder sted på den første arbejdsdag i hver reserveperiode. Banken kan også anvende lejlighedsvis åbne markedsoperationer i løbet af perioden for reservekravet med henblik på at stabilisere de meget korte markedsrenter. Begge typer af operationer udføres med korte løbetider (op til én uge). De blev oprindeligt hovedsagelig foretaget som genkøbsforretninger i indenlandske skatkammerbeviser. Indgreb med henblik på at opsuge likviditet er imidlertid siden medio 1991 hovedsagelig udført ved udstedelse af centralbankpapirer. Centralbanken tilbyder også en udlånsfacilitet på den sidste arbejdsdag af den ugentlige reserveperiode for at tillade banker, som mangler midler, at overholde reservekravet. Denne facilitet er til rådighed for dag-til-dag midler og ydes til strafferenter.

Givet eksistensen af et strukturelt likviditetsoverskud i pengemarkedet udfører den portugisiske centralbank også operationer med længere løbetider, som opsuger likviditet.

Systemet med forrentning af reservekravene blev ændret ved udgangen af marts 1991. Reservekravene på nye passiver (stigninger ud over status ved udgangen af 1991) forrentes nu nær markedsrenterne for at eliminere den implicite skat forbundet med ikke-forrentede reserver.

FÆLLESSKABETS CENTRALBANKERS INSTITUTIONELLE STATUS

1. NATIONALE BANK VAN BELGIE/ BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

1.1 Mål og opgaver

Der er ikke fastsat lovbestemte målsætninger.

Hovedopgaverne er: Penge- og valutakurspolitik, forvaltning af officielle reserver, europæisk og internationalt monetært samarbejde samt sikring af betalingssystemets funktion. Banken har andre opgaver ifølge speciallovgivning. Nationalbanken er ikke ansvarlig for banktilsyn.

1.2 Ledelse

Banken ledes af guvernøren og administreres af bestyrelsen, som assisteres af Council of Regency (styrelsesrådet). Board of Censors (censurkomiteen) fører tilsyn med banken. Herudover findes General Council (generalrådet).

Guvernøren udnævnes af Kongen (efter indstilling af regeringen) for en periode på fem år med mulighed for genudnævnelse. Guvernøren kan suspenderes eller afskediges af Kongen; dette er aldrig sket.

Ud over guvernøren består bestyrelsen af tre til seks medlemmer udnævnt af Kongen efter indstilling af styrelsesrådet for en periode af seks år. Bestyrelsen leder banken og er ansvarlig for fastlæggelsen af politikken under kontrol af styrelsesrådet.

Styrelsesrådet omfatter guvernøren, direktørerne og styrelsesmedlemmerne. Styrelsesmedlemmerne udnævnes for tre år af generalforsamlingen (staten ejer 50% af aktierne). Fem udnævnes efter indstilling af finansministeren og fem efter forslag fra organisationer inden for industri, handel, landbrug og fagorganisationer. Rådet har generelle beføjelser til at fastsætte sats og betingelser for diskontering, udlån og lån, ligesom den fremlægger årsregnskab.

Censurkomiteen består af otte til ti censorer, der vælges for tre år ad gangen af generalforsamlingen. Ud over at kontrollere bankens operationer stemmer komiteen om styrelsesrådets budgetforslag og godkender årsregnskabet.

Generalrådet består af guvernøren, direktørerne, styrelsesmedlemmerne og censorerne. Det har vigtige administrative opgaver.

Selv om de politiske myndigheder ikke har ret til at give banken instruktioner, findes der en regeringskommissær i banken. Regeringskommissæren og finansministeren havde ret til at udsætte eller til at nedlægge veto mod enhver af bankens beslutninger under henvisning til, at denne måtte være lovstridig, stride mod centralbankens statutter og statens inte-

Anneks II

resser, men denne ret blev ophævet i marts 1993, hvad angår alle de af centralbankens beslutninger og operationer, der udføres indenfor bankens hovedområde.

1.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken.

Banken er ansvarlig for formuleringen og udførelsen af pengepolitikken. Pengepolitikken udføres inden for det valutakurssystem, som regeringen fastlægger. Valutakurspolitikken fastlægges af Kongen (regeringen) efter at have konsulteret banken.

Den pengepolitiske reform, der gennemførtes i januar 1991, førte til en markant ændring af procedurer (se anneks I af denne årsberetning for en beskrivelse). Med denne reform kan banken benytte en bred vifte af pengepolitiske instrumenter: Dog gælder det, at indførelse af kassereservekrav kræver regeringens godkendelse. 1991-reformen omfattede også betydelige begrænsninger i centralbankfinansiering af staten. Ifølge den ny lovgivning, vedtaget i marts 1993, vil "monetær finansiering" blive fuldt ud afskaffet senest fra juni 1993.

1.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

Der er ikke nogen institutionaliserede samarbejdsformer mellem parlamentet og banken, og guvernøren har kun sjældent været til høring i eller talt i parlamentet. Hvad angår samarbejdsform i relation til regeringen, har guvernøren kun sjældent deltaget i ministerrådsmøder. Foruden finansministerens rolle i de udnævnelsesprocedurer, der er beskrevet ovenfor, skal denne godkende bankens ugentlige balanceopgørelser. Endelig offentliggør banken et årsregnskab.

1.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Efter vedtagelsen af den ny lovgivning i marts 1993, der øger centralbankens uafhængighed og forbyder "monetær finansiering", er der ikke planlagt nye lovændringer.

2. DANMARKS NATIONALBANK

2.1 Mål og opgaver

Den lovfastsatte målsætning er at opretholde et sikkert pengevesen samt at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning.

Hovedopgaverne er at føre pengepolitik og styre valutakursudviklingen. Banken forvalter også de officielle reserver og er fiskal agent for staten, men er ikke tilsynsmyndighed for banker.

2.2 Ledelse

Ledelsen består af direktionen, repræsentantskabet og bestyrelsen.

Direktionen har tre medlemmer. Formanden er kongeligt udnævnt, og de øvrige to direktionsmedlemmer er valgt af repræsentantskabet. Der er ikke nogen åremålsbegrænsning. I praksis er direktionsmedlemmerne forblevet på deres poster indtil aldersgrænsen, der er 70 år. Ansvar for bankens pengepolitiske beslutninger ligger fuldt ud hos direktionen.

Repræsentantskabet har femogtyve medlemmer, hvoraf to udnævnes af Den Kgl. Bankkommissær, som er økonomiministeren, otte af Folketinget blandt dets medlemmer, mens de resterende femten vælges af repræsentantskabet, idet der skal tages hensyn til en alsidig erhvervsrepræsentation. Valg gælder for fem år ad gangen med mulighed for genvalg. Repræsentantskabet har beføjelser inden for det administrative og det organisatoriske område.

Bestyrelsen består af de to repræsentantskabsmedlemmer, der er udnævnt af Den Kgl. Bankkommissær, og fem medlemmer valgt af og blandt medlemmerne af repræsentantskabet. Valg sker for et år ad gangen med mulighed for genvalg. Bestyrelsen har også administrative og organisatoriske beføjelser.

Den Kgl. Bankkommissær påser, at nationalbankloven overholdes, og er det formelle kontaktled mellem regeringen og banken.

Medlemmerne af de styrende organer er ikke underlagt instruktion fra de politiske myndigheder.

2.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Ansvar for pengepolitikken ligger hos Nationalbankens direktion, som fastlægger rammerne for pengepolitikken, herunder fastsættelsen af renter. Traditionelt tilrettelægges pengepolitikken i et samarbejde mellem banken og regeringen. Direktionen har fuld suverænitet i udførelsen af pengepolitikken og fastlæggelsen af instrumenterne. Danmark overholder fuldt ud det forbud mod "monetær finansiering", som er indeholdt i Maastrichttraktaten. Staten finansierer budgetunderskud ved at sælge statspapirer på markedet.

Anneks II

Valutakurspolitikken bestemmes af regeringen i samråd med banken. Banken står for styringen af valutakursudviklingen.

2.4 Demokratisk ansvarlighed og oplysningsvirksomhed

Der tages hensyn til den demokratiske ansvarlighed gennem sammensætningen af repræsentantskabet og bestyrelsen og ved en særlig bestemmelse om, at Den Kgl. Bankkommissær og finansministeren har ret til at deltage i forhandlinger om ændring af diskontoen, men uden stemmeret. Desuden er banken lovmæssigt forpligtet til at offentliggøre årsregnskabet, når det er godkendt af repræsentantskabet og Den Kgl. Bankkommissær, sammen med en årsberetning.

2.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Der er ingen planer om institutionelle ændringer.

3. DEUTSCHE BUNDESBANK

3.1 Mål og opgaver

Deutsche Bundesbank er Den Tyske Forbundsrepublikks mønt- og seddeludstedende bank. Dens hovedmålsætning er at sikre pengenes værdi. Banken er forpligtet til at støtte regeringens generelle økonomiske politik, men uden at dette må influere på hovedmålsætningen. Banken tilbyder de private banker service i forbindelse med betalingssystemer og forvalter officielle reserver. Den er ikke ansvarlig for banktilsyn.

3.2 Ledelse

Ledelsen består af centralbankrådet, direktoratet og direktionerne for centralbankerne i länderne (hovedkontorer som har kompetence indenfor de respektive länder).

Centralbankrådet (som maksimalt kan have sytten medlemmer) består af præsidenten for Bundesbanken og vicepræsidenten, de andre medlemmer af direktoratet og præsidenterne for "Landcentralbankerne". Centralbankrådet fastlægger bankens penge- og kreditpolitik og er det øverste interne styrende organ.

Direktoratet består af præsidenten, vicepræsidenten og op til seks (i øjeblikket fem) yderligere medlemmer. Alle medlemmer af direktoratet udnævnes af præsidenten for Den Tyske Forbundsrepublik efter indstilling af den føderale regering, og efter at centralbankrådet har været konsulteret. Direktoratet er ansvarlig for udførelsen af centralbankrådets penge- og kreditpolitiske beslutninger. Direktoratet styrer og administrerer banken, undtagen hvad angår det område, der falder ind under Landcentralbankernes direktioners ansvarsområde.

Anneks II

de. Direktoratet er med disse afgrænsninger ansvarlig for transaktioner udført som fiskal agent for den føderale regering, for kontantudlån til denne og dens specialfonde, for transaktioner med visse kreditinstitutter, for valutatransaktioner og eksterne transaktioner, for åbne markedsoperationer og for koordineringen af Bundesbanksystemets opgaver.

Direktionerne i de ni Landcentralbanker består af præsidenten, vicepræsidenten og i nogle tilfælde ét yderligere medlem. Præsidenten for Landcentralbankerne udnævnes af præsidenten for Forbundsrepublikken efter indstilling af Bundesrat (parlamentets øverste kammer), efter at et forslag har været fremsendt af den kompetente Landsregering, og efter at centralbankrådet har været konsulteret. Landcentralbankerne udfører transaktioner med de offentlige myndigheder og kreditinstitutioner, der hører til deres område.

Medlemmer af bankens styrende organer udnævnes for otte år ad gangen. I undtagelsestilfælde kan udnævnelse ske for kortere perioder, men ikke for mindre end to år. Generelt gælder det, at der kan ske genudnævnelse. Banken og medlemmerne af de styrende organer er uafhængige af instruktioner fra den føderale regering i udførelsen af de opgaver, der er fastlagt i Bundesbankloven.

3.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Penge- og kreditpolitik fastlægges af centralbankrådet alene. En regel bestemmer, at en pengepolitisk beslutning, taget af centralbankrådet, kan udsættes i op til to uger efter anmodning fra den føderale regering. Til dato har den føderale regering ikke gjort brug af denne bestemmelse. I alle tilfælde er det centralbankrådets beslutning, der er den endelige.

De pengepolitiske instrumenter er fastlagt i Bundesbankloven. Indenfor disse lovfastsatte rammer har banken ret til at anvende, udvikle eller forbedre pengepolitiske instrumenter. Der er ikke nogen bindende forpligtelse til at give den offentlige sektor kredit. Banken "har ret til" at give den føderale og Landregeringerne samt visse andre offentlige enheder kredit, men kun med kort løbetid og kun op til lovfastsatte lofter. Renten, der i øjeblikket gælder for disse lån, er lombardrenten, som er ganske tæt på markedsrenteniveauet.

Banken udfører sine operationer i valutamarkedet ifølge sin egen bemyndigelse. Det er imidlertid centralregeringen, der fastsætter centralkurser, dog efter at have konsulteret banken.

3.4 Demokratisk ansvarlighed og oplysningsvirksomhed

Bundesbanks uafhængighed, som fastlagt i Bundesbankloven, bygger på en social konsensus om en politik til opnåelse af prisstabilitet. Banken har ikke nogen forpligtelse til at rapportere til Parlamentet og den føderale regering, men den informerer regelmæssigt offentligheden gennem publikationer og taler. Det årlige regnskab revideres af revisorerne og af det føderale revisionskontor.

3.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Der er ikke i øjeblikket planer om institutionelle ændringer.

4. BANK OF GREECE

4.1 Mål og opgaver

Det lovfastsatte mål er at kontrollere pengeomsætningen samt kreditgivningen. Dette antages at indebære, at monetær stabilitet er bankens endelige målsætning.

Hovedopgaverne er udførelsen af penge- og valutakurspolitikken efter de generelle retningslinjer, regeringen fastsætter. Banken har eneret på at udstede pengesedler, og den forvalter de officielle reserver. Banken er desuden banktilsynsmyndighed og har en nøgelfunktion i landets betalingssystem.

4.2 Ledelse

Generalrådet består af guvernøren, viceguvernørerne og ni rådsmedlemmer, der ikke har eksekutivbeføjelser. Guvernøren og viceguvernøren udnævnes for en fire-års periode med mulighed for genudnævnelse af regeringen efter indstilling af generalrådet, mens de ni rådsmedlemmer udnævnes på generalforsamlingen for aktionærerne for en tre-års periode med mulighed for genudnævnelse. Rådet varetager bankens udførelse af sine opgaver.

Guvernøren er bankens øverste leder. Han eller i hans fravær, en viceguvernør, er formand for generalrådet, er den lovlige repræsentant for banken og tager, på generalrådets vegne, beslutninger vedrørende alle de sager, der ikke specielt skal forelægges generalrådet.

En regeringskommissær uden stemmeret kan udnævnes af finansministeren. Regeringskommissæren deltager i generalforsamlingen og i generalrådets møder, og han kan nedlægge veto mod beslutninger, hvis han anser dem for stridende mod bankens statutter eller statens love.

4.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Banken udformer sin pengepolitik i overensstemmelse med regeringens makroøkonomiske mål. Banken har vide beføjelser til at fastlægge monetære mål og til at udføre pengepolitik. Brugen af pengepolitiske instrumenter begrænses dog af den omstændighed, at renten på statspapirer fastsættes administrativt af regeringen, dog efter at banken er blevet konsulteret. Endelig gælder det, at banken i øjeblikket er forpligtet til at tilbyde staten overtræksfaciliteter, men beløbet er i praksis af begrænset størrelse.

Valutakurspolitik fastlægges af regeringen i samråd med banken, som er ansvarlig for udførelsen.

4.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

Der findes en parlamentær komité med beføjelse til at afgive udtalelser om kandidaters egnethed for udnævnelse til guvernør. Oplysningspligten opfyldes ved offentliggørelse af en årsberetning samt af visse finansielle opgørelser.

4.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Bank of Greece har fremsendt forslag til lovændringer til regeringen, hvad angår bankens mål og hovedopgaver, uafhængighed, organisatoriske struktur, monetære funktioner og operationer. Disse lovforslag sigter mod at øge bankens uafhængighed indenfor den nærmeste fremtid og at gøre statutterne forenelige med Maastricht-traktaten.

5. BANCO DE ESPAÑA

5.1 Mål og opgaver

Banken har til opgave at udføre pengepolitik især med henblik på at sikre pengenes værdi.

Bankens hovedopgaver er implementeringen af den interne og eksterne pengepolitik, udstedelse af pengesedler og reguleringen af disses cirkulation, indehavelsen og forvaltningen af officielle reserver, samt tilsyn med bankinstitutioner og visse finansielle markeder. Banken optræder også i rollen som fiskal agent for regeringen og som rådgiver for regeringen i finansielle og økonomiske spørgsmål.

5.2 Ledelse

De styrende organer består af guvernøren, viceguvernøren, generalrådet og eksekutivrådet.

Guvernøren udnævnes af Kongen efter indstilling af regeringens præsident for en periode på fire år (der kan ske genudnævnelse). Guvernøren repræsenterer banken i relationer udadtil, han har forsædet i generalrådet og eksekutivrådet med den afgørende stemme, og han er bankens øverste administrative myndighed.

Viceguvernøren udnævnes af regeringen efter indstilling af økonomi- og finansministeren for en fire-årig periode (der kan ske genudnævnelse). Viceguvernøren varetager guvernørpostens opgaver i tilfælde af, at sidstnævnte post bliver ledig, eller guvernøren er fraværende eller syg, og han kan udføre alle de opgaver, som guvernøren har pålagt ham.

Medlemmerne af generalrådet er: guvernøren, viceguvernøren, seks medlemmer udpeget af regeringen, to ex-officio medlemmer, som er generaldirektøren for budgetministeriet og generaldirektøren for finansministeriet, generaldirektørerne i banken (der kan være op til fire), og en repræsentant for bankens medarbejdere. De seks regeringsudnævnte medlemmer af generalrådet udnævnes for tre år ad gangen (der kan ske genudnævnelse);

Anneks II

bankens generaldirektører udnævnes af økonomi- og finansministeren efter indstilling af eksekutivrådet uden fast udnævnelsesperiode. Generalrådet tager beslutninger og fastlægger de retningslinjer, som er nødvendige for, at banken kan udføre de opgaver, den er blevet pålagt. Det optræder også som rådgiver for regeringen, og det godkender bankens rapporter og instrukser, idet førstnævnte oversendes til regeringen.

Eksekutivrådet består af guvernøren, viceguvernøren, tre medlemmer udnævnt af generalrådet blandt dets seks medlemmer udnævnt af regeringen og af én af generaldirektørerne. Eksekutivrådet udfører de politiske retningslinjer, som generalrådet har udstukket. Det udfærdiger de af bankens rapporter, som fremsendes til godkendelse i generalrådet, og det giver de autorisationer, som kræves af bankloven og den finansielle lovgivning, ligesom det idømmer de sanktioner, som lovene indeholder.

Spansk lovgivning giver ikke regeringen ret til at udstede instrukser til de styrende organer i banken. Herudover hedder det i centralbankloven, "at Banco de España er uafhængig af regeringen i udførelsen af sine opgaver inden for de grænser, der er fastsat i denne lov". Disse grænser består imidlertid ikke af præcise instrukser, men de fastlægger den generelle fordeling af ansvar for den monetære politik, som omtalt nedenfor.

5.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

I den gældende lov vedrørende Banco de España hedder det, "at banken skal udføre pengepolitikken både internt og eksternt i overensstemmelse med de generelle målsætninger, regeringen har fastlagt. Udførelsen skal ske på den måde, banken måtte finde mest egnet for at opnå de givne målsætninger". Det fremgår heraf, at pengepolitikken generelle målsætninger fastsættes af regeringen, mens udførelsen, både internt og eksternt, er Banco de España's ansvar. Banken har i denne kapacitet fuld frihed i valget af instrumenter, som den ønsker at anvende.

I praksis opstiller banken de generelle målsætninger for pengepolitikken i form af årlige målsætninger for de monetære aggregater, og disse godkendes af regeringen.

Valutakurspolitikken udføres inden for rammerne af EMS. Centralkurser bliver således fastsat af regeringen i tæt samråd med banken; derefter bliver valutakurspolitikken fastlagt af banken. I denne sammenhæng er det vigtigt at bemærke, at banken har fuld frihed til at foretage interventioner i valutamarkedet.

5.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

Parlamentet har ret til at indkalde guvernøren til at redegøre for pengepolitikken og andre forhold, der falder ind under bankens område. Banken offentliggør herudover sin årsberetning og den månedlige økonomiske oversigt, som analyserer den økonomiske og finansielle udvikling, og som forklarer pengepolitikken.

Banken offentliggør sit årsregnskab. Forvaltningen af banken og dens operationer revideres af den spanske revisionsret.

5.5 Fremtidige institutionelle ændringer.

Regeringen har for nylig godkendt et lovforslag, som giver banken autonomi, og som er blevet forelagt parlamentet til godkendelse. Lovforslaget indeholder alle de bestemmelser, som Traktaten om Den Europæiske Union har vedrørende centralbanker, og den vil træde i kraft den 1. januar 1994. Bankens opgaver og funktioner bliver ændret til at indeholde både retten til at definere og udføre pengepolitikken. Hovedmålet for pengepolitikken vil blive prisstabilitet. "Monetær finansiering" af den offentlige sektor vil blive forbudt. Udnævnelsesperioden for guvernøren og viceguvernøren vil blive sat til seks år, uden mulighed for genudnævnelse.

6. BANQUE DE FRANCE

6.1 Mål og opgaver

Banken har som sin målsætning at overvåge penge- og kreditforholdene. I denne forbindelse påser den, at banksystemet fungerer smidigt.

Hovedopgaverne er: at udstede pengesedler, at deltage i forberedelsen og tilrettelæggelsen af pengepolitikken, at udføre valutakurspolitikken og forvalte de officielle reserver, at føre finansministeriets konto, at deltage i styringen af betalingssystemet og at regulere og føre tilsyn med banker og finansielle institutioner på Bankkommissionens vegne.

6.2 Ledelse

De styrende organer er: guvernøren, de to viceguvernører og generalrådet.

Guvernøren og viceguvernørerne udnævnes af regeringen uden fast åremål. Guvernøren leder og administrerer banken og udfører alle de funktioner, som ikke ligger hos generalrådet, som han er formand for.

Generalrådet består af guvernøren og viceguvernøren og rådsmedlemmerne. Ni af rådsmedlemmerne udnævnes af regeringen efter indstilling af økonomi- og finansministeren, mens et rådsmedlem udnævnes af bankens personale. Alle rådsmedlemmerne udnævnes for seks år. Rådet behandler operationelle, administrative og finansielle sager.

En tilsynsførende, udnævnt af økonomi- og finansministeren, deltager i generalrådets møder og kan modsætte sig rådets beslutninger. Hvis han modsætter sig, vil guvernøren få sagen genovervejret i generalrådet.

6.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Banken bidrager til fastlæggelse af pengepolitikken, som regeringen godkender. Udførelsen af pengepolitikken sker ved fællesbeslutninger af økonomi- og finansministeren og guvernøren. Dette gælder både valget af instrumenter og de ændringer, der foretages.

Statsunderskud bliver ikke finansieret af centralbanken. Siden aftalen om Valutakursstabiliseringsfonden i 1973 har centralbankens finansiering af staten kun bestået i neutralisering af Fondens resultat på finansministeriets likviditet. Der er derfor ikke nogen centralbankfinansiering af offentlige myndigheder ad denne vej. Banken køber desuden ikke værdipapirer, hverken statspapirer eller private udstedelser, i det primære marked.

Operationer på valutamarkedet udføres af banken i tæt samarbejde med økonomi- og finansministeren, som kan give banken generelle direktiver på dette område.

6.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

Guvernøren aflægger ed foran republikkens præsident på, at han pligtopfyldende og samvittighedsfuldt vil lede banken i overensstemmelse med love og regulativer. Han forelægger også beretningen om bankens operationer for republikkens præsident på generalrådets vegne, så ofte som han finder det nødvendigt og mindst én gang om året. Rapporter, der beskriver den monetære og økonomiske udvikling og bankens politiske indgreb, offentliggøres regelmæssigt.

6.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Bankens statutter skal ændres, for at disse kan bringes i overensstemmelse med Maastricht-traktatens bestemmelser. Regeringen har i en række af sine seneste udtalelser bekræftet sin forpligtelse til at iværksætte en sådan reform, men den har ikke til dato officielt offentliggjort et sådant lovforslag. En parlamentsgruppe annoncerede for nylig en plan for et lovforslag til at gøre banken uafhængig.

7. CENTRAL BANK OF IRELAND

7.1 Mål og opgaver

Den lovfastsatte målsætning er at beskytte pengenes integritet.

Hovedopgaverne inkluderer: udstedelse af penge, formulering og udførelse af pengepolitikken, forvaltningen af de officielle reserver, overvågning af de finansielle markeder og udførelse af opgaver som fiskal agent for regeringen samt som depositar for statspapirer. Banken er også ansvarlig for regulering af banker og finansielle institutioner.

7.2 Ledelse

Banken styres af bestyrelsen, som består af guvernøren og op til ni direktører. Guvernøren udpeges af republikkens præsident efter råd fra regeringen for en syv-årig periode med mulighed for genudnævnelse. Andre af bestyrelsens medlemmer udpeges af finansministeren for en periode på fem år.

7.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Banken er ansvarlig for formuleringen og udførelsen af pengepolitikken. Pengepolitiske beslutninger tages inden for rammerne af den valutakurspolitik, regeringen fastlægger, men uden løbende kontakt til finansministeriet. Regeringens bidrag til pengepolitikken sker via finansministeriets departementschef i dennes kapacitet af bestyrelsesmedlem i banken. Ministeren kan forlange, at guvernøren (og/eller bestyrelsen) skal konsultere ham om bankens resultater og udførelsen af dens funktioner og pligter. Denne ret er aldrig blevet udnyttet.

Banken har fuld frihed i sit valg og brug af instrumenter. Banken har ikke pligt til at finansiere staten eller den offentlige sektor i øvrigt, og i praksis har denne finansiering været meget lille.

Selv om det endelige ansvar for valutakurspolitikken er regeringens, er finansministeren lovmæssigt forpligtet til at konsultere banken vedrørende spørgsmål om valutakurspolitik.

7.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

Banken har pligt til at udarbejde en årsberetning og fremsende denne til finansministeren, som har pligt til at forelægge den for parlamentet. Tilsvarende skal bankens årsregnskab forelægges statsrevisoren, som reviderer og kontrollerer dette og fremsender det til ministeren, som omdeler det i parlamentet.

7.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Det er hensigten at forelægge et lovforslag for parlamentet før udløbet af dette år. Dette lovforslag indeholder ændringer af centralbankloven, der vil bringe den i overensstemmelse med Traktaten om Den Europæiske Union. Ændringsforslagene omfatter bestemmelser, der begrænser finansministerens ret til at forlange, at guvernøren skal konsultere ham, de tydeliggør bankens rolle i relation til betalingssystemer, de tillader informationsudveksling med ECB, og de gør det muligt for banken at overholde Traktatens krav om indsamling af statistik og anvendelse af specialindlån og reservekrav på ECB's vegne.

8. BANCA D'ITALIA

8.1 Mål og opgaver

Selv om lovgivningen ikke fastsætter en målsætning, bestemmer den italienske forfatning, at republikken har pligt til at beskytte opsparingen, hvilket indebærer, at banken skal søge at opnå monetær stabilitet.

Hovedopgaverne er: udstedelse af pengesedler, udførelse af pengepolitik, tilsyn med banker og andre finansielle institutioner, fiskal agent for regeringen og forvaltning af officielle reserver sammen med Det Italienske Valutakontor.

8.2 Ledelse

Ledelsen består af: guvernøren, generaldirektøren og to vicegeneraldirektører, der udgør direktoratet; og af bestyrelsen.

Direktoratet er ikke et kollektivt ledet organ, fordi guvernøren har forrang. Medlemmerne udpeges for en ubestemt tidsperiode af bestyrelsen efter regeringens godkendelse, og en afskedigelse skal følge den samme procedure. Direktoratet har ansvar for at udføre Banca d'Italia's opgaver og modtager ikke instrukser fra de politiske myndigheder, hvad angår monetære spørgsmål.

Bestyrelsen består af guvernøren, som er formand, og tretten medlemmer udpeget på aktieejernes generalforsamling for en tre-års periode. Ingen medlemmer kan have politiske embeder. Bestyrelsen står for bankens administration, men den har ikke beføjelser til at føre penge- eller valutakurspolitik eller beskæftige sig med sager vedrørende banktilsyn.

8.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Pengepolitiske målsætninger fastsættes årligt af guvernøren og bliver formelt godkendt af regeringen. Der har aldrig forekommet tilfælde, hvor regeringen har forkastet guvernørens målsætninger.

Banken har fuld frihed i sin brug af instrumenter og i udførelsen af pengepolitikken. Et vigtigt skridt i denne retning blev taget, da banken i februar 1992 fik ret til uafhængigt at fastsætte diskontoen.

Finansministeriets vigtigste kreditfacilitet er en ubetinget direkte overtræksadgang for op til 14% af de udgifter, finansloven indeholder. Over denne grænse, og hvor dette finansieringsbehov måtte stride mod pengepolitiske målsætninger, kan finansministeriet kun opnå et "ekstraordinært lån", efter at parlamentet har autoriseret dette i en speciel lov (dette er kun sket én gang i januar 1983).

Banken opererer inden for de rammer, regeringen har fastsat vedrørende valutakurssystemet, men den har fuld frihed, hvad angår udførelsen af operationer i valutamarke-

8.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

Finansministeriet har beføjelser som tilsynsførende, hvad angår udstedelse af pengesedler, administration og regnskabsføring i Banca d'Italia. En repræsentant fra finansministeriet deltager i bestyrelsens møder, og bestyrelsens konklusioner træder i kraft, såfremt finansministeriet ikke modsætter sig dem, inden fem dage er gået. Guvernøren kan inviteres til høring foran parlamentsudvalg for at redegøre for udførelsen af pengepolitikken. En årsberetning og andre dokumenter bliver offentliggjort.

8.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Regeringen fremlagde i 1993 et lovforslag i parlamentet, der vil indebære en reform af overtræksfaciliteten, som består i følgende: Afskaffelse af enhver form for långivning til finansministeriet, konvertering af eksisterende gæld på overtræksfaciliteten til et statsobligationslån med endelig fastsat løbetid og oprettelsen af en konto i banken, som skal have et permanent positivt indestående. Det samme lovforslag overfører også retten til at ændre på kasserereservekravene til Banca d'Italia. Herudover er en første reform af kasserereservesystemet blevet besluttet, som vil betyde en reduktion af kassebindingskravene. Endelig vil andre institutionelle ændringer, der kræves for at kunne opfylde Maastricht-traktatens kriterier, blive undersøgt af Banca d'Italia og finansministeriet i forening.

9. INSTITUT MONÉTAIRE LUXEMBOURGEOIS

9.1 Mål og opgaver

Luxembourg er forbundet med Belgien i en økonomisk union, som omfatter en monetær union, der stammer tilbage fra 1922. Institut Monétaire Luxembourgeois (IML), som oprettedes i 1983, udfører ikke på dette stade alle de opgaver, som en egentlig centralbank har, fordi Belgiens nationalbank i øjeblikket udfører en serie af opgaver på vegne af begge medlemslande i unionen.

IML's opgaver er: at udstede mønter og sedler, at fremme stabiliteten af pengenes værdi og i forbindelse hermed overvåge de finansielle markeders korrekte funktion, at opfylde de forpligtelser og udnytte de rettigheder, som internationale monetære og finansielle aftaler giver og at udføre tilsynet med den finansielle sektor.

9.2 Ledelse

IML's styrende organer er direktionen og rådet.

Direktionen er et kollegialt organ bestående af generaldirektøren og to direktører. Disse udnævnes af Storhertugen efter forslag fra ministerrådet for en seks-årig periode med mulighed for genudnævnelse. Direktionen er IML's magtudøvende organ, som er ansvarlig for opfyldelse af IML's målsætning. Hvis der er afgørende meningsforskelle mellem

Anneks II

regeringen og direktionen om IML's politik og udførelsen af dens opgaver, kan regeringen med samtykke af IML's råd foreslå Storhertugen samlet at afskedige ledelsen, men kun samlet. Bortset fra denne bestemmelse har de politiske myndigheder ikke instruktionsret over for direktionen.

Rådet har syv medlemmer, der udnævnes af ministerrådet for en periode på fire år med mulighed for genudnævnelse. Rådet fastlægger retningslinjer og tager stilling til bestemte områder af IML's aktiviteter, det godkender årsregnskabet og IML's budget, men det har ingen beføjelser, hvad angår finansielt tilsyn. De politiske myndigheder har ikke instruktionsret over for medlemmerne af rådet.

9.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Det "sidste ord" i penge- og valutakurspolitik tilhører regeringen, og IML udnytter kun et begrænset antal pengepolitiske instrumenter. Selv om IML har ret til at regulere brugen af bankernes franc-denominerede forpligtelser, har den aldrig udnyttet denne ret.

9.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

IML's direktion har en lovfastsat forpligtelse til at forelægge en årsberetning, et årsregnskab og et budget til regeringens godkendelse. Disse dokumenter fremsendes til parlamentet. Den regeringsudnævnte revisor for IML udfærdiger ligeledes en årsrapport, som oversendes til IML's råd, regeringen og parlamentet. Generaldirektøren deltager herudover traditionelt to gange om året i et møde med parlamentskomiteen for budgetmæssige og finansielle spørgsmål.

9.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Overgangen til ØMU'ens endelige fase vil indebære betydelige ændringer af den monetære union med Belgien, idet IML skal overtage alle funktioner som centralbank for Luxembourg. Et lovudkast, der indebærer dette, er under udarbejdelse i IML.

10. DE NEDERLANDSCHE BANK

10.1 Mål og opgaver

Den lovfastsatte målsætning er at beskytte pengenes værdi. Prisstabilitet er derved en klar politisk målsætning.

Bankens hovedopgaver er: at udstede pengesedler, at lette indenlandske og eksterne pengeoverførsler, at forvalte officielle reserver og at føre tilsyn med banker og finansielle institutioner.

10.2 Ledelse

Direktionen og det tilsynsførende råd er bankens styrende organer, og bankrådet er et rådgivende organ.

Direktionen består af præsidenten, sekretæren samt mindst tre (som i øjeblikket) og ikke mere end fem eksekutivdirektører. Disse bliver indstillet ved et fællesmøde af direktionen og det tilsynsførende råd og udnævnes af Kongen på forslag af regeringen for en syv-års periode, med mulighed for genudnævnelse. Alle bankens politiske beslutninger tages af direktionen, som også er ansvarlig for ledelsen af banken. Direktionen modtager ikke instrukser om pengepolitik fra regeringen bortset fra spørgsmål, hvor der er afgørende meningsforskelle mellem banken og regeringen vedrørende udførelsen af pengepolitikken.

Det tilsynsførende råd består af tolv medlemmer, der udnævnes af finansministeren for fire-årsperioder med mulighed for genudnævnelse. Det fører tilsyn med bankens virksomhed og godkender det årlige regnskab. En kongelig udnævnt kommissær fører tilsyn med banken på regeringens vegne.

Bankrådet består af seksten medlemmer og den kongelige kommissær. Dets opgave er at tilbyde rådgivning til banken og finansministeren i spørgsmål om bankens politik. Fire medlemmer udpeges blandt og af medlemmerne af det tilsynsførende råd. De andre tolv udnævnes af Kongen og omfatter finansielle eksperter og repræsentanter fra erhvervslivet og fagorganisationer.

10.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Banken har fuld frihed til at formulere og udføre den indenlandske pengepolitik. Da finansministeren er ansvarlig over for parlamentet for udførelsen af pengepolitikken, er det nødvendigt med regelmæssige konsultationer mellem banken og ministeren.

Finansministeren har magt til, når der foreligger afgørende meningsforskelle, at give instrukser til direktionen for at bringe bankens politik i overensstemmelse med regeringens penge- og finanspolitik. Direktionen kan imidlertid erklære sig uenig med disse instrukser og appellere til Kongen. Kongens beslutning kan kun tages på et plenarmøde af ministerrådet. Hvis det beslutes, at direktionen skal udføre instrukserne, bliver Kongens vejledte og motiverede beslutning samt bankens erklæring om sin uenighed offentliggjort i det hollandske Statstidende. I et sådant tilfælde ville en uenighed af denne art sandsynligvis forårsage en større politisk krise. Til dato har finansministeren imidlertid aldrig udnyttet denne lovfastede ret til at give instrukser. Det var også lovgiverens intention, og det er vedblivende blevet bekræftet af politikere, at denne ret kun skulle anvendes i yderste nødstilfælde. I praksis har banken derfor en høj grad af selvstændighed, og den har fuld frihed til at foretage ind-

Anneks II

greb til pengepolitisk styring såsom kassereservekrav, dog kun efter at banksystemet er blevet hørt.

Banken har en forpligtelse til at give finansministeriet, efter anmodning fra finansministeren, rentefri kredit mod sikkerhed op til et maksimum af Fl 150 mill. Herudover aftales ydelse af en begrænset kredit mod sikkerhed, som finansministeren kan trække på for at opfylde midlertidige kontantbehov.

Deltagelse i valutakursaftaler såvel som godkendelse af ændringer i centralkurser bestemmes af regeringen efter konsultation med banken. Inden for de grænser EMS-aftalen sætter, har banken fuld frihed til at fastlægge sin strategi, hvad angår valutakurspolitik og brug af instrumenter (renter, intervention, båndbredden).

10.4 Demokratiske ansvar og oplysningsvirksomhed

Finansministeren er ansvarlig over for parlamentet for udførelsen af pengepolitikken. Centralbankloven kræver, at direktionen offentliggør en ugentlig oversigt over bankens balance. Herudover offentliggør banken en årsberetning (inklusive årsregnskabet) vedrørende sin virksomhed.

10.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Det forventes, at der i centralbankloven vil blive indført en eksplicit klausul om, at alle bankens operationer ved starten på anden fase skal være i overensstemmelse med artikel 104 i Traktaten vedrørende forbudet mod "monetær finansiering". De nødvendige lovændringer vil sandsynligvis blive forelagt parlamentet før sommeren 1993. Den lovfastsatte ret finansministeren har til at give banken instrukser, vil i overensstemmelse med Traktaten blive afskaffet før oprettelsen af ESCB. Desuden vil udnævnelsesprocedurerne og sammensætningen og strukturen af bankens styrende organer blive genovervejet. Herudover finder regeringen det tilrådeligt, at parlamentet får adgang til at høre De Nederlandsche Bank's præsident om ESCB's aktiviteter. Dette vil ske på en måde, der er i overensstemmelse med Traktatens bestemmelser.

11. BANCO DE PORTUGAL

11.1 Mål og opgaver

Bankens mål er at opretholde intern monetær stabilitet og at sikre valutaens eksterne værdi.

Hovedopgaverne er at definere pengepolitikken sammen med regeringen, at udføre penge- og valutakurspolitikken, at holde og forvalte de officielle reserver, at være medlem i statens internationale monetære relationer og at overvåge det nationale finansielle

system. Hvad angår det sidstnævnte, har banken ansvaret for banktilsynet.

11.2 Ledelse

Banco de Portugal's styrende organer er guvernøren og bestyrelsen. Guvernøren og medlemmer af bestyrelsen udnævnes for fem år af ministerrådet efter indstilling af finansministeren med mulighed for genudnævnelse. Finansministeren har ikke instruktionsret over for bestyrelsesmedlemmerne, men der er hyppige konsultationer mellem dem. Herudover gælder det, at loven udtrykkelig bestemmer, at banken skal tage hensyn til regeringens retningslinjer. Desuden findes et revisionsråd og en rådgivende komité.

11.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Fastlæggelsen af både penge- og valutakurspolitikken bestemmes sammen med regeringen. Banken har ansvaret for udførelsen af pengepolitikken og har fuld frihed i sin brug af instrumenter. Der er dog en vigtig undtagelse, hvad gælder politiske indgreb, som skal offentliggøres i form af bekendtgørelser (Avisos) fra Banco de Portugal, før de træder i kraft. Avisos skal underskrives af finansministeren.

Inden for valutakurssamarbejdet i EMS er valget af centralkurs regeringens ansvar efter at have konsulteret banken. Banken er ansvarlig for udførelsen af valutakurspolitikken og for styringen af valutakursen inden for fluktationsbåndet.

Der findes ikke på forhånd fastlagte bestemmelser til løsning af uoverensstemmelser. De vigtigste opgaver, som har størst sandsynlighed for at komme i konflikt med pengepolitikken, er tilsynsfunktionen og opgaver som ydelse af lån til finansielle institutioner i krise. Centralbankens statutter udelukker desuden ikke, at banken kan tegne sig for køb af skatkammerbeviser under betingelser aftalt mellem finansministeriet og banken.

11.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

Revisionsrådet og den rådgivende komité udfører vigtige funktioner, hvad angår opfyldelse af oplysningspligten. Årsberetningen og regnskaberne skal godkendes af finansministeren, der skal rådføre sig med revisionsrådet. Guvernøren bliver herudover inviteret til at fremtræde foran de relevante parlamentskomiteer.

11.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Den eneste ændring, der umiddelbart er planlagt af centralbankens statutter, er en ændring, der skal forbyde, at banken tegner sig for køb af skatkammerbeviser. Uafhængighed vil yderligere blive styrket inden for de i Traktaten fastlagte tidsrammer på linje med den seneste ændring af den portugisiske forfatning.

12. BANK OF ENGLAND

12.1 Mål og opgaver

Selv om der ikke findes lovfastsatte målsætninger inden for det monetære område, giver bankloven af 1987 centralbanken, i dens egenskab af banktilsynsmyndighed, beskyttelse af indskydere som målsætning. I praksis er hovedmålsætningerne: at opretholde pengenes integritet og værdi, at beskytte det finansielle systems integritet inklusive betalings- og afviklingssystemer og at fremme den finansielle sektors effektivitet.

I forbindelse med udnævnelsen af den kommende guvernør, Mr. E.A.J. George, den 22. januar 1993, erklærede finansministeren, at den nye guvernørs hovedansvar vil være "at støtte regeringen i dennes vilje til at frembringe en vedvarende reduktion af inflationsraten, som er det eneste sunde fundament, hvorpå bæredygtig vækst og sikker beskæftigelse kan bygges".

Bankens hovedopgaver er implementeringen af pengepolitik, udstedelse af penge, styringen af de officielle reserver samt tilsyn med banker.

12.2 Ledelse

Det styrende organ er "the Court of Directors" (bestyrelsen). Denne består af guvernøren, viceguvernøren og seksten direktører, hvoraf op til fire kan have eksekutive beføjelser i banken. Guvernøren og direktørerne udpeges af Kongen efter indstilling af premierministeren. Guvernøren og viceguvernøren udnævnes for fem-års perioder med mulighed for genudnævnelse og direktører for fire-års perioder ligeledes med mulighed for genudnævnelse. Bestyrelsen er ansvarlig for bankens virksomhed.

Medlemmer af bestyrelsen har ikke enkeltvis pligt til at adlyde instrukser fra politiske myndigheder. Finansministeriet har derimod en lovfastsat ret til at udstede "direktiver" til banken "i offentlighedens interesse" efter konsultation med guvernøren. Denne beføjelse er imidlertid aldrig formelt blevet udnyttet.

12.3 Uafhængighed i formuleringen og udførelsen af penge- og valutakurspolitikken

Det er bankens ansvar at rådgive om pengepolitik og at udføre den politik, der er aftalt med regeringen. Regeringen tager dog de endelige beslutninger vedrørende pengepolitiske forhold. Hvis der opstår en konflikt mellem bankens synspunkter og regeringens, er det sidstnævntes synspunkt, der i sidste instans vil gælde. Banken kan lade sine synspunkter komme til offentlighedens kendskab.

Hovedinstrumentet i pengepolitikken er den korte rente, som banken påvirker gennem sine operationer i pengemarkedet. Banken har betydelig frihed i udførelsen af disse operationer, selv om rentemålsætningen fastlægges af regeringen.

Anneks II

Banken er fiskal agent for regeringen og giver af og til kortfristet kredit i form af "Ways and Means Advances". Til andre tider har regeringen et indestående i banken. Hverken disse aktiviteter eller bankens rolle som tilsynsmyndighed for banker og visse andre markedsdeltagere er på nogen måde i konflikt med de pengepolitiske funktioner.

Valutamarkedsoperationer udføres af banken som agent for regeringen, som ejer valutareserverne. Som agent udfører banken sine operationer efter retningslinjer fastsat af finansministeriet.

12.4 Demokratisk ansvar og oplysningsvirksomhed

Banken forelægger parlamentet en årsberetning, der indeholder årsregnskabet, og yderligere en årsberetning, som beskriver udførelsen af tilsyn. Herudover publicerer banken regelmæssigt rapporter, der beskriver den økonomiske og finansielle udvikling. Guvernøren fremtræder ofte for parlamentsudvalg. Formelt er det dog finansministeren eller en anden økonomisk minister, der er ansvarlig for banken over for parlamentet.

Finansministeren bekendtgjorde for nylig nye bestemmelser til at forøge kendskabet til pengepolitikens udførelse. Disse omfatter en forhåndsannoncering af regeringens målsætning for inflationen, offentliggørelse af monetære rapporter af finansministeriet med relevante data om pengepolitik, og offentliggørelse hvert kvartal af en rapport af banken med en beskrivelse af de fremskridt, man har gjort med hensyn til opnåelse af regeringens inflationsmålsætning.

12.5 Fremtidige institutionelle ændringer

Der er ingen andre planer vedrørende institutionelle ændringer end dem, der er beskrevet ovenfor, angående større åbenhed om pengepolitikken. Hvis England skulle deltage i ØMU'ens tredje fase, vil det blive nødvendigt at foretage institutionelle ændringer.

FORKORTELSER OG SYMBOLER

LANDE⁶

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

VALUTAER

ECU	Den europæiske valutaenhed
BEF	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
PTE	Portugisiske escudos
GBP	Engelske pund
USD	US-dollar
JPY	Japanske yen

⁶ I overensstemmelse med EF-praksis er landene i beretningen anført i alfabetisk rækkefølge efter de nationale sprog som angivet ovenfor.

ANDRE FORKORTELSER

BIS	Bank for International Settlements (Den Internationale Betalingsbank)
IOL	Indlån Over Landegrænserne
ECB	European Central Bank (Den Europæiske Centralbank)
ECOFIN-Rådet	Rådet af økonomi- og finansministre
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde
EF	De Europæiske Fællesskaber
EFTA	Den Europæiske Frihandelsorganisation
EMCF	European Monetary Co-operation Fund (Den Europæiske Fond for Monetært Samarbejde)
EMI	Det Europæiske Monetære Institut
EMS	Det Europæiske Monetære System
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union
ERM	Exchange Rate Mechanism of the European Monetary System (Valutakurssamarbejdet i EMS)
Lande i det oprindelige snævre ERM-bånd	EF-medlemslande, som deltog i det snævre bånd i ERM i 1979 (BE, DK, DE, FR, IE, LU, NL)
ESCB	European System of Central Banks (Det Europæiske System af Centralbanker)
BNP	Bruttonationalproduktet
BNI	Bruttonationalindkomsten
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (Det Luxembourgiske Monetære Institut)
OECD	Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling
PPP	Købekraftsparitet

