



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

ÅRSBERETNING 2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

ÅRSBERETNING
2007





DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET



I 2008
vil alle
publikationer
bære et motiv
taget fra
en 10 euro-
seddel

ÅRSBERETNING
2007

© Den Europæiske Centralbank, 2008

Adresse

Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Tyskland

Postadresse

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main
Tyskland

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

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

Foto:

*Martin Joppen
Walter Vorjohann*

*Skæringsdato for statistik i denne
årsberetning var den 29. februar 2008*

ISSN 1725-2830 (online)

INDHOLD

FORORD	10	3 SEDLER OG MØNTER	113
KAPITEL I		3.1 Udviklingen i cirkulerende eurosedler og -mønter og håndteringen deraf	113
DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN		3.2 Forfalskning af eurosedler og beskyttelse mod forfalskning	114
I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER	18	3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler	115
2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING	25	4 STATISTIK	118
2.1 De globale makroøkonomiske forhold	25	4.1 Nye eller forbedrede statistikker for euroområdet	118
2.2 Den monetære og finansielle udvikling	29	4.2 Øvrig statistisk udvikling	119
2.3 Udviklingen i priser og omkostninger	54	4.3 Forberedelserne til udvidelsen af euroområdet	120
2.4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	64	5 ØKONOMISK FORSKNING	121
2.5 Udviklingen i de offentlige finanser	70	5.1 Forskningsprioriteter	121
2.6 Udviklingen i valutakurser og betalingsbalancen	78	5.2 Publikationer og konferencer	122
3 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET	83	6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER	124
		6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	124
		6.2 Rådgivende funktioner	124
		6.3 Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	127
		6.4 Eurosystemets forvaltning af valutareserver	127
KAPITEL 2		KAPITEL 3	
CENTRALBANKOPERATIONER OG -AKTIVITETER		CYPERNS OG MALTAS INDTRÆDEN I EUROOMRÅDET	
I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER	96	I DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I CYPERN OG MALTA	130
1.1 Pengepolitiske operationer	96		
1.2 Valutaoperationer	104	2 JURIDISKE ASPEKTER AF CENTRAL BANK OF CYPRUS' OG BANK ĊENTRALI TA' MALTAS /CENTRAL BANK OF MALTAS INTEGRATION I EUROSYSTEMET	134
1.3 Investeringsaktiviteter	104		
2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER	107		
2.1 Target-systemet	107		
2.2 Target2	108		
2.3 Target2-Securities	110		
2.4 Afviklingsprocedurer for sikkerhed	111		

3 OPERATIONELLE ASPEKTER AF CENTRAL BANK OF CYPRUS' OG BANK ĊENTRALI TA' MALTAS /CENTRAL BANK OF MALTAS INTEGRATION I EUROSYSTEMET	136	2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL	164
3.1 Pengepolitiske operationer	136	2.1 Vigtige tendenser i det internationale monetære og finansielle system	164
3.2 Bidrag til ECBs kapital, reserver og valutareserveaktiver	137	2.2 Samarbejde med lande uden for EU	166
4. OVERGANGEN TIL EUROSEDLER OG -MØNTER I CYPERN OG MALTA	138	KAPITEL 6 ANSVARLIGHED	
KAPITEL 4 FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION		1 ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET	172
I FINANSIEL STABILITET	142	2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET	173
1.1 Overvågning af finansiell stabilitet	142	KAPITEL 7 EKSTERN KOMMUNIKATION	
1.2 Arrangementer vedrørende finansiell stabilitet	144	I KOMMUNIKATIONSPOLITIK	178
2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN	146	2 KOMMUNIKATIONSÅKTIVITETER	179
2.1 Generelle emner	146	KAPITEL 8 INSTITUTIONELLE RAMMER, ORGANISATION OG ÅRSREGNSKAB	
2.2 Bankvirksomhed	147	I ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE	185
2.3 Værdipapirer	147	1.1 Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	185
3 FINANSIEL INTEGRATION	149	1.2 Styrelsesrådet	186
4 OVERVÅGNING AF MARKEDETS INFRASTRUKTUR	153	1.3 Direktionen	188
4.1 Overvågning af systemer og infrastrukturer for store betalinger i euro	153	1.4 Det Generelle Råd	190
4.2 Detailbetalingstjenester	156	1.5 Eurosystem-/ESCB-komiteer, budgetkomiteen, Personalechef- kredsen og Eurosystemets IT-styringskomite	191
4.3 Betalingskortsystemer	156	1.6 Corporate governance	192
4.4 Clearing og afvikling af værdipapir	156		
KAPITEL 5 EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER			
I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL	160		
1.1 Politikspørgsmål	160		
1.2 Institutionelle spørgsmål	161		
1.3 Udviklingen i og forbindelserne med kandidatlandene	162		

2 ORGANISATORISK UDVIKLING	195		
2.1 Human resources	195		
2.2 ECBs nye hovedsæde	197		
2.3 Eurosystemets kontor til koordinering af indkøb	198		
3 ESCBs SOCIALE DIALOG	199		
4 ÅRSREGNSKAB FOR ECB	200		
4.1 Ledelsens beretning for regnskabsåret 2007	201		
4.2 Balance pr. 31. december 2007	204		
4.3 Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2007 til 31. december 2007	206		
4.4 Anvendt regnskabspraksis	207		
Noter til balancen	212		
Noter til resultatopgørelsen	223		
Note om fordeling af overskud og tab	227		
Revisionspåtegning	228		
5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2007	230		
BILAG			
RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF ECB	234		
UDTALELSER VEDTAGET AF ECB	237		
KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSISTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG	241		
ECBs PUBLIKATIONER SIDEN 2007	243		
ORDLISTE	249		
BOKSE			
1 MFIernes nettofordringer på udlandet og deres påvirkning af den monetære udvikling	34		
Figur A MFIernes nettofordringer på udlandet og M3	34		
		Figur B Sammensætning af den pengeholdende sektors kapitalstrømme og MFIernes nettofordringer på udlandet	36
		Figur C Sammensætning af strømme af porteføljeinvesteringer	36
		Figur D Udviklingen i eksterne bruttoaktiver og -passiver	37
	2	Pengemarkedsrenternes volatilitet i 2007	39
		Figur A Daglig realiseret volatilitet i dag-til-dag renten	40
		Figur B Daglig realiseret volatilitet i lange indlånsrenter	40
		Figur C Realiseret og implicit volatilitet for 3-måneders pengemarkedsrenter	42
	3	Ligheder og forskelle mellem perioderne med finansiell uro i 2007 og 1998	46
		Figur A Lange obligationsrenter i USA og euroområdet i 1998 og 2007	47
		Figur B Aktiekurser i USA og euroområdet i 1998 og 2007	47
	4	Basiseffekter fra energis bidrag til HICP-inflationen i 2007	56
		Figur A Bidrag til ændringen i den årlige HICP-inflation siden december 2006	56
		Figur B Fordeling af den månedlige ændring i den årlige HICP-inflation	57
		Figur C Fordeling af ændringen i den årlige HICP-inflation siden december 2006	57
	5	Stigningen i fødevarerpriserne i euroområdet	59
		Figur A Bidrag fra priserne på forarbejdede fødevarer til den årlige HICP-inflation	59
		Figur B Udviklingen i priserne på fødevarer og tropiske drikkevarer	60
	Tabel	Forarbejdede fødevarer ekskl. tobak i HICP i de forskellige eurolande	60

6	De seneste års fald i arbejdsløsheden i euroområdet	68	6	Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet	83
	Figur A Arbejdsløshed og BNP-vækst i euroområdet	68	7	HICP-inflation i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet	84
	Tabel Arbejdsløshed i euroområdet fordelt på køn, alder og kvalifikationer	69	8	Budgetstillinger i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet	86
	Figur B Reformintensiteten i euroområdet og fordeling på reformtype, 2000-06	70	9	Betalingsbalancen for EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet	87
7	Udviklingen i den offentlige sektors udstedelse af gældsinstrumenter og obligationsrentespændene i euroområdet	72	10	Udviklingen i ERM2	88
	Tabel A Gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene	72	11	Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet	91
	Tabel B Udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene	73	12	Betalinger i Target	107
	Figur A Dekomponering af ændringen i rentebetalinger	74	13	Fordeling af eurosiddelproduktionen i 2007	117
	Figur B Rentespænd for statsobligationer over for Tyskland	74	14	De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Cypern	130
	Figur C Udviklingen i "credit default swaps" mellem landene	74	15	De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Malta	131
8	Vigtigt at tage ved lære af de finanspolitiske erfaringer fra 2000-01	76	FIGURER		
	Figur A Udviklingen i de offentlige finanser 1998-2007	77	1	ECB-renter og pengemarkedsrenter	18
	Figur B Budgetsaldoen og konjunkturkomponenten	77	2	Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier	25
9	Pengepolitiske operationer under volatiliteten på de finansielle markeder	98	3	Geografisk fordelte bidrag til global BNP-vækst	27
	Figur Dagligt reserveoverskud i løbet af en reservekravsperiode	99	4	Hovedtendenser på råvaremarkederne	28
10	Statistiske konsekvenser af udvidelsen af euroområdet med Cypern og Malta	133	5	M3 og udlån til den private sektor	29
TABELLER			6	M3s hovedkomponenter	30
1	Prisudviklingen	54	7	MFI-renter for kortfristede indskud og en pengemarkedsrente	31
2	Indikatorer for arbejdskrafts-omkostninger	62	8	Sektorfordelte M3-indskud	32
3	Sammensætningen af vækst i realt BNP	65	9	Kreditgivning til residerter i euroområdet	32
4	Udviklingen på arbejdsmarkedet	66	10	Pengemarkedsrenter	38
5	Budgetstillinger i euroområdet	71	11	3-måneders Eurepo, Euribor og dag-til-dag renteswap	38
			12	Lange statsobligationsrenter	43
			13	"Break-even"-inflation i euroområdet på spot- og terminshandler	43
			14	Væsentlige aktieindeks	45
			15	Implicit volatilitet på aktiemarkederne	45
			16	MFI-lån til husholdningerne	49
			17	Renter for udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	49
			18	Husholdningernes gæld og rentebetalinger	50

19 Reale omkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering	51	45 Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2007	113
20 Profitmål for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet	52	46 Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2007	113
21 Fordeling af den årlige realvækst i ekstern finansiering til ikke-finansielle selskaber	52	47 Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2007	113
22 De ikke-finansielle selskabers finansieringsgab og dets hovedkomponenter	53	48 Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2007	114
23 De ikke-finansielle selskabers gældskvoter	54	49 Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi	115
24 De vigtigste komponenter i HICP-inflationen	55		
25 De vigtigste komponenters bidrag til HIPC-inflationen	55		
26 De enkelte komponenter i producentpriser i industrien	61		
27 Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor	62		
28 Boligprisudviklingen i euroområdet	63		
29 Euroområdets forbrugeres kvalitative inflationsopfattelse og -forventninger	63		
30 Bidrag til kvartalsvis vækst i reelt BNP	64		
31 Konjunkturbarometre	66		
32 Arbejdsløshed	67		
33 Nominelle og reale effektive eurokurser	79		
34 Betalingsbalancens løbende poster	80		
35 Euroområdets eksportmængder til udvalgte handelspartnere	80		
36 Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet	81		
37 Kapitalbalancen over for resten af verden, netto	81		
38 Ændringer i kursen mellem euro og EU-valutaer uden for ERM2	89		
39 Kreditgivning til den private sektor i 2007	90		
40 Eonia-spændet	96		
41 Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2007	97		
42 Belånbare aktiver fordelt efter type	101		
43 Sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer og udestående kredit i de pengepolitiske operationer	102		
44 Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type	103		

FORKORTELSER

LANDE

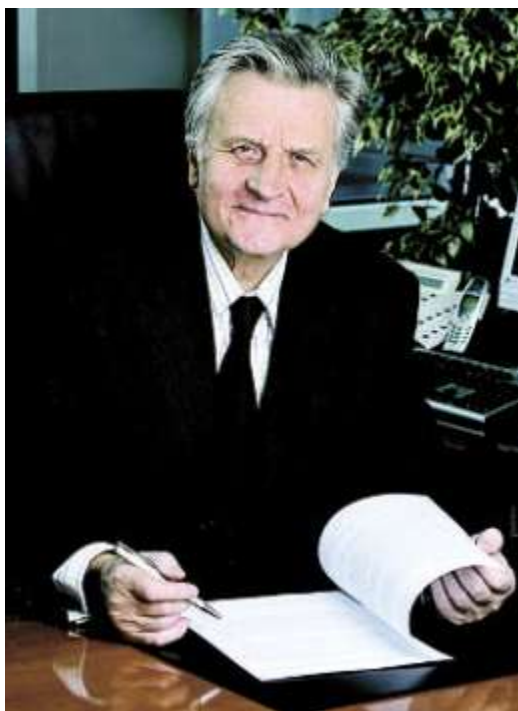
BE	Belgien
BG	Bulgarien
CZ	Tjekkiet
DK	Danmark
DE	Tyskland
EE	Estland
IE	Irland
GR	Grækenland
ES	Spanien
FR	Frankrig
IT	Italien
CY	Cypern
LV	Letland
LT	Litauen
LU	Luxembourg
HU	Ungarn
MT	Malta
NL	Holland
AT	Østrig
PL	Polen
PT	Portugal
RO	Rumænien
SI	Slovenien
SK	Slovakiet
FI	Finland
SE	Sverige
UK	Storbritannien
JP	Japan
US	USA

ANDRE FORKORTELSER

BIS	Den Internationale Betalingsbank
BPM5	IMFs 5. betalingsbalancemanual
c.i.f	Omkostninger, fragt og forsikring til importørens grænse
CPI	Forbrugerprisindeks
ECB	Den Europæiske Centralbank
EER	Effektiv valutakurs
EMI	Det Europæiske Monetære Institut
ENS95	Det europæiske nationalregnskabs-system 1995
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
EU	Den Europæiske Union
EUR	Euro
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde
f.o.b.	Frit ombord ved eksportørens grænse
BNP	Bruttonationalprodukt
HICP	Harmoniseret forbrugerprisindeks
ILO	Den Internationale Arbejdsorganisation
IMF	Den Internationale Valutafond
MFier	Monetære finansielle institutioner
NCBer	Nationale centralbanker
OECD	Organisation for Økonomisk Samarbejde og Udvikling
PPI	Producentprisindeks
ULCM	Enhedslønomkostninger i fremstillingssektoren
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union

I overensstemmelse med Fællesskabets praksis anføres landenes og tiltrædelseslandenes navne i denne årsberetning i alfabetisk rækkefølge efter det nationale sprog.

FORORD



Når man ser tilbage på 2007, træder den tredje udvidelse af euroområdet siden oprettelsen i 1999 frem som en vigtig begivenhed. Efter at beslutningen var truffet i 2007, blev Cypern og Malta den 1. januar 2008 henholdsvis det 14. og det 15. EU-land, som indførte euroen – efter Grækenland i 2001 og Slovenien i 2007 – og deres nationale centralbanker blev samtidig optaget i eurosystemet. Jeg hilser befolkningerne i Cypern og Malta hjerteligt velkommen. De gode økonomiske resultater, der er opnået i Cypern og Malta takket være de stabilitetsorienterede makroøkonomiske politikker, som er blevet ført de senere år, gjorde det muligt for de to lande at indføre euroen som valuta. Overgangen til euro foregik problemfrit og effektivt i begge lande. Efter indførelsen af euroen er den største politiske udfordring for de to lande at føre en passende national økonomisk politik, så der kan sikres en høj grad af holdbar konvergens.

En anden vigtig begivenhed i 2007 var stats- og regeringschefernes undertegnelse af EUs nye traktat i Lissabon den 13. december. Traktaten er nu ved at blive ratificeret i alle 27 EU-lande med henblik på ikrafttrædelse den 1. januar 2009.

ECB glæder sig over, at det fremgår af den nye traktat, at prisstabilitet er et af EUs mål, samtidig med at Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU), med euroen som sin valuta, gøres til et EU-mål. ECB bliver en unionsinstitution, og den nye traktat bekræfter ECBs, ESCBs og de nationale centralbankers uafhængighed samt ECBs status som juridisk person, dens regeludstedende beføjelser og finansielle uafhængighed. ECB er af den opfattelse, at den nye traktat bekræfter det nuværende set-up af ØMU, og ser frem til, at ratifikationsprocessen bliver afsluttet med et positivt resultat.

I 2007 var den årlige HICP-inflation i euroområdet 2,1 pct. mod 2,2 pct. i 2006. Selv om det er højere end ECBs definition af prisstabilitet, der er en inflation på "under, men tæt på 2 pct.", fortsatte ECBs pengepolitik ikke desto mindre med at holde inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt fast forankrede på et niveau, der stort set er foreneligt med prisstabilitet, trods økonomiske konjunkturer, der karakteriseres af et betydeligt opadrettet prispress. Prispresset stammer primært fra stigninger i råvarepriserne, herunder især prisstigninger på energi og – især i 4. kvartal – fødevarer, samt på den indenlandske side effekten af stigninger i de indirekte skatter, kapacitetsbegrænsninger i sammenhæng med økonomisk vækst og et stramt arbejdsmarked. Den fortsatte forankring af inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt i 2007 er således en positiv afspejling af ECBs troværdighed, når det gælder om at sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt, hvilket er i overensstemmelse med ECBs mandat. Denne forankring er en nødvendig forudsætning for velfungerende markeder, holdbar vækst og jobskabelse i euroområdet og gives højeste prioritet af Styrelsesrådet.

De risici, der knyttede sig til prisstabiliteten på mellemlangt sigt, var klart opadrettede i hele 2007. De omfattede mulige nye prisstigninger på olie og landbrugsvarer og potentielle uforudsete stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter. Mere grundlæggende var der stor risiko for stigninger i virksomhedernes "pricing

power", især i markedssegmenter med lav konkurrence, og for en kraftigere end forventet lønudvikling, der indebærer en risiko for, at midlertidigt høje inflationsrater kan føre til anden rundeffekter i løn- og prisdannelsen. For at sikre fastholdelsen af prisstabiliteten på mellemlangt sigt fulgte Styrelsesrådet lønforhandlingerne og prisdannelsen i euroområdet særligt nøje.

Den økonomiske aktivitet i euroområdet voksede fortsat støt i 2007. På trods af volatile energipriser og øget usikkerhed som følge af den finansielle uro i 2. halvår var stigningen i årligt realt BNP 2,6 pct. Mens eurorådets eksport fortsat nød godt af en kraftig, men aftagende global økonomisk vækst, var den indenlandske efterspørgsel – og navnlig anlægsinvesteringer – stadig hoveddrivkraften bag væksten i den økonomiske aktivitet. I 1. halvår 2007 blev en kraftig investeringsvækst understøttet af gunstige finansieringsforhold, en stærk indtjening og yderligere effektivitetsstigninger i virksomhederne. I 2. halvår 2007 blev den realøkonomiske udvikling delvis tilsløret af den øgede finansielle usikkerhed, og de risici, der knyttede sig til det grundlæggende scenario for vækst i euroområdet, blev nedadrettede.

Krydstjekket med den monetære analyse bekræftede Styrelsesrådets vurdering af, at de risici, der knyttede sig til prisstabiliteten, fortsat var klart opadrettede på mellemlangt til langt sigt. En bredt funderet vurdering af foreliggende data bekræftede, at den underliggende vækstrate i pengemængden og kreditgivningen var meget kraftig. I 2. halvår 2007 var den finansielle uros påvirkning af udviklingen i den brede pengemængde og væksten i kreditgivningen fortsat begrænset. Dette blev bl.a. understreget af den vedholdende vækst i pengeinstitutternes udlån til den indenlandske private sektor, især til ikke-finansielle selskaber, som tydede på, at kredituddet ikke var blevet væsentligt indskrænket. Styrelsesrådet rettede i særlig grad sin opmærksomhed mod den monetære udvikling i denne periode.

For at dæmme op for risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt forhøjede ECB de officielle

renter med 25 basispoint i henholdsvis marts og juni 2007. Som følge heraf steg minimumsbudrenten på de primære markedsoperationer i eurosystemet fra 3,50 pct. ved udgangen af 2006 til 4,00 pct. i juni 2007. I 2. halvår besluttede Styrelsesrådet at fastholde ECBs officielle renter på et uændret niveau. Da der var usædvanlig stor usikkerhed om den finansielle uros indvirkning på realøkonomien, var Styrelsesrådet af den opfattelse, at det var nødvendigt at indsamle og vurdere yderligere information og at følge udviklingen på de finansielle markeder meget tæt, før der kunne drages yderligere konklusioner for pengepolitikken. Samtidig bekræftede Styrelsesrådet, at det altid er parat til at træffe de nødvendige foranstaltninger for at sikre, at de opadrettede risici for prisstabiliteten, ikke slår igennem, og at inflationsforventningerne på langt sigt fortsat vil være fast forankrede.

I 2007 skete der – i overensstemmelse med de opdaterede stabilitetsprogrammer – yderligere fremskridt i budgetkonsolideringen. Det gennemsnitlige budgetunderskud for euroområdet faldt således fra 1,5 pct. af BNP i 2006 til 0,8 pct. i 2007. Fremskrivningerne viser dog allerede en ny stigning i denne kvotient i 2008, på et tidspunkt hvor mange lande endnu ikke har opnået sunde budgetstillinger. Dette indebærer en risiko for, at nogle lande ikke vil opfylde bestemmelserne i stabilitets- og vækstpaktens forebyggende del. For at paktens troværdighed ikke skal blive undermineret, bør disse lande føre en meget mere ambitiøs politik og – som det kræves i henhold til pagten – at opnå årlige forbedringer i den strukturelle budgetsaldo på 0,5 pct. af BNP som et benchmark. Det er afgørende, at alle lande lever op til deres forpligtelser, og at de sigter mod at nå deres mellemlistede målsætning om sunde budgetstillinger senest i 2010, som Eurogruppen aftalte og annoncerede på mødet i Berlin i april 2007. Diskretionære finanspolitiske lempelser ville være fuldstændig uhensigtsmæssige. Finanspolitikens bedste bidrag til makroøkonomisk stabilitet ville derimod være at lade de automatiske stabilisatorer få lov til at virke frit i lande med sunde budgetstillinger og

sikre de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt.

For så vidt angår strukturreformer, er de resultater, der på det seneste er opnået i forbindelse med Lissabon-strategien, opmuntrende. De senere års strukturreformer og løntilbageholdenhed har ført til en betydelig stigning i beskæftigelsen i euroområdet (ca. 15,8 mio. flere beskæftigede) siden indledningen på tredje fase af ØMU for ni år siden. Til sammenligning kom ca. 4,5 millioner flere i arbejde i den samme gruppe lande i de ni år op til 1999. Arbejdsløsheden i euroområdet er også fortsat faldende – fra 8,3 pct. i 2006 til 7,4 pct. i 2007 – det laveste niveau i 25 år. Der er dog ingen grund til at stille sig tilfreds. Arbejdsløsheden er stadig høj i mange lande, og erhvervsfrekvensen er fortsat lav set i et internationalt perspektiv. Ydermere er produktivitetsvæksten i euroområdet fortsat svag, hvilket begrænser mulighederne for lønstigninger. Derfor er det vigtigt, at regeringerne fastholder momentum og øger bestræbelserne på at fjerne de resterende hindringer for jobskabelse og produktivitetsvækst. Dette kræver først og fremmest forbedrede uddannelser og livslang læring, som kan styrke den menneskelige kapital, forbedre beskæftigelsesudsigterne og styrke innovationen. Det er også nødvendigt at fortsætte bestræbelserne på at fremme konkurrencen og øge fleksibiliteten samt at forbedre den måde, hvorpå arbejds-, vare- og servicemarkederne fungerer. Især vil øget konkurrence inden for servicesektoren og netværksindustrierne samt indførelsen af passende foranstaltninger på EUs landbrugsmarkeder understøtte produktivitetsvækst og prisstabilitet i euroområdet.

2007 var kendetegnet af meget svære udfordringer på de finansielle markeder. Fra og med august påvirkedes europengemarkederne af en meget kraftig verdensomspændende korrektion af markedet med episoder med meget intens uro og høj volatilitet. Likviditeten "tørrede ud" på europengemarkedet den 9. august, hvilket førte til, at ECB tilførte markedet 95 mia. euro til den pengepolitiske rente på 4,00 pct. med løbetid på

en dag. ECB gennemførte yderligere, tilsvarende operationer med faldende beløb i dagene derefter. I de efterfølgende uger og måneder gennemførte ECB også både en række supplerende langfristede markedsoperationer og finjusterende operationer. Samtidig med Federal Reserve Bank of New Yorks Term Auction Facility tilførte ECB også likviditet i dollar. Ved årets slutning gennemførte ECB særlige likviditetsforanstaltninger for at imødekomme banksektorens særlige behov.

Som følge af ECBs operationer vendte dag-til-dag renten tilbage til det stabile niveau omkring den pengepolitiske rente, som Styrelsesrådet havde fastsat, og som havde været gældende, før uroen begyndte. Der er imidlertid fortsat spændinger, når det gælder de længere løbetider på pengemarkedet.

Korrektionerne på de finansielle markeder satte en betydelig revurdering af risiko i gang hos markedsdeltagerne. Såvel ECB som andre medlemmer af eurosystemet havde ved flere lejligheder, bl.a. i Financial Stability Review, advaret om, at situationen var præget af en for lav prisfastsættelse af risici. Selv om de aktuelle, betydelige korrektioner af markedet ikke er ovre, er det muligt at drage en række midlertidige konklusioner. Af disse kan nævnes, i) at det er nødvendigt, at bankerne forbedrer deres risikostyringssystemer, ii) at der er behov for at tage fordele og ulemper ved "originate-to-distribute-modellen", som blev udviklet før korrektionerne begyndte, op til fornyet overvejelse, iii) at der er behov for større gennemsigtighed fra alle markedsaktørers side, iv) at der er behov for at tage kreditvurderingsbureauernes overordnede rolle op til overvejelse, og v) at der er behov for tilsynsmyndigheder til at gennemføre de nye kapitaldækningsregler i Basel II så hurtigt og effektivt som muligt, og at det bør overvejes, hvilke forbedringer af tilsynsordningen for likviditetsrisiko, der kan foretages.

Det finansielle system i euroområdet forblev robust i 2007, men dets modstandsdygtighed over for stød blev udsat for en alvorlig prøve i 2. halvår. Bortset fra de eventuelle konsekvenser af

uroen på kreditmarkedet er fremtidige risici for euroområdet banksektor hovedsagelig forbundet med en mulig ugunstig udvikling i kredittcyklussen, som kan påvirke kvaliteten af bankernes aktiver og nedskrivninger på udlån negativt. Endvidere udgør muligheden for en urolig afvikling af globale balanceproblemer fortsat en risiko på mellemlangt sigt for den globale finansielle stabilitet.

I løbet af 2007 fortsatte ECB med at yde et aktivt bidrag til den finansielle integrationsproces i Europa. Udover at overvåge de fremskridt, der gøres på området, og at rådgive om relevant lovgivning og regulering slog ECB sin rolle som katalysator for aktiviteter i den private sektor fast, især gennem sin fortsat kraftige støtte til SEPA-initiativet (Single Euro Payments Area). Eurosystemet var i konstant dialog med banker og andre interessenter og intensiverede koordineringsbestræbelserne med Europa-Kommissionen. Det støttede Rådets vedtagelse af betalingsstjenestedirektivet den 15. oktober 2007.

Desuden blev Target2-systemet sat i drift den 19. november 2007, da den første gruppe på otte lande flyttede deres operationer til den fælles platform. Den anden gruppe på syv lande migrerede den 18. februar 2008, og den tredje gruppe migrerer den 19. maj 2008. For at få det fulde udbytte af Target2 undersøger eurosystemet fortsat muligheden for at tilbyde endnu en tjeneste, Target2-Securities (T2S), for at stille en fælles teknisk infrastruktur til værdipapircentralers afvikling af eurodenominerede værdipapirer i centralbankpenge til rådighed samt for at behandle både værdipapir- og kontantafvikling på en og samme tekniske platform. Med T2S ville der ikke være nogen forskel på indenlandske og grænseoverskridende afviklinger i euroområdet. T2S ville derfor bidrage til at integrere og harmonisere afvikling af værdipapirhandel mv. i Europa og fremme konkurrencen ved at give lige, billigere og harmoniseret adgang til afviklingstjenester på det europæiske finansielle marked.

I 2007 var det samlede antal budgetterede stillinger i staben 1.348 fuldtidsstillinger. Dette skal sammenholdes med 1.343 fuldtidsstillinger i 2006. Efter at ECB i 2006 indførte en række overordnede principper for mobilitet, der tilskynder medarbejderne til at skifte job hvert femte arbejdsår, har der været stor interesse for intern mobilitet. I alt 152 medarbejdere, herunder 31 ledende medarbejdere og rådgivere flyttede til andre stillinger i ECB i løbet af 2007, enten midlertidigt eller mere permanent.

Ud over at fremme mobilitet satte personalestrategien fortsat fokus på at udvikle ledelsesfunktionen i ECB og især på at styrke ledelseskvalifikationerne gennem uddannelse og individuel coaching. En af hjørnestenene i ECBs personalestrategi er en stadig udvidelse og udvikling af alle medarbejders kvalifikationer og kompetencer. Ud over et stort antal interne uddannelses tilbud har medarbejderne fortsat benyttet sig af eksterne uddannelses tilbud, hvor individuelle uddannelsesbehov af mere teknisk art bliver opfyldt.

Personalechefkredsen blev oprettet i 2005 med henblik på at fremme samarbejde og team spirit blandt eurosystem-/ESCB-centralbankerne på personaleforvaltningsområdet. I 2007 omfattede Personalechefkredsens aktiviteter forskellige aspekter af medarbejdernes uddannelse og udvikling, herunder muligheder for fælles uddannelsesaktiviteter og udviklingen af foranstaltninger til at øge mobiliteten inden for ESCB.

I 2007 blev den detaljerede planlægning af ECBs nye hovedsæde endeligt udarbejdet. I midten af juli blev der offentliggjort en udbudsbekendtgørelse i Den Europæiske Unions Tidende vedrørende en ansvarlig hovedentreprenør for opførelsen af ECBs fremtidige hovedsæde. Efter at have modtaget interessetilkendegivelser udvalgte ECB i begyndelsen af oktober en række virksomheder til at afgive bud. ECB udvælger et firma senest i oktober 2008. Projektet skrider frem i overensstemmelse med den tidsplan og det budget, som Styrelsesrådet har vedtaget.

I 2007 blev ECBs overskud på 286 mio. euro mod et overskud på 1.379 mio. i 2006. Som det var tilfældet i 2006, blev der foretaget en hensættelse af en størrelsesorden svarende til overskuddet til dækning af valutakurs-, rente- og guldkursrisici, således at nettoresultatet blev lig nul. Hensættelsen skal bruges til at dække tab, der skyldes denne risikoeksponering, især værdiansættelsestab, som ikke dækkes af revalueringskontiene. Hensættelsens størrelse tages hvert år op til fornyet vurdering.

Frankfurt am Main, marts 2008



Jean-Claude Trichet



KAPITEL I

**DEN ØKONOMISKE
UDVIKLING OG
PENGEPOLITIKKEN**

I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER¹

I 2007 gennemførte ECB sin pengepolitik under forhold med en solid økonomisk vækst og en kraftig vækst i pengemængden og kreditgivning i euroområdet. Som det fremgik af Styrelsesrådets regelmæssige økonomiske og monetære analyser, var risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt året igennem klart opadrettede. For at dæmme op for disse risici fortsatte Styrelsesrådet sin justering af den pengepolitiske stilling ved at forhøje ECBs officielle renter med i alt 50 basispoint i marts og juni. Som følge heraf steg minimumsbudrenten for eurosystemets primære markedsoperationer til 4,00 pct. i juni 2007.

Efter at uroen og den øgede volatilitet på de finansielle markeder var begyndt primo august 2007, fremkaldt af de forværrede tilstande på det amerikanske subprime-realkreditmarked og justeringen af prisen på risiko, blev udsigterne for den økonomiske aktivitet i euroområdet sløret af en udsædvanlig stor usikkerhed. Selv om det blev bekræftet, at der var opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt, var det på baggrund af den øgede usikkerhed nødvendigt at

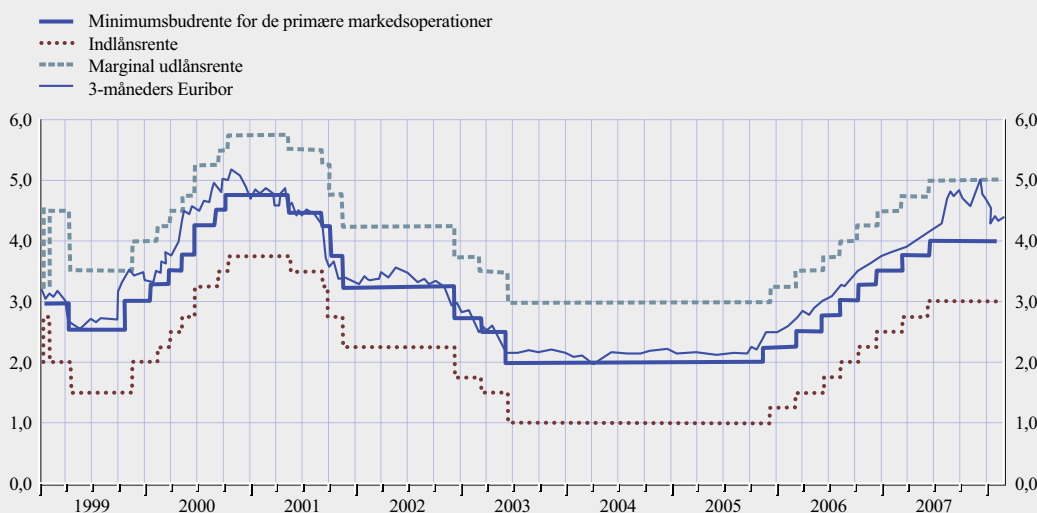
indsamle og vurdere yderligere informationer, inden der blev draget nogen pengepolitiske konklusioner. Derfor fastholdt Styrelsesrådet ECBs officielle renter i 2. halvår 2007 (se figur 1).

Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation var 2,1 pct. i 2007 i forhold til 2,2 pct. i 2006. Den samlede inflation svingede betydeligt i løbet af året, især på grund af energiprisudviklingen. Indtil 3. kvartal 2007 udviklede den årlige HICP-inflation sig i overensstemmelse med ECBs definition af prisstabilitet (under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt), hvilket delvis skyldtes gunstige basiseffekter fra energiprisudviklingen året før. Mod slutningen af året steg den årlige inflation derimod brat og nåede væsentligt over 2 pct. Stigningen skyldtes hovedsagelig markante stigninger i de internationale olie- og fødevarerpriser

¹ Alle observationer vedrørende væksten i reelt BNP og HICP-inflationen er opdateret pr. skæringsdatoen for Årsberetningen (29. februar 2008). Anvendelsen af opdaterede tal frem for de tal, der forelå, da de pengepolitiske beslutninger blev truffet, ændrer ikke ved de underliggende pengepolitiske overvejelser og de beslutninger, der præsenteres i dette afsnit.

Figur 1. ECB-renter og pengemarkedsrenter

(1 pct. p.a.; daglige observationer)



Kilde: ECB.

Anm.: Renten for de primære markedsoperationer er renten for auktioner til fast rente for markedsoperationer, der blev afviklet inden 28. juni 2000, og derefter minimumsbudrenten for auktioner til variabel rente.

i 2. halvår 2007, som blev forstærket af ugunstige basiseffekter fra faldet i energipriserne i 4. kvartal 2006. Samtidig vedblev lønudviklingen at være forholdsvis moderat i hele 2007 på trods af en robust økonomisk vækst, begyndende kapacitetsbegrænsninger og strammere arbejdsmarkeder. Mens de langsigtede inflationsforventninger baseret på undersøgelser forblev forankrede på et niveau, der stemmer overens med prisstabilitet, var der en svag stigning i "break-even"-inflationen udledt af obligationsrenter, som omfatter en inflationsrisikopræmie. Alt i alt var risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt stadig klart opadrettede. Risiciene omfattede muligheden for yderligere prisstigninger på olie og landbrugsprodukter, uventede stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter samt muligheden for stigninger i virksomhedernes "pricing power", navnlig i sektorer, der er beskyttet mod konkurrence. Mere grundlæggende udgjorde muligheden for en kraftigere lønudvikling end forventet – og især for anden runde-effekter i løn- og prisdannelsen som følge af højere råvarepriser og en høj samlet inflation – en betydelig opadrettet risiko for prisstabiliteten.

Den økonomiske aktivitet i euroområdet var fortsat solid i hele 2007. Selv om euroområdets eksport stadig nød godt af verdensøkonomiens kraftige, om end aftagende, vækst, var den indenlandske efterspørgsel den primære drivkraft bag den vedvarende vækst. Investeringsaktiviteten var høj gennem hele året som følge af gunstige finansieringsvilkår (især i 1. halvår), stærk indtjening og øget effektivitet i virksomhederne efter en længere periode med omstruktureringer. Forbruget bidrog også fortsat til den økonomiske vækst i euroområdet og blev styrket af udviklingen i den disponible realindkomst, idet arbejdsmarkedsforholdene forbedredes yderligere. På baggrund af den finansielle uro, der begyndte primo august 2007, blev udsigterne for den økonomiske aktivitet mere usikre, og de nedadrettede risici for væksten tiltog. Ikke desto mindre var de økonomiske nøgletal for euroområdet fortsat sunde, idet virksomhedernes rentabilitet blev opretholdt, husholdningernes balancer var stærke, beskæftigelsesvæksten var robust, og ar-

bejdsløsheden faldt fra 8,2 pct. i 2006 til 7,4 pct. i 2007, det laveste niveau i 25 år. På trods af udfordringerne fra volatile energipriser og finansiell uro var den årlige stigning i realt BNP i euroområdet 2,6 pct. i 2007. De kortsigtede risici for de økonomiske vækstudsigter var stort set i balance det meste af året, mens de langsigtede risici fortsat var nedadrettede. Disse risici vedrørte hovedsagelig begivenheder uden for euroområdet, især udsigt til yderligere stigninger i oliepriserne og andre råvarepriser, globale balanceproblemer og mulige protektionistiske pres. Efter at den finansielle uro var begyndt, forstærkedes de nedadrettede risici for væksten på baggrund af den potentielle indvirkning af revurderingen af risiciene på de finansielle markeder, konjunkturbarometrene og de globale forhold.

Krydstjekket mellem resultatet af den økonomiske analyse og resultatet af den monetære analyse bekræftede, at risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt primært var opadrettede. Pengemængden og kreditgivningen fortsatte den stærke vækst i 2007. Selv om udviklingen i det brede pengemængdemål M3 var påvirket af en række midlertidige faktorer (fx rentekurvens udfladning og, senere på året, den finansielle uro og særlige transaktioner i tilknytning til omstruktureringen af visse bankkoncerner), bekræftede en bredt funderet vurdering af tallene, at den underliggende vækst i pengemængden og kreditgivningen var stærk, hvilket især fremgik af den vedvarende vækst i långivningen til den private sektor. Styrelsesrådet var derfor særlig opmærksom på den monetære udvikling, også for at opnå et bedre indblik i de finansielle institutioners, husholdningernes og virksomhedernes kortsigtede respons på uroen på de finansielle markeder i 2. halvår 2007.

For at modvirke de opadrettede risici for prisstabiliteten, som blev påvist i både den økonomiske og den monetære analyse, besluttede Styrelsesrådet både i marts og i juni 2007 at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint. Efter at den finansielle uro satte ind primo august 2007, var de økonomiske vækstudsigter i euroområdet præget af højere usikkerhed end sædvanligt i lyset af den øgede volatilitet og justeringen af pri-

sen på risiko på de finansielle markeder. På denne baggrund og uanset den vurdering, at risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt var klart opadrettede, fandt Styrelsesrådet det hensigtsmæssigt at indhente yderligere informationer og undersøge de løbende observationer nøje, inden der blev draget yderligere pengepolitiske konklusioner. Under hensyntagen til den høje usikkerhed fastholdt Styrelsesrådet derfor ECBs officielle renter i 2. halvår 2007.

I sine meddelelser til deltagerne på de finansielle markeder og offentligheden understregede Styrelsesrådet, at det ville overvåge udviklingen meget nøje, især udviklingen på de finansielle markeder. Endvidere tilkendegav Styrelsesrådet, at det var parat til at imødegå opadrettede risici for prisstabiliteten gennem bestemt og rettidig handling for at hindre anden runde-effekter i løn- og prisdannelsen i at slå igennem på mellemlangt sigt. Dette ville sikre, at inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt forblev fast forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med prisstabilitet. En sådan forankring afspejler Styrelsesrådets mandat og er en nødvendig forudsætning for velfungerende markeder, vedvarende økonomisk vækst og jobskabelse.

YDERLIGERE JUSTERINGER AF DEN PENGEPOLITISKE STILLING I 1. HALVÅR 2007

I begyndelsen af året understøttede nye informationer yderligere ræsonnementet bag renteforhøjelserne i 2006. Især bekræftede løbende observationer klart det synspunkt, at risiciene for prisstabiliteten fortsat var opadrettede, mens væksten i den økonomiske aktivitet i euroområdet vedblev at være robust.

Med en stigning på 0,8 pct. kvartal-til-kvartal i 4. kvartal 2006 oversteg væksten i realt BNP i euroområdet tidligere forventninger. Stærke bidrag fra den indenlandske efterspørgsel og eksporten var de vigtigste faktorer bag væksten, hvilket tydede på, at den økonomiske vækst i stigende grad var selv bærende. Desuden understøttede foreliggende tillidsindikatorer fortsat Styrelsesrådets vurdering af, at den økonomiske vækst også var robust primo 2007. Endvidere var de økonomiske vækstudsigter på mellemlangt

sigt stadig gunstige, og med en solid global vækst og en dynamisk investeringsvækst i euroområdet på baggrund af forbedrede arbejdsmarkedsforhold var betingelserne til stede for en vedvarende vækst i euroområdet økonomi. I ECBs stabs makroøkonomiske fremskrivninger i marts 2007 blev intervallet for den økonomiske vækst opjusteret i forhold til eurosystemets stabs fremskrivninger fra december 2006, hvilket hovedsagelig afspejlede den vedvarende stærke vækst i realt BNP i 2. halvår 2006 og lavere energipriser, som forventedes at have en positiv effekt på den disponible realindkomst, hvis udviklingen ville fortsætte. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP forventedes ifølge fremskrivningerne at ligge mellem 2,1 pct. og 2,9 pct. i 2007 og mellem 1,9 pct. og 2,9 pct. i 2008.

Hvad angår prisudviklingen, lå den årlige HICP-inflation fortsat på 1,9 pct. primo 2007 og var således i overensstemmelse med ECBs definition af prisstabilitet. Faldet i den samlede inflation siden sommeren 2006 skyldtes fortrinsvis lavere energipriser. I sin vurdering af udsigterne for prisudviklingen understregede Styrelsesrådet betydningen af at anvende det mellemlange perspektiv og se ud over den mulige volatilitet i inflationen i løbet af 2007. I ECBs stabs makroøkonomiske fremskrivninger i marts 2007 var den øvre del af intervallet for inflationen i 2007 noget lavere end i eurosystemets stabs fremskrivninger fra december 2006, primært som følge af det betydelige fald i oliepriserne. For inflationen i 2008 angav fremskrivningerne derimod et interval, som var en smule højere end i december-fremskrivningerne, hvilket hovedsagelig skyldtes en forventning om en kraftigere vækst i euroområdet, som sandsynligvis ville lægge et større pres på udnyttelsen af faktorerne og faktoromkostningerne. Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation forventedes ifølge fremskrivningerne at ligge mellem 1,5 pct. og 2,1 pct. i 2007 og mellem 1,4 pct. og 2,6 pct. i 2008. I det for pengepolitikken relevante mellemlange perspektiv var disse udsigter stadig forbundet med opadrettede risici.

Resultatet af den monetære analyse bekræftede de opadrettede risici for prisstabiliteten, som var

blevet påvist i den økonomiske analyse. Den fortsat robuste vækst i pengemængden og kreditgivningen i sammenhæng med den rigelige likviditet tydede på inflationsrisici på mellemlangt til langt sigt. Den årlige vækst i M3 nåede primo 2007 det højeste niveau siden indførelsen af euroen. Endvidere var den årlige vækst i udlån til den private sektor stadig stærk, hvilket hovedsagelig skyldtes, at væksten i de ikke-finansielle selskabers låntagning vedblev at stige, som den havde gjort siden medio 2004. Selv om væksten i husholdningernes låntagning endnu var høj, viste den tegn på afdæmpning på baggrund af stigende realkreditrenter i hele euroområdet og vige boligmærker i visse regioner. De monetære observationer bekræftede således den vedvarende opadrettede tendens i den underliggende vækst i pengemængden og kreditgivningen, som begyndte medio 2004. Styrelsesrådet var derfor af den opfattelse, at den monetære udvikling fortsat krævede meget nøje overvågning, især på baggrund af den solide økonomiske vækst og vedvarende kraftige udvikling på ejendomsmarkedet i euroområdet.

På baggrund af de opadrettede risici for prisstabiliteten, som blev påvist i både den økonomiske og monetære analyse, besluttede Styrelsesrådet den 8. marts 2007 at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint. Styrelsesrådet var af den opfattelse, at ECBs pengepolitik på baggrund af de gunstige økonomiske forhold stadig var til den ekspansive side, selv efter beslutningen om yderligere forhøjelse af ECBs officielle renter.

Hvad angår den økonomiske aktivitet, bekræftede de foreliggende observationer tydeligt, at euroområdets økonomi fortsatte væksten, og at denne var betydelig kraftigere end forventet for et år siden. Væksten i realt BNP var 0,8 pct. kvartal-til-kvartal i 1. kvartal 2007 og lå dermed igen noget over tidligere forventninger. Desuden var udsigterne på mellemlangt sigt for den økonomiske aktivitet fortsat gunstige, idet eurosystemets stabs fremskrivninger i juni 2007 angav den årlige vækst i realt BNP til at ligge i den øvre del af intervallet i ECBs stabs fremskrivninger fra marts. Samtidig blev intervallet for 2008 justeret en anelse ned efter olieprisstigningerne,

fordi risiciene forbundet med udsigterne på mellemlangt til langt sigt blev anset for at være nedadrettede.

Desuden var den årlige HICP-inflation 1,9 pct. i maj, hvilket, på grund af højere oliepriser, var noget højere end forventet tidligere i 2007. I lyset af olieprisernes stigende tendens, som fremgik af futureskontrakter, og på baggrund af den tidligere udvikling i energipriserne forventedes den årlige inflation kun at falde en smule i de nærmeste måneder for derefter at stige betydeligt mod slutningen af året. Det var Styrelsesrådets opfattelse, at risiciene for inflationsudsigterne på mellemlangt sigt fortsat var opadrettede, især fordi stigende kapacitetsudnyttelse og en gradvis forbedring på arbejdsmarkedene førte til en kraftigere lønudvikling end forventet.

Den monetære analyse bekræftede endnu en gang, at der var opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt, idet den underliggende pengemængdevækst stadig var stærk på baggrund af en allerede rigelig likviditet. Dette afspejledes i den fortsat hurtige vækst i både M3 og kreditgivningen. Samtidig var der, når der sås bort fra de faktorer, der påvirkede udviklingen i pengemængden og kreditgivningen på kort sigt, flere og flere tegn på, at højere korte renter gradvis påvirkede pengemængdevæksten, selv om de stadig ikke dæmpede den underliggende vækst i pengemængden og kreditgivningen.

Samlet set understøttede krydstjekket mellem resultatet af den økonomiske analyse og resultatet af den monetære analyse Styrelsesrådets vurdering af, at risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt primært var opadrettede. I lyset heraf besluttede Styrelsesrådet den 6. juni at forhøje ECBs officielle renter med yderligere 25 basispoint. Styrelsesrådet udtalte i denne forbindelse, at ECBs pengepolitik, selv efter denne beslutning, stadig var til den ekspansive side. Bestemt og rettidig handling var derfor påkrævet for at sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet gjorde det også klart, at det ville følge udviklingen meget nøje for at undgå, at ri-

siciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt slog igennem.

INGEN ÆNDRINGER AF ECBs OFFICIELLE RENTER I 2. HALVÅR 2007

I 3. kvartal var løbende observationer om den økonomiske aktivitet fortsat positive og understøttede den vurdering, at der stadig var en solid vækst i euroområdet økonomi i overensstemmelse med Styrelsesrådets grundlæggende scenario. Selv om væksten kvartal-til-kvartal i realt BNP faldt til 0,3 pct. i 2. kvartal, fra 0,8 pct. i 1. kvartal, fulgte den samlede økonomiske vækst i 1. halvår det underliggende potentiale. Efter udbruddet af krisen på det amerikanske subprime-realkreditmarked og den finansielle uro i august 2007, der fulgte med, var udsigterne for den økonomiske aktivitet i euroområdet imidlertid omgærdet af usædvanlig stor usikkerhed, som krævede nøje overvågning af hele udviklingen, især på de finansielle markeder.

I ECBs stabs makroøkonomiske fremskrivninger i september 2007 forventedes væksten i realt BNP i 2007 at ligge inden for intervallet 2,2 pct. til 2,8 pct., hvilket var en mindre nedjustering i forhold til eurosystemets stabs fremskrivninger fra juni 2007. Dette skyldtes hovedsagelig antagelsen om noget højere oliepriser og noget strammere finansieringsforhold, sidstnævnte som afspejling af højere risikopræmier i lyset af den finansielle uro. For 2008 angav fremskrivningerne stadig et interval for den økonomiske vækst mellem 1,8 pct. og 2,8 pct., hvilket var uændret i forhold til eurosystemets stabs fremskrivninger fra juni 2007. Risiciene for disse fremskrivninger vurderedes at være nedadrettede, hvilket primært var forbundet med en potentielt bredere effekt på finansieringsvilkårene og konjunkturbarometrene af den øgede volatilitet og den igangværende revurdering af risiciene på de finansielle markeder.

Hvad angår prisudviklingen, lå den årlige HICP-inflation på 1,7 pct. i august, men fremskrivningerne angav en inflation på over 2 pct. i resten af året, overvejende bestemt af udviklingen i basis-effekter i energipriserne. ECBs stabs fremskrivninger i september 2007 angav en årlig HICP-

inflation på mellem 1,9 pct. og 2,1 pct. i 2007 og mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2008, idet et aftagende pres fra indirekte skatter og energipriser forventedes at blive udlignet af pres fra højere enhedslønoms-kostninger. Ifølge Styrelsesrådets vurdering var risiciene for disse udsigter for prisudviklingen stadig opadrettede.

Den monetære analyse bekræftede fortsat denne vurdering, idet den vedvarende kraftige vækst i pengemængden og kreditgivningen pegede i retning af opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt. På baggrund af den aktuelle finansielle uro påpegede Styrelsesrådet, at volatilitet på de finansielle markeder kunne påvirke pengemængdevæksten midlertidigt, idet ændringer i den private sektors holdninger til risiko kan føre til større porteføljeskift til sikre og likvide monetære aktiver, som det tidligere er set i lignende situationer. Styrelsesrådet var således af den opfattelse, at en grundig og omfattende analyse af de monetære observationer og tallene for kreditgivningen var påkrævet for bedre at forstå, hvordan den finansielle udvikling påvirker den monetære udvikling, og udlede det pengepolitisk relevante signal fra pengemængdevæksten, hvad angår tendenserne i inflationsudviklingen på længere sigt.

På trods af de opadrettede risici for prisstabiliteten, som var påvist i både Styrelsesrådets økonomiske og monetære analyse, mente Styrelsesrådet, at der i lyset af den store usikkerhed, som fulgte i kølvandet på den finansielle uro, var behov for yderligere oplysninger, inden der kunne drages flere pengepolitiske konklusioner. Derfor besluttede Styrelsesrådet at fastholde ECBs officielle renter i 3. kvartal, idet det endnu en gang bekræftede, at det ville overvåge udviklingen meget nøje, især udviklingen på de finansielle markeder, for at sikre, at risiciene for prisstabiliteten ikke slog igennem, og at inflationsforventningerne på længere sigt forblev fast forankrede i overensstemmelse med prisstabilitet.

I 4. kvartal bekræftede løbende observationer, at den økonomiske vækst i euroområdet var vedholdende. Realt BNP steg med 0,8 pct. kvartal-til-kvartal i 3. kvartal 2007, hvor den indenland-

ske efterspørgsel var den primære drivkraft. Selv om foreliggende tillidsindikatorer faldt en del som følge af den høje volatilitet og revurderingen af risici på de finansielle markeder siden primo august 2007, lå de generelt på et niveau, der pegede i retning af vedvarende økonomisk vækst i 4. kvartal, men dog mere afdæmpet end i 3. kvartal. Alt i alt vurderede Styrelsesrådet, at de økonomiske nøgletal for euroområdet fortsat var sunde, rentabiliteten fastholdt og beskæftigelsesvæksten robust. I december 2007 angav eurosystemets stabs fremskrivninger et interval for væksten i realt BNP på mellem 2,4 pct. og 2,8 pct. i 2007, mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2008 og mellem 1,6 pct. og 2,6 pct. i 2009. Mens intervallet for 2008 blev nedjusteret en smule i fremskrivningerne, lå det nye interval for 2007 i den øvre del af det tidligere interval.

På baggrund heraf var Styrelsesrådets hovedscenarion for en vækst i realt BNP omkring det trendmæssige potentiale stadig til stede i 2008 og 2009. I euroområdet forventedes både forbruget og investeringerne at bidrage til den økonomiske vækst. Samtidig forventedes den eksterne efterspørgsel også fremover at støtte euroområdets eksport, såfremt den globale økonomi forblev robust, idet den økonomiske afmatning i USA delvis blev opvejet af vækstmarkedsøkonomiernes styrke. Udsigterne for den økonomiske vækst i euroområdet var således fortsat gode, selv om risiciene stadig var nedadrettede. Disse risici var hovedsagelig forbundet med den aktuelle finansielle uros potentielle indvirkning på finansieringsvilkårene og konjunkturbarometrene, med mulige negative effekter på væksten i euroområdet og i verden.

Hvad angår priserne, nåede den årlige HICP-inflation op over 3 pct. ved årsskiftet. Markante stigninger i de internationale olie- og fødevarerpriser var, sammen med ugunstige basiseffekter fra energipriserne, de primære drivkræfter bag denne udvikling. Styrelsesrådet vurderede, at den årlige inflation ville forblive væsentligt over 2 pct. i de første måneder af 2008 for derefter at aftage igen i løbet af 2008. Perioden med midler-

tidig høj inflation ville således blive noget længere end tidligere forventet.

I eurosystemets stabs fremskrivninger i december 2007 forventedes inflationen at stige til et interval mellem 2,0 pct. og 3,0 pct. i 2008 for derefter at aftage til mellem 1,2 pct. og 2,4 pct. i 2009. I forhold til ECBs stabs fremskrivninger fra september 2007 var intervallet for 2008 opjusteret, hvilket hovedsagelig afspejlede den antagede udvikling i olie- og fødevarerpriserne.

Hvad pengemængden angår, var der kun få tegn på, at den finansielle uro siden august 2007 havde haft en stærk indvirkning på den brede pengemængde og kreditgivning. Væksten i banklån til den indenlandske private sektor var fortsat robust i 2. halvår 2007, hvilket tydede på, at kreditbuddet ikke var blevet indskrænket. Samlet set understøttede en bredt funderet vurdering af de monetære observationer det synspunkt, at den underliggende vækst i pengemængden og kreditgivningen stadig var stærk.

Med opadrettede risici for prisstabiliteten, især på baggrund af de eksisterende kapacitetsbegrænsninger og den positive arbejdsmarkedsudvikling, var det vigtigt at undgå anden runde-effekter i løn- og prisdannelsen fra midlertidigt høje inflationsrater for at sikre prisstabiliteten på mellemlangt sigt. Som følge heraf understregede Styrelsesrådet på ny, at det overvågede lønforhandlingerne i euroområdet meget nøje, samt at enhver indeksregulering af de nominelle lønninger til forbrugerprisindekset burde undgås. Andre opadrettede risici var forbundet med yderligere stigninger i olie- og landbrugspriserne, især hvis de fortsatte tendensen fra de sidste måneder af 2007, samt med uventede stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter.

På baggrund heraf besluttede Styrelsesrådet at fastholde ECBs officielle renter i 4. kvartal 2007. Samtidig gav det klart udtryk for, at ECB med sin pengepolitik var parat til gennem bestemt og rettidig handling at imødegå opadrettede risici for prisstabiliteten i overensstemmelse med mandatet i henhold til traktaten. Dette

blev anset for at være påkrævet for at sikre, dels at anden runde-effekter fra høje inflationsrater og andre risici for prisstabiliteten ikke slog igennem, dels at inflationsforventningerne på mellem- og langt sigt forblev fast forankrede i overensstemmelse med prisstabilitet.

2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

2.1 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

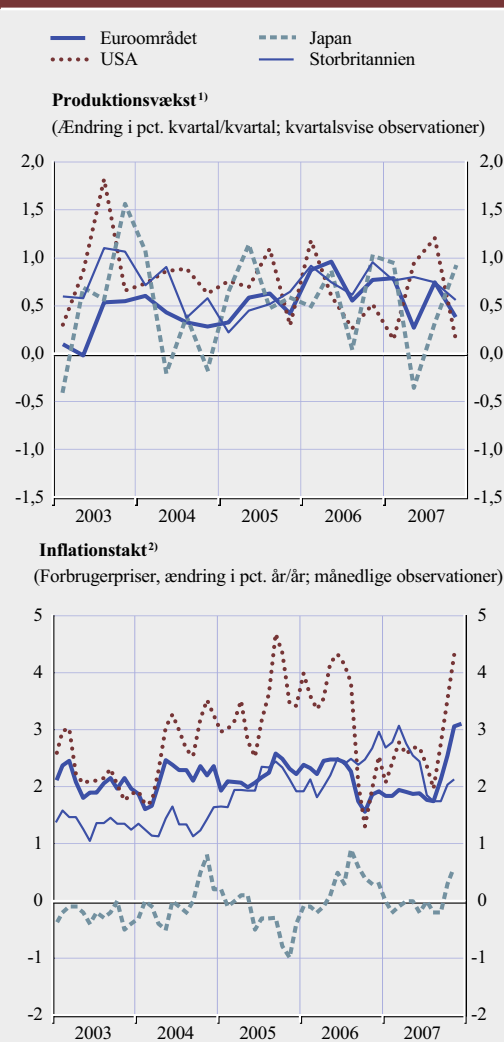
DEN GLOBALE VÆKST ER ROBUST MEN PÅ VEJ NED

I 2007 aftog den globale økonomiske vækst (uden for euroområdet) en del i forhold til de seneste tre års kraftige højkonjunktur. Det skyldtes delvis spændingerne på de globale finansielle markeder, der opstod medio 2007, og som overskyggede den økonomiske udvikling overalt i verden, samt en vis modning af den globale industricyklus. Afmatningen på det amerikanske boligmarked havde umiddelbart kun en begrænset afsmittende virkning på andre komponenter i den indenlandske efterspørgsel i USA, der steg kraftigt i 2. og 3. kvartal 2007, mens den økonomiske vækst i USA faldt markant i 4. kvartal. De globale eftervirkninger af de svagere økonomiske udsigter i USA var dog ret begrænsede i 2007. I de vigtigste vækstmarkedsøkonomier medførte uroen midlertidigt en tiltagende volatilitet på de finansielle markeder, men de fleste vækstmarkedsøkonomiers modstandsdygtighed over for denne uro så ud til at være stærkere end tidligere. I året som helhed fortsatte den kraftige økonomiske vækst i vækstmarkedsøkonomierne – navnlig i Asien. Samtidig øgedes usikkerheden længere med hensyn til de globale økonomiske udsigter, der knytter sig til en bredt funderet revurdering af risici, mindre gunstige finansieringsforhold, stigende råvarepriser og faldende tillidsindikatorer.

Efter en periode med et ret behersket globalt inflationspres for året indtil september 2007 steg den samlede inflation i de fleste økonomier kraftigt mod udgangen af 2007 (se figur 2). Forbrugerpriserne steg samlet set i OECD-landene til 3,3 pct. i december 2007, hvilket primært kunne tilskrives højere råvarepriser og ugunstige basis-effekter. I lyset af stramme markedsforhold steg olieprisen fortsat kraftigt i løbet af 2007. Desuden fortsatte priserne på råvarer ekskl. olie med at stige kraftigt i 1. halvår 2007, hvorefter de holdt sig på et højt niveau, selv om de svingede en del. Denne udvikling afspejlede stærkt stigende landbrugspriser, navnlig fødevarerpriser, der kun delvis blev opvejet af faldende priser på metal. Landbrugspriserne var fortsat påvirket af

den store efterspørgsel fra vækstmarkedsøkonomierne, den stigende produktion af biobrændstof og en dårlig høst i visse lande. I betragtning af fødevarernes vægt i prisindekset, har inflationspresset været endnu mere udtalt i vækstmarkedsøkonomierne end i de industrialiserede lande. Stigningen i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer

Figur 2. Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier



Kilder: Nationale observationer, BIS, Eurostat og ECBs beregninger.

1) For euroområdet og Storbritannien anvendes Eurostats observationer, mens der for USA og Japan anvendes nationale observationer. BNP-tallene er sæsonkorrigerede.

2) HICP for euroområdet og Storbritannien; CPI for USA og Japan.

og energi var dog fortsat behersket og lå på 2,1 pct. i december i OECD-landene.

I USA var den årlige vækst i realt BNP for 2007 som helhed 2,2 pct. og lå således 0,7 procentpoint under væksten i 2006. Korrektionen på boligmarkedet, der allerede var begyndt i 2006, udgjorde fortsat en væsentlig bremseklo for vækst og skar næsten et helt procentpoint af væksten i BNP på grund af faldende boliginvesteringer. Desuden forstærkedes uroen på det finansielle marked, som skyldtes subprime-realkreditlån, fra sommeren 2007 og frem og var med til at lægge en dæmper på væksten mod årets slutning. Den økonomiske aktivitet var svingende gennem 2007, idet væksten i BNP lå under den potentielle vækst i 1. kvartal, mens den lå over i 2. og 3. kvartal, hvorefter den faldt igen i 4. kvartal. Under disse volatile forhold var væksten i det private forbrug fortsat overraskende kraftig til trods for høje energipriser og uroen på boligmarkedet og det finansielle marked. Det kunne hovedsagelig tilskrives den fortsatte beskæftigelses- og indkomstvækst, der dog aftog betydeligt mod årets slutning. Desuden steg erhvervsinvesteringerne kraftigt, understøttet af høj indtjening i virksomhederne og i 1. halvår af gunstige finansieringsvilkår. Bidraget fra nettohandlen var for første gang siden 1995 positivt i 2007 som følge af robust global vækst samt depreciering af den reale effektive dollarkurs. Disse faktorer medvirkede til, at underskuddet på de løbende poster faldt fra 6,2 pct. af BNP i 2006 til 5,5 pct. i de første tre kvartaler af 2007. Hovedparten af denne forbedring kunne tilskrives det faldende underskud på varebalancen.

Uroen på de finansielle markeder, der var affødt af en stigning i misligholdte lån og overtagelser af pant i amerikanske subprime-realkreditlån, forstærkedes i sommerens løb. Effekten på realøkonomien i USA forblev dog ret begrænset i løbet af det meste af 2007 og var hovedsagelig knyttet til adgangen til og prisen på lån, navnlig subprime-realkreditlån. Ellers kom uroen primært til udtryk på pengemarkederne og i den finansielle sektor, hvor bankerne måtte foretage betydelige nedskrivninger.

Den årlige ændring i forbrugerprisindekset i USA for 2007 var 2,8 pct. mod 3,2 pct. året før. Stigningen i forbrugerpriserne tiltog i 1. halvår 2007 som følge af markant højere energiprisstigninger og højere lejeværdi af egen bolig. Efter at have været ret afdæmpet hen over sommeren steg inflationspresset efterfølgende, og år-til-år ændringen i forbrugerprisindekset nåede topunktet på 4,3 pct. i november. Denne udvikling kunne navnlig tilskrives kraftige basiseffekter og stigninger i energi- og fødevarerpriserne mod årets slutning. Den årlige inflation ekskl. energi og fødevarer viste også tegn på en fornyet stigning i årets sidste måneder. For 2007 som helhed lå den på 2,3 pct., hvilket var 0,2 procentpoint lavere end for 2006.

I 1. halvår 2007 fastholdt Federal Reserves Federal Open Market Committee federal funds-renten på 5,25 pct. Da uroen på de finansielle markeder tiltog i sensommeren nedsatte Federal Reserve renten flere gange i september og oktober med i alt 75 basispoint. Efter nedsættelsen på yderligere 25 basispoint i december lå federal funds-renten på 4,25 pct. ved årets udgang, dvs. et helt procentpoint under renten primo året. Federal Reserve benyttede sig også af andre pengepolitiske midler. I august reducerede den spændet mellem federal funds-renten og diskontorenten fra 100 basispoint til 50 basispoint. Den 12. december bebudede Federal Reserve yderligere pengepolitiske initiativer. Federal Reserve oprettede en midlertidig "Term Auction Facility" med henblik på at udbyde kapital til bankerne med længere løbetider og mere lempelig sikkerhedsstilling, end det er tilfældet ved markedsoperationer. Samtidig aftalte Federal Reserve midlertidige likviditetstilførende operationer med ECB og Swiss National Bank for at tilføre amerikanske dollar til brug i deres jurisdiktioner.

Hvad angår finanspolitikken, faldt underskuddet på den føderale budgetsaldo i finansåret 2007 i forhold til 2006, hvilket primært skyldtes øgede indtægter fra personlig indkomstskat og færre udgifter. I henhold til de skøn, Kongressens Budgetkontor har foretaget, lå underskuddet på den føderale budgetsaldo på 1,2 pct. af BNP i finansåret 2007.

I Japan fortsatte det økonomiske opsving i 2007, selv om den indenlandske efterspørgsel og navnlig det private forbrug aftog. Den realøkonomiske vækst blev mere afdæmpet i 2007, idet realt BNP steg med 2,1 pct. mod 2,4 pct. i 2006 og således lå tæt på den potentielle vækst for fjerde år i træk. Mens den økonomiske aktivitet stadig var understøttet af en fortsat stærk eksport, faldt den indenlandske efterspørgsels bidrag til væksten i BNP. Eksportaktiviteten nød godt af udviklingen i den effektive yenkurs og robuste udenlandske efterspørgsel, især fra Asien. Væksten i det private forbrug aftog til 1,4 pct. mod 2,0 pct. i 2006, selv om arbejdsmarkedssituationen generelt stadig var gunstig. Endvidere faldt væksten i investeringerne i den private sektor en smule på trods af den stærke eksport. Det afspejlede et fald i boliginvesteringerne som følge af en nedgang i byggeaktiviteten, efter en ændring af loven om byggestandarder, og en nedgang i erhvervsinvesteringerne, der kunne tilskrives en vis afdæmpning af erhvervstilliden, navnlig blandt små og mellemstore virksomheder. På trods af de afdæmpede økonomiske forhold fortsatte stigningen i bankernes udlån i 2007, dog i et langsommere tempo end i 2006, på baggrund af den øgede usikkerhed med hensyn til den globale finansielle udvikling.

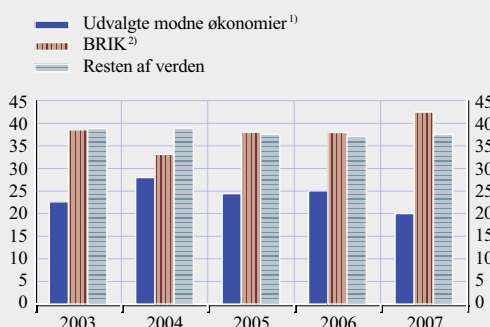
Forbrugerprisstigningerne var fortsat beherskede i Japan i 2007, navnlig som følge af moderate lønstigninger. Efter at have været positiv i 2006 i kølvandet på højere råvarepriser blev den årlige stigning i forbrugerpriserne igen negativ i begyndelsen af 2007, men blev atter positiv i oktober på grund af en ny stigning i priserne på importerede råvarer. Den årlige stigningstakt for forbrugerpriserne i året som helhed var 0,0 pct. mod 0,3 pct. i 2006, mens inflationen, når ferske fødevarer ikke medtages, var 0,0 pct. mod 0,1 pct. i 2006. Bank of Japan fortsatte i 2007 sin meget gradvise stramning af pengepolitikken i lyset af det afdæmpede inflationspres. For anden gang siden Bank of Japan i marts 2006 gik væk fra den kvantitative lempelsespolitik, vedtog den i februar 2007 at forhøje den pengepolitiske rente – uncollateralised overnight call rate – fra 0,25 pct. til 0,50 pct.

Vækstmarkedsøkonomierne udviste fortsat robust vækst og tegnede sig for en betydelig andel af den globale stigning i BNP i 2007, samtidig med at de modne økonomiers vækst aftog (se figur 3). En række lande oplevede et vist inflationspres.

Den økonomiske aktivitet i vækstmarkedsøkonomierne i Asien fortsatte med at stige kraftigt. Til trods for mindre gunstige forhold uden for Asien i 2. halvår 2007 bidrog en kraftig indenlandsk efterspørgsel til væksten, navnlig i regionens største økonomier. Inflationspresset var fortsat behersket i de fleste økonomier, hvilket til dels skyldtes mange landes pengepolitiske stramninger. En undtagelse var Kina, hvor inflationen steg i løbet af året. Som følge af regionens solide makroøkonomiske resultater steg kurserne fortsat på de lokale aktiemarkeder til trods for store udsving. Udviklingen på valutamarke-derne syntes at være mere blandet. Den effektive valutakurs i visse vækstmarkedsøkonomier i Asien – fx den thailandske baht eller den indiske rupee – apprecierede betydeligt som følge af den kraftige kapitalindstrømning, mens den effektive kurs på andre valutaer stort set var stabil eller deprecierede.

Figur 3. Geografisk fordelte bidrag til global BNP-vækst

(1 pct.)



Kilde: ECBs beregninger.

Anm.: Skøn baseret på IMF's World Economic Outlook-database og prognoser fra oktober 2007 med reviderede PPP-valutakurser.

1) USA, Japan og euroområdet.

2) Brasilien, Rusland, Indien og Kina.

Hvad Kina angår, fortsatte den kraftige økonomiske vækst i 2007. Realt BNP steg med 11,4 pct. i 2007 mod 11,1 pct. i 2006 som følge af stabil indenlandsk efterspørgsel og en stærk nettoeksport. Inflationspresset tiltog, idet væksten i forbrugerpriserne steg fra 2,2 pct. i januar til 6,5 pct. i december primært på grund af højere fødevarerpriser. Den kinesiske renminbi apprecierede gradvis over for dollaren året igennem, selv om bevægelserne i den effektive kurs var mere beherskede. People's Bank of China bebudede i maj en udvidelse af det daglige handelsbånd for renminbien over for dollaren fra +/- 0,3 pct. af referencekursen til +/- 0,5 pct. Handelsoverskuddet steg fortsat og nåede i 2007 sammenlagt op på 262 mia. dollar, svarende til ca. 8 pct. af BNP. Det er næsten 50 pct. højere end overskuddet for hele 2006. Det betød, at valutareserverne fortsatte med at vokse og nåede op på i alt 1,5 billioner dollar, tæt på 50 pct. af BNP, ved udgangen af 2007.

I Latinamerika blev den økonomiske vækst fastholdt trods forskelle i inflation og vækst mellem økonomierne. Forbedrede makroøkonomiske nøgletal, en yderligere reduktion af den finansielle sårbarhed, høje råvarepriser og kraftig indenlandsk efterspørgsel bidrog fortsat til gunstige økonomiske udsigter. De eksterne finansielle forhold forværredes i kølvandet på den seneste tids uro på de globale finansielle markeder, men dog ikke så kraftigt som under tidligere perioder med volatilitet på markederne. Navnlig udvidedes spændene for "credit default swaps" på statsgælden i Latinamerika, men de var dog fortsat på et lavt niveau set i et historisk perspektiv. Med hensyn til regionens to førende økonomier var den økonomiske vækst mere afdæmpet i Mexico som følge af mindre gunstige eksterne forhold, men robust i Brasilien, mens inflationen fortsat var moderat i begge lande. Argentina viste fortsat høj vækst i realt BNP, mens inflationen holdt sig på det høje niveau.

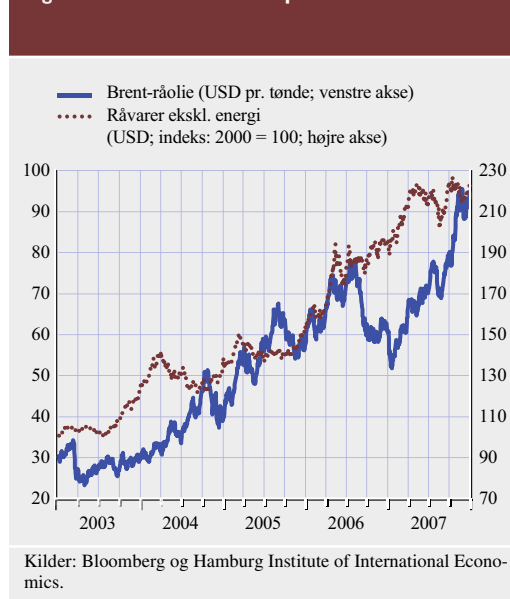
UDVIKLINGEN I RÅVAREPRISERNE I 2007

Olieprisen steg kraftigt i 2007 for fjerde år i træk. Prisen på Brent-råolie steg til omkring 95,6 dollar pr. tønde sidst i november. Olieprisen var derefter volatil og lå på 94,9 dollar pr. tønde ved

årets udgang, hvilket var ca. 17 dollar over toppunktet i august 2006. Målt i euro lå prisen kun 4 euro over toppunktet i august 2006 og ca. 40 pct. over prisen ultimo 2006. Prisen på Brent-råolie i året som helhed lå i gennemsnit på 71 dollar pr. tønde, dvs. 9 pct. højere end gennemsnittet for det foregående år.

Oliemarkederne var stramme året igennem. På forsyningsiden havde OPEC sænket sine produktionskvoter og faktiske produktion mod slutningen af 2006, mens produktionsvæksten uden for OPEC ikke opfyldte forventningerne og således ikke kunne opveje den lavere produktion i OPEC. Herudover reducerede visse produktionsforstyrrelser som følge af orkansæsonen midlertidigt forsyningerne. Den globale efterspørgsel efter olie var stadig relativt robust. En vis afmatning i efterspørgslen i OECD mod årets udgang blev opvejet af en kraftig vækst i efterspørgslen i landene uden for OECD. Efterspørgslen i de fleste lande uden for OECD, navnlig Kina, var fortsat kraftig som følge af den robuste økonomiske vækst. Desuden bidrog statstilskud til olieprodukter i mange af disse lande til olieefterspørgslen. Olielagrene i både USA og OECD-landene blev ikke i tilstrækkelig grad opbygget inden fy-

Figur 4. Hovedtendenser på råvaremarkederne



ringssæsonen på den nordlige halvkugle, hvilket ellers er normalt. De små olielagre gav anledning til bekymring om, hvorvidt der var tilstrækkelige stødpuder til at imødegå eventuelle fremtidige forstyrrelser i forsyningen (som følge af geopolitiske spændinger og ekstreme vejrforhold) på et tidspunkt, hvor oliemarkederne allerede var stramme. Mod årets udgang blev prisen mere og mere volatil, idet markedets opfattelse af en afmatning af den amerikanske og globale økonomi ændrede sig, og der skete en vis afvikling af spekulationer. Prisen forblev dog på et højt niveau, eftersom Det Internationale Energiagentur bekræftede, at udsigterne for den globale efterspørgsel efter olie i 2008 var positive på grund af en kraftig efterspørgselsvækst i landene uden for OECD og antydede, at der eventuelt ville blive færre oliefund i løbet af det kommende årti.

Ud over olieprisstigningerne sås også markante stigninger i andre råvarepriser i 2007. Råvarepriserne ekskl. energi, som måles af Hamburg Institute of International Economics, steg fortsat kraftigt i det meste af 2007 og toppede midt i oktober, men udviste dog en vis volatilitet. I 1. halvår 2007 blev råvarepriserne ekskl. energi understøttet af både kraftige prisstigninger på industrielle råvarer samt højere landbrugspriser, der kunne tilskrives kraftig økonomisk vækst, en dårlig høst og øget brug af landbrugsråvarer til produktion af biobrændstof. I 2. halvår 2007 fortsatte landbrugs- og fødevarerpriserne med at stige som følge af en robust kinesisk efterspørgsel, men priserne på industrielle råvarer (navnlig ikke-jernholdige metaller) faldt som følge af en nedgang i industriproduktionen i OECD-landene. Samlet set steg priserne på råvarer ekskl. energi (i amerikanske dollar) gennemsnitligt med 19 pct. i 2007 i forhold til året før.

2.2 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

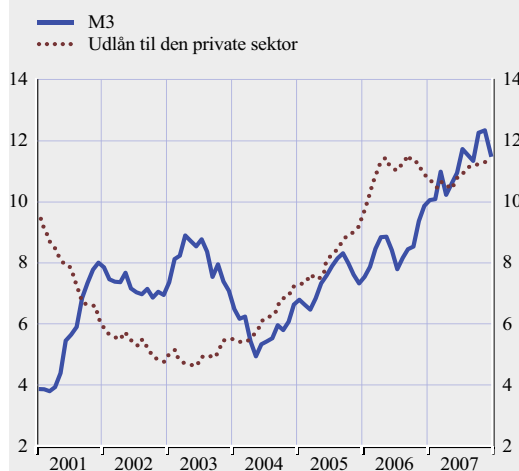
FORTSAT STÆRK PENGEMÆNGDEVÆKST

2007 var endnu et år, der var karakteriseret ved stærk vækst i pengemængden og kreditgivning, i fortsættelse af tendensen siden medio 2004. Den kraftige vækst afspejles i robust vækst i både det brede pengemængdemål, M3, og udlån til den private sektor (se figur 5), som lå på henholdsvis 12,0 pct. og 11,1 pct. i 4. kvartal 2007.

En bredt funderet analyse af udviklingen i pengemængden viser, at væksten i M3 i 2007 muligvis i nogen grad overvurderer den underliggende pengemængdevækst. Det kan skyldes de stimulerende virkninger af den forholdsvis flade rentekurve, som bevirkede, at investorerne i højere grad foretrak kortfristede MFI-indskud frem for langfristede indskud og værdipapirer. Den kraftige vækst i M3 kan således til en vis grad være drevet af spekulativ efterspørgsel efter monetære aktiver. Samtidig har stigningerne i ECBs officielle renter siden december 2005 tydeligvis fortsat påvirket pengemængden og kreditgivningen. De stigende korte renters påvirkning af udviklingen i pengemængden gjorde sig stadig gæl-

Figur 5. M3 og udlån til den private sektor

(Ændring i pct. år/år; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalender-effekter)



Kilde: ECB.

dende fx i afdæmpningen af den årlige vækst i M1 og udlån til husholdningssektoren.

Uroen på de finansielle markeder, der blev observeret fra 2. halvår 2007, har hidtil tilsyneladende kun haft en begrænset indvirkning på udviklingen i det brede pengemængdemål. Uroen har dog påvirket visse M3-komponenter og -modposter, navnlig dem der er tæt forbundet med begyndende spændinger på pengemarkedet, fx udstedelse af andele i pengemarkedsforeninger og MFI-gældsinstrumenter. Der synes imidlertid indtil videre ikke at være tale om noget overordnet skift til monetære aktiver, som kan udløses af en mere udbredt stigning i risikoaversionen i den private ikke-finansielle sektor på baggrund af den finansielle uro. Denne vurdering bekræftes af nedenstående detaljerede analyse af M3s komponenter og modposter.

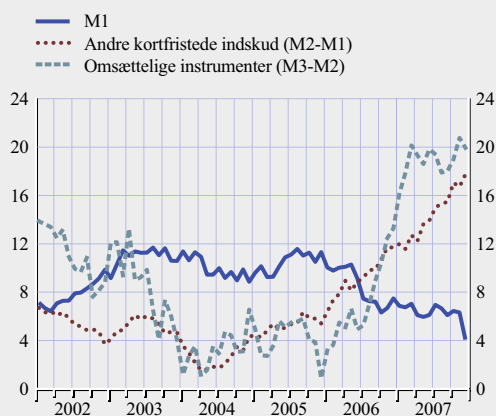
M3s KOMPONENTER VAR PÅVIRKET AF DEN FLADE RENTEKURVE

På komponentsiden aftog den årlige vækst i M1 yderligere til 4,1 pct. ultimo 2007, hvilket er et godt stykke under den tocifrede vækst fra 2003 til slutningen af 2005, inden ECB forhøjede sine officielle renter. Afdæmpningen ses i begge M1-komponenter, nemlig indlån på anfordring og seddel- og møntomløbet. Væksten i M1 i 2007 var påvirket af to modsatrettede faktorer. På den ene side har de stigende alternativomkostninger ved at besidde M1 som følge af rentestigningerne siden december 2005 haft en afdæmpende virkning, men på den anden side har der været en større transaktionsbaseret efterspørgsel efter M1. Sidstnævnte skyldes den fortsat robuste økonomiske aktivitet samt et potentielt ønske om at besidde reserver i M1 i lyset af den seneste tids uro på de finansielle markeder.

Tendensen til styrkelse af den årlige vækst i kortfristede indskud ekskl. indlån på anfordring (M2-M1), som begyndte medio 2004, fortsatte i 2007, hvor den årlige vækst tiltog til 17,8 pct. i december (se figur 6). Disse kortfristede indskuds bidrag til den årlige M3-vækst steg til 6,6 procentpoint i december, hvor de tegnede sig for størstedelen af den robuste overordnede pengemængdevækst samt udgjorde drivkraften for den

Figur 6. M3s hovedkomponenter

(Ændring i pct. år/år; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalender-effekter)



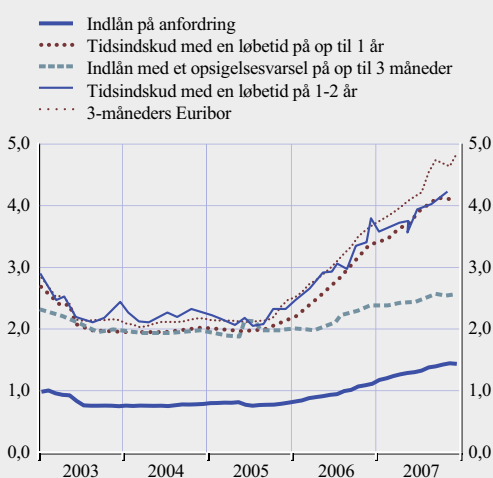
Kilde: ECB.

seneste udvikling. Den kraftige vækst dækker imidlertid over forskellige tendenser i de enkelte delkomponenter. Der ses for tiden en kraftig indstrømning af kortfristede indskud (dvs. indskud med en løbetid på op til 2 år), som viste en årlig vækst på 41,4 pct. i december 2007, i forhold til 27,2 pct. i december 2006, mens nedgangen i indskud med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder er fortsat, med 3,6 pct. i 2007 indtil december, efter lave vækstrater ultimo 2006.

Forrentningen af kortfristede indskud har stort set fulgt stigningen i de korte pengemarkedsrenter (se figur 7). Spændet i forhold til kortfristede opsparingsindskud og indlån på anfordring har således udvidet sig, idet forrentningen af disse indskud er steget i langsommere tempo og mere begrænset omfang, hvilket er i overensstemmelse med den historiske udvikling. Det har understøttet en omlægning til tidsindskud fra M1 og opsparingsindskud. Desuden betyder en forholdsvis flad rentekurve, at kortfristede tidsindskud har været attraktive i forhold til mere risikobetonede langfristede aktiver uden for M3, idet de er mere likvide og indebærer mindre risiko, samtidig med at forskellen i forrentningen er lille. Det har også bidraget til omlægningen fra mere langfristede aktiver.

Figur 7. MFI-renter for kortfristede indskud og en pengemarkedsrente

(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

Efter en betydelig styrkelse i 2006 tiltog den årlige vækst i omsættelige instrumenter (M3-M2) yderligere i løbet af 2007, til 19,9 pct. i december i forhold til 13,3 pct. i december 2006. Det afspejler i høj grad den forholdsvis flade rentekurve i euroområdet, som har fremmet omlægninger til fordel for kortfristede monetære aktiver. Som følge heraf var disse instrumenters bidrag til den årlige vækst i M3 forholdsvis kraftigt, nemlig 2,7 procentpoint i december 2007.

Det kraftige bidrag dækker over forskellige tendenser før og efter uroen på de finansielle markeder. Disse tendenser kommer til syne ved en analyse af udviklingen i delkomponenterne. Eksempelvis tiltog den årlige vækst i andele i pengemarkedsforeninger betydeligt i 2007 frem til juli. Nogle pengemarkedsforeninger påtog sig risici i forhold til markedet for strukturerede kreditprodukter med henblik på at opnå højere afkast og overgå pengemarkedets benchmark. I forbindelse med den finansielle uro sås en særlig stor udstrømning af andele i pengemarkedsforeninger i august og september og igen i december, hvilket medførte en nedgang i den årlige vækst. Udstrømningen var sandsynligvis udtryk for en ge-

nerel risikoaversion mod andele i pengemarkedsforeninger, eftersom investorerne synes at have været ude af stand til at bedømme de risici, som de enkelte foreninger havde påtaget sig i forhold til asset-backed securities, på et tidspunkt hvor kursen på sådanne instrumenter var volatil og vanskelig at vurdere. Udstrømningen af andele i pengemarkedsforeninger modsvarede af en kraftig indstrømning af MFIføres kortfristede gældsinstrumenter. Mellem august og november viste den pengeholdende sektors beholdninger af disse instrumenter den kraftigste vækst siden indledningen af tredje fase af ØMU, hvilket bidrog til finansieringen af MFI-sektoren.

KRAFTIG VÆKST I HUSHOLDNINGERNES Pengebeholdninger

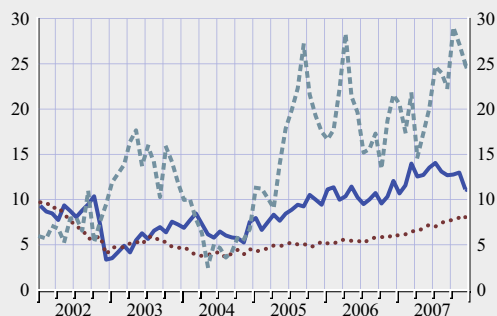
Den bredeste aggregering af M3-komponenter, for hvilken der findes pålidelige sektorfordelte oplysninger, er kortfristede indskud plus genkøbsforretninger (herefter benævnt M3-indskud). Den årlige vækst i M3-indskud fra husholdningerne, dvs. den sektor, der bidrager mest til den samlede vækst i M3-indskud, steg til 8,1 pct. i december 2007 (se figur 8). Den opadrettede tendens i væksten siden medio 2004 fortsatte således og understøttedes af stigninger i indkomst og formue samt højere forrentning af M3-indskud. Den robuste vækst i husholdningernes M3-indskud bekræfter dermed den stærke underliggende pengemængdevækst.

I fortsættelse af tendensen siden slutningen af 2004 tiltog den årlige vækst i M3-indskud hos ikke-finansielle selskaber yderligere i 1. halvår, hvorefter den fladede ud og lå på 11,1 pct. i december 2007. Virksomhedernes kraftige efterspørgsel efter likvide aktiver i 2007 var i overensstemmelse med deres stærke rentabilitet og robuste (nuværende og forventede) investeringer. Væksten i M3-indskud hos andre finansielle formidlere (ekskl. forsikringselskaber og pensionskasser) var 25,0 pct. på årsbasis i december 2007. Det afspejler til en vis grad en stigning i sikret interbanklåntagning, der afvikles på elektroniske handelsplatforme, eftersom faldende tillid til modparterne som følge af den finansielle uro har fået markedsdeltagerne til at foretrække sikret frem for usikret interbanklåntagning. Styr-

Figur 8. Sektorfordelte M3-indskud

(Ændring i pct. år/år; ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter)

- Ikke-finansielle selskaber
- Husholdninger
- - - Andre finansielle formidlere



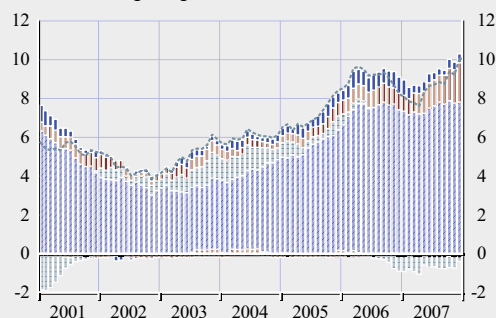
Kilde: ECB.

Anm.: Rapporteringssektoren omfatter MFler ekskl. eurosyste-
met og staten. M3-indskud inkluderer kortfristede indskud og
genkøbsforretninger.

Figur 9. Kreditgivning til resider i euroområdet

(Ændringer i pct. år/år; bidrag i procentpoint)

- Aktier og andre kapitalandele
- Værdipapirer undtagen aktier, den private sektor
- Værdipapirer undtagen aktier, den offentlige sektor
- /// Udlån til den private sektor
- /// Udlån til den offentlige sektor
- - - Kreditgivning til resider i euroområdet



Kilde: ECB.

Anm.: Rapporteringssektoren omfatter MFler ekskl. eurosyste-
met.

kelsen skyldes desuden, at nogle investeringsfor-
eninger har haft behov for større likviditetsreser-
ver, samt en stigning i indskud i 4. kvartal 2007
som følge af flere MFler overtagelse af en MFI
i euroområdet via en ikke-monetær finansiel for-
midler.

MARKANT VÆKST I KREDITGIVNINGEN TIL DEN PRIVATE SEKTOR

Efter at være steget i både 2004 og 2005 stabili-
serede den årlige vækst i MFernes kreditgivning
til resider i euroområdet sig i 2006. Væksten
var fortsat robust i 2007, på 9,3 pct. i 4. kvartal
(se figur 9). MFernes kraftige udlånsaktivitet
afspejlede en kraftig vækst i kreditgivningen til
den private sektor, mens kreditgivningen til den
offentlige sektor viste en afdæmpning.

Helt konkret reducerede MFerne deres udlån til
den offentlige sektor og fjernede gældsinstru-
menter udstedt af den offentlige sektor for ret be-
tydelige nettobeløb fra deres porteføljer. Den år-
lige nedgang i beholdningerne af gældsinstru-
menter udstedt af den offentlige sektor var 5,0

pct. i 4. kvartal 2007. Med få kortvarige undta-
gelses har denne tendens gjort sig gældende si-
den medio 2006, og den er typisk for perioder
med stigende korte renter og finansieringsom-
kostninger.

Den årlige vækst i MFernes kreditgivning til
den private sektor styrkedes gradvis i løbet af
2004-05, hvorefter den stabiliserede sig på et
højt niveau i 2006. Den var stadig robust i 2007,
hvor den svingede omkring 11,5 pct. Udlån til
den private sektor tegnede sig fortsat for største-
delen af MFernes kreditgivning i 2007, mens
betydningen af MFernes køb af værdipapirer
undtagen aktier steg.

Den årlige vækst i MFernes kreditgivning til
den private sektor var 11,1 pct. i 4. kvartal 2007
efter at have svinget lige omkring dette niveau
siden medio 2006. Det skyldes, at den kraftige
økonomiske aktivitet og gunstige kreditstandar-
der har understøttet udlånsvæksten. Samtidig har
de stigende bankrenter, der afspejlede ECBs for-
højelser af de officielle renter siden december

2005, lagt en dæmper på den private sektors efterspørgsel efter lån.

Den kraftige vækst i udlån til den private sektor dækker over forskellige tendenser i de enkelte sektorer. I fortsættelse af tendensen siden primo 2006 aftog den årlige vækst i udlån til husholdningerne i 2007, hvorimod den årlige vækst i udlån til finansielle og ikke-finansielle selskaber tiltog.

Den aftagende årlige vækst i udlån til husholdningerne kunne hovedsagelig tilskrives faldende årlig vækst i lån til boligkøb, som afspejlede de mere dæmpede husprisstigninger og den aftagende aktivitet på boligmarkedet i en række eurolande samt den gradvise stigning i realkreditrenterne i hele euroområdet i de seneste kvartaler.

Den årlige vækst i MFIernes udlån til ikke-finansielle selskaber tiltog i 2007 til et meget højt niveau i forhold til niveauet i de sidste tre årtier. I 1. halvår blev efterspørgslen efter lån understøttet af kraftig økonomisk vækst og markant aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser samt gunstige kreditforhold. I 2. halvår 2007 gav det store omfang af MFIernes udlån til den private ikke-finansielle sektor, på baggrund af uroen på de finansielle markeder, anledning til spørgsmålet om, hvorvidt tallene for lån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber var forvansket som følge af bankernes håndtering af deres balancer under den finansielle uro. De foreliggende oplysninger om mængden af lån, der blev taget af MFIernes balancer i 2. halvår 2007, tyder på, at bankerne stadig kunne fjerne lån fra MFI-balancen i 2. halvår, om end i mindre omfang. Det indikerer, at de indberettede tal fortsat undervurderer strømmen af MFI-lån til denne sektor.

De store mængder lån i 2007 afspejlede sandsynligvis en finansieringsstrøm fra banker til ikke-finansielle selskaber og husholdninger frem for genformidling som følge af uroen på de finansielle markeder, der kan have tegnet sig for en lille del af væksten i MFIernes udlån. Tallene bekræftede altså ikke det synspunkt, at den finan-

sielle uro i 2007 har haft en betydelig indvirkning på bankernes kreditgivning. Dette er dog i overensstemmelse med mere restriktive udbudsforhold, der indikeres af undersøgelserne af bankernes udlån i 3. og 4. kvartal, ifølge hvilke der er sket en betydelig stramning af kreditstandarderne for virksomheder, navnlig store virksomheder, samt for lån med længere løbetider. Samtidig kan de ikke-finansielle selskaber være fortsat med at optage lån via godkendte kreditfaciliteter på samme betingelser som før uroen.

Den årlige vækst i udlån til andre finansielle formidlere styrkedes betydeligt i løbet af 2007. I 1. halvår var MFIernes udlån til disse enheder tilsyneladende hovedsagelig drevet af investeringsforeningernes efterspørgsel samt efterspørgslen efter midlertidige lån til finansiering af securitisation, der medfører et egentligt salg ("true sale"). I 2. halvår afspejlede efterspørgslen efter lån fx overtagelsen af en MFI samt investeringsforeningens porteføljevaltning foruden efterspørgsel, der var relateret til uroen som følge af stramningen af kreditforholdene for conduits og structured investment vehicles (SIV). Endvidere spillede MFIernes øgede præference for sikret interbankudlån via elektroniske handelsplatforme også en rolle.

I 2007 var MFIernes kreditgivning til den private sektor baseret på opbygning af beholdninger af værdipapirer udstedt af virksomhedssektoren, navnlig ved køb af gældsinstrumenter frem for aktier og andre kapitalandele. De fleste af de værdipapirer, som MFIerne erhvervede i 2007, havde lang løbetid. Den kraftige vækst i beholdningerne af disse værdipapirer, navnlig i perioden før den finansielle uro begyndte, afspejlede securitisation-aktiviteter i nogle eurolande samt den voksende finansielle integration i euroområdet, hvor MFier i et euroland køber instrumenter, der securitiserer realkreditlån i andre eurolande, i stedet for at investere direkte i de pågældende realkreditmarkeder. Desuden erhvervede MFIerne i slutningen af 2007 betydelige beholdninger af gældsinstrumenter i forbindelse med overtagelsen af en MFI gennem et kreditformidlende selskab i kategorien "andre finansielle formidlere". I forbindelse med uroen på de finansielle

markeder kan MFIerne imidlertid have købt instrumenter, der er forbundet med tidligere securitiserede lån, hvilket har medført genformidling af en del af deres låneporteføljer.

Blandt M3s øvrige modposter aftog den årlige vækst i den pengeholdende sektors beholdninger af MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) til 7,8 pct. i december 2007 i forhold til 9,7 pct. ultimo 2006. Disse tal dækker imidlertid over, at væksten tiltog frem til medio 2007, hvorefter den aftog gradvis. Dette mønster observeredes for både langfristede indskud og MFI-gældsinstrumenter. Det stemmer overens med et skift i den pengeholdende sektors præferencer (i retning af kortere løbetider) og kan til en vis grad afspejle aftagende securitisation-aktivitet, som ofte er forbundet med langfristede indskud.

MFIernes nettofordringer på udlandet fulgte et ret volatilt mønster i 2007. En betydelig indstrømning af kapital i 1. kvartal 2007 bragte den årlige indstrømning i MFIernes nettofordringer på udlandet op på det rekordhøje niveau 340 mia. euro i marts, efterhånden som markedsdeltagerne så gunstige investeringsmuligheder i euroområdet på baggrund af lav volatilitet og rigelig likviditet. Derefter aftog den årlige nettoindstrømning i resten af året, til 17 mia. euro i december, da investeringerne ikke længere var rentable og derfor blev afviklet. MFI-sektorens nettofordringer på udlandet er beskrevet nærmere i boks 1. Den monetære opstilling af betalingsbalancen viser, at den årlige indstrømning i MFIernes nettofordringer på udlandet primært afspejler ikke-residente investoreres investeringer i gældsinstrumenter udstedt i euroområdet.

Boks 1

MFIernes NETTOFORDRINGER PÅ UDLANDET OG DERES PÅVIRKNING AF DEN MONETÆRE UDVIKLING

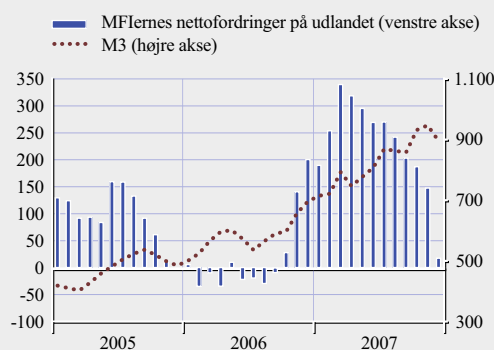
MFIernes nettofordringer på udlandet er udtryk for nettotransaktionerne, som afvikles via residente MFIER, mellem den pengeholdende sektor i euroområdet og dens modparter uden for euroområdet. Nettofordringer på udlandet er en af modposterne til det brede pengemængdemål, M3, og spiller undertiden en vigtig rolle i redegørelsen for den monetære udvikling i euroområdet. I modsætning til det meste af 2006 sås i 2007 markante bevægelser i den årlige strøm af nettofordringer på udlandet, med en kraftig styrkelse ultimo 2006 og primo 2007, der blev opvejet af en nedgang i løbet af 2. halvår. M3 fulgte et tilsvarende mønster med en indstrømning fra oktober 2006 til april 2007, der ikke længere gjorde sig gældende fra maj til ultimo oktober 2007 (se figur A). Denne boks ser nærmere på udviklingen i MFIernes nettofordringer på udlandet og undersøger mulige forklaringer.

Begrebsmæssige spørgsmål

Hvorvidt bevægelserne i MFIernes nettofordringer på udlandet påvirker M3 afhænger af, hvordan euroområdets pengeholdende sektorer (fx husholdninger eller ikke-finansielle selska-

Figur A. MFIernes nettofordringer på udlandet og M3

(Årlige strømme i milliarder euro)



Kilde: ECB.

ber) finansierer deres transaktioner med resten af verden.¹ Et eksempel er, at en husholdning i euroområdet køber en obligation af en enhed, der er resident i USA. Hvis købet går via en konto hos en MFI, indebærer det en nedgang i MFI-sektorens nettofordringer på udlandet. Det skyldes, at det kreditinstitut i euroområdet, der står for transaktionen, enten reducerer sine fordringer på korrespondentbanken i USA eller foretager et indskud i korrespondentbanken i USA. Virkningen på M3 er dog tvetydig. På den ene side er der, hvis købet finansieres via husholdningens indlån på anfordring hos sit kreditinstitut, en afdæmpende virkning på M3, idet M1-komponenten aftager. På den anden side er der, hvis købet finansieres med et lån, som husholdningen optager i banken, ingen påvirkning af M3, men sammensætningen af M3s modposter ændres.²

Omvendt, hvis en udenlandsk enhed køber et værdipapir af en enhed i euroområdets pengeholdende sektor og afvikler købet ved at overføre beløbet fra sin konto hos en MFI i euroområdet til modpartens konto, stiger M3 i forbindelse med en forøgelse af MFI-sektorens nettofordringer på udlandet.

Den monetære opstilling af betalingsbalancen er et vigtigt redskab til at analysere de faktorer, der ligger til grund for udviklingen i MFIernes nettofordringer på udlandet. Denne opstilling sammenkæder betalingsbalancestatistikken og MFIernes balancestatistik, så det bliver muligt at bestemme, hvorvidt kapitalstrømmene bag udviklingen i nettofordringerne på udlandet stammer fra euroområdets pengeholdende sektorer eller fra residerter uden for euroområdet, og hvorvidt de afspejler udveksling af varer og tjenesteydelser eller direkte investeringer og porteføljeinvesteringer.

Forklaring af udviklingen i MFIernes nettofordringer på udlandet siden slutningen af 2006

Ifølge den monetære opstilling af betalingsbalancen var stigningen i MFIernes nettofordringer på udlandet fra slutningen af 2006 til foråret 2007 primært drevet af porteføljeinvesteringer i aktiver i euroområdet, navnlig gældsinstrumenter, men også aktier (se figur B).³

Gældsinstrumenter

En fordeling af kapitalstrømmene efter oprindelse viser, at stigningen i den årlige strøm af MFIernes nettofordringer på udlandet hovedsagelig kan tilskrives ikke-residenters øgede investeringer i euroområdet frem for residenters hjemtagning af midler fra udlandet. Udenlandske investorers porteføljeinvesteringer i gældsinstrumenter i euroområdet havde været solide siden medio 2006, idet de årlige strømme nåede et nyt toppunkt i april 2007 og lå på et højt niveau frem til 3. kvartal 2007 (se figur C). Det kan afspejle et gunstigt investeringsklima i euroområdet for udenlandske markedsdeltagere, idet de finansielle markeder var karakteriseret ved lav volatilitet og rigelig likviditet. Ikke-residenters kraftige efterspørgsel efter gældsinstrumenter i euroområdet, på baggrund

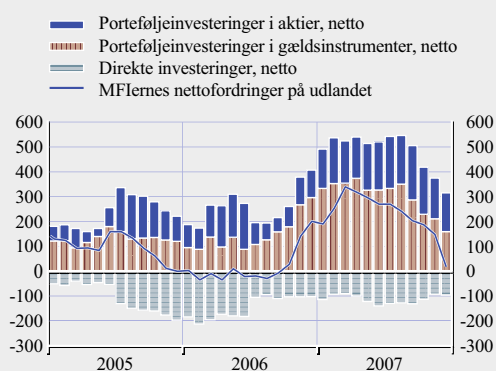
1 I den monetære analyse bør det tages i betragtning, at det kun er transaktioner mellem den pengeholdende sektor i euroområdet på den ene side og banker og residerter uden for euroområdet på den anden side, der påvirker pengemængden direkte. Transaktioner mellem ikke-MFI'er i euroområdet indebærer simpelthen cirkulation af penge inden for den pengeholdende sektor, uden at det påvirker den samlede pengemængde i euroområdet. Det er tilfældet, hvis private transaktioner finansieres ved udveksling af aktier.

2 Det understreges, at nogle transaktioner, der påvirker MFIernes nettofordringer på udlandet, overhovedet ikke påvirker hverken pengemængden eller kreditgivningen. Hvis et kreditinstitut fx sælger en statsobligation udstedt i euroområdet til en resident uden for euroområdet, vil det påvirke MFIernes nettofordringer på udlandet (opad) og kreditgivningen til den offentlige sektor (nedad), men ikke M3.

3 Den monetære opstilling af euroområdets betalingsbalance er nærmere beskrevet i boksen "Den monetære opstilling af euroområdets betalingsbalance" i ECBs Månedsoversigt for juni 2003.

Figur B. Sammensætning af den pengeholdende sektors kapitalstrømme og MFIernes nettofordringer på udlandet

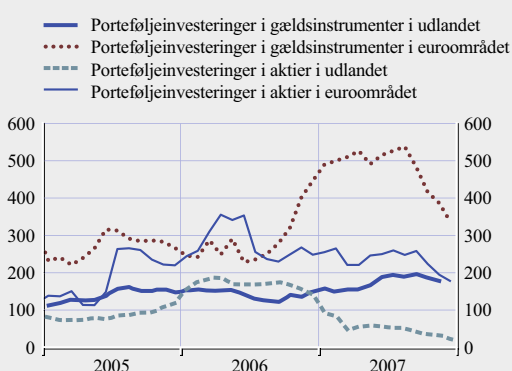
(Årlige strømme i milliarder euro)



Kilde: ECB.

Figur C. Sammensætning af strømme af porteføljeinvesteringer

(Årlige strømme i milliarder euro)



Kilde: ECB.

af lavere nettoudstedelse fra den offentlige sektor i euroområdet, blev for en stor del opvejet af MFIernes salg af statspapirer.

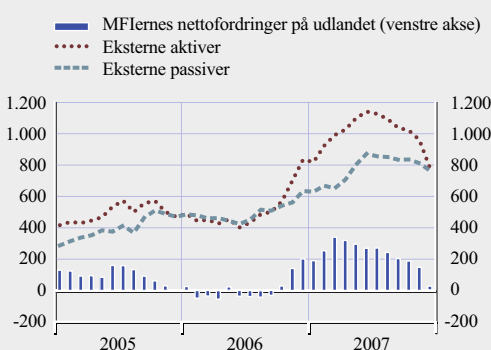
I 2. halvår kan visse investeringer være ophørt med at være attraktive i lyset af den finansielle uro og revurderingen af risici. Desuden kan investorer uden for euroområdet have haft behov for likviditet til andre operationer, således at de ikke øgede deres investeringer i euroområdet. Samtidig udnyttede residerter i euroområdet gunstige investeringsmuligheder i resten af verden. Det kom til udtryk i den gradvise stigning i den årlige strøm af residente investorers porteføljeinvesteringer i udenlandske gældsinstrumenter. Euroens styrkelse kan have bidraget til at gøre disse investeringer mere attraktive. På baggrund af stort set uændrede udenlandske investeringer i gældsinstrumenter i euroområdet frem til august 2007 og et kraftigt fald siden da samt mere eller mindre stabile investeringer i udlandet foretaget af residerter i euroområdet aftog den årlige strøm af MFIernes nettofordringer på udlandet i 2. halvår.

Aktier og udenlandske direkte investeringer

Porteføljeinvesteringer i aktier i udlandet foretaget af ikke-MFI'er i euroområdet er faldet konstant, mens ikke-residenters porteføljeinvesteringer i aktier i euroområdet har ligget stort set stabilt, om end på et langt mere afdæmpet niveau end investeringerne i gældsinstrumenter, trods et lille fald mod årets slutning. Kvalitative oplysninger ultimo 2006 og primo 2007 tydede på, at globale investorer havde en gunstig opfattelse af aktiemarkedene i euroområdet, og at investorerne havde positive forventninger til indtjeningen i euroområdets virksomheder. Frem til medio 2007 pegede nettoporteføljeinvesteringerne i aktier på en kraftigere årlig indstrømning i MFIernes nettofordringer på udlandet, som blev opvejet af den afdæmpende virkning af de direkte investeringer på nettobasis. Udviklingen vendte dog noget i 4. kvartal 2007, hvor den årlige strøm i nettoporteføljeinvesteringer i aktier aftog en del, men blev modsvaret af en lavere nettoudstrømning i direkte investeringer.

Figur D. Udviklingen i eksterne bruttoaktiver og -passiver

(Årlige strømme i milliarder euro)



Kilde: ECB.

MFier i et andet euroland – i stigende grad kanaliseres gennem et finanscenter uden for euroområdet. En anden mulighed er, at kreditinstitutter i euroområdet, fx pengemarkedsforeninger, udelukkende opererer på vegne af deres moderselskaber uden for euroområdet. Hvis disse institutter kun modtager midler fra resten af verden og kun investerer midlerne på moderselskabets hjemmemarked, optræder deres aktiviteter kun under eksterne aktiver og passiver på den konsoliderede balance for MFI-sektoren i euroområdet.

Den kraftige vækst i bruttostillingen over for udlandet har umiddelbart ingen konsekvenser for nettostillingen over for udlandet. Det kan dog føre til en hurtig flytning af store mængder likviditet, hvilket kan resultere i betydelige kortvarige ændringer i strømmenes omfang og retning under MFernes nettopåkrav på udlandet. Det øger til gengæld den indenlandske monetære udviklings sårbarhed over for eksterne kræfter.

Konklusioner

Euroområdets MFI-sektors nettopåkrav på udlandet har vist markante bevægelser siden slutningen af 2006, idet den årlige nettoindstrømning i marts 2007 lå højere end i perioden med porteføljeomlægninger fra 2001 til 2003. Udviklingen i nettopåkravene på udlandet frem til foråret 2007 havde en synlig indvirkning på M3-væksten, i det mindste regnskabsmæssigt. Euroområdets pengeholdende sektors transaktioner med resten af verden vil sandsynligvis stige i overensstemmelse med den globale integration af de finansielle markeder. I lyset af disse transaktioners forskellige drivkræfter og ophav repræsenterer en detaljeret vurdering af udviklingen i nettopåkravene på udlandet en vigtig udfordring i ECBs monetære analyse.

Ud over de markante bevægelser i MFernes nettopåkrav på udlandet siden slutningen af 2006 er der observeret lige så markante bevægelser i euroområdets MFers eksterne bruttoaktiver (og -passiver). Det udgør et skift i forhold til den tidligere relativt gradvise stigning (se figur D). Den samtidige stigning i bruttostillingerne i 2007 kunne primært tilskrives en kraftig styrkelse af MFernes kreditgivning over for resten af verden, hvorved MFier i euroområdet fik indlånsforpligtelser over for residerter uden for euroområdet.

Den samtidige stigning i eksterne bruttoaktiver og -passiver kan være udtryk for øget finansiell integration. Konsekvenserne heraf kan bl.a. være, at transaktioner inden for MFI-sektoren – fx når MFier i ét euroland finansierer udlån fra

UROEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER FØRTE TIL SPÆNDINGER PÅ PENGEMARKEDET

Pengemarkedsrenterne steg over hele løbetidspektret i 2007. I 1. halvår stemte det overens med stigningerne i ECBs officielle renter. Yderligere markante stigninger i de usikrede pengemarkedsrenter sås i 2. halvår i kølvandet på turbulensen på pengemarkedet og de finansielle markeder. Spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter blev udvidet for alle løbetider bortset fra de meget korte. Selv om spændene indsnævredes lidt igen, var de stadig meget brede i begyndelsen af 2008.

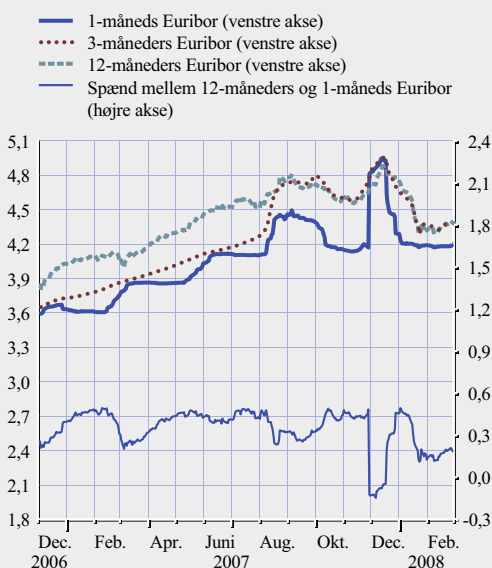
Styrelsesrådet forhøjede ECBs officielle renter med 25 basispoint i både marts og juni 2007, så den marginale udlånsrente, minimumsbudrenten og indlånsrenten nåede op på henholdsvis 5 pct., 4 pct. og 3 pct. (se figur 1). I resten af 2007 og begyndelsen af 2008 var ECBs officielle renter uændrede. Efter at være steget støt i 1. halvår i overensstemmelse med forventningerne om yderligere stigninger i ECBs officielle renter steg de usikrede pengemarkedsrenter kraftigt fra

den 9. august som følge af spændinger på penge- og kapitalmarkederne, der skyldtes bekymringer vedrørende bankernes eksponering over for tab på amerikanske subprime-realkreditlån og komplekse afledte instrumenter (se figur 10). De topede medio december, hvor de underliggende spændinger på interbankmarkedet blev forstærket af usikkerhed vedrørende årsafslutningen. Den 29. februar 2008 lå 1-måneders, 3-måneders og 12-måneders Euribor på henholdsvis 4,20 pct., 4,38 pct. og 4,38 pct., dvs. 57, 66 og 35 basispoint højere end niveauet den 2. januar 2007. Omvendt faldt de sikrede interbankrenter gradvis fra primo august, hvilket afspejlede en nedjustering af markedsforventningerne til den fremtidige udvikling i ECBs officielle renter.

De kraftige stigninger i de usikrede pengemarkedsrenter betød, at spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter udvidedes betydeligt, navnlig for løbetiderne fra 1 måned (se figur 11). Spændene forblev udvidede i årets sidste måneder, idet spændet mellem 3-måneders Euribor og 3-måneders Eurepo (der er et indeks for

Figur 10. Pengemarkedsrenter

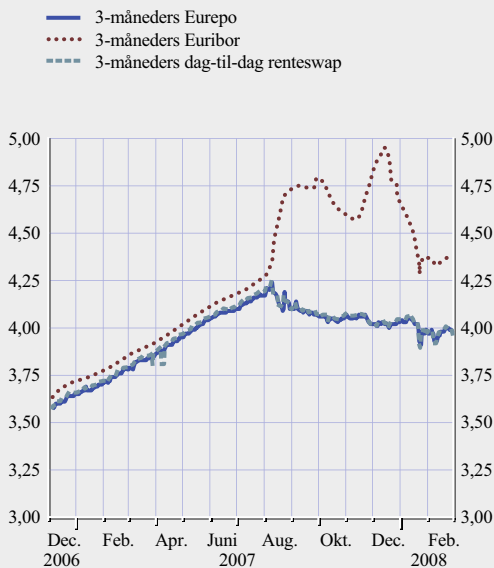
(I pct. p.a.; daglige observationer)



Kilder: ECB og Reuters.

Figur 11. 3-måneders Eurepo, Euribor og dag-til-dag renteswap

(I pct. p.a.; daglige observationer)



Kilder: ECB og Reuters.

renten for genkøbsforretninger i den private sektor) toppede på 93 basispoint den 17. december på baggrund af de særlige spændinger, der observeredes i årets sidste del. Selv om spændet efterfølgende er indsnævret, til 43 basispoint den 29. februar 2008, er det stadig forhøjet i forhold til gennemsnittet på ca. 7 basispoint i 1. halvår 2007.

Pengemarkedsrentekurvens hældning – målt ved spændet mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor – viste en vis volatilitet i 2007, idet spændet svingede mellem -15 og 50 basispoint. Den 29. februar 2008 var spændet 18 basispoint i forhold til 40 basispoint den 2. januar 2007 (se figur 10). Hældningen på pengemarkedsrentekurven bør dog fortolkes med en vis forsigtighed, idet spændene mellem de usikrede Euribor-renter og sikrede renter (såsom Eurepo-renter) efter historisk målestok var usædvanligt store i 2. halvår for alle løbetider undtagen de meget korte. Det skyldtes turbulensen på pengemarkedet siden august 2007.

Den implicitte rente for 3-måneders Euribor-futureskontrakter med udløb i 2008 steg i løbet af 2007. Denne udvikling skal imidlertid også fortolkes med forsigtighed i lyset af de markante stigninger i Euribor-renterne som følge af spændingerne på pengemarkedet. Det er sandsynligvis med til at sløre disse renters sædvanlige informationsindhold vedrørende renteforventningerne. Den 29. februar 2008 var renten udledt af 3-måneders futureskontrakter med udløb i henholdsvis marts, juni og september 2008 4,36 pct., 4,05 pct. og 3,71 pct., dvs. 33 og 6 basispoint højere og 27 basispoint lavere end den 2. januar 2007.

I 1. halvår 2007 faldt den implicitte volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter. Den steg dog betydeligt igen fra august, efterhånden som spændingerne på pengemarkedet og de finansielle markeder for alvor gjorde sig gældende (se boks 2).

Boks 2

PENGEMARKEDSRENTERNES VOLATILITET I 2007

I forbindelse med en vurdering af udviklingen på pengemarkedet i 2007 er det vigtigt ikke blot at analysere renternes niveau (som beskrevet i hovedteksten), men også deres volatilitet. Der er to aspekter, der er særlig interessante i den sammenhæng: i) en vurdering af, hvordan pengepolitiske beslutninger påvirker pengemarkedet, og ii) en analyse af, hvor godt markedet fungerer, især med hensyn til transmissionen af pengepolitiske signaler fra den korte til den lange ende af rentekurven.

Hvad førstnævnte angår, forsøger centralbankerne at sikre, at deres politiske tiltag og kommunikation ikke i sig selv skaber unødigt usikkerhed (fx ved at udsende "støj" i økonomien). Dette vil typisk give sig udslag i øget volatilitet på de finansielle markeder.

Med hensyn til det andet aspekt giver en analyse af volatiliteten indsigt i pengemarkedernes mikrostruktur og effektivitet.¹ Således kan en sammenligning af renternes volatilitet for specifikke løbetider med den gennemsnitlige volatilitet for hele løbetidsspektret give centralbanken et fingerpeg om atypiske udsving i nogle segmenter af pengemarkedet, som igen kan hænge sammen med imperfektioner i markedsstrukturen og eventuelt kan hindre en effektiv transmission af pengepolitiske impulser.

¹ Spørgsmålet er så, hvordan man måler renters volatilitet. Emnet tages op i artiklen "The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective" i ECBs Månedsoversigt for februar 2008.

På den baggrund kan en analyse af volatiliteten i pengemarkedsrenterne i løbet af 2007 være med til at kaste lys over virkningen af den finansielle uro, der satte ind i august 2007. I denne boks fokuseres der på udviklingen i det værst ramte usikrede segment af interbankmarkedet (dvs. transaktioner uden sikkerhedsstillelse) med udgangspunkt i volatilitetsmål udledt af dag-til-dag renten, interbankrenter for indlån med 1, 3, 6 og 12 måneders løbetid og 3-måneders Euribor (der ligger til grund for en lang række derivatkontrakter).²

Udviklingen i pengemarkedsrenternes volatilitet i 2007

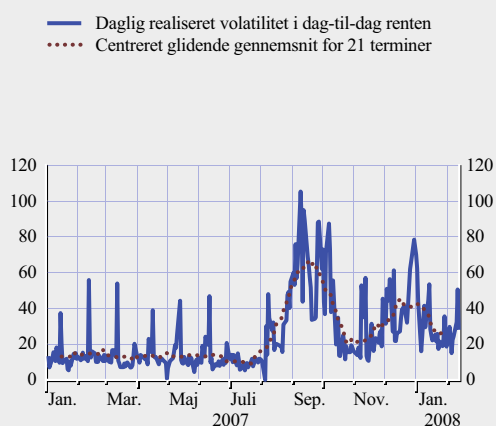
Figur A viser udviklingen i den historisk realiserede volatilitet i dag-til-dag renten i 2007. Fra januar til medio juni var den realiserede volatilitet forholdsvis lav og lå tæt på niveauet i de senere år. Volatiliteten udviste det kendte mønster med stigninger i bestemte perioder, nemlig fra den sidste primære markedsoperation til reservekravsperiodens sidste dag.

Efter at volatiliteten var steget på de fleste finansielle markeder mod slutningen af juli, sås voksende spændinger på pengemarkedet primo august som følge af usikkerhed vedrørende bankernes potentielt store tab på deres investeringer i amerikanske subprime-realkreditlån og tilknyttede instrumenter. Det medførte en højere efterspørgsel efter dag-til-dag likviditet og en markant stigning i volatiliteten. Sidstnævnte forblev meget høj indtil oktober, hvor situationen stabiliserede sig noget, delvis som følge af den effektive likviditetspolitik, som ECB iværksatte for at mindske spændingerne på pengemarkedet. Fra medio november tog spændingerne imidlertid til igen. Dag-til-dag renten var igen præget af meget høj volatilitet, navnlig mod slutningen af året, hvor der i markedet var udbredt bekymring for, at der kunne opstå likviditetsknaphed ved årsskiftet.

2 De to volatilitetsmål, der gennemgås i denne boks, nemlig den realiserede historiske volatilitet og den implicite volatilitet, beskrives nærmere i boksen "Measuring volatility in the money market" i ovennævnte artikel (se fodnote 1).

Figur A. Daglig realiseret volatilitet i dag-til-dag renten

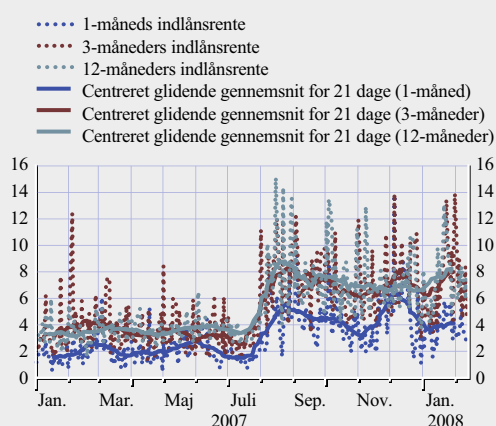
(I basispoint)



Kilder: Reuters og ECBs skøn.

Figur B. Daglig realiseret volatilitet i lange indlånsrenter

(I basispoint)



Kilder: Reuters og ECBs skøn.

For de længere renters vedkommende – navnlig renten for indlån med en løbetid på 1, 3 eller 12 måneder – ses stort set samme profil (se figur B). Der er dog væsentlige forskelle, og især de længere renter har reageret kraftigere på uroen i august.

Hvad er forklaringen på den øgede volatilitet i august 2007?

Mellem ultimo juni og primo august stod det efterhånden klart, at en række europæiske finansielle institutioner havde lidt betydelige tab på deres aktiviteter i det amerikanske subprime-realkreditmarked. Efterhånden som bekymringerne vedrørende eksponeringen i misligholdte amerikanske subprime-realkreditlån tog til, mindskedes refinansieringsmulighederne for conduits, og bankernes efterspørgsel efter likviditet til kreditgivning til conduits øgedes. Tendensen blev yderligere forstærket af, at det var vanskeligt at sætte værdi på disse finansielle produkter. Den stigende efterspørgsel efter likviditet samt et fald i modparternes tillid betød, at en stor del af bankerne begyndte at holde på likviditeten, og den samlede likviditet i markedet svandt derfor kraftigt ind. Renterne på pengemarkedet steg markant, ikke mindst dag-til-dag renterne, som inden for dagen nåede op på næsten 70 basispoint over minimumsbudrenten.

På baggrund af den stærke efterspørgsel efter dag-til-dag likviditet, der medførte en kraftig stigning i de meget korte markedsrenter, tilførte eurosystemet den 9. august markedet betydelig likviditet via en dag-til-dag markedsoperation. Da spændingerne på pengemarkedet imidlertid fortsatte, sås der stigninger i de længere renter på det usikrede pengemarked (dvs. interbanklån, hvor der ikke stilles sikkerhed), og spændet i forhold til de sikrede segmenter udvidedes til op mod fem gange det historiske gennemsnit. For at fremme en bedre distribution af likviditet blandt bankerne gennemførte eurosystemet forskellige likviditetstilførende operationer i 2. halvår. Disse tiltag samt en aktiv kommunikationspolitik bidrog til et mere smidigt marked, i hvert tilfælde på kort sigt, og var med til at forsikre bankerne om, at deres likviditetsbehov ville blive opfyldt. Følgelig faldt volatiliteten i det sikrede marked noget for flere løbetider.

Sammenligning af udviklingen i realiseret og implicit volatilitet

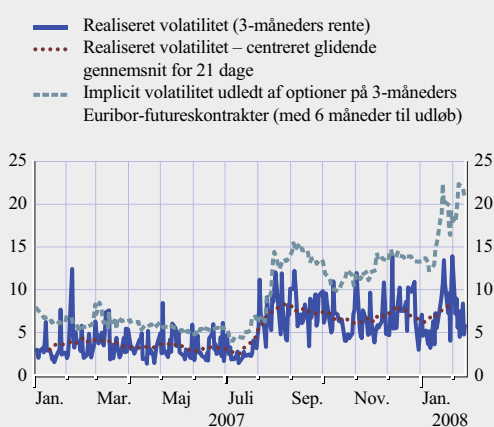
Implicit volatilitet³ beregnes på grundlag af optioner baseret på forventninger og giver således et vist fingerpeg om volatiliteten over den horisont, som kontrakterne dækker (3 måneder for standard-Euribor-futureskontrakter). Omvendt afspejler den realiserede volatilitet den opfattede usikkerhed i markedet.

Selv om profilen for de to volatilitetsmål er stort set den samme, er udviklingen i den implicite volatilitet mere udtalte end udviklingen i den realiserede volatilitet beregnet på grundlag af 3-måneders indlånsrenten. Som figur C viser, begyndte den implicite volatilitet at stige medio juli, for så at stige mere kraftigt primo august. Derefter svingede den kraftigt. En lignende udvikling sås for den realiserede volatilitet beregnet på grundlag af 3-måneders indlånsrenter, om end denne stigning var mere gradvis og samlet set mere behersket, også i august (dvs. i den mest kritiske periode for pengemarkedet i euroområdet).

³ Den implicite volatilitet, der anvendes i denne boks, er udledt af optioner på 3-måneders futureskontrakter med seks måneder til udløb.

Figur C. Realiseret og implicit volatilitet for 3-måneders pengemarkedsrenter

(1 basispoint)



Kilder: Reuters og ECBs skøn.

volatilitet noget i månedens løb, muligvis som reaktion på den lempelige likviditetspolitik siden medio august. Samtidig forblev den implicite volatilitet høj, formodentlig under indflydelse af de mere udtalte spændinger i det usikrede segment på markedet, især for 3-måneders horisonten, selv om også denne viste en faldende tendens i september.

Trods ovennævnte fald forblev begge mål dog samlet set mere eller mindre stabile derefter, om end på et højere niveau end før, uroen satte ind i august, hvilket kan tyde på, at det kan tage nogen tid, før markedet igen er så stabilt, som det var før uroen.

Udviklingen i de to volatilitetsmål afspejler især deres forskellige egenskaber. Mens stigningen i den realiserede volatilitet for 3-måneders renten afspejler den opfattede spænding i det usikrede 3-måneders segment i pengemarkedet, tager den implicite volatilitet også højde for usikkerheden ved den fremtidige effekt af spændingerne som følge af en række europæiske bankers meddelelser om deres eksponering i securitiserede produkter, der er forbundet med subprime-realkreditmarkedet. Navnlig har de vedvarende spændinger i pengemarkedet ført til øget usikkerhed vedrørende de fremtidige finansielle og makroøkonomiske forhold, der opfanges af målet for den implicite volatilitet, men ikke af målet for den realiserede volatilitet.

Efter at have ligget ualmindeligt højt frem til primo september faldt målet for den realiserede

STORE UDSVING PÅ DE GLOBALE OBLIGATIONSMARKEDER I 2007

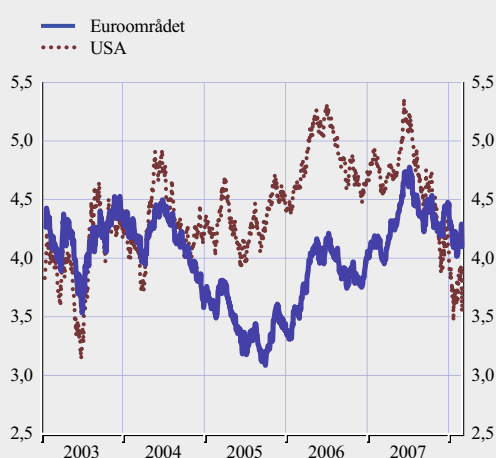
De lange statsobligationsrenter i euroområdet lå på 4,4 pct. ultimo 2007, dvs. ca. 40 basispoint højere end året før (se figur 12). Den forholdsvis lille samlede ændring dækker dog over betydelige udsving inden for året. Navnlig den finansielle uro som følge af problemer på det amerikanske boligmarked førte til højere volatilitet på de globale obligationsmarkeder sidst på året. Bag den moderate samlede stigning i de lange nominelle obligationsrenter i euroområdet lå mindre stigninger i realrenten for 10-årige indeksobligationer og i den tilsvarende lange "break-even"-inflation. Renten for indeksstats-

obligationer med udløb i 2015 – et mål for den lange realrente – var 2 pct. i slutningen af 2007, hvilket er ca. 20 basispoint højere end ultimo 2006. Den 5-årige "break-even"-inflation på termin fem år frem, som er et mål for markedsdeltagernes inflationsforventninger på langt sigt og de tilknyttede risikopræmier, steg med 20 basispoint i 2007 og lå tæt på 2,4 pct. ultimo året.

I 1. halvår 2007 steg de lange statsobligationsrenter markant på begge sider af Atlanten. I euroområdet steg den 10-årige statsobligationsrente med op til ca. 70 basispoint fra ultimo december 2006 til primo juli 2007, mens den 10-årige obligationsrente i USA nåede et toppunkt

Figur 12. Lange statsobligationsrenter¹⁾

(I pct. p.a.; daglige observationer)

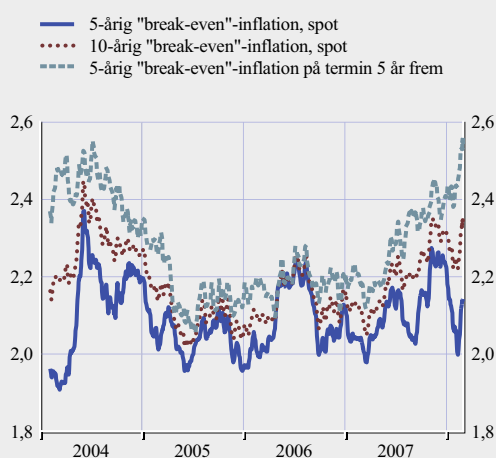


Kilder: Reuters, Bloomberg og Thomson Financial Datastream.
1) 10-årige obligationer eller den nærmeste tilsvarende løbetid for obligationer.

medio juni, hvor den lå omkring 60 basispoint højere end ultimo 2006. Den kraftige stigning i euroområdet lange renter afspejlede markeds-

Figur 13. "Break-even"-inflation i euroområdet på spot- og terminshandler

(I pct. p.a.; 5-dages glidende gennemsnit af daglige observationer; sæsonkorrigeret)



Kilder: Reuters og ECBs beregninger.

forventninger om stærk økonomisk vækst. Denne vurdering stemte overens med, at de offentliggjorte makroøkonomiske nøgletal og konjunkturbarometre i gennemsnit var bedre end forventet. Der var to kortvarige afvigelser fra den gradvis stigende kurve for euroområdets obligationsrenter i 1. halvår 2007. Ultimo februar og primo marts faldt de lange obligationsrenter efter en tydelig nedgang i risikovilligheden og deraf følgende porteføljeomlægninger fra aktier til obligationer, og primo juni steg de lange obligationer kraftigt, hvilket afspejlede en flugt fra obligationer, der begyndte på det amerikanske marked.

Den forholdsvis stærke stigning i de nominelle obligationsrenter i euroområdet i 1. halvår 2007 var navnlig drevet af højere realrenter. Samtidig steg markedsdeltagernes inflationsforventninger for euroområdet på langt sigt og de tilknyttede risikopræmier kun ganske lidt i perioden. Fx øgedes den 5-årige "break-even"-inflation på termin fem år frem med 10 basispoint i de første seks måneder af 2007, til et niveau på 2,3 pct. ultimo juni (se figur 13).

I sommermånederne 2007 begyndte bekymringerne vedrørende det amerikanske boligmarked at tage til. Navnlig stod det efterhånden klart, at de mindst kreditværdige låntagere havde problemer med at betale af på "subprime"-realkreditlån, der var optaget i perioden med meget lave renter fra 2002 til 2004. Investorerne mente i første omgang, at problemerne ville begrænse sig til USA, og at de kun ville berøre et forholdsvis begrænset antal aktivklasser. I slutningen af juli blev dette forholdsvis gunstige scenario kraftigt udfordret, da det stod klart, at også europæiske finansielle institutioner var stærkt eksponeret over for det amerikanske subprime-realkreditmarked. I enkelte tilfælde fik tabene på sådanne eksponeringer endda de pågældende finansielle institutioner til at vakle. Afsløringen af disse alvorlige risici udløste en bredere funderet uro på de finansielle markeder med generelt stigende risikoaversion og porteføljeomlægning fra risikobetonede aktiver til mere sikre papirer såsom statsobligationer.

Som følge af uroen var renten for 10-årige statsobligationer udstedt i euroområdet ved årets udgang samlet set faldet med 30 basispoint i forhold til niveauet primo juli, hovedsagelig som følge af lavere realrenter. Faldet i de amerikanske obligationsrenter var langt mere markant, idet den 10-årige rente ultimo året var omkring 130 basispoint lavere end ved toppunktet medio juni. Det kraftigere fald i de amerikanske renter synes at afspejle lavere vækstudsigter for den amerikanske økonomi efter investorernes opfattelse, samt Federal Open Market Committees beslutning om at nedsætte renten den 18. september, 31. oktober og 11. december.

Alt i alt kan det siges, at den seneste uro fulgte i hælene på en forholdsvis lang periode med ro på markederne. Det er sandsynligt, at de relativt rolige markedsforhold forud for uroen fik mange markedsdeltagere til at træffe investeringsbeslutninger på baggrund af risikovurderinger, der senere viste sig at være for optimistiske. Boks 3 kommer ind på de væsentligste ligheder og forskelle mellem uroen i 2007 og i 1998.

Den 5-årige "break-even"-inflation på termin fem år frem steg med yderligere 10 basispoint i 2. halvår 2007, til 2,4 pct. ultimo året. Den samlede stigning i "break-even"-inflationen i 2007 kan have været forbundet med de forværrede inflationsudsigter på kort sigt, der især kunne tilskrives kraftigt stigende olie- og fødevarerpriser. Det er dog usikkert, i hvor høj grad den samlede stigning i denne indikator er udtryk for et skift i markedsdeltagernes langsigtede inflationsforventninger og ændringer i de tilknyttede risikopræmier.

Markedsdeltagernes opfattelse af usikkerheden på obligationsmarkedet i euroområdet, målt ved den implicite volatilitet, lå stabilt i årets første seks måneder. Det afspejlede forventninger om fortsat gunstige forhold, både i euroområdet og i den globale økonomi. Som følge af uroen ændredes investorernes positive vurdering, og den implicite volatilitet på obligationsmarkedet steg brat mellem juni og august. Derefter forblev den implicite volatilitet i euroområdet stort set uændret på det noget høje niveau.

I de to første måneder af 2008 faldt de lange obligationsrenter i euroområdet med ca. 30 basispoint til 4,1 pct. den 29. februar. Tilsvarende fald i realrenten på indeksobligationer tyder på, at markedsdeltagerne primo 2008 er blevet lidt mere pessimistiske med hensyn til udsigterne for euroområdets økonomi.

AKTIEKURSERNE I EUROOMRÅDET STEG PÅ BAGGRUND AF HØJ VOLATILITET I 2007

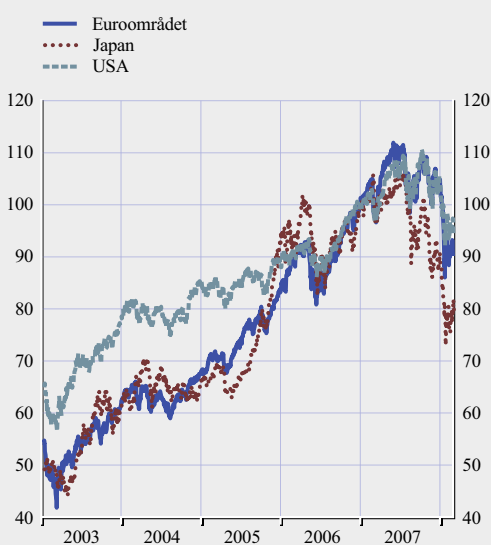
Trods høj volatilitet i årets løb steg aktiekurserne i euroområdet samlet set i 2007. Dermed fortsatte den opadgående tendens, der begyndte primo 2003 (se figur 14). Alt i alt sluttede Dow Jones Euro Stoxx-indekset året 5 pct. højere end niveauet ultimo 2006. Aktiemarkederne i USA kom også styrket ud af 2007, idet Standard & Poor's 500-indekset var steget med 3,5 pct., mens det japanske Nikkei 225-indeks var faldet med omkring 11 pct. Som på obligationsmarkedet var udsvingene i aktiekurserne i euroområdet særlig udtalte i sommermånederne, hvor investorerne var tilbageholdende med at investere i risikobetonede aktiver som aktier. Den positive samlede udvikling på aktiemarkedet i euroområdet skyldtes navnlig den fortsat solide vækst i faktisk og forventet indtjening.

Aktiekurserne i euroområdet steg støt i 1. halvår 2007. Tendensen blev dog midlertidigt brudt ultimo februar og primo marts, hvor aktiekurserne i euroområdet, ligesom på de fleste andre større markeder, oplevede en brat korrektion, der delvis var forårsaget af udviklingen på det kinesiske marked. Dow Jones Euro Stoxx-indekset faldt med omkring 4 pct. fra 6. februar til 7. marts. Derefter rettede markederne sig, delvis drevet af øget risikovillighed, af fusioner og virksomheds-overtagelser og af en fortsat gunstig udvikling i virksomhedernes indtjening. Hvor robust sidstnævnte var ses af, at indtjeningen pr. aktie for virksomhederne i Dow Jones Euro Stoxx-indekset i gennemsnit steg med næsten 17 pct. på årsbasis i perioden fra januar til juni. Samlet set var aktiekurserne i euroområdet i slutningen af juni 10 pct. over niveauet ultimo 2006.

Optimismen på de globale aktiemarkeder forsvandt pludselig, da den finansielle uro satte ind,

Figur 14. Væsentlige aktieindeks¹⁾

(Indeks: 2. januar 2007 = 100; daglige observationer)

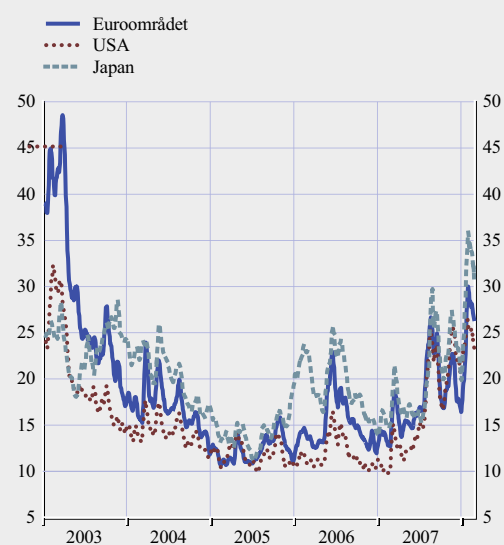


Kilder: Reuters, Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.

1) De anvendte indeks er Dow Jones Euro Stoxx bredt indeks for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan.

Figur 15. Implicit volatilitet på aktiemarkederne

(I pct. p.a.; 10-dages glidende gennemsnit af daglige observationer)



Kilde: Bloomberg og ECBs beregninger.

Anm: Dataserierne for den implicite volatilitet afspejler den forventede standardafvigelse for de procentvise ændringer i aktiekurserne over en periode på op til tre måneder, som indikeret i priserne på optioner på aktieindeks. De aktieindeks, som den implicite volatilitet henviser til, er Dow Jones Euro Stoxx 50 for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan.

hvilket førte til en generel revurdering af kreditrisici og finansielle risici og øget risikoaversion blandt investorerne. Det efterfølgende fald i aktiekurserne i euroområdet synes især at have afspejlet kraftigt stigende risikopræmier på aktier udstedt i euroområdet og ikke mindst aktier udstedt af virksomheder i den finansielle sektor. Samtidig tiltog den implicite volatilitet på aktiemarkedet kraftigt til et niveau, der ikke var set siden 2003 (se figur 15). Tendensen til at sælge aktier udstedt i euroområdet var særlig tydelig i juli og august, hvor Dow Jones Euro Stoxx-indekset faldt med omkring 5 pct.

I september og primo oktober oplevede aktierne i euroområdet et opsving, der svarede til opsvinget efter den kortvarige korrektion ultimo februar og primo marts. Senere, nemlig fra medio oktober og året ud, øgedes investorernes risikoaversion imidlertid igen, efter at en række finan-

sielle institutioner meddelte, at de havde lidt større tab på amerikanske subprime-investeringer end forventet. Følgelig dykkede aktiekurserne i euroområdet og globalt, og usikkerheden på aktiemarkedet, afspejlet i den implicite volatilitet, tiltog igen og nåede næsten op på sommerens niveau.

Den finansielle uro havde en forbløffende lille indvirkning på den forventede og faktiske indtjening hos virksomhederne i euroområdet. Fra december 2006 til december 2007 steg indtjeningen pr. aktie for virksomheder i Dow Jones Euro Stoxx-indekset med 15 pct. Samtidig gav analytikere udtryk for, at de forventede en årlig indtjeningsvækst på omkring 9 pct. i 2008. Den kendsgerning, at virksomhedernes rentabilitet i euroområdet var stort set uberørt af den finansielle uro, har formodentlig været med til at dæmpe den samlede nedgang i 2. halvår 2007.

Hvad udviklingen i de enkelte sektorer angår, klarede telekommunikations- og forsyningssektoren sig langt bedre end det samlede indeks, sandsynligvis fordi investorerne foretrak virksomheder med forholdsvis stabile pengestrømme. Samtidig klarede den finansielle sektor sig dårligere end det samlede indeks, hvilket hang sammen med stigende bekymring vedrørende denne sektors rentabilitet i lyset af dens generelt kraftige eksponering i aktiver, der enten

direkte eller indirekte er forbundet med det skrantende subprime-realkreditmarked i USA.

Primo 2008 medførte fortsatte bekymringer vedrørende kreditrisici samt lavere forventninger til indtjeningen et fald i aktiekurserne. Dow Jones Euro Stoxx-indekset og Standard & Poor's 500-indekset faldt med henholdsvis 14 pct. og 9 pct. fra ultimo 2007 til 29. februar 2008.

Boks 3

LIGHEDER OG FORSKELLE MELLEM PERIODERNE MED FINANSIEL URO I 2007 OG 1998

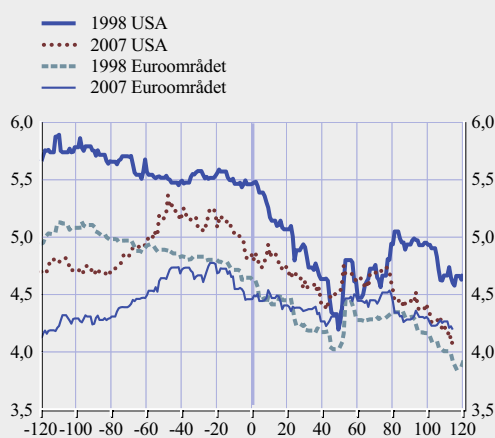
I 2. halvår 2007 blev priserne på de globale finansielle markeder hårdt ramt af en generel justering af prisen på finansiell risiko, der bredte sig fra et specifikt segment i kreditmarkedet (værdipapirer baseret på amerikanske subprime-realkreditlån) til kreditmarkedet som helhed og det finansielle system generelt. Rækkefølgen og karakteren af de begivenheder, der har kendetegnet den seneste uro, minder i nogen grad om det mønster, der sås i forbindelse med den finansielle turbulens i 2. halvår 1998, også kaldet "LTCM-krisen". Med udgangspunkt i indikatorer for de finansielle markeder fremhæves nogle af de væsentligste ligheder og forskelle mellem de to episoder i denne boks.

I 1. halvår 1998 oplevede de fleste udviklede økonomier gunstige markedsforhold i form af kraftigt stigende aktiekurser, en stabil udvikling i de lange obligationsrenter og en indsnævring af erhvervsobligationsspændene. Udviklingen var i nogen grad drevet af stærke makroøkonomiske forhold (se figur A og B vedrørende obligationsrenter og aktiekurser i USA og euroområdet). Det begyndte at ulme på det ellers rolige globale finansielle marked i sommeren 1998. Stemningsskiftet på de finansielle markeder og ændringen i investorernes risikovillighed syntes at hænge nøje sammen med især to faktorer. For det første blev markedsdeltagerne mere pessimistiske med hensyn til, hvordan nedgangen i vækstmarkedsøkonomierne i Asien i 1997 ville påvirke den globale økonomi. For det andet sås øget bekymring i markedet vedrørende holdbarheden af Ruslands gæld. Kulminationen kom den 17. august 1998, hvor Rusland annoncerede en gældssanering, en devaluering og et moratorium for betalinger på privat gæld. Det førte til et brandudsalg på de globale aktiemarkeder og erhvervsobligationsmarkeder. Tilflugten til mere sikre aktiver pressede renten på de lange statsobligationer ned (se figur A).

Markedets kraftige reaktion på Ruslands misligholdelse af sin gæld førte til stigende frygt for en global kreditstramning. Mange hedgefonde og banker meldte om store tab på deres egne investeringer, hovedsageligt som følge af udvidelsen af erhvervsobligationsspændene og andre risikospænd. Udvidelsen af spændene førte til øgede låneomkostninger og et tilsvarende behov for yderligere likviditet til finansieringsformål. Primo september 1998 blev problemerne med kortfristet finansiering særligt akutte for en af de største hedgefonde – Long-Term Capital Management (LTCM). Der var udbredt bekymring for, at LTCM ville være tvunget til at afvikle større positioner på et allerede stramt marked, hvilket så kunne medføre alvorlige systemiske risici for det globale finansielle system. Flere indsatser i løbet af de næste uger var dog medvirkende til, at markedet igen begyndte at fungere normalt. Den 23. september annonceredes en privat redningsplan for

Figur A. Lange obligationsrenter i USA og euroområdet i 1998 og 2007

(I pct. p.a.)

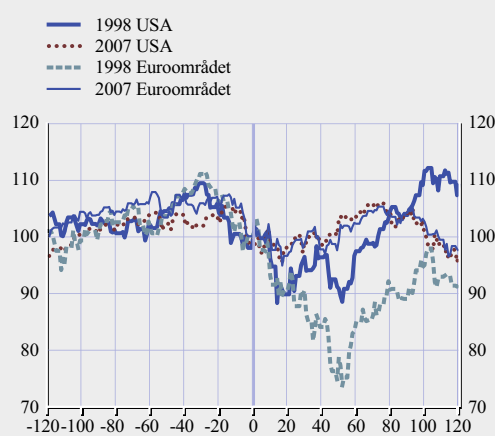


Kilder: Reuters og ECBs beregninger.

Anm.: X-aksen svarer til 120 arbejdsdage før og efter henholdsvis 17. august 1998 og 30. juli 2007. Førstnævnte er den dato, hvor Ruslands moratorium blev annonceret, mens sidstnævnte er den dato, hvor en tysk bank, IKB, advarede om alvorlige tab på conduits og structured investment vehicles (SIV), der investerer i amerikanske strukturerede kreditprodukter.

Figur B. Aktiekurser i USA og euroområdet i 1998 og 2007

(Indeks sat til 100 den 17. august 1998 og 30. juli 2007)



Kilder: Reuters og ECBs beregninger.

Anm.: X-aksen svarer til 120 arbejdsdage før og efter henholdsvis 17. august 1998 og 30. juli 2007. Førstnævnte er den dato, hvor Ruslands moratorium blev annonceret, mens sidstnævnte er den dato, hvor en tysk bank, IKB, advarede om alvorlige tab på conduits og structured investment vehicles (SIV), der investerer i amerikanske strukturerede kreditprodukter.

LTCM. Derefter besluttede Federal Reserve at sænke de pengepolitiske renter med i alt 100 basispoint ad tre omgange. Samlet set havde krisen kun ringe indflydelse på realøkonomien.

Der er to markante lighedspunkter mellem uroen i 2007 og 1998. Det første er situationen på det finansielle marked inden turbulensen, og det andet er, at det i begge tilfælde var et forholdsvis lille stød, der forårsagede uroen.

Hvad angår det første lighedspunkt, var der i begge tilfælde forud for turbulensen en langvarig periode med en generel opadrettet tendens i aktivpriser i de fleste segmenter kombineret med lav volatilitet på de finansielle markeder. Disse meget gunstige markedsvilkår kan have fået visse investorer til at træffe investeringsbeslutninger på grundlag af risikovurderinger, der senere viste sig at være for optimistiske. Med andre ord lagde disse investorer formodentlig for stor vægt på den seneste udvikling og ekstrapolerede tendenser, der ikke stemte overens med langsigtede ligevægtsværdier og sandsynligheder.

For det andet opstod den finansielle turbulens i begge tilfælde, uden at der sås større inflationsstød eller økonomiske stød, idet de to kriser udløstes af forholdsvis små stød (dvs. uventede misligholdelser i betydelige, men ikke ekstremt store, markedssegmenter), der gav anledning til justering af prisen på finansielle risici og førte til ekstreme prisudsving i specifikke markedssegmenter (navnlig kreditmarkedet). Det kan ikke udelukkes, at de kraftige markedsreaktioner kan være blevet forstærket af ovennævnte rolige markedsforhold, hvor værdiansættelsen af visse aktivklasser efterfølgende synes at have været høj i forhold til grundlæggende værdier.

Til trods for disse lighedspunkter udviklede de to kriser sig forskelligt i en række henseender. For det første har det seneste tiårs finansielle nyskabelser inden for overførsel af kreditrisiko gjort det væsentligt sværere at afgøre, hvilke sektorer og specifikke enheder der i sidste ende bærer disse risici. Den stigende brug af securitisation, hvorved ikke-likvide lån omlægges til likvide instrumenter, har ganske vist øget investorenes mulighed for at sprede investeringerne, men prissætningen af disse nye produkter er i mange tilfælde ekstremt kompliceret. Den kraftige stigning i anvendelsen af sådanne instrumenter og usikkerheden vedrørende modparternes eksponering kan muligvis i nogen grad forklare den seneste tids udvikling i en række markedssegmenter. For det andet har den seneste uro overvejende berørt spændene og likviditeten i kredit- og pengemarkedet. I 1998 derimod tørrede likviditeten også ind på statsobligationsmarkedet, da mange risikobetonede investeringsstrategier i perioden også omfattede positioner i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor.

For det tredje viser de to figurer, at der skete en vis afkobling af reaktionerne i aktivpriserne i euroområdet og USA under de to finansielle kriser. I 1998 faldt aktiekurserne mere markant i euroområdet end i USA, formodentlig som følge af en stadig mere uensartet udvikling i den økonomiske vækst i de to økonomier. Det sås af, at produktionsvæksten var stabil i USA i hele 1998, mens den årlige vækst i realt BNP i euroområdet faldt fra 3,8 pct. i 1. kvartal 1998 til 2,4 pct. i årets 4. kvartal. Omvendt faldt de lange obligationsrenter nogenlunde lige meget i de to økonomier. I 2007 kan forventede forskelle i væksten ligeledes have bidraget til de noget forskellige udviklingsmønstre i aktivpriserne i euroområdet og USA. Således indsnævredes spændet for de lange obligationsrenter i USA og euroområdet i månederne efter, at uroen opstod, og det blev endda negativt for første gang siden begyndelsen af 2004. Det ser ud til, at markedsdeltagerne i den senere del af 2007 betragtede euroområdets økonomi som noget mere modstandsdygtig over for uroen end den amerikanske. Tilsvarende forventninger om stærkere pengepolitiske reaktioner i USA som følge af disse ændringer i investorenes relative vækstprognoser for de to økonomier bidrog til at ændre fortegnet i det lange rentespænd mellem USA og euroområdet. Samtidig har aktiekurserne i USA og euroområdet udviklet sig mere eller mindre ens under den seneste turbulens, hvilket tyder på, at aktiekurserne på begge sider af Atlanten er drevet af stærke internationale faktorer.

For det fjerde har vækstmarkedsøkonomierne denne gang redet stormen meget bedre af, end de gjorde i 1998. Den beskedne effekt i 2007 tyder på, at vækstmarkedsøkonomierne i det seneste tiår er blevet mere modstandsdygtige over for stød i det globale finansielle system. Mens disse økonomiers gæld spillede en central rolle i forbindelse med uroen i 1998, har vækstmarkedsøkonomierne næsten ikke været inddraget i den seneste uro. I stedet har de fungeret som stødpude for risiciene for den globale økonomi.

VÆKSTEN I HUSHOLDNINGERNES LÅNTAGNING AFTOG GRADVIS

Væksten i husholdningernes låntagning aftog i løbet af 2007, hvilket afspejlede effekten af højere udlånsrenter, långiverens mere forsigtige vurdering af kreditrisici og en mere dæmpet udvikling på boligmarkedet. Husholdningerne lånte hovedsagelig fra MF'erne, og den årlige vækst i MFI-udlån til husholdningerne lå fortsat robust

på 6,2 pct. i december 2007 i forhold til 7,2 pct. medio 2007 og 8,2 pct. ultimo 2006. Den gradvise og vedvarende nedadgående tendens i udlån til husholdningerne tyder på, at der ligger grundlæggende faktorer bag, og at den finansielle uro hidtil har haft begrænset indflydelse på udlånet til husholdningerne. Samtidig fortsatte væksten i udlån til husholdninger fra ikke-MF'ere (dvs. andre finansielle formidlere samt forsikringsselska-

ber og pensionskasser) i 2007 med at stige mere end MFIernes udlån til husholdningerne.

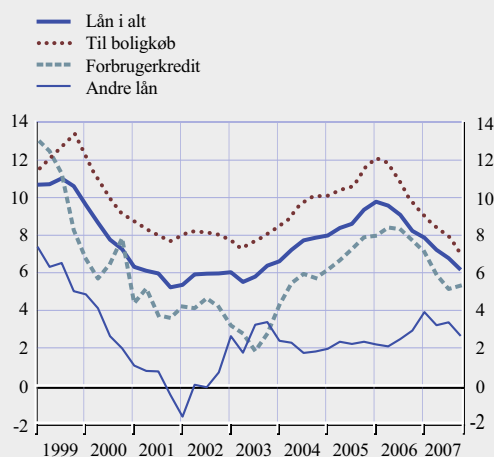
Opdelingen af MFI-udlån til husholdningerne efter formål viser, at boligkøb fortsat var den væsentligste årsag til at låne. Den årlige vækst i udlån til boligkøb lå på 7,1 pct. i december 2007 sammenlignet med 9,6 pct. i december 2006 (se figur 16). Dette fald var i overensstemmelse med den lavere vækst i huspriserne og aktiviteten på boligmarkedet i en række eurolande. Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån understøtter denne vurdering, idet bankerne i løbet af 2007 pegede på udsigterne for boligmarkedet og i stigende grad udviklingen i forbrugertilliden som faktorer, der bidrog til at dæmpe husholdningernes efterspørgsel efter boliglån. Den lavere udlånsvækst mod slutningen af 2007 kan også afspejle effekten af en stramning af kreditstandarderne, efterhånden som bankerne blev mere bekymrede over udsigterne for boligmarkedet og for økonomien i det hele taget.

Den aftagende årlige vækst i udlån til boligkøb skyldes også, at ECB har hævet sine officielle renter siden december 2005. Tendensen fra 2006 fortsatte, og renterne for MFIernes udlån til boligkøb steg med 66 basispoint fra december 2006 til ultimo december 2007 (se figur 17). Rente-stigningerne var kraftigere for boliglån med variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år eller over 10 år end for lån i de mellem-liggende løbetider.

Et lignende mønster, men på et lavere niveau, ses i årsstigningstakten i forbrugercredit, der aftog fra 7,7 pct. ultimo 2006 til 5,3 pct. i december 2007. Den årlige vækst i forbrugercredit er aftaget i takt med den faldende forbrugertillid og den gradvis aftagende vækst i detailsalget i euroområdet. Resultaterne af undersøgelsen af bankernes udlån tyder på en nettolempelse af kreditstandarderne i de første tre kvartaler af 2007, hvorved væksten i långivningen understøttedes, mens kreditstandarderne strammedes i 4. kvartal

Figur 16. MFI-lån til husholdningerne

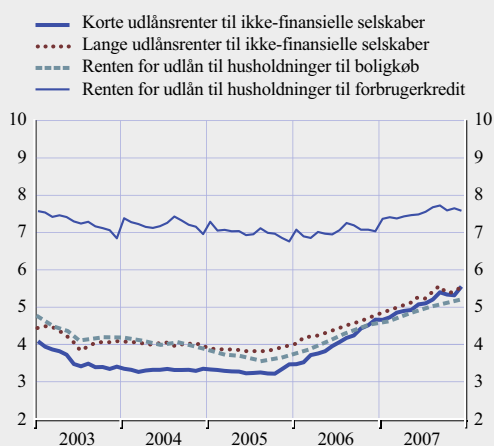
(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Figur 17. Renter for udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber

(I pct. p.a., ekskl. gebyrer; renter for nye forretninger; vægt-korrigeret)



Kilde: ECB.

Anm.: For perioden fra december 2003 beregnes de vægtkorrigerede MFI-renter ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra et 12-måneders glidende gennemsnit af mængderne af nye forretninger. For den foregående periode januar-november 2003 beregnes de vægtkorrigerede MFI-renter ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra gennemsnittet af nye forretninger i 2003. Se også boks 3 i ECBs Månedsoversigt for august 2004.

på baggrund af den finansielle uro. I den forbindelse bør det nævnes, at bankerne i årets løb udtrykte stigende bekymring vedrørende forbrugernes kreditværdighed og de generelle udsigter for økonomien. Det kan have været med til at mindske låneaktiviteten. Samtidig steg MFIs renter for forbrugercredit, der fortsat lå et godt stykke over renterne for boliglån, med 55 basispoint fra december 2006 til december 2007. Det var også med til at dæmpe efterspørgslen efter disse lån.

HUSHOLDNINGERNES GÆLD STEG YDERLIGERE

Til trods for den lavere vækst i udlån til husholdningerne medførte den robuste låntagning en yderligere stigning i husholdningernes gæld som andel af den disponible indkomst, der nåede op på 92,5 pct. (se figur 18), mens gælden som andel af BNP steg til 60,3 pct. i 3. kvartal 2007, viser observationer fra de kvartalsvise integrerede konti for euroområdet. Sammenlignet med USA og Storbritannien er husholdningernes gæld i euroområdet dog fortsat beskedne. Den fortsatte stigning i husholdningernes gæld har øget deres eksponering for ændringer i renter, indkomst og aktivpriser. Det bør bemærkes, at der er tale om et gennemsnit, og at de enkelte husholdningers gæld kan variere betragteligt overalt i euroområdet. Husholdninger, som har udnyttet de ualmind-

delig gunstige renteforhold i tidligere år og optaget realkreditlån med variabel rente og lave rentebetalinger til at begynde med, kan således være mere udsatte. Den stigende gæld samt de højere renter for udlån til husholdninger var i 2007 med til at øge gældsbetjeningsbyrden, dvs. rente- og afdragsbetalinger i forhold til disponibel indkomst. Rentebyrden steg yderligere til 3,2 pct. i 3. kvartal 2007 i forhold til 2,8 pct. ultimo 2006. Det var klart over niveauet i 2004 og 2005, men også under det tidligere toppunkt i 2001.

OMKOSTNINGERNE VED DE IKKE-FINANSIELLE SELSKABERS EKSTERNE FINANSIERING STEG I 2007

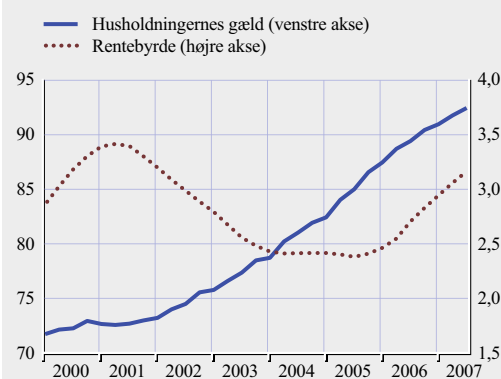
I 2007 steg realomkostningerne ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering støt, som de også havde gjort i 2006, mens virksomhedernes rentabilitet fortsat var stærk. Til trods for dette og som følge af et voksende finansieringsgab var væksten i de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering fortsat særdeles høj, drevet af stor efterspørgsel efter MFI-lån. De ikke-finansielle selskabers gearing forventes derfor at være steget yderligere i 2007.

Efter forhøjelserne af ECBs officielle renter i 2006 og 1. halvår 2007 fortsatte de samlede realomkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering med at stige i 2007 (se figur 19).² Året igennem var stigningen navnlig drevet af en fortsat opadgående tendens i realomkostningerne ved gældsfinansiering, om end omkostningerne ved egenkapitalfinansiering også steg lidt. I 4. kvartal 2007 bidrog uroen på kreditmarkederne til en stigning i virksomhedernes omkostninger ved ekstern finansiering, idet långivere og andre investorer revurderede deres opfattelse af kreditrisici, så finansieringsforholdene på markedet blev strammere end tidligere.

Hvad angår de enkelte omkostningskomponenter for ekstern finansiering, steg både den reale og

Figur 18. Husholdningernes gæld og rentebetalinger

(I pct. af husholdningernes disponible bruttoindkomst)

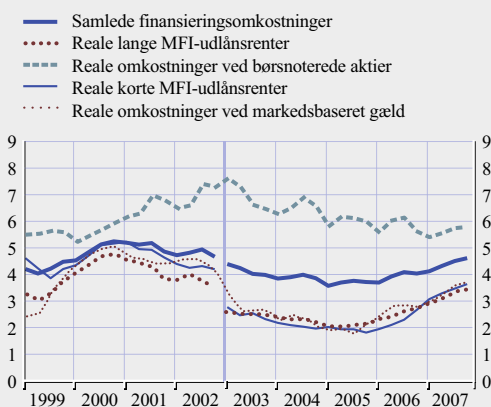


Kilde: ECB.

² Realomkostningerne ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering beregnes ved at vægte de forskellige kilder til ekstern finansiering baseret på udeståender (justeret for værdiansættelseeffekter). Dette er nærmere bekræftet i boksen "Et mål for de reale omkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering" i Månedsoversigten for marts 2005.

Figur 19. Reale omkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering

(I pct. p.a.)



Kilder: ECB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch og Consensus Economics Forecasts.

Anm.: De reale omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering beregnes som et vægtet gennemsnit af omkostningerne ved banklån, omkostningerne ved at udstede gældsinstrumenter og omkostningerne ved at udstede aktier på basis af de respektive udeståender og deflateret med inflationsforventningerne (se boks 4 i ECBs Månedsoversigt for marts 2005). Indførelsen af harmoniserede MFI-udlånsrenter i begyndelsen af 2003 medførte et statistisk brud i serien.

den nominelle rente for MFI-udlån til ikke-finansielle selskaber betragteligt i løbet af 2007 (se figur 19). Stigningen i de korte pengemarkedsrenter – som for 3-måneders Euribors vedkommende var på i alt 120 basispoint fra ultimo 2006 til ultimo 2007 – blev fulgt af mindre stigninger i de korte MFI-renter for udlån til virksomheder. Navnlig renten for lån med variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år steg med omkring 90-100 basispoint for små og store lån i denne periode. Der er formentlig også tale om, at stigninger i pengemarkedsrenterne i 2006 nu er slået igennem i MFIernes korte udlånsrenter. Mønstret med et forsinket gennemslag svarer til det, der er observeret i tidligere konjunkturfølgeb. MFIernes lange udlånsrenter steg ligeledes i denne periode – med mellem 60 og 85 basispoint. I samme periode steg den 5-årige statsobligationsrente med 30 basispoint. Det betød, at spændet mellem bankernes lange udlånsrenter og de tilsvarende markedsrenter udvidedes betydeligt, især i 2. halvår. Denne udvi-

delse afspejlede bankernes højere finansieringsomkostninger.

Realomkostningerne ved de ikke-finansielle selskabers finansiering via markedsbaseret gæld steg også betragteligt i 2007, og dermed fortsatte den tendens, der begyndte i 2006. I december 2007 var omkostningerne omkring 190 basispoint over lavpunktet i sommeren 2005. Fra juni 2007 steg erhvervsobligationsrenterne mere end de tilsvarende statsobligationsrenter, og dermed udvidedes spændene i 2. halvår. Årsagen er formentlig, at der blandt investorer overalt i verden var en opfattelse af øgede kredit- og likviditetsrisici, og at volatiliteten steg på de finansielle markeder efter en langvarig periode med meget snævre spænd.³

Realomkostningerne ved de ikke-finansielle selskabers udstedelse af børsnoterede aktier viste også en støt opadgående tendens i 2007 til trods for de stigende aktiekurser (målt ved fx det brede indeks for euroområdet) i 1. halvår. I 2. halvår 2007 bidrog faldende aktiekurser til at øge omkostningerne ved at udstede egenkapital. Beregningen af omkostningerne ved at udstede aktier er dog baseret på visse forudsætninger vedrørende virksomhedernes fremtidige pengestrømme, og resultaterne bør derfor fortolkes med forsigtighed.

DE IKKE-FINANSIELLE SELSKABERS EFTERSPØRSEL EFTER EKSTERN FINANSIERING STEG YDERLIGERE

De ikke-finansielle selskabers efterspørgsel efter ekstern finansiering forblev robust i 2007 i fortsættelse af den tendens, der begyndte i slutningen af 2004. I 4. kvartal var den reale årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering 5 pct., dvs. højere end gennemsnittet på 4 pct. i 2006. Udviklingen skyldtes navnlig et øget bidrag fra MFI-lån, og en mere behersket stigning i bidraget fra gældsinstrumenter og børsnoterede aktier (se figur 21).

³ Se boksen "The recent repricing of credit risk" i Månedsoversigten for oktober 2007.

Efterspørgslen efter ekstern finansiering var fortsat meget stærk trods den robuste opbygning af interne midler. Ifølge aggregerede regnskaber for børsnoterede selskaber var avancerne solide i hele 2007 (se figur 20).⁴ Det skal dog også tages i betragtning, at selv om den forventede indtjening i euroområdet forblev høj året igennem, var der i 4. kvartal 2007 en markant stigning i antallet af nedjusteringer af forventningerne hos de børsnoterede selskaber i euroområdet.

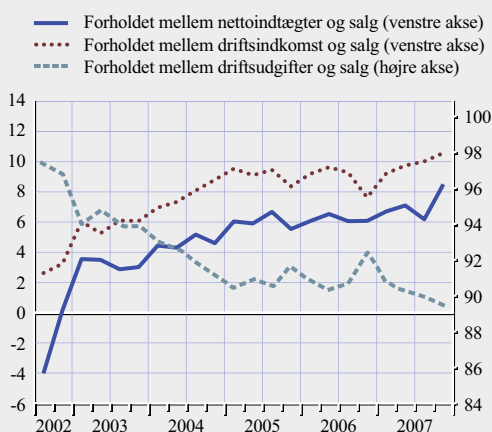
Væksten i MFIernes udlån til ikke-finansielle selskaber tiltog generelt yderligere i 2007 og fortsatte dermed den tendens, der har været observeret siden primo 2004. Væksten var 14,5 pct. i december 2007 og tiltog yderligere til 14,6 pct. i januar 2008. En så høj udlånsvækst er ikke set siden euroens indførelse i 1999. Tallene viser således ingen tegn på, at væksten i udlån til ikke-finansielle selskaber er svækket som følge af den seneste turbulens på kreditmarkederne. En del af den fortsat stærke udlånsvækst for MFier i euroområdet kan tilskrives følgende to forhold. For

det første mente bankerne ifølge de seneste undersøgelser af bankernes udlån, at finansieringsbehov, som er forbundet med den realøkonomiske aktivitet – navnlig til lagerbeholdninger, driftskapital og anlægsinvesteringer – fortsat er forklaringen på den vedvarende stigning i efterspørgslen efter lån. For det andet kan væksten i udlån til ikke-finansielle selskaber have været understøttet af et skift væk fra markedsbaseret gældsfinansiering som følge af de vanskeligere forhold på erhvervsobligationsmarkederne i den sidste del af 2007. Andre, mere finansielle faktorer såsom lavere finansieringsbehov i forbindelse med fusioner og virksomhedsovertagelser og stigende låneomkostninger har formodentlig været med til at dæmpe efterspørgslen efter lån. I den forbindelse kan de mindre gunstige finansieringsforhold for bankerne selv også have bidra-

4 Den seneste tids solide indtjening blandt virksomhederne i euroområdet synes at være bredt funderet på tværs af eurolandene. Se også boksen "Volatility and cross-country dispersion of corporate earnings in the euro area" i ECBs Månedsoversigt for oktober 2007.

Figur 20. Profitmål for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet

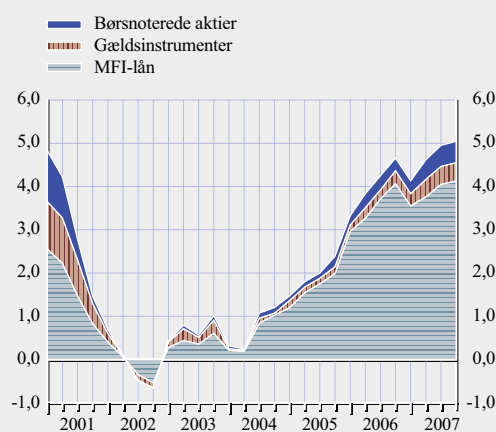
(Kvartalsvise observationer; i pct.)



Kilder: Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.
Anm.: Beregningen er baseret på de samlede kvartalsregnskaber for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet. Udsnittet er korrigeret for enkelttilfælde. I forhold til driftsindkomsten, som er defineret som salg minus driftsomkostninger, henviser nettoindtægterne til driftsindtægter og ikke-driftsindtægter efter skat og ekstraordinære poster.

Figur 21. Fordeling af den årlige realvækst i ekstern finansiering til ikke-finansielle selskaber¹⁾

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

1) Den årlige reale vækst defineres som forskellen mellem den faktiske årlige vækst og væksten i BNP-deflatoren.

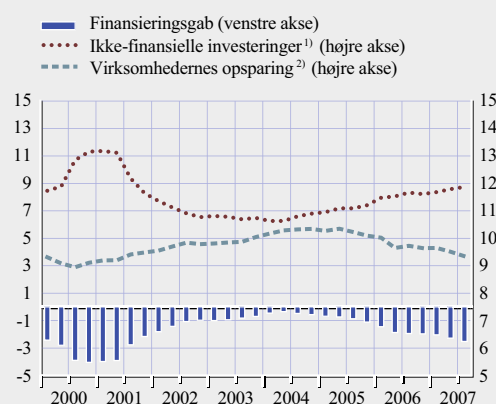
get til at reducere efterspørgslen efter lån, idet bankerne har ladet de strammere finansieringsforhold afspejle sig i deres kreditgivning til virksomheder.

Markedsbaseret finansiering – i form af gæld og egenkapital – steg ligesom den bankbaserede virksomhedsfinansiering, om end i langt mindre grad. Den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber tiltog fra ca. 4,5 pct. ved årets begyndelse til 10,1 pct. i juli 2007. Dette var en markant stigning, navnlig når den sammenholdes med den forholdsvis beskedne vækst i de foregående år. På det seneste er den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber igen faldet noget. Hvad angår den kortsigtede udvikling i de sæsonkorrigerede tal, blev nedgangen i de ikke-finansielle selskabers nettoudstedelse langt mere tydelig fra august 2007. Det kan hænge sammen med udvidelsen af erhvervsobligationsspændene efter problemerne på kreditmarkederne samt faldende aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser. Den årlige vækst i børsnoterede aktier udstedt af ikke-finansielle selskaber viste en opadrettet tendens i 2007, om end den var beskedne. Det moderate samlede bidrag fra nettoudstedelsen af børsnoterede aktier til virksomhedernes nettofinansiering i euroområdet hang formentlig sammen med, at de reale omkostninger ved egenfinansiering er betydeligt højere end de reale omkostninger ved gældsfinansiering, og at der var rigeligt med interne midler. Samtidig tiltog bruttoudstedelsen en del i 2007, hvilket blev understøttet af udviklingen i både børsintroduktioner og udbud på det sekundære aktiemarked.

Den samlede stigning i de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering kan være forbundet med udvidelsen af finansieringsgab eller nettolåntagningen – beregnet som forskellen mellem virksomhedernes opsparing og deres ikke-finansielle investeringer (se figur 22). Det bredere finansieringsgab for euroområdet ikke-finansielle selskaber i 2006 og de første tre kvartaler af 2007 skyldtes stigningen i reale investeringer og nedgangen i virksomhedernes opsparing. Eftersom driftsindtægterne er solide,

Figur 22. De ikke-finansielle selskabers finansieringsgab og dets hovedkomponenter

(1 pct. af BNP; 4 kvartalers glidende gennemsnit)



Kilde: ECB.

1) Inkl. lagerbeholdninger og akkumulering af ikke-finansielle aktiver.

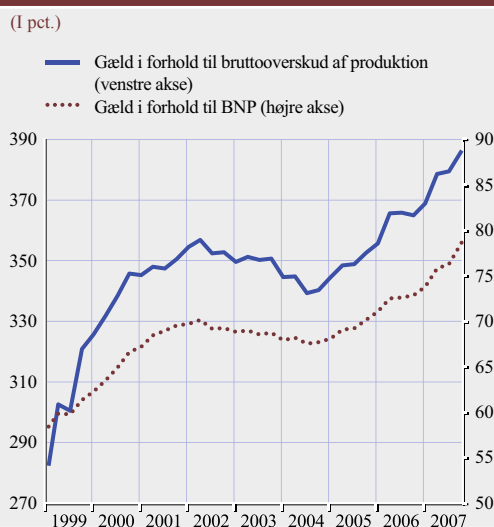
2) Inkl. nettokapitaloverførsler.

afspejler nedgangen i virksomhedernes opsparing især højere rentebetalinger, men også større udbyttebetalinger i perioden.

STIGNING I VIRKSOMHEDERNES GÆLD

Hvad angår udviklingen i balancen hos euroområdets ikke-finansielle selskaber, bidrog den kraftige vækst i gældsfinansieringen til yderligere stigninger i gældskvoten i fortsættelse af den tendens, der var observeret siden primo 2005 (se figur 23). Den estimerede gæld i forhold til BNP og i forhold til bruttooverskuddet af produktionen steg til henholdsvis ca. 78 pct. og ca. 386 pct. i 4. kvartal 2007. Efter en periode med konsolidering i årene 2002-04 i kølvandet på en markant stigning i gælden i anden halvdel af 1990'erne er de ikke-finansielle selskabers gældskvoter vokset konstant i de sidste tre år. I modsætning til gælden som andel af indkomsten har gælden som andel af de ikke-finansielle selskabers finansielle aktiver ligget stabilt i de sidste tre kvartaler af 2007. Tendensen har ellers været nedadgående siden 1. kvartal 2003. Den seneste tids gældsstigninger har sammen med de højere renter øget de ikke-finansielle selskabers nettorenteburde betragteligt i løbet af 2007.

Figur 23. De ikke-finansielle selskabers gældskvoter



Kilder: ECB, Eurostat og ECBs beregninger.
 Anm.: Gælden indrapporteres på grundlag af de kvartalsvise europæiske sektorkonti. Den omfatter lån, udstedte gældsinstrumenter og pensionskassereserver. Observationer frem til 4. kvartal 2007 er medtaget.

nemsnittet i 2007 er resultatet af to forskellige tendenser i udviklingen i HICP i løbet af året: Den årlige inflation lå stort set stabilt under 2 pct. indtil slutningen af sommeren, hvorefter der sås en kraftig stigning. I september 2007 tiltog stigningen i forbrugerpriserne til lidt over 2 pct. for første gang siden august 2006. Herefter steg den kraftigt og toppede på 3,1 pct. i november og december 2007.

Udviklingen i HICP-inflationen i 2007 kunne overvejende tilskrives kraftige stigninger i energi- og fødevarerpriserne (se figur 24). Effekterne af olieprisstigningen primo 2007 på energikomponenten i HICP blev mindsket af gunstige basiseffekter frem til juli 2007. Derefter ydede denne komponent et væsentligt bidrag til den samlede HICP-inflation som følge af en kombination af kraftige olieprisstigninger og ugunstige basiseffekter. Den årlige ændring i priserne på uforarbejdede fødevarer forblev høj gennem det meste af 2007, og priserne på forarbejdede fødevarer steg fra og med slutningen af sommeren og bidrog væsentligt til den højere inflation i årets sidste måneder.

2.3 UDVIKLINGEN I PRISER OG OMKOSTNINGER

Den samlede HICP-inflation lå i gennemsnit på 2,1 pct. i 2007, hvilket var 0,1 procentpoint lavere end i de to foregående år (se tabel 1). Gen-

Endvidere var HICP-inflationen i 2007 væsentligt påvirket af en momsstigning på 3 procentpoint i Tyskland, der trådte i kraft 1. januar 2007.

Tabel 1. Prisudviklingen

(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)

	2005	2006	2007	2006 4. kvrt.	2007 1. kvrt.	2007 2. kvrt.	2007 3. kvrt.	2007 4. kvrt.	2008 Jan.	2008 Feb.
HICP og dets komponenter										
Samlet indeks ¹⁾	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Energi	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Uforarbejdede fødevarer	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Forarbejdede fødevarer	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Industrivarer ekskl. energi	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Tjenesteydelser	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
Andre pris- og omkostningsindikatorer										
Producentpriser i industrien ²⁾	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Oliepriser (EUR pr. tønde) ³⁾	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Råvarepriser ⁴⁾	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

Kilder: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburg Institute of International Economics og ECBs beregninger.

Anm.: Observationerne for producentpriser i industrien vedrører euroområdet inklusive Cypern og Malta.

1) HICP-inflationen i januar 2008 ifølge Eurostats foreløbige skøn.

2) Ekskl. byggeri.

3) Brent Blend (til levering om en måned).

4) Ekskl. energi; i euro.

Arbejdskraftsomkostningerne var fortsat moderate indtil 3. kvartal 2007, men enhedsløn-kostningerne steg en smule på grund af nedgan-gen i væksten i arbejdskraftsproduktivitet.

HICP-INFLATIONEN VAR BETYDELIGT PÅVIRKET AF ENERGI- OG FØDEVAREKOMPONENTERNE

I 2007 var HICP-inflationen betydeligt påvirket af olieprisstigninger og basiseffekter fra den tidligere udvikling i energipriserne samt stigninger i fødevarerpriserne.

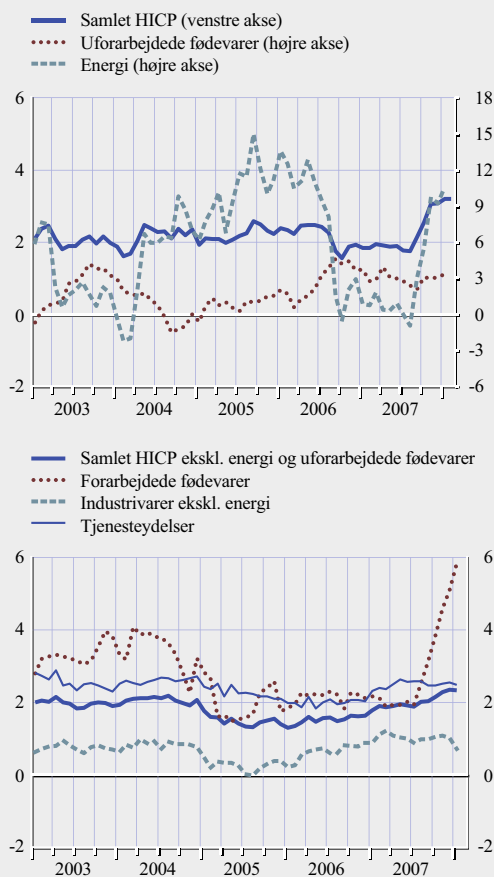
Medio januar 2007 ophørte den stærkt faldende tendens i oliepriserne på de internationale mar-keder, som var begyndt i august 2006, og pri-serne begyndte at stige igen. I december 2007

var oliepriserne i euro ca. 32 pct. højere end på samme tidspunkt året før.⁵ I en række måneder i perioden fra januar til juli 2007 blev olieprisstig-ningernes effekt på energikomponenten i HICP afbødet af gunstige basiseffekter fra den stærke stigning i energipriserne året før. Fra og med september 2007 medførte en kombination af kraftigt stigende oliepriser og ugunstige basis-effekter, at energikomponenten ydede et betyde-ligt bidrag til den samlede HICP-inflation (se figur 25). I 4. kvartal 2007 var den årlige ændring i HICP-energipriserne 8,1 pct. i forhold til

⁵ Den årlige gennemsnitlige pris i euro på en tønde Brent-råolie forblev stort set uændret i 2007, hvorimod oliepriserne i 2006 gennemsnitligt lå 19 pct. højere end i 2005.

Figur 24. De vigtigste komponenter i HICP-inflationen

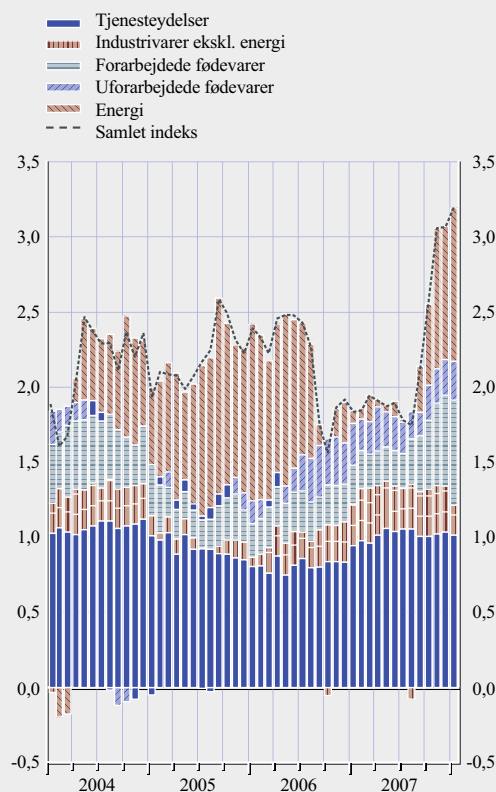
(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

Figur 25. De vigtigste komponents bidrag til HICP-inflationen

(Bidrag i procentpoint år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

Anm.: Som følge af afrunding kan der forekomme uoverensstem-melser i forhold til det samlede indeks.

et gennemsnit på 0,8 pct. i årets tre første kvartaler. Mens den månedlige udvikling i den årlige HICP-inflation var påvirket af basiseffekter, opvejede gunstige og ugunstige basiseffekter stort set hinanden i året som helhed, hvilket betyder, at energikomponentens bidrag til den samlede inflation i 2007 afspejlede olieprisstigningerne i løbet af året (se boks 4).

Bidraget til den samlede inflation fra den anden typisk volatile inflationskomponent, uforarbejdede fødevarer, var også større i 2007, efter at

denne komponent var steget i 2006. Den årlige ændring i priserne på uforarbejdede fødevarer var fortsat høj i det meste af 2007, selv om den månedlige udvikling var præget af stor volatilitet, hovedsagelig på grund af ændringer i priserne på frugt og grøntsager, som var påvirket af ugunstige vejrforhold i Europa, især i foråret 2007. Købpriserne, som var steget støt i 2006, fortsatte den høje årlige vækst i 2007. Denne udvikling afspejlede delvis prisstigningerne på de globale markeder for dyrefoder og andre inputomkostninger.

Boks 4

BASISEFFEKTER FRA ENERGIS BIDRAG TIL HICP-INFLATIONEN I 2007

Den årlige HICP-inflation tiltog betydeligt i løbet af 2007, fra 1,9 pct. i november 2006 til 3,1 pct. i december 2007 – det højeste niveau siden maj 2001. Stigningen skyldtes næsten udelukkende tre stærke månedlige stigninger i den årlige inflation i september, oktober og november og var hovedsagelig en følge af betydelige bidrag fra prisudviklingen i komponenterne energi og forarbejdede fødevarer (se figur A).

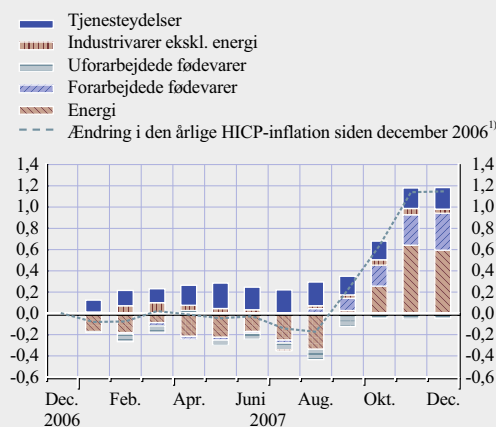
Det er vigtigt at fastslå, i hvilket omfang ændringer i inflationen år-til-år afspejler den løbende udvikling (dvs. faktiske "nyheder" fra den ene måned til den anden), og i hvilket omfang de afspejler virkningen af prisvolatilitet året før via basiseffekter.¹ I denne boks gennemgås den rolle, som basiseffekter, især fra energikomponenten, har spillet i den seneste udvikling i HICP-inflationen. Desuden belyses den mulige udvikling i løbet af 2008.

Ved at udlede et månedligt sæsonmønster for hver enkelt HICP-komponent bliver det muligt at adskille basiseffekters og den løbende udviklings bidrag til månedlige ændringer i den årlige HICP-inflation (se figur B).²

- 1 En basiseffekt kan defineres som bidraget til ændringen i inflationen år-til-år i en bestemt måned, som skyldes, at ændringen måned-til-måned i basismåneden (dvs. samme måned året før) afveg fra sit sædvanlige eller "normale" mønster, idet der tages højde for sæsonudsving.
- 2 Basiseffekters bidrag til de månedlige ændringer i inflationen år-til-år beregnes som afvigelsen i den (ikke-sæsonkorrigerede) måned-til-måned ændring 12 måneder før fra den skønnede "normale" ændring måned-til-måned. Den "normale" ændring måned-til-måned beregnes ved at tilføje en skønnet sæsonfaktor for hver enkelt måned til den gennemsnitlige ændring måned-til-måned siden januar 1995.

Figur A. Bidrag til ændringen i den årlige HICP-inflation siden december 2006

(I procentpoint)

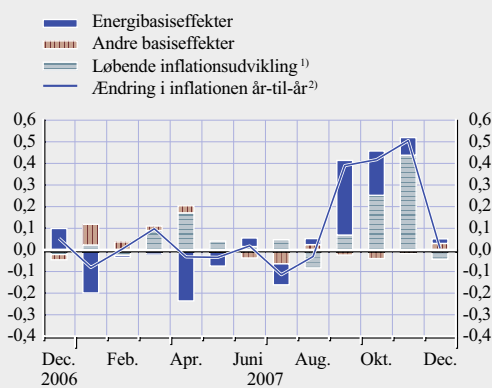


Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

1) Beregnet som forskellen mellem HICP-væksten år-til-år i en given måned og HICP-væksten år-til-år i december 2006.

Figur B. Fordeling af den månedlige ændring i den årlige HICP-inflation

(1 procentpoint)

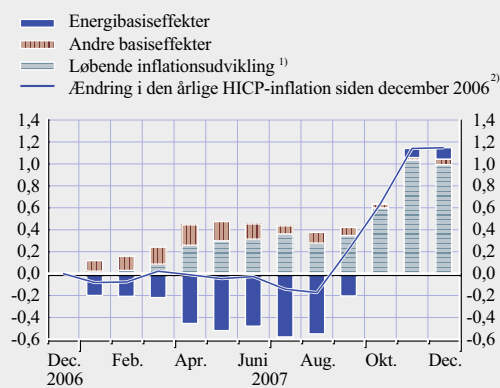


Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

- 1) Beregnet som forskellen mellem ændringen i inflationen år-til-år og de samlede basis effekter fra energikomponenten og de øvrige komponenter.
- 2) Beregnet som forskellen mellem inflationen år-til-år i to på hinanden følgende måneder.

Figur C. Fordeling af ændringen i den årlige HICP-inflation siden december 2006

(1 procentpoint)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

- 1) Beregnet som forskellen mellem ændringen i den årlige inflation siden december 2006 og de kumulerede basis effekter fra energikomponenten og de øvrige komponenter siden december 2006.
- 2) Beregnet som forskellen mellem HICP-væksten år-til-år i en given måned og HICP-væksten år-til-år i december 2006.

Som forventet³ bidrog basis effekter i høj grad til udviklingen i den samlede inflation i 2007. De mest betydelige månedlige bidrag i løbet af året kom fra basis effekter fra energikomponenten, som skyldtes den volatile olieprisudvikling måned-til-måned i 2006. Fra januar til juli 2007 havde gunstige energibasis effekter en nedadrettet effekt på den samlede inflation. I 2. halvår 2007 var stigningen år-til-år i HICP derimod påvirket af ugunstige energibasis effekter, som var særligt stærke i september og oktober. Basis effekterne fra andre komponenter end energi var generelt forholdsvis begrænsede i 2007.

Ikke desto mindre kunne inflationsudviklingen i 4. kvartal 2007 først og fremmest tilskrives prisudviklingen måned-til-måned på grund af stigningen i energipriserne samt priserne på forarbejdede fødevarer. Især i november skyldtes størstedelen af energikomponentens bidrag til stigningen i HICP-inflationen gennemslaget fra de seneste olieprisstigninger på de internationale markeder. Ud over virkningen af priserne på råolie var der også en vis stigning i raffineringsmarginen, som afspejlede en højere avance til energileverandørerne. I december lagde energikomponenten derimod et nedadrettet pres på den samlede inflation, som dog stort set blev udlignet af et yderligere opadrettet pres fra priserne på forarbejdede fødevarer. Faldet i energikomponenten skyldtes hovedsagelig virkningen af et fald i priserne på råolie i løbet af måneden, mens basis effekten fra energiprisudviklingen året før var næsten uden betydning.

Hvis man ser på året som helhed, havde de samlede basis effekter fra energikomponenten og de øvrige komponenter en forholdsvis lille kumuleret effekt på den årlige stigning i HICP-inflationen, idet gunstige og negative påvirkninger næsten fuldstændig opvejede hinanden (se figur C).

3 Se boksen "The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation" i Månedsoversigten for januar 2007.

Samlet set skyldtes kun 0,1 procentpoint af den samlede årlige stigning i HICP på 1,1 procentpoint mellem december 2006 og december 2007 den kumulative opadrettede virkning af energibasis-effekter, mens 1 procentpoint afspejlede prisstigningerne i 2007. Det fremgår således, at størstedelen af den samlede stigning i den årlige HICP-inflation kunne tilskrives den løbende inflationsudvikling.

HICP-inflationen forventes at aftage i løbet af 2008 ud fra den antagelse, at de seneste stigninger i energipriserne og råvarepriserne på fødevarer på de internationale markeder til en vis grad vil vende, som det på nuværende tidspunkt kan udledes af futurespriserne. I 2008 forventes de samlede basiseffekter fra både energipriserne og priserne på andre komponenter end energi at yde et væsentligt nedadrettet bidrag til inflationsudviklingen (på omkring 1,1 procentpoint kumulativt i de 12 måneder frem til december 2008).⁴ Virkningen vil generelt være koncentreret mod slutningen af året, idet de betydelige stigninger i energi- og fødevarerpriserne i 2. halvår 2007 vil bortfalde i den årlige sammenligning 12 måneder senere. Hvorvidt disse ugunstige basiseffekter også vil medføre lavere HICP-inflation, afhænger helt af, at der ikke kommer yderligere olie- og fødevarerprisstød, og at de øvrige HICP-komponenter udvikler sig moderat, hvilket især forudsætter, at der ikke kommer anden runde-effekter.

4 Se boksen "Accounting for recent and prospective movements in HICP inflation: the role of base effects" i Månedsoversigten for januar 2008.

Priserne på forarbejdede fødevarer, der begyndte at stige kraftigere mod slutningen af sommeren, bidrog væsentligt til stigningen i HICP-inflationen i slutningen af 2007. I 4. kvartal 2007 var den årlige vækst i komponenten forarbejdede fødevarer 4,5 pct., hvilket er det højeste nogensinde siden starten af Den Monetære Union i 1999. Stigningen i den årlige ændring i priserne på forarbejdede fødevarer skete på baggrund af stærke stigninger i priserne på visse landbrugsvarer på verdensmarkederne, som skyldtes en kombination af midlertidige og strukturelle faktorer (se boks 5). Delkomponenterne "brød og kornprodukter" og "mælk, ost og æg" var mest påvirket.

Priserne på industrivarer ekskl. energi steg med 1,0 pct. i 2007, hvilket er mere end i tidligere år. Denne stigning afspejlede hovedsagelig virkningen af momsstigningen i Tyskland, presset på inputomkostningerne, som kom fra indenlandske producentpriser på forbrugsvarer, og den historisk høje kapacitetsudnyttelse i fremstillingssektoren gennem hele året. Disse faktorer mere end opvejede den afdæmpende påvirkning fra et lavere importprispress, der afspejlede valutakursudviklingen, i en situation med stærk internatio-

nal konkurrence. Endelig steg inflationen i priserne på tjenesteydelser markant primo 2007, hovedsagelig under indflydelse af momsstigningen i Tyskland, og forblev høj gennem hele året.

Mens den årlige gennemsnitlige vækst i det samlede HICP var stort set stabil i 2007, tiltog den årlige vækst i HICP ekskl. de volatile komponenter uforarbejdede fødevarer og energi til 2,0 pct. i 2007 fra 1,5 pct. i de to foregående år. Denne indikator var påvirket af den tyske momsstigning i begyndelsen af året. Den lå stabilt på 1,9 pct. fra februar til juli 2007 og begynde derefter at stige igen i august, hovedsagelig på grund af stærke stigninger i priserne på forarbejdede fødevarer. Ved årets udgang var HICP-inflationen ekskl. uforarbejdede fødevarer og energi steget til 2,3 pct., som er det højeste niveau siden ultimo 2002.

STIGNINGEN I FØDEVAREPRISERNE I EUROOMRÅDET

Fødevarepriserne i euroområdet steg markant i 2. halvår 2007 både på producentniveau og på forbrugerniveau. Producentpriserne på føde- og drikkevarer steg med 4,5 pct. i gennemsnit i 2007, dvs. den højeste vækst i over seks år. Fødevarekomponenten i HICP steg med 4,3 pct. i december 2007 i forhold til et gennemsnit på 2,4 pct. i 2006. Stigningen i fødevarekomponenten i HICP skyldtes hovedsagelig forarbejdede fødevarer, hvor prisstigningen var særlig kraftig for brød og kornprodukter samt mælk, ost og æg (se figur A). Fødevarepriserne spillede en vigtig rolle i stigningen i den samlede HICP-inflation i 2. halvår 2007. I denne boks behandles de potentielle faktorer bag stigningerne i fødevarepriserne i euroområdet, og der ses på fremtidsudsigterne.

De øgede stigninger i fødevarepriserne i euroområdet kan hovedsagelig tilskrives globale faktorer. Priserne på flere landbrugsråvarer, fx kornprodukter og olieholdige frø, steg markant på de globale markeder i 2007 (se figur B).

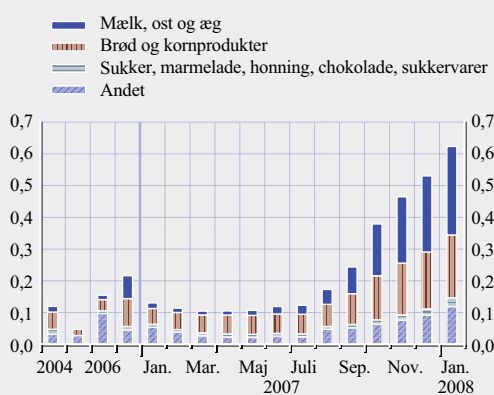
Prisstigningerne afspejlede delvis midlertidige faktorer, såsom ugunstige vejrforhold i visse lande, der er vigtige eksportører af landbrugsråvarer, som påvirkede det globale udbud af disse råvarer. Høje energipriser øgede også omkostningerne til energiintensive produkter til brug i landbrugsproduktionen, fx gødning, brændstof til transport og maskiner. De internationale fødevarepriser blev også styrket af de markante stigninger i den globale efterspørgsel efter levnedsmidler, som skyldes ændringer i forbrugsmønstret for fødevarer i mange udviklingslande samt nye efterspørgselskilder, hvad angår visse landbrugsråvarer, navnlig til fremstilling af biobrændstof. Da sidstnævnte udvikling er af strukturel karakter, vil den sandsynligvis fortsætte med at lægge et opadrettet pres på de globale fødevarepriser i fremtiden. Prisstigningerne på mejeriprodukter har muligvis også afspejlet forskellene i mælkemarkedernes struktur i de europæiske lande samt prisstigningerne på de globale markeder for mælk, dyrefoder og andre inputomkostninger.

Fødevarepriserne steg samtidigt i flere store økonomier uden for euroområdet i 2007 og understregede herved den globale karakter af prisstødet for fødevarer. Desuden steg de fødevarekomponenter, der bidrog mest til inflationen i euroområdet (fx korn- og mejeriprodukter) også i disse økonomier, hvilket tydede på, at det samme stød lå bag prisstigningerne.

I euroområdet slog det globale fødevareprisstød igennem i priserne i de enkelte eurolande med forskellig hastighed og i forskelligt omfang. Eksempelvis varierede den årlige stigning i HICP for forarbejdede fødevarer ekskl. tobak mellem 5,7 pct. i Slovenien – den højeste stigning i euroområdet – og 0,7 pct. i Frankrig og 0,8 pct. i Finland, hvor stigningen lå væsentligt under gennemsnittet i euroområdet (se tabel- len). Nyere observationer viser kraftigere pris-

Figur A. Bidrag fra priserne på forarbejdede fødevarer til den årlige HICP-inflation

(I procentpoint)

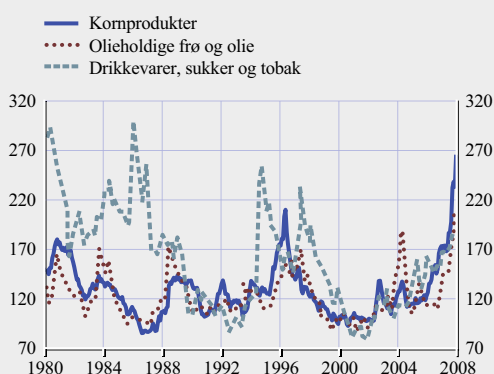


Kilde: Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: Figurens venstre del viser det årlige bidrag i 2004-07.

Figur B. Udviklingen i priserne på fødevarer og tropiske drikkevarer

(Månedlige observationer i dollar, indeks: gennemsnit 2000 = 100)



Kilder: Hamburg Institute of International Economics og ECBs beregninger.

Anm.: De seneste observationer vedrører december 2007.

desuden af en række faktorer, som er vanskelige at forudsige, bl.a. teknologiske fremskridt og eventuelle energipolitiske ændringer. Alt i alt synes der at være tale om opadrettede risici.

stigningstakter for forarbejdede fødevarer i de to sidstnævnte lande.

Detailmarkederne for fødevarer er traditionelt segmenteret mellem de enkelte lande. I denne forbindelse kan forskelle i efterspørgselsforhold, markedsstruktur, fødevarerprisniveau og konkurrence inden for detail- og distributionssektoren sandsynligvis være forklaringen på, at forbrugerpriserne på fødevarer reagerer forskelligt i de forskellige lande på det samme eksterne stød.

Fremtidsudsigterne for fødevarerpriserne både globalt og i euroområdet er meget usikre. Selv om udbuddet af landbrugsprodukter efterhånden måtte indhente den stigende efterspørgsel, kan det tage længere tid end forventet på nuværende tidspunkt. Fødevarerpriserne afhænger

Forarbejdede fødevarer ekskl. tobak i HICP i de forskellige eurolande

(Ændring i pct. år/år)

	Vægte 2007	Gennemsnit			2007 Dec.	2008 Jan.
		2005	2006	2007		
Belgien	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Tyskland	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Irland	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Grækenland	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
Spanien	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
Frankrig	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Italien	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Luxembourg	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Holland	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Østrig	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portugal	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Slovenien	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finland	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Euroområdet	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

LAVERE GENNEMSITLIG STIGNING I PRODUENTPRISERNE, MEN ET OPADRETET PRES MOD SLUTNINGEN AF 2007

Stigningen i producentpriserne aftog i 1. halvår 2007, hovedsagelig som følge af basiseffekter fra energikomponenten, hvorefter den tiltog på grund af udviklingen i energi- og fødevarerpriserne.

Den årlige ændring i producentpriserne i industrien (ekskl. byggeriet) i euroområdet var 2,8 pct. i 2007, hvilket er betydeligt lavere end i de to foregående år. Stigningen i producentpriserne, der havde toppet på 6 pct. i juli 2006, aftog gradvis til 1,8 pct. i juli 2007, hovedsagelig på grund af basiseffekter, der påvirkede energikomponen-

ten. Fra september 2007 medførte højere årlige stigninger i producentpriserne på energi – som følge af olieprisstigninger og basiseffekter – og væksten i fødevarerkomponenten en tiltagende stigning i producentpriserne. I december 2007 lå stigningen i producentpriserne på 4,3 pct.

Den årlige vækst i producentpriserne i industrien ekskl. byggeri og energi faldt noget i løbet af året, men var fortsat høj. Denne udvikling afspejlede forskellige mønstre i hovedkomponenterne (se figur 26).

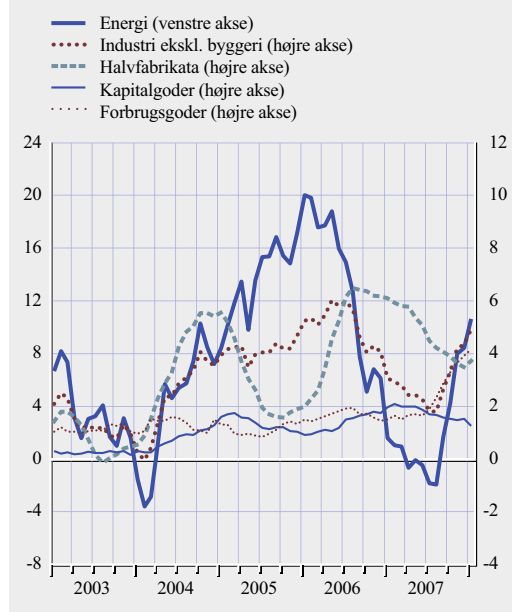
Den årlige vækst i priserne på halvfabrikata fortsatte den gradvis aftagende tendens i løbet af 2007, hvor den faldt til 3,5 pct. i december fra et toppunkt på 6,5 pct. i august 2006. Først på året var priserne på halvfabrikata stadig påvirket af et opadrettet pres fra højere priser på industrielle råvarer, som yder det største bidrag. Det efterfølgende fald i priserne på industrielle råvarer på

verdensmarkederne lagde, sammen med euroens appreciering, en dæmper på prisudviklingen i mange dele af halvfabrikatasektoren. Producenterne af fødevarerrelaterede varer oplevede stærke prisstigninger i 3. kvartal 2007 i kølvandet på stigende priser på visse landbrugsråvarer på verdensmarkederne (se boks 5). Den tiltagende årlige vækst i priserne på kapitalgoder begyndte at aftage i juni 2007 og faldt til 1,5 pct. i 4. kvartal 2007, som følge af de gunstige effekter af euroens appreciering.

Længere nede i produktionskæden fortsatte priserne på forbrugsvarer den opadgående tendens, som begyndte medio 2005. Den årlige ændring i de samlede priser på forbrugsvarer steg til 3,9 pct. i december 2007, hvilket er den højeste stigning siden starten af Den Monetære Union i 1999. Denne udvikling skyldtes hovedsagelig priserne på ikke-varige forbrugsgoder, som steg fra og med juli som en afspejling af det globale fødevarerprisres, der fik priserne på forbrugsgoder i form af fødevarer til at stige. Den årlige ændring i priserne på forbrugsvarer ekskl. tobak og fødevarer lå dog stabilt hele året på omkring 1,3 pct.

Figur 26. De enkelte komponenter i producentpriser i industrien

(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.
Anm.: Observationerne vedrører euroområdet inklusive Cypern og Malta.

ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGERNE VAR FORTSAT MODERATE

Den årlige vækst i lønsum pr. ansat var fortsat moderat i 2007. Den gennemsnitlige årlige vækst i årets tre første kvartaler var 2,0 pct., hvilket er en smule lavere end den årlige vækst i 2006 (se tabel 2). Tal for de enkelte sektorer viser, at væksten i lønsum pr. ansat i 2007, i lighed med året før, var højere i industrisektoren end i service-sektoren, hvilket stemmer overens med udviklingen i produktiviteten på sektorplan (se figur 27). I industrisektoren svarede den gennemsnitlige vækst i de tre første kvartaler af 2007 stort set til udviklingen siden primo 2006. Selv om den årlige vækst i lønsum pr. ansat i byggesektoren var en smule højere end i industrisektoren, aftog den i løbet af året som et af de første tegn på en nedgang i beskæftigelsen i denne sektor. Den årlige vækst i lønsum pr. ansat i servicesektoren i de første tre kvartaler af 2007 var lavere end i de to foregående år.

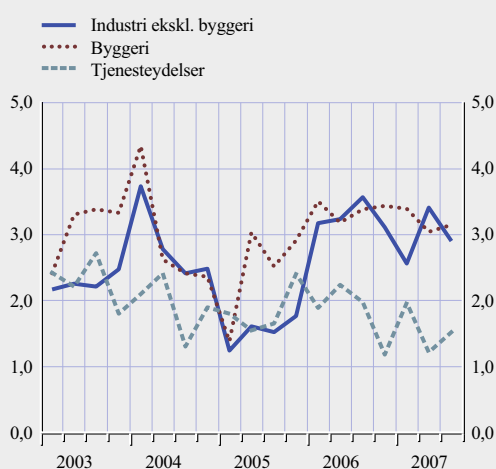
Den gennemsnitlige vækst i de samlede timeløn-omkostninger i de tre første kvartaler af 2007 var lavere end væksten i 2006. Nedgangen i den årlige vækst i lønsum pr. ansat og de samlede time-løn-omkostninger skyldtes delvis de afdæmpende virkninger af nedskæringer i sociale bidrag i nogle eurolande i 2007.

Andre foreliggende indikatorer for arbejdskraftsomkostninger bekræfter, at lønudviklingen forsat var moderat i 2007. Især lå væksten i aftalt løn i gennemsnit på 2,1 pct. i euroområdet i 2007, hvilket var en smule lavere end væksten i 2006, selv om lønudviklingen varierede meget fra land til land. Den lavere arbejdsløshed havde tilsyneladende fortsat en forholdsvis moderat virkning på løn aftalerne. Strukturreformer på arbejds- og produktmarkederne, ændringer i arbejdsudbuddets og beskæftigelsens sammensætning og den internationale konkurrence har tilsyneladende bidraget til en fortsat moderat udvikling i arbejdskraftsomkostningerne i euroområdet.

På trods af en moderat lønudvikling steg den årlige vækst i enhedsløn-omkostningerne en smule i løbet af året, hvilket hovedsagelig afspejlede en aftagende vækst i arbejdskraftsproduktiviteten. Enhedsløn-omkostningerne voksede med gennemsnitligt 1,1 pct. i de første tre kvartaler af 2007 i forhold til en gennemsnitlig vækst på henholdsvis 0,9 pct. og 1,0 pct. i de to foregående år. Stigningen i enhedsløn-omkostningerne medførte en afdæmpning af udviklingen i virksomhedernes indtjening i løbet af 2007. Indikatoren for det

Figur 27. Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor

(Ændring i pct. år/år; kvartalsvise observationer)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

samlede profittillæg, som måles ved forskellen mellem væksten i BNP-deflatoren og enhedsløn-omkostningerne, signalerede fortsat en dynamisk vækst i indtjeningen indtil 3. kvartal 2007, som dog var lavere end i 2006. Den gennemsnitlige vækst i avancen i de tre første kvartaler af 2007 var 0,6 pct. mod 0,8 pct. i 2006.

Tabel 2. Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger

(Ændring i pct. år/år)

	2005	2006	2007	2006 4. kv.	2007 1. kv.	2007 2. kv.	2007 3. kv.	2007 4. kv.
Aftalt løn	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Samlede timeløn-omkostninger	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Lønsum pr. ansat	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Memoposter</i>								
Arbejdskraftsproduktivitet	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Enhedsløn-omkostninger	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECBs beregninger.

Anm.: Observationerne for lønsum pr. ansat, arbejdskraftsproduktivitet og enhedsløn-omkostninger vedrører euroområdet inklusive Cypern og Malta.

STIGNINGERNE I BOLIGPRISERNE AFTOG YDERLIGERE

Boligpriserne, som ikke indgår i HICP, faldt i 1. halvår 2007 og fortsatte således den aftagende tendens, der er observeret i 2. halvår 2005 og i 2006 (se figur 28). Ifølge de seneste skøn faldt den årlige vækst i boligpriserne for euroområdet som helhed til 5,0 pct. i 1. halvår 2007 fra 6,1 pct. i 2. halvår 2006. De foreliggende lantedata tyder på, at afdæmpningen af stigningstakten i boligpriserne i euroområdet var særlig markant i de lande, hvor boligpriserne er steget forholdsvis meget i de seneste år, som fx Belgien, Irland, Spanien, Frankrig og Malta. I lande som Italien, Holland og Østrig tyder de foreliggende data derimod på, at boligprisstigningerne i 2007 var stort set uændrede i forhold til stigningerne i 2006. I Tyskland skete der en lille yderligere stigning i boligpriserne i 2007 efter en periode med afdæmpet prisudvikling frem til 2005.

UDVIKLINGEN I INFLATIONSOPFATTELSE OG INFLATIONSFORVENTNINGER

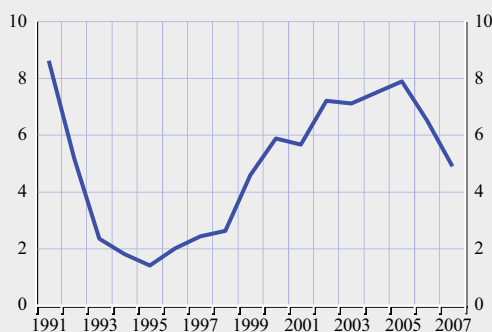
I lyset af stigningen i den samlede inflation mod slutningen af 2007 blev inflationsopfattelse og -forventninger et centralt spørgsmål i vurderingen af den fremtidige inflationsudvikling.

Europa-Kommissionens mål for forbrugernes kvalitative opfattelse af inflation i de foregående 12 måneder voksede betydeligt i 2. halvår 2007 efter stigningen i den faktiske inflation og nåede op på et niveau, som ikke er set siden tiden lige efter overgangen til eurosedler og -mønter i januar 2002 (se figur 29).⁶ I modsætning til i 2002 steg forbrugernes inflationsforventninger til de kommende 12 måneder – om end i mindre omfang – i 2. halvår 2007. Ligeledes tydede oplysninger fra konjunkturbarometre på, at de undersøgelsesbaserede langsigtede inflationsforventninger stadig lå på 1,9 pct. ifølge Consensus Economics' prognose for oktober 2007 og steg til 2,0 pct. ifølge Euro Zone Barometer for januar 2008 og ECBs Survey of Professional Forecasters for 1. kvartal 2008. Desuden steg "break-even"-inflationen fra inflationsindekserede obligationer og swaps i euroområdet efter september 2007, hvilket tyder på, at inflationsforventningerne eller inflationsrisikopræmierne er steget på de finansielle markeder (se også afsnit 2.2 i dette kapitel).

6 Yderligere informationer findes i boksen "Recent developments in consumers' inflation perceptions and expectations in the euro area" i ECBs Månedsoversigt for november 2007.

Figur 28. Boligprisudviklingen i euroområdet

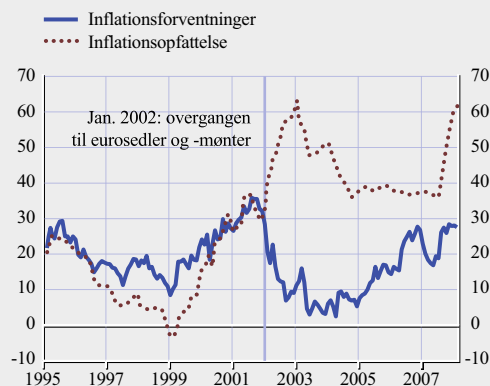
(Ændring i pct. år/år; årlige observationer)



Kilde: ECBs beregninger baseret på ikke-harmoniserede nationale observationer.
Anm.: 2007-observationer vedrører 1. halvår 2007.

Figur 29. Euroområdets forbrugeres kvalitative inflationsopfattelse og -forventninger

(Nettotal i pct; sæsonkorregeret)



Kilde: Europa-Kommissionens konjunkturbarometre.
Anm.: Observationerne vedrører euroområdet inklusive Cypern og Malta.

2.4 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

DEN ØKONOMISKE VÆKST UDVIKLEDE SIG GUNSTIGT I 2007

Den økonomiske udvikling i 2007 var generelt gunstig, selv om væksten aftog noget i løbet af året. Den gennemsnitlige vækst i realt BNP i euroområdet var 2,6 pct. i 2007, en smule lavere end i 2006, hvor væksten var 2,8 pct., men højere end de seneste års vækstrater (se figur 30).

Den lavere BNP-vækst i 2007 skyldtes først og fremmest udviklingen i privatforbruget og boliginvesteringerne. Nettoeksportens bidrag til BNP-væksten var på 0,4 procentpoint, dvs. dobbelt så stort som i 2006 (se tabel 3).

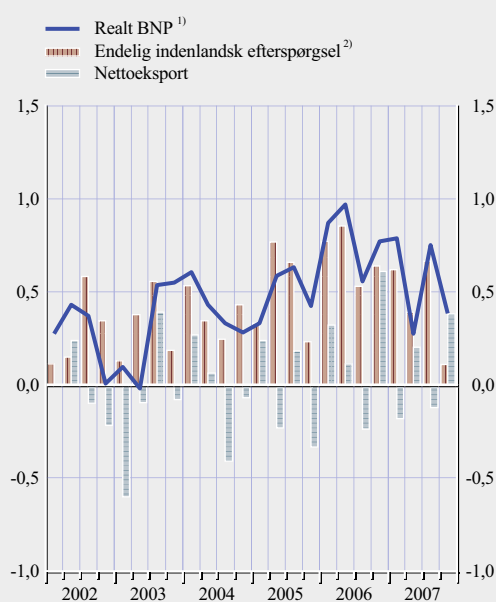
Ud over den engangsvirkning, som momsstigningen i Tyskland havde på forbruget, var en meget væsentlig faktor bag den aftagende vækst de højere fødevarer- og energiprisers effekt på husholdningernes disponible realindkomst og på forbruger- og virksomhedstilliden. Denne inflationsudvikling og den senere finansielle uro, der startede i august og var tæt forbundet med krisen på subprime-realkreditmarkedet i USA, bidrog til en nedgang i forbrugernes og virksomhedernes forventninger i 2. halvår 2007. Desuden bidrog forværrede vilkår på boligmarkedet i flere eurolande til en afdæmpning af den økonomiske aktivitet.

På trods af den stigende usikkerhed i 2. halvår udviklede euroområdet økonomi sig gunstigt i 2007, hvilket afspejledes i det betydelige, stabile fald i arbejdsløsheden. Arbejdsløsheden i euroområdet faldt til 7,1 pct. i december, hvilket er det laveste niveau i 25 år. Denne positive udvikling afspejler de stærke grundlæggende forhold i euroområdet økonomi og især virksomhedernes indtjening og den solide jobskabelse.

Det private forbrug steg med 1,4 pct. i 2007, hvilket var et fald fra 1,8 pct. i 2006. Væksten i forbruget i 2007 var stærkt påvirket af momsstigningen i Tyskland i januar 2007. Den medførte, at køb blev foretaget tidligere for at undgå afgiftsstigningen, især køb af dyre varer som fx va-

Figur 30. Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP

(Kvartalsvise bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: Observationerne vedrører euroområdet inklusive Cypern og Malta.

1) Ændring i pct. i forhold til det foregående kvartal.

2) Defineret som indenlandsk efterspørgsel eksklusive lagerændringer.

rige forbrugsgoder. Som følge heraf faldt den årlige vækst i det private forbrug i euroområdet brat til 1,4 pct. i 1. kvartal 2007 fra 2,1 pct. i 4. kvartal 2006. Husholdningernes forbrug steg i de følgende måneder i takt med stigninger i deres disponible realindkomst, som hovedsagelig skyldtes den positive beskæftigelsesudvikling og, i mindre omfang, vækst i husholdningernes reale formue. I løbet af 2. halvår 2007 sås en aftagende forbrugertillid, som tilsyneladende var forbundet med uroen på de finansielle markeder, bekymringer over de eksterne forhold og den stigende inflation (se figur 31). Den finansielle uro menes dog kun at have haft en begrænset direkte effekt på forbruget, selv om der skete en stramning af kreditstandarderne for forbrugerkredit i årets sidste måneder i modsætning til de foregående kvartalers nettolempelse af kreditstandarderne.

Tabel 3. S sammensætningen af vækst i realt BNP

(Ændring i pct., medmindre andet er anført; sæsonkorrigeret)

	Årlig vækst ¹⁾								Kvartalsvis vækst ²⁾				
	2005	2006	2007	2006 4. kvrt.	2007 1. kvrt.	2007 2. kvrt.	2007 3. kvrt.	2007 4. kvrt.	2006 4. kvrt.	2007 1. kvrt.	2007 2. kvrt.	2007 3. kvrt.	2007 4. kvrt.
Realt bruttonationalprodukt	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
<i>heraf:</i>													
Indenlandsk efterspørgsel ³⁾	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Privat forbrug	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Offentligt forbrug	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Faste bruttoinvesteringer	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Lagerændringer ⁴⁾	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Nettoeksport ³⁾	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Eksport ⁵⁾	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Import ⁵⁾	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Real bruttoværditilvækst:													
<i>heraf:</i>													
Industri ekskl. byggeri	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Byggeri	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Markedsrelaterede tjenesteydelser ⁶⁾	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: De rapporterede tal er sæsonkorrigerede og til dels korrigeret for antal arbejdsdage, da ikke alle eurolande rapporterer kvartalsvise nationalregnskabsserier korrigeret for antal arbejdsdage. Observationerne vedrører euroområdet inklusive Cypern og Malta.

1) Ændring i pct. i forhold til samme periode året før.

2) Ændring i pct. i forhold til det foregående kvartal.

3) Bidrag til væksten i realt BNP; i procentpoint.

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

5) Eksport og import dækker varer og tjenesteydelser og omfatter grænseoverskridende intra-euroområdehandel. Intra-euroområdehandel fratrækkes ikke i tal for import og eksport i nationalregnskaberne. Disse observationer er derfor ikke fuldt sammenlignelige med betalingsbalanceobservationer.

6) Inkl. handel og istandsættelse, hoteller og restauranter, transport og kommunikation, finansiel formidling, fast ejendom, lejemål og liberale erhverv.

Efter en stærk stigning i 2006 var den samlede investeringsvækst robust i 2007, nemlig 4,4 pct. for året som helhed. Væksten aftog dog gradvis i løbet af året. Nedgangen var mest markant inden for boliginvesteringer og markerede således afslutningen på den ekspansive fase i konjunkturforløbet i byggesektoren under indflydelse af aftagende vækst i boligpriserne. Nedgangen i boliginvesteringerne var særlig markant i visse lande, hvor væksten havde været meget kraftig i de foregående år. Som det fremgår af eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån, faldt nettoefterspørgslen efter boliglån til husholdninger betydeligt i 4. kvartal 2007, hvilket afspejlede mindre gunstige vurderinger af udsigterne for boligmarkedet og den faldende forbrugertillid.

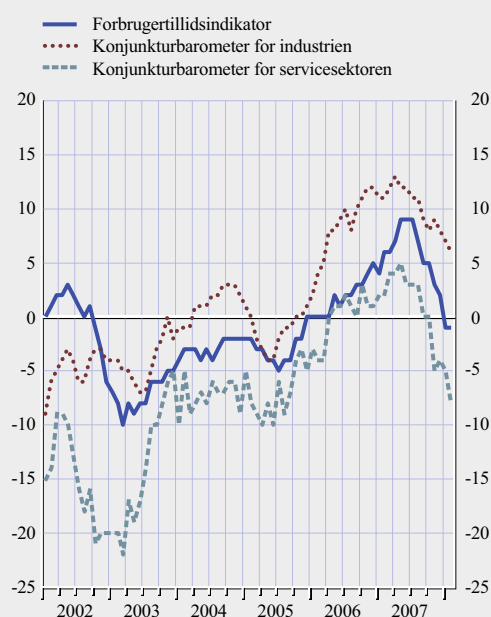
Euroområdet eksport steg kraftigt, med 5,9 pct. i 2007, hvilket afspejlede den stærke vækst i efterspørgslen fra disse lande på trods af den hur-

tige appreciering af euroen i årets løb og stærk konkurrence fra Kina og andre asiatiske lande. Der var også en kraftig vækst i importen fra lande uden for euroområdet, som blev understøttet af de robuste erhvervsinvesteringer og eksporten samt af euroens appreciering. Alt i alt ydede nettohandelen et positivt bidrag på 0,4 procentpoint til BNP-væksten.

Hvad angår sektorfordelingen, var den økonomiske aktivitet i 2007 hovedsagelig understøttet af servicesektorens vedvarende fremgang, idet der sås et lille fald i den årlige vækst i denne sektor fra 2,5 pct. i 2006 til 2,4 pct. i 2007. Industrisektoren (ekskl. byggeriet) udviste stor modstandsdygtighed i 2007, hvilket hang nøje sammen med den robuste eksportvækst, og dette opvejede nedgangen i byggeaktiviteten. Værditilvæksten i byggeriet i euroområdet faldt brat i 2007, især i 2. halvår. Som sagt var denne udvikling først og

Figur 31. Konjunkturbarometre

(Nettotal i pct.; sæsonkorrigeret)



Kilde: Europa-Kommissionens konjunkturbarometre.
Anm.: De viste tal er beregnet som afvigelser fra gennemsnittet over perioden fra januar 1985 for forbrugertillidsindikatoren og konjunkturbarometeret for industrien og fra april 1995 for konjunkturbarometeret for servicesektoren. Observationerne vedrører euroområdet inklusive Cypern og Malta.

fremmest en følge af nedgangen i forventningerne til boligmarkederne, selv om der også var en nedgang i væksten i andet byggeri, herunder erhvervsbyggeri og anlægsarbejder.

YDERLIGERE FORBEDRINGER PÅ ARBEJDSMARKEDET

Arbejdsmarkedssituationen i euroområdet er blevet klart forbedret i de seneste år. I 2006 steg beskæftigelsen med 1,5 pct. efter flere år med afdæmpet vækst. Jobskabelsen var også mere ligeledes fordelt på tværs af alder, køn og kvalifikationer⁷. Den stærke beskæftigelsesvækst fortsatte i 2007, hvor den årlige vækst på 1,7 pct. var den højeste siden 2001 (se tabel 4). Beskæftigelsesvæksten aftog dog i 2. halvår 2007 på baggrund af svagere økonomiske forhold.

Set fra en sektormæssig synsvinkel afspejlede den stærkere beskæftigelsesvækst i 2007 delvis stærk jobskabelse i byggeriet, hvor den årlige vækst steg til 4,3 pct. i 3. kvartal 2007 fra 2,7 pct. i 2006 som helhed. Den langvarige nedgang i beskæftigelsen i industrien (ekskl. byggeriet) standsede i 2007, da der for første gang siden

⁷ Yderligere oplysninger findes i boks 8 i ECBs Månedsoversigt for september 2007.

Tabel 4. Udviklingen på arbejdsmarkedet

(Ændring i pct. i forhold til den foregående periode; i pct.)

	2005	2006	2007	2005 3. kv.	2005 4. kv.	2006 1. kv.	2006 2. kv.	2006 3. kv.	2006 4. kv.	2007 1. kv.	2007 2. kv.	2007 3. kv.	2007 4. kv.
Arbejdsstyrke	0,9	0,9	0,8	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0
Beskæftigelse	0,9	1,5	1,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2
Landbrug ¹⁾	-1,2	-1,6	.	0,3	-0,1	-1,0	0,4	-1,5	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	.
Industri ²⁾	-0,3	0,6	.	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,1	.
– Ekskl. byggeri	-1,4	-0,3	.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,0	0,1	0,0	0,1	.
– Byggeri	2,3	2,7	.	-0,1	0,4	0,4	1,3	0,9	1,5	1,7	1,0	0,0	.
Tjenesteydelser ³⁾	1,5	2,1	.	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	.
Arbejdsløshedsprocent ⁴⁾													
I alt	8,8	8,2	7,4	8,8	8,7	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2
Under 25 år	17,2	16,1	14,8	17,2	16,8	16,8	16,2	15,7	15,8	15,0	14,7	14,6	14,4
25 år og derover	7,8	7,2	6,5	7,7	7,7	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: Arbejdsløshedstal for euroområdet inklusive Cypern og Malta.

1) Inkl. fiskeri, jagt og skovbrug.

2) Inkl. fremstilling, byggeri, minedrift og -brydning, el-, gas- og vandforsyning.

3) Ekskl. eksterritoriale organer og organisationer.

4) I pct. af arbejdsstyrken ifølge ILOs anbefalinger.

2001 blev registreret en – om end meget beskednen – nettojobskabelse. Beskæftigelsen i servicesektoren steg også hurtigere, med en vækst på 2,2 pct. i 3. kvartal 2007 fra et gennemsnit på 2,1 pct. i 2006. Dette skyldtes hovedsagelig udviklingen i delsektorerne liberale erhverv og handel og transport. I 2. halvår 2007 aftog beskæftigelsesvæksten i disse dele af servicesektoren ligesom i byggeriet, hvor nedgangen var mere markant. Udviklingen i sidstnævnte sektor afspejler afslutningen på konjunkturopsvinget på boligmarkedet og inden for andre byggeaktiviteter.

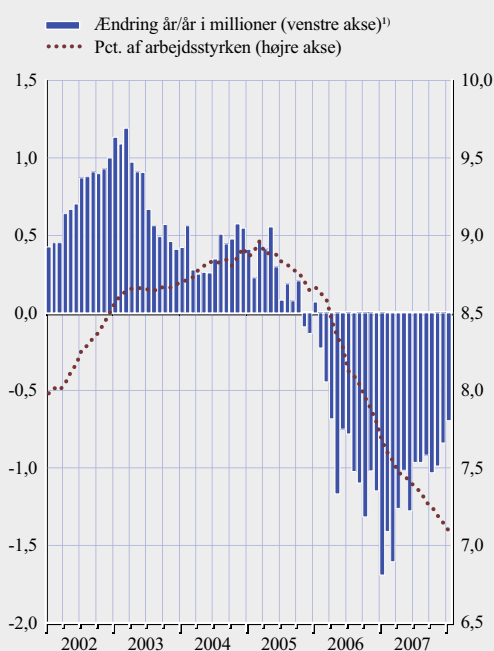
Arbejdsløsheden, der begyndte at falde i begyndelsen af 2005 og lå på 7,9 pct. i 4. kvartal 2006, faldt yderligere i 2007 til 7,1 pct. ved årets udgang (se figur 32).

I gennemsnit var den månedlige nedgang i antallet af arbejdsløse ca. 80.000 i 2007. Generelt afspejler den lavere arbejdsløshed en beskæftigelsesvækst, der hænger sammen med konjunkturforskel, samt virkningen af markedsreformer og en vedvarende løntilbageholdenhed.

Væksten i arbejdskraftsproduktiviteten i økonomien som helhed, målt ved reelt BNP divideret med den samlede beskæftigelse, steg med bare 0,8 pct. i 2007 i forhold til en stigning på 1,3 pct. i 2006, hvor arbejdskraftsproduktiviteten toppede i 4. kvartal med en årlig vækst på 1,6 pct. Stigningen i arbejdskraftsproduktiviteten i 2006, som primært var forbundet med konjunkturopsvinget i euroområdet økonomi, viste sig at være kortvarig, og den årlige vækst faldt til 0,6 pct. i 4. kvartal 2007.

Figur 32. Arbejdsløshed

(Månedlige observationer; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

Anm.: Observationerne vedrører euroområdet inklusive Cypern og Malta.

1) De årlige ændringer er ikke sæsonkorrigeret.

DE SENESTE ÅRS FALD I ARBEJDSLØSHEDEN I EUROOMRÅDET

Den årlige beskæftigelsesvækst i euroområdet er tiltaget med 1,3 pct. i gennemsnit i de seneste ni år. Siden 2. kvartal 2003 er arbejdsløsheden i euroområdet faldet med 1,5 procentpoint til 7,2 pct. i december 2007. Faldet afspejler ikke kun det økonomiske opsving, men også effekten af en vedvarende moderat lønudvikling samt reformer på arbejdsmarkedet i euroområdet.

Den seneste årrækkes udvikling kan opdeles i to perioder (se figur A). Den første er perioden fra medio 2003 til primo 2005, hvor arbejdsløsheden fortsatte med at stige langsomt på trods af den tiltagende aktivitet. Inden da var arbejdsløsheden steget brat fra et lavpunkt på 7,8 pct. medio 2001 til 8,7 pct. medio 2003. I den anden periode, fra primo 2005 til 2007, faldt arbejdsløsheden markant på baggrund af vedvarende økonomisk vækst til det laveste niveau siden begyndelsen af 1980'erne. I absolutte tal er arbejdsløsheden faldet med ca. 1,6 mio. siden juni 2003, og stigningen fra medio 2001 til medio 2003 er blevet opvejet. I denne boks gennemgås faldet i arbejdsløsheden i euroområdet siden 2003 med særligt fokus på alder, køn, kvalifikationer og varighed.

Faldet i arbejdsløsheden skyldes primært kraftig beskæftigelsesvækst

Faldet i arbejdsløsheden kan tilskrives den stærke vækst i beskæftigelsen. Den samlede beskæftigelse er i gennemsnit steget med 0,3 pct. kvartal-til-kvartal siden medio 2003 i forhold til blot 0,1 pct. i perioden fra medio 2001 til medio 2003. Det svarer til en stigning på over 7,5 mio. personer. På sektorplan tegnede servicesektoren sig for ca. 85 pct. af beskæftigelsesstigningen og byggeriet for resten. Beskæftigelsen i landbruget og industrien ekskl. byggeriet fortsatte med at falde.

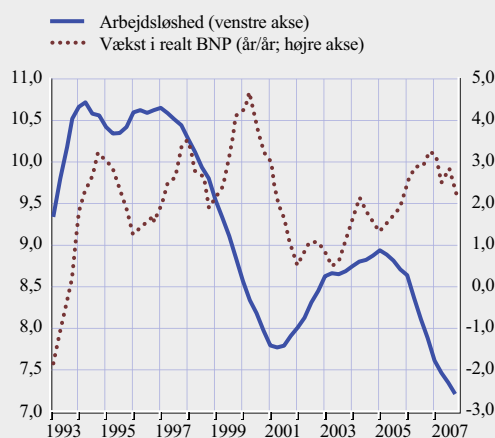
Det er værd at bemærke, at faldet i arbejdsløsheden fandt sted på baggrund af en vedvarende stigning i arbejdsstyrken, selv om der i de seneste to år har været tegn på en nedgang. Arbejdsstyrken er siden primo 2003 gennemsnitlig vokset med godt 0,9 pct. om året, hvilket hovedsagelig skyldes en stigende erhvervsfrekvens. Med andre ord har beskæftigelsesvæksten siden 2003 ikke kun absorberet den voksende arbejdsstyrke, men også ført til et betydeligt fald i arbejdsløsheden.

Alle grupper drager fordel af forbedringerne på arbejdsmarkedet

Inden for alle relevante grupper er arbejdsløsheden faldet siden 2003, især for visse af de kategorier, der har været mest berørt af høj arbejdsløshed, nemlig unge og kvinder. Der er dog stadig betydelige forskelle i arbejdsløsheden blandt de forskellige grupper (se tabellen).

Figur A. Arbejdsløshed og BNP-vækst i euroområdet

(I pct.; ændring i pct. år/år)



Kilde: Eurostat.

Anm.: Arbejdsløshed i pct. af arbejdsstyrken.

Arbejdsløshed i euroområdet fordelt på køn, alder og kvalifikationer

(I pct.; procentpoint)

	Alder	2003	2005	2007	Ændring 2003-07
Alle	Over 15	8,7	9,0	7,2	-1,5
Mænd	Over 15	7,7	8,2	6,5	-1,2
Kvinder	Over 15	9,9	10,0	8,0	-1,9
Yngre	15-24	16,5	17,6	14,3	-2,2
Ældre	55-64	7,4	7,5	6,1	-1,3
Kvalifikationer	25-64				
uddannelse under sekundærniveau		10,3	10,2	9,1	-1,2
uddannelse på mindst sekundærniveau		7,7	7,9	6,2	-1,5
højere uddannelse		5,2	5,0	4,0	-1,2
Langtidsledighed, procent	Over 15	44,2	45,4	44,4	0,2

Kilde: Eurostat.

Anm.: Tal for 2003, 2005 og 2007 vedrører henholdsvis juni, marts og december og er udledt af den harmoniserede arbejdsløshedsprocent for alle kategorier undtagen ældre arbejdstagere; tal for kvalifikationer og langtidsledighed vedrører marts i alle tilfælde og er udledt af EUs undersøgelse af arbejdsstyrken (EU Labour Force Survey).

Ungdomsarbejdsløsheden (arbejdsløshed blandt personer under 25) – som i euroområdet er ca. dobbelt så høj som den generelle arbejdsløshed – er faldet fra 16,5 pct. i juni 2003 til 14,3 pct. i december 2007. Generelt er omtrent en tredjedel af det samlede fald i arbejdsløsheden sket inden for denne gruppe. Arbejdsløsheden blandt kvinder er faldet med 1,9 procentpoint, til 8,0 pct., mellem juni 2003 og december 2007, hvilket er et klart mere markant fald end for mandlige arbejdstagere. Begge grupper, dvs. unge og kvinder, har fortsat nydt godt af lempelsen af reglerne for tidsbegrænsede ansættelser og indførelsen af foranstaltninger til fremme af deltidsbeskæftigelse, som har øget disse gruppers beskæftigelsessevne. De har også haft fordel af den strukturelle stigning i beskæftigelsen i servicesektoren.

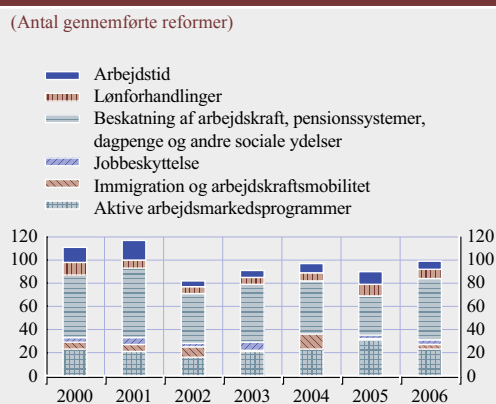
Et mindre positivt forhold er, at andelen af langtidsledige i forhold til det samlede antal ledige tilsyneladende har været stort set uændret i perioden 2003-07, lidt over 44 pct., hvilket er meget højt sammenlignet med andre økonomiske områder. Andelen af personer, der har været arbejdsløse i over et år, i forhold til den samlede arbejdsløshed, er dog faldet med 1,0 procentpoint siden 2005. Det tyder på, at personer i denne gruppe nyder godt af det økonomiske opsving med en vis forsinkelse. Som afspejlet i den trendmæssige nedgang drager langtidsledige også fordel af arbejdsmarkedsreformer, som især tager sigte på at forbedre de mest sårbare gruppers beskæftigelsessevne og øge arbejdsincitamentene.

Der kræves yderligere reformer og fortsat løntilbageholdenhed, hvis arbejdsløsheden skal sænkes yderligere

Overordnet set er arbejdsløsheden faldet betydeligt siden medio 2003. For at denne nedgang kan fortsætte i de kommende år, kræves der, ud over løntilbageholdenhed, løbende reformer af euroområdets arbejds- og produktmarkeder. Europa-Kommissionen har for nylig oprettet en database (LABREF), hvor de vigtigste komponenter i politiske initiativer siden 2000 er registreret, idet der fokuseres på deres opbygning, anvendelsesområde og holdbarhed¹. Af figur B fremgår det, at det samlede antal politikændringer på euroområdets arbejdsmarkeder gennemsnitligt var ca. 98 foranstaltninger, der blev gennemført mellem 2000 og 2006. Der er navnlig gennemført foranstaltninger

¹ Reformerne er klassificeret efter otte politiske hoveddimensioner, nemlig beskatning af arbejdskraft, dagpengesystemer (samt andre sociale ydelser) aktive arbejdsmarkedsprogrammer, jobbeskyttelse, pensionssystemer, lønforhandlinger, tilrettelæggelse af arbejdstiden, migrationspolitikker og arbejdskraftsmobilitet. Inden for disse brede politikområder undersøges i alt 36 interventionsområder.

Figur B. Reformintensiteten i euroområdet¹⁾ og fordeling på reformtype, 2000-06



Kilde: ECBs beregninger baseret på LABREF-databasen.
1) Inklusive Slovenien.

Lissabon-processen. Der er kun sket begrænsede fremskridt med ændringen af lovgivningen om beskyttelse i ansættelsen og indførelsen af arbejdsincitamenter via skatte- og dagpengesystemerne. Stærke reformer på disse områder kan yde et væsentligt bidrag til arbejdsmarkedernes fleksibilitet og støtte eurolandenes omstillingsevne. Endvidere er yderligere bestræbelser på at gennemføre og udbygge EUs indre marked for varer og tjenesteydelser og øge forskning og udvikling samt innovation nødvendige for at øge produktiviteten og beskæftigelsesmulighederne. Endelig er der brug for reformer af lønforhandlingssystemerne med henblik på at fjerne stivheder, da det medvirker til at mindske arbejdsløshedsforskellene blandt grupperne.

inden for aktiv arbejdsmarkedspolitik (især initiativer, der berører offentlige arbejdsformidlinger og uddannelse), herefter kommer pensionssystemer (hovedsagelig vedrørende pensionsniveau og godkendelseskriterier) og beskatning af arbejdskraft (i form af politikker, der først og fremmest påvirker indkomstbeskatning og arbejdsgivernes sociale bidrag).

Selv om adskillige eurolande har gjort fremskridt med vedtagelsen og gennemførelsen af strukturreformer, er der behov for en yderligere indsats på en række politikområder. Reformene bør navnlig øge beskæftigelsesmulighederne for unge og kvinder. Det er derfor vigtigt, at alle eurolandene fjerner markedsforvriddinger og konsekvent gennemfører tiltagene i de nationale reformprogrammer, som udgør kernen i

2.5 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

FORTSAT FORBEDRING AF BUDGETTERNE I 2007

Udviklingen i de offentlige finanser var fortsat relativt gunstig i 2007, hovedsagelig som følge af en betydelig økonomisk aktivitet, yderligere uventede indtægter, visse konsolideringstiltag og afviklingen af midlertidige tiltag, som øgede Italiens underskud i 2006. Ifølge eurolandenes opdaterede stabilitetsprogrammer faldt det gennemsnitlige offentlige underskud i euroområdet fra 1,5 pct. af BNP i 2006 til 0,8 pct. i 2007 se (tabel 5).⁸ Underskuddet i Italien og Portugal, de to lande i euroområdet, som er underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, faldt til henholdsvis 2,4 pct. og 3 pct. af BNP. For Italiens vedkommende viste nyere skøn et fald i underskuddet til 1,9 pct. af BNP. For Belgiens vedkommende viste nyere skøn for 2007 en underskudskvotient på 0,1 pct. af BNP og en gældskvotient på 85,1 pct. af BNP. For første

gang siden 2000 havde ingen af eurolandene i 2007 et underskud på over 3 pct. af BNP (indtægter fra salg af UMTS-licenser er ikke medregnet).

En sammenligning af tallene for 2007 med målsætningerne i de opdaterede stabilitetsprogrammer ultimo 2006 og primo 2007 viser, at det gennemsnitlige underskud for euroområdet forbedredes med 0,7 procentpoint af BNP. Denne forbedring kan overvejende tilskrives basiseffekten, som afspejler, at resultaterne for 2006 var bedre end forventet. Størstedelen af landene opnåede bedre resultater end beregnet i 2007, navnlig Tyskland, Luxembourg og Finland.

På baggrund heraf faldt den gennemsnitlige offentlige gældskvotient i euroområdet med næsten 2 procentpoint til 66,7 pct. af BNP, hvilket er det

⁸ Tallene for 2007 i stabilitetsprogrammerne er baseret på skøn og kan således afvige fra de endelige tal.

Tabel 5. Budgetstillinger i euroområdet

(I pct. af BNP)

Offentligt overskud (+)/underskud (-)

	2005	2006	2007
Euroområdet	-2,5	-1,5	-0,8
Belgien	-2,3	0,4	-0,3
Tyskland	-3,4	-1,6	0,0
Irland	1,2	2,9	0,5
Grækenland	-5,1	-2,5	-2,7
Spanien	1,0	1,8	1,8
Frankrig	-2,9	-2,5	-2,4
Italien	-4,2	-4,4	-2,4
Luxembourg	-0,1	0,7	1,0
Holland	-0,3	0,6	-0,4
Østrig	-1,6	-1,4	-0,7
Portugal	-6,1	-3,9	-3,0
Slovenien	-1,5	-1,2	-0,6
Finland	2,7	3,8	4,5

Offentlig bruttogæld

	2005	2006	2007
Euroområdet	70,3	68,6	66,7
Belgien	92,2	88,2	84,6
Tyskland	67,8	67,5	65,0
Irland	27,4	25,1	25,1
Grækenland	98,0	95,3	93,4
Spanien	43,0	39,7	36,2
Frankrig	66,7	64,2	64,2
Italien	106,2	106,8	105,0
Luxembourg	6,2	6,6	6,9
Holland	52,3	47,9	46,8
Østrig	63,4	61,7	59,9
Portugal	63,7	64,8	64,4
Slovenien	27,4	27,1	25,6
Finland	41,4	39,2	35,3

Kilder: Europa-Kommissionen (for 2005-06; for Belgien også 2007), opdaterede stabilitetsprogrammer (for 2007) samt ECBs beregninger. Anm.: Tallene for 2007 i stabilitetsprogrammerne er baseret på skøn og kan således afvige fra de endelige tal.

laveste gælds niveau målt i procent af BNP siden starten af tredje fase af ØMU i 1999. Frankrig samt Luxembourg og Irland, som begge har en lav gæld, afveg fra denne faldende tendens. Endvidere lå gældskvoten fortsat over referenceværdien på 60 pct. af BNP i seks lande. På trods af bedre resultater for de offentlige finanser øgede den offentlige sektor i euroområdet udstedelsen af gældsinstrumenter i 2007 (se boks 7).

Den gennemsnitlige strukturelle budgetsaldo (den konjunkturkorregerede budgetsaldo eksklusive engangstiltag og andre midlertidige foranstaltninger) i euroområdet steg fra -1,2 pct. af BNP i 2006 til -0,8 pct. i 2007. Denne forbedring

afspejlede i højere grad en kraftig vækst i skatteindtægterne, som er større end den vækst, der kan forklares med udviklingen i de forventede makroøkonomiske skattegrundlag, end den afspejlede konkrete konsolideringstiltag på udgiftssiden. Hvad angår de enkelte lande, var der en betydelig forbedring i de strukturelle balancer på 0,5 procentpoint af BNP eller mere i Tyskland, Grækenland, Italien, Portugal og Slovenien. I modsætning hertil var der i Irland og Holland en betydelig lempelse af de strukturelle budgetstillinger på over 1 procentpoint af BNP. Lidt over halvdelen af eurolandene opfyldte eller fortsatte med at opfylde deres budgetmål på mellemlangt sigt i 2007.

UDVIKLINGEN I DEN OFFENTLIGE SEKTORS USTEDELSE AF GÆLDSINSTRUMENTER OG OBLIGATIONSRENTESPÆNDENE I EUROOMRÅDET

På baggrund af stigende renter det meste af året øgedes euroområdet nettoudstedelse af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i 2007. Stigningen var bemærkelsesværdigt stor for kortfristede gældsinstrumenter. Væksten i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet var 2,8 pct. netto i december 2007, hvilket kun er 0,4 procentpoint højere end i 2006 (se tabel A).¹ Den offentlige sektors gæld som andel af BNP faldt dog i de fleste eurolande som følge af den stærke økonomiske vækst.

Tabel A. Gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene

(Ændring i pct. år/år; ultimo perioden)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Den offentlige sektor i alt	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8
<i>Langfristede gældsinstrumenter</i>	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3
Fastforrentede		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0
Variabelt forrentede		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4
<i>Kortfristede gældsinstrumenter</i>	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4

Kilde: ECB.

En af årsagerne til den procentvise stigning i den offentlige sektors udstedelse af kortfristede gældsinstrumenter i forhold til langfristede gældsinstrumenter i 2007 kan være stigningen i de lange renter i 1. halvår 2007. Som følge af den stejle rentekurve faldt den årlige vækst i langfristede gældsinstrumenter fra 3,4 pct. i 2006 til 2,3 pct. i 2007, mens den årlige vækst i kortfristede gældsinstrumenter steg kraftigt og endog blev positiv i 2007.

En analyse af strukturen af udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor viser, at den offentlige sektors udstedelse af gældsinstrumenter hovedsagelig varetages af staten. I 2007 stod den for 93,5 pct. af de udestående gældsinstrumenter, mens de øvrige offentlige delsektorer stod for de resterende 6,5 pct. Sidstnævnte er dog blevet mere aktive med årene, idet de næsten fordoblede deres udstedelse af gældsinstrumenter i perioden 1999-2006, mens statens udstedelse faldt støt i den samme periode.

Overordnet set fokuserer landene fortsat hovedsagelig på langfristede gældsinstrumenter. I 2007 stod den langfristede gæld for ca. 92,5 pct. af de udestående gældsinstrumenter, hvilket er en smule mindre end i 2006. Andelen af kortfristede gældsinstrumenter steg dog fra 7,1 pct. i 2006 til 7,5 pct. i 2007 (se tabel B). Tabel B viser også, at størstedelen af de langfristede gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor var fastforrentede. Andelen af variabelt forrentede udstedelser steg en smule i 2007 og fortsatte således den opadgående tendens, der begyndte i 2004.

¹ Vækstrater beregnes på grundlag af finansielle transaktioner og omfatter derfor ikke omklassifikationer, andre værdiændringer, valutakursudsving og andre ikke-transaktionsrelaterede ændringer. En nærmere beskrivelse findes i de tekniske noter til tabel 4.3 og 4.4 i afsnittet "Statistik for euroområdet" i ECBs Månedsoversigt.

Tabel B. Udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene

(I pct. af den offentlige sektors samlede udstedelse af gældsinstrumenter; ultimo perioden)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Staten	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
Langfristede gældsinstrumenter	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
Kortfristede gældsinstrumenter	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Andre dele af den offentlige sektor	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
Langfristede gældsinstrumenter	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
Kortfristede gældsinstrumenter	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Den offentlige sektor i alt									
Langfristede gældsinstrumenter	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
Fastforrentede	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
Variabelt forrentede	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
Kortfristede gældsinstrumenter	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Den offentlige sektor i alt, i milliarder euro	3.453,3	3.549,0	3.775,3	3.949,2	4.151,6	4.386,6	4.602,9	4.704,8	4.835,0

Kilde: ECB.

For at illustrere virkningen af stigende renter på den offentlige sektors rentebetalinger på gæld kan ændringen i rentebetalinger dekomponeres i tre effekter: i) en effekt som følge af ændringen i det offentlige gæld, ii) en effekt som følge af ændringer i renterne og iii) en residual krydseffekt.² Figur A viser, at i 2007 bidrog ændringerne i renterne for første gang siden 2000 positivt til den samlede ændring i rentebetalinger. Endvidere var påvirkningen fra ændringen i renterne større end effekten af ændringen i gæld.

Hvad angår forskellene mellem landene, har den 10-årige statsobligationsrente i Tyskland hidtil i gennemsnit ligget lavest blandt eurolandene, primært som følge af obligationernes højere likviditet og dermed deres benchmarkstatus. Figur B viser udviklingen i statsobligationsrentespændene for de eurolande, bortset fra Tyskland, som var underlagt budgetunderskudsproceduren ultimo 2006, i forhold til tyske obligationer.

Forskellen i statsobligationsrenten mellem eurolandene afspejler i sidste instans forskelle med hensyn til likviditet og kreditrisiko. Statsobligationsrentespændene viste to tydelige tendenser i 2007. I 1. halvår viste statsobligationsrentespændene en faldende tendens i visse eurolande. Under uroen på de finansielle markeder i 2. halvår 2007 og som følge af den generelle revurdering af risici steg de, navnlig i Grækenland, Frankrig, Italien og Portugal. De fald, som blev observeret mod slutningen af september, blev i november afløst af en stigning som følge af fornyet bekymring blandt investorerne over uroen på kreditmarkedet.

Den seneste udvidelse af rentespændet for statsobligationer bekræftes af figur C, som viser udviklingen i spændene for "credit default swaps" (CDS) mellem landene. CDS-spændene mellem landene kan også betragtes som mål for den kreditrisiko, der er forbundet med at besidde tilsvarende

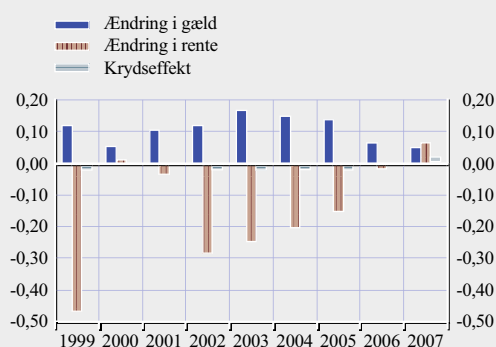
2 Ændringen i rentebetalinger, I , kan dekomponeres som følger:

$$\Delta I = \underbrace{\Delta B \times i}_{\text{Effekt af ændring i gæld}} + \underbrace{\Delta i \times B}_{\text{Effekt af ændring i renter}} + \underbrace{\Delta B \times \Delta i}_{\text{Krydseffekt (residual)}}$$

hvor B er den offentlige sektors gæld og i den gennemsnitlige implicite rente (I/B).

Figur A. Dekomponering af ændringen i rentebetalinger

(I pct. af BNP; årlige observationer)

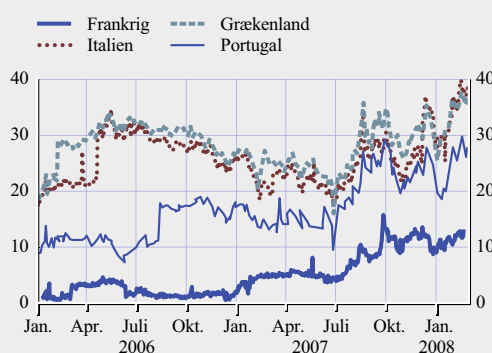


Kilder: Europa-Kommissionens AMECO-database samt ECBs beregninger.

statsobligationer. I denne forbindelse har CDS-spænd mellem landene den fordel, at de hverken forvrides af ændringer i de pågældende landes benchmarkobligationer eller påvirkes af en uoverensstemmelse mellem løbetider, samt at de er mere følsomme over for markedsændringer. I overensstemmelse med analysen af rentespændene for statsobligationer ovenfor er CDS-spændene også steget for de ovennævnte lande siden sommeren 2007. Tendensen fortsatte i begyndelsen af 2008.

Figur B. Rentespænd for statsobligationer over for Tyskland

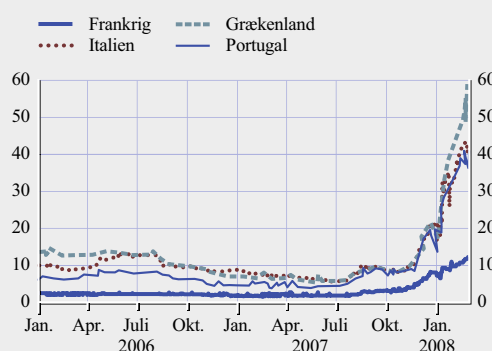
(I basispoint; daglige observationer)



Kilder: Reuters og ECBs beregninger.

Figur C. Udviklingen i "credit default swaps" mellem landene

(I basispoint; daglige observationer)



Kilde: Bloomberg.

BUDGETKONSOLIDERINGEN FORVENTES AT GÅ I STÅ I 2008

Ifølge de opdaterede stabilitetsprogrammer ultimo 2007 tyder eurolandenes budgetplaner for 2008 på, at faldet i den gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i euroområdet, som er observeret siden 2004, vil ophøre, og at underskuddet vil stige marginalt til 0,9 pct. af BNP. De offentlige udgifter og de offentlige indtægter forventes at falde med omtrent samme beløb (0,25 procentpoint af BNP). Med en økonomisk vækst, der stort set forventes at være i overensstemmelse

med potentialet, afspejler euroområdet næsten stabile gennemsnitlige underskud en nedgang eller endog en tilbagegang i konsolideringsbestræbelserne i visse lande og et faldende overskud i andre. På baggrund heraf forventes den gennemsnitlige offentlige gældskvotient for euroområdet at falde langsommere i 2008, nemlig med ca. 1,5 procentpoint til 65,1 pct. af BNP.

Nærmere bestemt forventes der ingen betydelige fremskridt med hensyn til konsolidering hen imod holdbare offentlige finanser i Frankrig og

Italien, idet deres samlede underskud vil ligge ganske tæt på referenceværdien på 3 pct. af BNP, som det også er tilfældet for Portugal. Fremskridtene i de øvrige lande, som endnu ikke har opfyldt deres målsætning på mellemlangt sigt, vil i gennemsnit være ret begrænsede, og i visse tilfælde vil de strukturelle budgetstillinger endog blive forringet. Antallet af lande, som opfylder deres målsætning på mellemlangt sigt, forventes at falde som følge af budgetforringelser i Tyskland og Irland.

MERE AMBITIØSE BUDGETKONSOLIDERINGSTILTAG ER NØDVENDIGE

Ifølge de opdaterede stabilitetsprogrammer vil de makroøkonomiske forhold også i 2008 fremme en hurtig opfyldelse af eurolandenes målsætninger på mellemlangt sigt. Stabilitets- og vækstpagten kræver, at eurolandene opnår årlige forbedringer i den strukturelle budgetsaldo på 0,5 pct. af BNP som et benchmark og forudsætter, at der iværksættes større konsolideringstiltag i gode tider. I april 2007 bekræftede eurogruppens ministre deres forpligtelse til at overholde stabilitets- og vækstpagtens principper for en sund finanspolitik. De anerkendte, at euroområdet oplever økonomisk gode tider, og forpligtede sig til fuldt ud at udnytte de forventede gunstige økonomiske forhold og skatteindtægterne, som er højere end forventet, til at fremskynde deres underskuds- og gældsreduktion. Eurogruppens ministre forpligtede sig til det mål, at de fleste eurolande skal have opfyldt deres målsætning på mellemlangt sigt i 2008 eller 2009, og at de alle skal have opfyldt den senest i 2010. Eurolande, som allerede har nået deres målsætning på mellemlangt sigt, forventes at bevare deres sunde budgetstilling for at undgå finanspolitiske lemper i gode tider. I oktober 2007 vedtog Ecofin-Rådet en række tiltrængte foranstaltninger til at gøre stabilitets- og vækstpagten mere effektiv, navnlig ved at styrke dens forebyggende del. De bekræftede også behovet for at overholde pagtens benchmarkmål for strukturel konsolidering på 0,5 pct. af BNP om året. Usikkerheden om, hvordan turbulensen på de finansielle markeder, som begyndte i sommeren 2007, vil påvirke økonomien og budgettet, betyder, at der kræves

større forsigtighed ved fastlæggelsen af finanspolitikken.

De eurolande, som stadig er underlagt budgetunderskudsproceduren, bør nedbringe deres underskudskvotient til under referenceværdien på 3 pct. af BNP på en holdbar måde. De bør også både forbedre den strukturelle budgetsaldo med benchmarket på 0,5 pct. af BNP og opfylde de yderligere konsolideringskrav, som fremgår af de respektive henstillinger fra Ecofin-Rådet. For at undgå risikoen for at overskride referenceværdien for underskud i den nærmeste fremtid er det vigtigt at fortsætte fremskridtet hen imod holdbare offentlige finanser, efter at underskuddet er blevet nedbragt til under 3 pct. af BNP. Ellers kan en ugunstig udvikling medføre, at referenceværdien hurtigt overskrides igen. Ifølge de aktuelle prognoser i stabilitetsprogrammerne for de to lande, som er underlagt budgetunderskudsproceduren, nemlig Italien og Portugal, vil underskuddet være nedbragt til under 3 pct. af BNP i 2008, men fortsat ligge højt, så yderligere konsolidering er påkrævet.

Andre eurolande, som ikke har nået deres målsætninger på mellemlangt sigt i 2007, bør følge en konsolideringsstrategi, som er i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpagtens krav. Disse krav omfatter strukturel konsolidering på 0,5 pct. af BNP som benchmark, og at konsolideringsbestrebelse øges i lande, der har gode tider. Endvidere bør eurolandene, som nævnt ovenfor, opfylde deres målsætninger på mellemlangt sigt senest i 2010. Ifølge de seneste opdaterede stabilitetsprogrammer synes overholdelsen af disse politiske forpligtelser at være begrænset. Navnlig Irland, Grækenland, Frankrig og Italien forventes ikke at have nået deres målsætninger på mellemlangt sigt i 2010, og de finanspolitiske strukturelle justeringer i Belgien, Frankrig, Italien og Østrig opfylder ikke benchmarkkravet på 0,5 pct. af BNP i 2008. Denne udvikling er skuffende, da visse lande fortsat nyder godt af usædvanligt høje indtægter, der øger de strukturelle budgetsaldi, selv om det langt fra er sikkert, at de er af permanent karakter. Manglende opfyldelse af stabilitets- og vækstpagtens krav og de seneste politiske forpligtelser går ud

over troværdigheden af stabilitets- og vækstpagtens forebyggende del.

De eurolande, der allerede har nået deres målsætninger på mellemlangt sigt, bør i gode tider undgå konjunkturmedløbende finanspolitikker, som vil øge inflationen og de makroøkonomiske ubalancer. De frit virkende automatiske stabilisatorer vil bidrage til at udjævne de makroøkonomiske udsving. Visse lande, som nåede deres målsætninger på mellemlangt sigt i 2007, planlægger at afvige fra denne strukturelle budgetstilling i 2008.

En mere målrettet indsats i eurolandene for at opnå og bevare sunde offentlige finanser er ikke kun nødvendig af hensyn til den kortsigtede makroøkonomiske stabilisering, idet de automatiske stabilisatorer får mulighed for at virke frit, men også for at styrke de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt. En lavere offentlig gældsbyrde vil delvis opveje udgiftspresset som følge af befolkningens aldring i de kommende årtier. Andre foranstaltninger, som kan bidrage til at øge de offentlige finansers holdbarhed, er reformer inden for sundheds- og pensionssystemer samt en øgning af det effektive udbud af arbejdskraft. Hvis konsekvenserne af befolkningens aldring ikke afhjælpes i tide, vil det sætte de offentlige finansers holdbarhed på spil og øge byrden for de fremtidige generationer.

Det ser ud til, at en del af den høje vækst i indtægterne er blevet brugt til at øge det offentlige forbrug i visse lande, hvilket tyder på, at der er en risiko for ekspansive finanspolitikker og en gentagelse af de politiske fejltagelser, som blev begået i 2000-01, hvor sikkerhedsmarginerne blev udhulet, så flere lande blev underlagt budgetunderskudsproceduren, da de økonomiske forhold forringedes (se boks 8). Bindende nationale finanspolitiske rammer på mellemlangt sigt vil, hvis de er hensigtsmæssige og gennemføres konsekvent, bidrage til at imødegå det indendlandske pres for at anvende uventede indtægter til yderligere udgifter eller skattelettelser og bidrage til at skabe en tilstrækkelig stor stødpude mod, at underskuddet overskrider referenceværdien på 3 pct. af BNP. Regler af denne art skal udfærdiges forudgående og bør omfatte øremærkning af usædvanligt store indtægter til underskuds- og gældsreduktion. Større udgifter på prioritetsområder eller nedsættelse af skatter og sociale bidrag for at øge kvaliteten af de offentlige finanser bør primært finansieres ved hjælp af udgiftsbesparelser for at undgå, at skattebyrden og/eller budgetunderskuddet stiger. Øget effektivitet i tilvejebringelsen af de offentlige tjenesteydelser generelt, og navnlig i den offentlige forvaltning, samt i de offentlige indtægtsstrukturer, er en effektiv måde, hvorpå budgetressourcer kan frigøres til mere produktive formål.

Boks 8

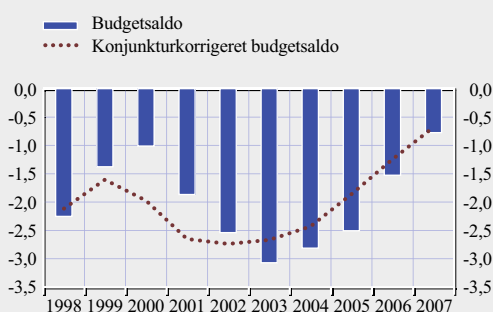
VIGTIGT AT TAGE VED LÆRE AF DE FINANSPOLITISKE ERFARINGER FRA 2000-01

I 2007 forventes den offentlige underskudskvotient for euroområdet at være faldet til 0,8 pct. af BNP. Hvis der ses bort fra indtægterne fra salget af UMTS-licenser, er det et lavere niveau end i 2000, hvor den tidligere konjunkturcyklus nåede sit toppunkt (se figur A). Fremover er det af største vigtighed ikke at gentage de finanspolitiske fejl fra de første år i dette årti, som betød, at budgetstillingerne hurtigt forringedes, og at en række eurolande opbyggede uforholdsmæssigt store underskud. I denne forbindelse peger erfaringerne på, at der er en tendens til at overvurdere styrken af den underliggende budgetstilling i gode tider, hvilket kræver, at der føres en særlig forsigtig finanspolitik under gunstige økonomiske forhold.

I 1999-2000, hvor den sidste konjunkturcyklus nåede sit toppunkt, gennemførte en række lande ekspansive finanspolitiske foranstaltninger (hovedsageligt skattelettelser). Disse foranstaltninger blev i lyset af de gunstige økonomiske fremskrivninger og skønnene over de underliggende (kon-

Figur A. Udviklingen i de offentlige finanser 1998-2007

(I pct. af BNP)

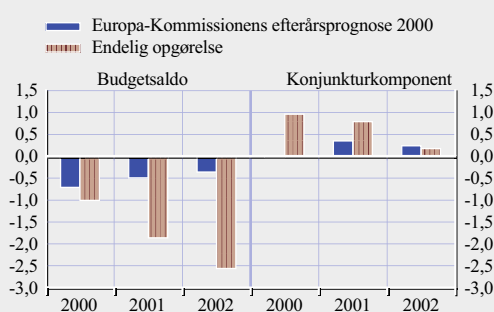


Kilder: Europa-Kommissionen (AMECO-databasen) samt ECBs beregninger.

Anm.: Tallene for budgetsaldoen inkluderer ikke indtægter fra salget af UMTS-licenser.

Figur B. Budgetsaldoen og konjunkturkomponenten

(I pct. af BNP)



Kilder: Europa-Kommissionen (AMECO-databasen) samt ECBs beregninger.

Anm.: Tallene for budgetsaldoen inkluderer ikke indtægter fra salget af UMTS-licenser.

junkturkorrigerede) budgetstillinger, som forelå på det tidspunkt, vurderet som værende "overkommelige". Set i bakspejlet blev styrken af landenes underliggende budgetstillinger imidlertid overvurderet. Da euroområdet oplevede en uventet økonomisk afmatning, forringedes budgetsaldoene hurtigt, og flere lande overskred i løbet af kort tid referenceværdien på 3 pct. af BNP (se figur B, venstre del).

Der er to tekniske problemer, der hindrer en præcis vurdering af den "reelle" konjunkturkorrigerede budgetsaldo. Det første problem er, at det er vanskeligt at vurdere konjunktursituationen i realtid. I efteråret 2000 forventede ikke blot Europa-Kommissionen, men også de fleste professionelle prognosemagere en fortsat forbedring af euroområdet budgetstilling. Denne vurdering var baseret på den antagelse, at produktionsgabets – og dermed konjunkturkomponenten i budgetbalancen – var tæt på nul, og at de økonomiske forhold i den nærmeste fremtid fortsat ville have en positiv indflydelse på budgetsaldoen. I realiteten gik euroområdet økonomi i 2001 ind i en nedgangsfase. Det gav anledning til betydelige ex post-revisioner af skøn over produktionsgabets og konjunkturkomponenten budgetbalancen (se figur B, højre del). Det endelige resultat for 2000 viste således en kraftig positiv konjunktoreffekt på ca. 1 pct. af BNP. Konjunkturbidraget derimod skønnedes at være nul i det pågældende år.

Det andet problem er den usikkerhed, der er forbundet med udviklingen i skatteindtægterne i konjunkturforløbet. De aktuelle metodologier, der ligger til grund for prognoser og konjunkturtilpasninger, bygger på et forholdsvis stabilt forhold mellem væksten i skatteindtægter og væksten i BNP eller, i disaggregerede metodologier, væksten i andre makroøkonomiske skattegrundlag, som også er nationalregnskabsaggregater. I perioder med opsving er væksten i især avance- og kapitalgevinstbeskatningen dog meget højere end væksten i de antagede makroøkonomiske grundlag, hvorefter disse skatter falder markant under den efterfølgende nedgang. Forekomsten og omfanget af sådanne effekter er vanskelige at forudsige, da de afhænger af faktorer som fx tidspunktet, hvor kapitalgevinster realiseres, og komplekse skatteregler, som normalt tillader, at overskud i et år modregnes i tidligere års tab. En opdeling af ændringerne i det offentlige indtægter som andel af BNP siden 2000 viser, at indtægtstabene i 2000 og 2001 hovedsagelig skyldtes skattelettelser, men at de blev forværret af andre faktorer, som bidrog til faldet i skatteindtægterne, navnlig i 2002. Derimod

steg indtægterne som andel af BNP betydeligt i 2005 og 2006 på trods af en relativ mangel på skatteøgende foranstaltninger. Muligheden for, at indtægter af denne art kan forsvinde i den nærmeste fremtid, udgør en nedadrettet risiko for de aktuelle budgetudsigter.

På grundlag af erfaringerne fra de finanspolitiske fejlvurderinger i 2000-01 er det vigtigt ikke at fortolke budgetforbedringer i gode tider som strukturelle, heller ikke selv om ændringer i den konjunkturkorrigerede budgetsaldo måtte pege i denne retning. Som vedtaget af Eurogruppen i april 2007 bør uventet store skatteindtægter i gode tider anvendes til underskuds- og gældsreduktion frem for til øget forbrug eller til at give skattelettelser på en potentielt uholdbar måde.

2.6 UDVIKLINGEN I VALUTAKURSER OG BETALINGSBALANCEN

DEN EFFEKTIVE EUROKURS FORTSATTE MED AT APPRECIERE I 2007

Efter en vis nedgang i 2005 fra toppunktet ultimo 2004 rettede den nominelle effektive eurokurs sig stort set igen i 2006. I forlængelse heraf fortsatte euroen indledningsvis med at appreciere i 2007. Den opadgående tendens blev kortvarigt afbrudt mellem maj og medio august, da euroen bevægede sig inden for et relativt smalt bånd. Som følge af uroen på de globale finansielle markeder deprecierede euroen i august, hvorefter den apprecierede kraftigt i resten af året. Ultimo året var den nominelle effektive eurokurs 6,3 pct. stærkere end i begyndelsen af januar og lå 8,2 pct. over gennemsnittet i 2006. Apprecieringen var særlig udtalt over for den amerikanske dollar. Endvidere apprecierede euroen også kraftigt over for det britiske pund. Over for den japanske yen, den kinesiske renminbi og schweizerfrancen apprecierede den mere moderat.

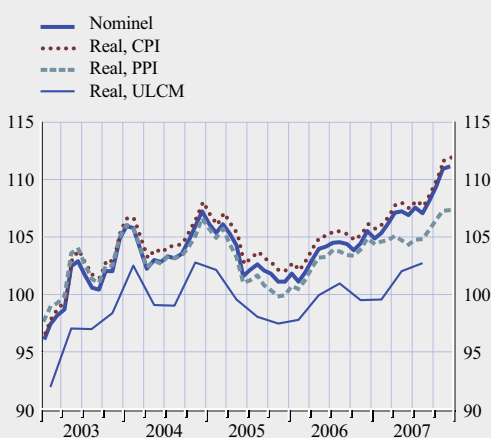
Euroens appreciering over for den amerikanske dollar var først og fremmest drevet af ændrede markedsvurderinger af de to økonomiske områders relative konjunkturodsigter, til fordel for euroområdet, og af udviklingen i rentespændet. Derudover har USA's vedvarende store underskud på betalingsbalancens løbende poster i et vist omfang sandsynligvis også bidraget til svækkelsen af dollaren. I årets første måneder stod de forholdsvis robuste nøgletal for euroområdet i modsætning til de mere blandede nøgletal for USA, hvilket førte til en indsnævring af ren-

tespændet mellem de to økonomier. Fra maj til medio august svingede EUR/USD-kursen noget som følge af markedsdeltagernes revurdering af den relative konjunktursituation i de to økonomier. Efter indledningsvis at være deprecieret i en kort periode som følge af turbulensen på de finansielle markeder, der blev udløst af bekymringer over likviditetsforholdene på de globale penge- og kreditmarkeder, apprecierede euroen kraftigt over for den amerikanske dollar fra ultimo august til ultimo november. Den amerikanske dollars svækkelse synes at hænge sammen med markedsdeltagernes nedjustering af deres forventninger om vækst i den amerikanske økonomi, som navnlig kan tilskrives svagere nøgletal end forventet for det amerikanske bolig- og arbejdsmarked. Efter at have nået et niveau på USD 1,49 den 27. november 2007 deprecierede euroen en smule og lå den 31. december 2007 på USD 1,47, hvilket er 11,8 pct. over niveauet primo året.

Euroen styrkedes også over for den japanske yen i 2007, når man ser bort fra en kortvarig betydelig volatilitet. En af de vigtigste årsager til den japanske yens udvikling synes at have været en ændring i holdningen til risiko blandt de internationale investorer samt en ændring i interessen for "carry trade"-transaktioner. Lave japanske renter, en historisk lav implicit volatilitet og de internationale investorers gunstige holdning til risiko menes at have ført til en betydelig stigning i antallet af udestående "carry trades". Den 13. juli nåede euroen et højt niveau på JPY 168,68. Apprecieringen ophørte efterfølgende som følge af turbulensen på de globale finansielle marke-

Figur 33. Nominelle og reale effektive eurokurser¹⁾

(Månedlige/kvartalsvise observationer, indeks: 1. kvrt. 1999 = 100)



Kilde: ECB.

1) Indeks for den effektive valutakurs over for 24 af euroområdet væsentlige handelspartnere (EER-24). En stigning i EER-24-indeksene repræsenterer en appreciering af euroen. De seneste observationer vedrører december 2007 for månedlige observationer og 3. kvartal 2007 for det ULCM-baserede reale EER-24. Den seneste observation for ULCM-indeks er delvis baseret på skøn.

der, der medførte en revurdering af risiko blandt de internationale investorer og synes af have medført en betydelig afvikling af "carry trades". Fra medio august til medio oktober styrkedes euroen dog igen over for den japanske yen, om end bevægelserne i EUR/JPY-kursen resten af året var præget af en betydelig volatilitet uden nogen klar retning. Den 31. december 2007 lå euroen på JPY 164,93, hvilket er 5,1 pct. højere end i begyndelsen af året.

Euroen apprecierede også betydeligt over for det britiske pund i 2007 (med 9,2 pct.), først og fremmest i perioden mellem september og december. Ultimo december 2007 lå euroen på GBP 0,73, hvilket er det højeste niveau siden euroens indførelse i 1999. Det britiske punts svækkelse menes at hænge sammen med markedets forventninger om, at Bank of England ville sænke den pengepolitiske rente yderligere som følge af de mindre gunstige finansielle og økonomiske udsigter.

Euroen styrkedes også i forhold til visse asiatiske handelspartners valutaer, hvilket delvis afspejlede deres formelle eller uformelle tilknytning til den amerikanske dollar. Euroen apprecierede markant over for den koreanske won (12,5 pct.) og Hongkong-dollar (12,1 pct.) og mere moderat over for Singapore-dollar (4,8 pct.) og den kinesiske renminbi (4,6 pct.). Den forholdsvis beherskede appreciering over for den kinesiske renminbi afspejler til en vis grad de kinesiske myndigheders øgede tilbøjelighed til at tillade en kraftigere appreciering af den kinesiske renminbi i forhold til den amerikanske dollar, især mod slutningen af året. Euroens appreciering i forhold til disse valutaer blev delvis opvejet af dens depreciering over for den polske zloty (med 6,2 pct.), den canadiske dollar (med 5,4 pct.), den norske krone (med 3,4 pct.) og den tjekniske koruna (med 3,1 pct.).

De reale effektive eurokurser – baseret på forskellige omkostnings- og prismål – apprecierede også i 2007 (se figur 33). I 4. kvartal 2007 lå den reale effektive eurokurs baseret på forbrugerpriserne ca. 5,5 pct. over niveauet et år tidligere.

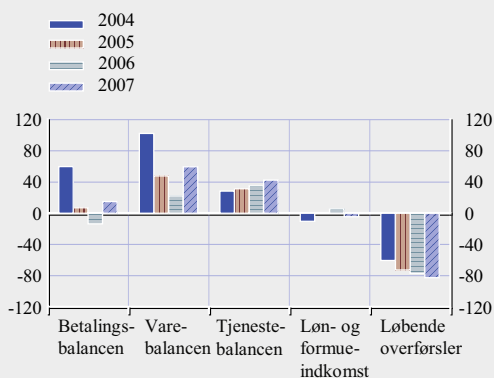
OVERSKUD PÅ DE LØBENDE POSTER I 2007

Euroområdet løbende poster viste i 2007 et overskud på 15,0 mia. euro (eller 0,2 pct. af BNP for euroområdet) i forhold til et underskud på 13,6 mia. euro i 2006. Det kan i høj grad tilskrives en stigning i overskuddet på varebalancen på 37,3 mia. euro og i mindre grad en stigning i overskuddet på tjenestebalancen på 7,2 mia. euro. Overskuddene blev kun delvis opvejet af et skift til et underskud på løn- og formueindkomst og en stigning i underskuddet på løbende overførsler (se figur 34).

Efter en usædvanlig stærk vækst i 2006 steg værdien af varehandlen med lande uden for euroområdet i et langsommere tempo i 2007. Eksportværdien af varer steg med 8,1 pct. i 2007 i forhold til 14,3 pct. i 2006. Samtidig faldt væksten i vareimporten mere markant fra 17,0 pct. i 2006 til 5,5 pct. i 2007. Dette fald var en af de vigtigste årsager til den generelle forbedring af euroområdets løbende poster. Derimod steg importen og eksporten af tjenesteydelser noget

Figur 34. Betalingsbalancens løbende poster

(Årlige observationer; milliarder euro; sæsonkorrigerede observationer)



Kilde: ECB.

kraftigere i 2007 i end i 2006 og opvejede delvis den svagere vækst i varehandlen.

Tal for fordelingen af varehandlen efter mængder og priser foreligger frem til november 2007. Tallene viser, at den aftagende vækst i eksportværdien hovedsagelig afspejlede udviklingen i eksportmængden. En noget svagere vækst i den udenlandske efterspørgsel og euroens appreciering bidrog til nedgangen i eksporten til lande uden for euroområdet i 1. halvår 2007. Udviklingen kan ikke desto mindre i et vist omfang også ses som en normalisering efter en periode med usædvanlig stærk vækst i slutningen af 2006. Efterfølgende tiltog væksten i eksportmængden igen i 3. kvartal 2007, hvilket stort set afspejlede en stigning i den udenlandske efterspørgsel. En geografisk fordeling af euroområdets varehandel viser, at eksporten til Asien, især Kina, og de central- og østeuropæiske lande fortsat var særlig dynamisk i 2007 som følge af den kraftige økonomiske aktivitet i disse regioner. Eksportmængden til USA faldt absolut set (se figur 35). Ikke desto mindre har euroens appreciering tilsyneladende indtil nu kun haft en relativt behersket indflydelse på euroområdets eksport, som hovedsagelig har været drevet af en fortsat robust vækst i den udenlandske efterspørgsel. Samtidig steg eksportpriserne kun moderat, hvilket tyder

på, at virksomhederne i euroområdet har tilpasset deres avancer for at udligne nedgangen i pris- og omkostningskonkurrenceevnen som følge af euroens appreciering.

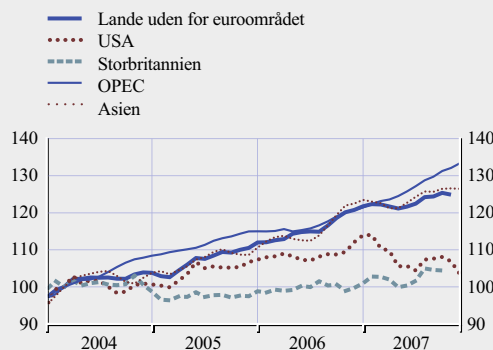
I 2007 fulgte importmængderne den samme tendens som eksportmængderne. Efter en afdæmpet vækst i 1. halvår 2007 steg de i 2. halvår, hvilket afspejlede en fornyet stigning i erhvervsinvesteringerne og euroens appreciering. Efter en betydelig nedgang mod slutningen af 2006 steg importpriserne igen i 2007. Stigningen skyldtes hovedsagelig de store stigninger i oliepriserne, der delvis blev udlignet af euroens appreciering. I 12-måneders perioden frem til oktober 2007 lå underskuddet på handlen med olie på 161 mia. euro i forhold til 170 mia. euro året før.

NETTOINDSTRØMNINGEN AF DIREKTE INVESTERINGER OG PORTEFØLJEINVESTERINGER FALDT I 2007

Euroområdets finansielle poster viste en nettoindstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer på 124 mia. euro i 2007 i forhold til en nettoindstrømning på 140 mia. euro i 2006. Denne nedgang afspejlede hovedsagelig et fald i nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer på 44 mia. euro, som til en vis grad blev

Figur 35. Euroområdets eksportmængder til udvalgte handelspartnere

(Indeks: 1. kvrt. 2004 = 100, sæsonkorrigerede 3-måneders glidende gennemsnit)

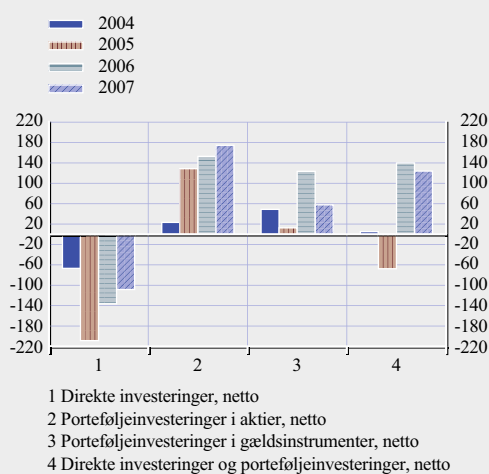


Kilde: ECB.

Anm.: De seneste observationer vedrører december 2007 (bortset fra lande uden for euroområdet (november) og Storbritannien (oktober)).

Figur 36. Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet

(Årlige observationer; milliarder euro)



Kilde: ECB.

opvejet af en lavere nettoudstrømning af direkte investeringer på 28 mia. euro (se figur 36).

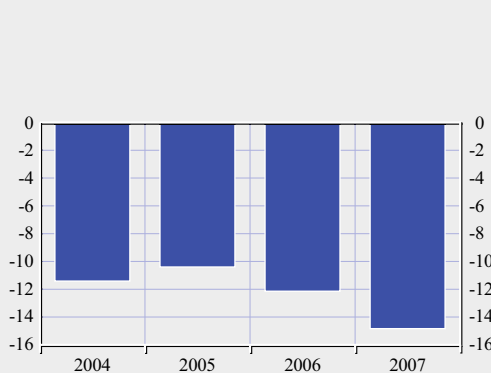
En mindre nettoindstrømning af gældsinstrumenter på 60 mia. euro i forhold til 124 mia. i 2006 tegnede sig for størstedelen af faldet i nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer og afspejlede især ikke-residenters betydeligt mindre nettokøb af obligationer udstedt i euroområdet. Udviklingen dækker imidlertid over to tydelige tendenser i 2007: Efter en kraftig stigning i begyndelsen af året aftog nettoindstrømningen af gældsinstrumenter efterfølgende.

Hvad angår aktier, udgjorde nettoindstrømningen i euroområdet 175 mia. euro i forhold til 153 mia. i 2006. Stigningen skyldtes hovedsagelig residenter i euroområdets betydeligt mindre nettokøb af udenlandske aktier (der faldt fra 156 mia. euro til 50 mia. euro), som kun delvis blev udlignet af en nedgang i udenlandske investorer købt af aktier udstedt i euroområdet.

Alt i alt peger de seneste observationer på, at euroområdets finansielle poster blev påvirket af

Figur 37. Kapitalbalancen over for resten af verden, netto

(I pct. af BNP)



Kilde: ECB.

Anm.: Observationer ultimo året med undtagelse af 2007 (3. kvartal).

turbulensen på kreditmarkedet, som begyndte i august 2007. På trods af en vis stigning i oktober 2007 synes euroområdets investorer og de udenlandske investorer at have mindsket deres udenlandske investeringer i både gældsinstrumenter og aktier i kølvandet på turbulensen, hvilket kan afspejle en mere forsigtig udenlandsk investeringsstrategi.

Hvad angår direkte investeringer, afspejler den mindre nettoudstrømning i 2007 hovedsagelig en større indstrømning af udenlandske direkte investeringer i euroområdet. Samtidig var euroområdets virksomheders direkte investeringer i udlandet fortsat relativt store. Det afspejlede euroområdets multinationale selskabers høje indtjening, som er vokset støt i de seneste år. Endvidere kan euroområdets virksomheder have draget fordel af euroens styrkelse ved at købe aktiver i udlandet.

På grundlag af 4-kvartalers akkumulerede strømme frem til 3. kvartal 2007 var USA, Storbritannien, finansielle offshorecentre, Schweiz og landene, der har tiltrådt EU siden 2004, ho-

vedmodtagere af euroområdet direkte investeringer. USA og Storbritannien var de største investorer i euroområdet i denne periode.

KAPITALBALANCEN OVER FOR RESTEN AF VERDEN FØRINDEDE YDERLIGERE I 2007

Tal for euroområdet kapitalbalance over for resten af verden frem til 3. kvartal 2007 viser, at euroområdet havde nettopassiver over for resten af verden på 1.299 mia. euro (hvilket er 14,8 pct. af euroområdets BNP) i forhold til nettopassiver på 1.024 mia. euro (12,1 pct. af BNP) ultimo 2006 (se figur 37). Denne stigning i nettopassiverne i 2007 kunne overvejende tilskrives en stigning i nettopassivposten for porteføljeinvesteringer (på 340 mia. euro) og andre investeringer (på 72 mia. euro), der blev opvejet af en stigning i nettoaktivposten for direkte investeringer (på 80 mia. euro) og finansielle derivater (på 43 mia. euro). Reserveaktiverne var stort set uændrede.

Samlet set skyldtes stigningen i euroområdets nettopassiver hovedsagelig effekter af værdiændringer som følge af ændringer i aktivpriser samt udsving i eurokursen. En appreciering af euroen mindsker typisk euroværdien af aktiver mere end værdien af passiver og fører til en stigning i nettodebitortillingen.

3 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET

DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet var fortsat robust i 2007 (se tabel 6).⁹ Tendensen til øget økonomisk aktivitet var generel, men den årlige vækst varierede betydeligt landene imellem. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP var højest i de baltiske lande og Slovakiet, hvor den lå omkring 8 pct. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP var også meget høj i Bulgarien, Tjekkiet, Polen og Rumænien, hvor den lå på mellem 6,0 pct. og 6,5 pct. Væksten i realt BNP var lavest i Danmark og Ungarn med henholdsvis 1,8 pct. og 1,3 pct. I Cypern, Malta, Sverige og Storbritannien, var væksten fortsat robust med mellem 2,8 pct. og 4,4 pct.

I de fleste EU-lande uden for euroområdet var den økonomiske aktivitet drevet af den indenlandske efterspørgsel. Det private forbrug blev stimuleret af stigninger i den disponible realindkomst, store lønstigninger og stigende beskæftigelse. Væksten i faste bruttoinvesteringer var positivt påvirket af bl.a. en længere periode med gunstige finansieringsforhold og en kraftigere

indstrømning af EU-strukturfondsmidler i mange lande. I de fleste af landene bidrog kraftige stigninger i kreditgivningen og ekspansive finanspolitikker også til robust vækst i den indenlandske efterspørgsel.

På trods af en solid vækst i den udenlandske efterspørgsel bidrog nettoeksporten negativt til væksten i de fleste EU-lande uden for euroområdet, da en kraftig importefterspørgsel oversteg eksportvæksten. Nettoeksporten ydede kun et væsentligt positivt bidrag til væksten i realt BNP i Ungarn, Malta, Slovakiet og Sverige. Alt i alt har eksportvæksten været robust i 2007, selv om den faldt i de fleste lande i forhold til 2006. Eksportvæksten blev drevet af den kraftige efterspørgsel hos de vigtigste handelspartnere og betragtelige udenlandske direkte investeringer i de seneste år, mens importvæksten kan tilskrives en

9 Landene uden for euroområdet, som der henvises til i dette afsnit, er de 14 medlemslande uden for euroområdet i perioden frem til ultimo december 2007 (dvs. Bulgarien, Tjekkiet, Danmark, Estland, Cypern, Letland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Rumænien, Slovakiet, Sverige og Storbritannien).

Tabel 6. Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet

(Ændring i pct. år/år)

	2004	2005	2006	2007	2007 1. kvrt.	2007 2. kvrt.	2007 3. kvrt.	2007 4. kvrt.
Bulgarien	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
Tjekkiet	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Danmark	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estland	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Cypern	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Letland	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Litauen	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Ungarn	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Polen	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Rumænien	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Slovakiet	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Sverige	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Storbritannien	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
EU11 ¹⁾	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
EU14 ²⁾	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Euroområdet	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Kilde: Eurostat.

Anm.: De kvartalsvise observationer er sæsonkorrigerede, bortset fra Bulgarien, Tjekkiet, Malta og Rumænien (ikke sæsonkorrigeret) og Ungarn, Polen, Sverige og Storbritannien (sæsonkorrigeret og korrigeret for antal arbejdsdage).

1) EU11 omfatter de 11 lande, der tiltrådte EU 1. maj 2004 og 1. januar 2007 (bortset fra Slovenien).

2) EU14 omfatter de 14 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2007.

robust indenlandsk efterspørgsel og eksportens relativt høje importandel.

I takt med den øgede økonomiske aktivitet forbedredes situationen på arbejdsmarkedet fortsat i de fleste EU-lande uden for euroområdet i 2007. Arbejdsløsheden fortsatte med at falde, hovedsagelig som følge af den kraftige vækst i beskæftigelsen. Forholdene på arbejdsmarkedet strammedes dog yderligere i mange lande, navnlig i de baltiske lande, Danmark og Storbritannien. Internationale arbejdskraftstrømme påvirkede fortsat udbuddet af arbejdskraft i mange lande. Navnlig Bulgarien, Letland, Litauen, Polen og Rumænien har i de senere år oplevet en stor udstrømning af arbejdskraft. Det samme gjorde sig gældende for Estland i 2007. Der er således opstået mangel på kvalificeret arbejdskraft og flakskehelse i flere sektorer af disse landes økonomier, hvilket har bidraget til at øge lønpresset. Derimod har Tjekkiet, Danmark, Cypern, Ungarn, Malta, Slovakiet, Sverige og Storbritannien oplevet en positiv nettoindvandring.

PRISUDVIKLINGEN

HICP-inflationen steg betragteligt i mange EU-lande uden for euroområdet i 2007 (se tabel 7).

Inflationen var højest i de hurtigt voksende baltiske lande, Bulgarien, Ungarn og Rumænien (mellem 4,9 pct. og 10,1 pct.) og lå tæt på eller en smule over gennemsnittet for euroområdet i de fleste andre EU-lande uden for euroområdet (mellem 0,7 pct. og 3,0 pct.). Den gennemsnitlige inflation lå i 2007 på eller under 2 pct. i Danmark, Malta, Slovakiet og Sverige, men steg også i disse lande op mod årsskiftet hovedsagelig på grund af stigende importpriser på fødevarer og energi.

Inflationens opadgående tendens i EU-landene uden for euroområdet i 2007 kunne delvis tilskrives en betydelig stigning i energi- og fødevarerpriserne. Endvidere bidrog en hastig vækst i den indenlandske efterspørgsel i størstedelen af landene til det underliggende inflationspres.

Energipriserne steg i de fleste EU-lande uden for euroområdet. Fødevarerpriserne steg også betydeligt, især i de baltiske lande, Bulgarien og Ungarn, hvilket generelt kunne tilskrives ugunstige vejrforhold, fødevarerpriserne på verdensmarkederne og en øget global efterspørgsel. Endvidere bidrog den stærke indenlandske efterspørgsel til at øge inflationspresset, navnlig i lande med

Tabel 7. HICP-inflation i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet

(Ændring i pct. år/år)								
	2004	2005	2006	2007	2007 1. kvrt.	2007 2. kvrt.	2007 3. kvrt.	2007 4. kvrt.
Bulgarien	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
Tjekkiet	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Danmark	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estland	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Cypern	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Letland	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Litauen	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Ungarn	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Polen	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Rumænien	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Slovakiet	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Sverige	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Storbritannien	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
EU11 ¹⁾	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
EU14 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Euroområdet	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Kilde: Eurostat.

1) EU11 omfatter de 11 lande, der tiltrådte EU 1. maj 2004 og 1. januar 2007 (bortset fra Slovenien).

2) EU14 omfatter de 14 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2007.

markant vækst i det private forbrug, som kunne tilskrives en kraftig vækst i kreditgivningen på baggrund af negative realrenter og en betydelig kapitalindstrømning. Inflationspresset skyldtes i mange lande også en betydelig lønvækst, idet forholdene på arbejdsmarkedet strammedes yderligere. Især steg de nominelle lønninger markant i de lande, der oplevede størst produktionsvækst (dvs. de baltiske lande, Bulgarien og Rumænien), hvor lønvæksten oversteg produktionsvæksten, hvilket udløste en hurtig (i de fleste tilfælde tocifret) vækst i enhedslønomsatningerne. Udviklingen i importpriserne var markant forskellig i landene, hvilket delvis afspejler en forskellig valutakursudvikling. I lande med stor valutakursfleksibilitet havde valutaens appreciering generelt en afdæmpende effekt på importpriserne og – som følge af landenes forholdsvis store åbenhed – i sidste ende på den samlede inflation.

FINANSPOLITIK

Finanspolitikkerne i EU-landene uden for euroområdet var fortsat uensartede i 2007. Bulgarien, Danmark, Estland, Cypern, Letland og Sverige havde budgetoverskud, mens de øvrige lande havde budgetunderskud (se tabel 8). Budgetresultatet i 2007 lå på linje med eller over budgetmålene i de opdaterede konvergensprogrammer fra ultimo 2006 eller primo 2007, undtagen i Rumænien og Storbritannien. I mange tilfælde skyldtes det dog udgangspunktet ultimo 2006, som var bedre end forventet i programmet, og voksende skatteindtægter, der delvis kan tilskrives højere BNP-vækst end oprindeligt forventet. Den strukturelle budgetkonsolidering synes at være gået i stå i de fleste lande. Kun Cypern, Ungarn, Polen og Sverige skønnes at have opnået en positiv ændring i den konjunkturkorrigerede budgetsaldo på mindst 0,5 pct. af BNP mellem 2006 og 2007 (ekskl. enkeltstående og andre midlertidige foranstaltninger). I modsætning hertil gennemførte en række lande trods stærk produktionsvækst faktisk en konjunkturmedløbende lempelse af finanspolitikken.

Ved udgangen af 2007 var Tjekkiet, Ungarn, Polen og Slovakiet underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

Ifølge de opdaterede konvergensprogrammer 2007-08 faldt underskudskvotienten i alle disse lande i 2007, bortset fra Tjekkiet. Det tjekkiske finansministerium meddelte dog i januar 2008, at underskuddet for 2007 kun forventes at blive 1,9 pct. af BNP og ikke 3,4 pct. af BNP, som det fremgår af konvergensprogrammet. Kun i Slovakiet pegede konvergensprogrammet på, at underskudskvotienten igen ville falde til under referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2007.

Hvad angår Ecofin-Rådets væsentligste beslutninger i 2007 vedrørende budgetunderskudsproceduren, blev denne ophævet for Malta og Storbritannien i henholdsvis juni og oktober efter indberetning af en underskudskvotient, der lå under referenceværdien på 3 pct. af BNP i finansåret 2006-07 og forbedringer af den strukturelle budgetsaldo. Hvad angår Polen, vedtog Ecofin-Rådet i november 2007 en afgørelse om, at de foranstaltninger, som de polske myndigheder havde truffet, var i overensstemmelse med Rådets henstilling i februar 2007. Budgetunderskudsproceduren blev imidlertid ikke ophævet, da korrektionen af det uforholdsmæssigt store underskud blev anset for at være sårbar over for alvorlige risici.

Den offentlige gældskvote lå i 2007 stadig et godt stykke under 60 pct. af BNP i de fleste EU-lande uden for euroområdet. Kun i Malta og Ungarn lå gældskvoten fortsat over referenceværdien på 60 pct., selv om den faldt i 2007. I de fleste andre EU-lande uden for euroområdet mindskedes gældskvoten eller forblev i store træk uændret.

UDVIKLING I BETALINGSBALANCEN

Det samlede overskud/underskud på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter varierede i 2007 fortsat betydeligt mellem EU-landene uden for euroområdet (se tabel 9), om end det overordnede mønster viste en forværring i forhold til 2006. Mens Danmark og Sverige havde overskud, havde de øvrige lande underskud. I forhold til 2006 voksede underskuddet i de fleste lande, bortset fra Ungarn, Malta og Slovakiet. Underskuddet lå på over 20 pct. af BNP i Bulgarien og Letland og oversteg 10 pct. af BNP

Tabel 8. Budgetstillinger i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet

(I pct. af BNP)				
Offentligt overskud (+)/underskud (-)				Observationer fra konvergensprogrammet for 2007
	2004	2005	2006	
Bulgarien	2,3	2,0	3,2	3,1
Tjekkiet	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Danmark	1,9	4,6	4,6	3,8
Estland	1,8	1,9	3,6	2,6
Cypern	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Letland	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Litauen	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Ungarn	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Polen	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Rumænien	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Slovakiet	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Sverige	0,8	2,4	2,5	3,0
Storbritannien	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
EU11 ¹⁾	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
EU14 ²⁾	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Euroområdet	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Offentlig bruttogæld				Observationer fra konvergensprogrammet for 2007
	2004	2005	2006	
Bulgarien	37,9	29,2	22,8	19,8
Tjekkiet	30,4	30,2	30,1	30,4
Danmark	44,0	36,3	30,3	25,6
Estland	5,1	4,4	4,0	2,7
Cypern	70,2	69,1	65,2	60,0
Letland	14,5	12,5	10,6	9,4
Litauen	19,4	18,6	18,2	17,6
Ungarn	59,4	61,6	65,6	65,4
Malta	72,7	70,8	64,7	62,9
Polen	45,7	47,1	47,6	47,0
Rumænien	18,8	15,8	12,4	11,9
Slovakiet	41,4	34,2	30,4	30,6
Sverige	52,4	52,2	47,0	39,7
Storbritannien	40,4	42,1	43,2	43,9
EU11 ¹⁾	40,3	39,4	38,2	37,2
EU14 ²⁾	41,9	42,1	41,6	40,7
Euroområdet	69,6	70,3	68,6	66,7

Kilder: Europa-Kommissionen (for 2004-06), opdaterede konvergensprogrammer (for 2007) samt ECBs beregninger.
 Anm.: Observationerne er baseret på definitionen af budgetunderskudsproceduren. Budgetsaldi (observationer fra Kommissionen) er ekskl. indtægter fra salg af UMTS-licenser. Tallene for 2007 i konvergensprogrammerne er de nationale regeringers skøn og kan således afvige fra de faktiske tal.
 1) EU11 omfatter de 11 lande, der tiltrådte EU 1. maj 2004 og 1. januar 2007 (bortset fra Slovenien).
 2) EU14 omfatter de 14 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2007.

i Estland, Litauen og Rumænien. I Cypern, Ungarn, Slovakiet og Storbritannien lå underskuddet på mellem 4 pct. og 8 pct. af BNP. De eksterne balanceproblemer skyldtes i de fleste lande underskud på handelsbalancen, bortset fra i Tjekkiet, Ungarn, Polen og Slovakiet, hvor underskud på løn- og formueindkomst – overvejende knyttet til udenlandsk ejede virksomhe-

ders geninvestering af overskud – var den vigtigste faktor.

I mange af de lande, som tiltrådte EU den 1. maj 2004 og 1. januar 2007, er underskuddene til en vis grad et normalt led i konvergensprocessen, i det omfang de afspejler gunstige investeringsmuligheder og en udjævning af forbruget over

Tabel 9. Betalingsbalancen for EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet

(I pct. af BNP)

	Løbende poster plus kapitalposter				Nettostrome af udenlandske direkte investeringer				Nettostrome af porteføljeinvesteringer			
	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾
Bulgarien	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
Tjekkiet	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Danmark	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estland	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Cypern	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Letland	-11,8	-11,2	-21,1	-24,3	3,8	3,6	7,4	8,1	1,6	-0,8	0,2	-1,3
Litauen	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Ungarn	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Polen	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Rumænien	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	8,9	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Slovakiet	-7,5	-8,5	-7,1	-4,8	7,2	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Sverige	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Storbritannien	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
EU11 ¹⁾	-5,9	-4,2	-5,6	-6,1	5,1	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
EU14 ²⁾	-1,3	-1,4	-2,7	-3,6	0,3	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Euroområdet	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Kilde: ECB.

1) EU11 omfatter de vægtede bidrag fra de 11 lande, der tiltrådte EU 1. maj 2004 og 1. januar 2007 (bortset fra Slovenien).

2) EU14 omfatter de vægtede bidrag fra de 14 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2007.

3) Observationerne for 2007 er 4-kvartalers samlet sum indtil 3. kvrt. 2007. Observationerne for Malta er 4-kvartalers samlet sum indtil 2. kvartal 2007.

tid. Men de meget store underskud på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter i visse EU-lande uden for euroområdet var også drevet af konjunkturmæssige faktorer og en kraftig indenlandsk efterspørgsel, som er tegn på risici for holdbarheden af de eksterne forhold, navnlig når de er ledsaget af en faldende international pris- og omkostningskonkurrenceevne samt aftagende eksportvækst.

Nettoindstrømningen af udenlandske direkte investeringer i Danmark, Sverige og Storbritannien faldt i 2007 i forhold til 2006. De lå fortsat forholdsvis stabilt for EU11, selv om der var et markant fald i Ungarn, Malta og Slovakiet. Navnlig for Maltas vedkommende kan det betydelige fald måske ses som en normalisering efter det høje niveau i 2006. Mens nettoindstrømningen af udenlandske direkte investeringer fortsat udgjorde en vigtig kilde til finansiering i en række EU-lande uden for euroområdet, var underskuddet på den såkaldte "basic balance", dvs. summen af betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter

samt nettoindstrømningen af udenlandske direkte investeringer, højere end 4 pct. af BNP i de baltiske lande, Ungarn, Rumænien og Storbritannien og oversteg 15 pct. af BNP i Letland. Hvad angår nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer, var balancen fortsat negativ eller stort set neutral i alle EU-lande uden for euroområdet bortset fra Danmark og Ungarn. I disse to lande kunne nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer tilskrives en betydelig nettogældsstiftelse, der i Ungarns tilfælde var forbundet med obligationsrentespændene, mens nettostrommen af aktier var negativ. Nettoindstrømningen af "andre investeringer" var stort set positiv i de fleste lande, der tiltrådte EU den 1. maj 2004 og 1. januar 2007), hvilket hovedsagelig afspejlede lån fra bankers moderselskaber til deres udenlandskejede datterselskaber i regionen.

VALUTAKURSER

Valutakursudviklingen i EU-landene uden for euroområdet afspejlede i 2007 hovedsagelig de enkelte landes valutakursregimer. Danmarks,

Estlands, Cyperns, Letlands, Litauens, Maltas og Slovakiets valutaer deltog alle i ERM2 med et standardudsvingsbånd på ± 15 pct. omkring deres centralkurs over for euroen, for den danske kronens vedkommende dog med et smallere bånd på $\pm 2,25$ pct. I nogle tilfælde er deltagelsen i ERM2 også forbundet med ensidige forpligtelser fra landenes side til at holde sig inden for et smallere udsvingsbånd. Ensidige forpligtelser giver ikke ECB yderligere forpligtelser. Særligt blev det aftalt, at den estiske kroon og den litauiske litas kunne komme med i ERM2, selv om de bevarede deres currency boards. De maltesiske myndigheder meddelte, at de ville fastholde den maltesiske lira på centralkursen over for euroen, mens de lettiske myndigheder besluttede at fastholde latsen på centralkursen over for euroen med et udsvingsbånd på ± 1 pct. For alle de lande, hvis valuta er indtrådt i ERM2 efter 2004 (dvs. alle ovenstående lande undtagen Danmark), er aftalerne om deltagelse baseret på en række forpligtelser fra de relevante myndigheders side, bl.a. om at føre en holdbar finanspolitik, fremme en behersket lønudvikling, som modsvarer produktivitetsvæksten, begrænse væksten i kreditgivning og gennemføre yderligere strukturreformer.

Den danske krone, den estiske kroon, det cypriotiske pund, den litauiske litas og den maltesiske lira var meget stabile over for euroen i 2007 og lå året igennem på eller meget tæt på deres centralkurs. Endvidere blev det cypriotiske pund og den maltesiske lira uigenkaldeligt erstattet med

euroen ved udvidelsen af euroområdet den 1. januar 2008.

Derimod udviste den slovakiske koruna forholdsvist høj volatilitet (se tabel 10). På baggrund af forbedrede makroøkonomiske nøgletal og gunstige økonomiske udsigter gik korunaen medio 2006 ind i en periode med langvarig appreciering, som tog yderligere fart i februar og første halvdel af marts 2007. Med det formål at dæmpe valutakursens volatilitet og det kraftige markedspress interverenerede Národná banka Slovenska primo marts 2007 for at svække valutaen. Den 19. marts 2007 blev korunaens centralkurs i forhold til euroen på anmodning af de slovakiske myndigheder ved fælles overenskomst og efter en fælles procedure revalueret med 8,5 pct. Som følge af mere moderate inflationsudsigter sænkede Národná banka Slovenska ultimo marts og ultimo april 2007 den pengepolitiske rente med i alt 50 basispoint til 4,25 pct., hvilket bidrog til at stabilisere korunaen i forhold til euroen. Den slovakiske koruna har siden april 2007 været forholdsvist stabil og har svinget mellem 5-8 pct. over den nye centralkurs.

Den lettiske lats var også mere volatil end i de foregående år, selv om svingningerne lå inden for det unilaterale smalle bånd på ± 1 pct. omkring dens centralkurs. Efter at have ligget ca. 1 pct. højere end centralkursen i ERM2 i det meste af 2006 bevægede latsen sig to gange mod den svagere side af det unilaterale smallere udsvings-

Tabel 10. Udviklingen i ERM2

Valuta	Tiltrædelsesdato	Øvre kurs	Centralkurs	Nedre kurs	Maksimal afvigelse i pct.	
					Opad	Nedad
DKK	1. januar 1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
EEK	28. juni 2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
CYP	2. maj 2005	0,673065	0,585274	0,497483	1,21	0,00
LVL	2. maj 2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
LTL	28. juni 2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
MTL	2. maj 2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
SKK	28. november 2005	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
SKK (efter revaluering)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

Kilde: ECB.

Anm.: En nedadrettet (opadrettet) afvigelse svarer til en udvikling i retning af den nedre (øvre) kurs og er en styrkelse (svækkelse) af valutaen over for euroen. Centralkursen for den slovakiske koruna blev den 19. marts 2007 revalueret med 8,5 pct. For de rapporterede maksimale afvigelser fra centralkursen i ERM2 er referenceperioden fra 2. januar 2007 til 29. februar 2008.

bånd (medio februar 2007 og i september 2007). Første gang var efter Standard & Poor's nedjustering af fremtidsudsigterne for Letland den 19. februar 2007 – fra stabile til negative – og rygter om en mulig devaluering af latsens centralkurs i ERM2. Medio marts 2007 trådte Latvijas Banka ind for at forebygge en yderligere svækkelse af latsen ved at intervenere på valutamarkedet og ved at hæve renten for markedsoperationer fra 5,0 pct. til 5,5 pct. pr. ultimo marts 2007 og igen til 6,0 pct. knap to måneder senere. 1-månedens renten for interbankindsud steg betydeligt og svingede omkring 100-400 basispoint over markedsoperationsrenten. I april 2007 aftog spændingerne på valutamarkedene gradvis som følge af regeringens forpligtelse til at gennemføre en anti-inflationsplan, men 1-månedens renten lå fortsat betydeligt over ECBs minimumsbudrente. Den 12. maj 2007 nåede latsen igen den stærkere side af udsvingsbåndet på ±1 pct., og centralbanken intervenserede for at undgå en yderligere apreciering. I september 2007 kom latsen igen under pres efter en nedjustering fra Moody's samt bekymringer over yderligere stigninger i underskuddet på de løbende poster og i inflationen. Latvijas Banka intervenserede ikke ved denne lejlighed, men pengemarkedet forblev alligevel stramt.

Hvad angår valutaerne i de EU-lande uden for euroområdet, som ikke deltager i ERM2, varierede udviklingen betydeligt fra land til land (se figur 38). Den tjekkiske koruna og den polske zloty apprecierede over for euroen i det meste af

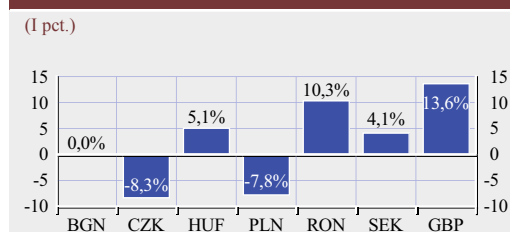
2007 og lå den 29. februar 2008 henholdsvis 8,3 pct. og 7,8 pct. stærkere i forhold til euroen end primo 2007. Efter en forholdsvis stabil periode i de første tre kvartaler af 2007 svækkedes det britiske pund betydeligt i forhold til euroen som følge af den stigende økonomiske usikkerhed, der delvis kan tilskrives mindre gunstige økonomiske vækstudsigter på grund af et svagere boligmarked. Som følge heraf lå det britiske pund den 29. februar 2008 13,6 pct. under niveauet i forhold til euroen den 2. januar 2007. Som følge af både indenlandske faktorer og euroens generelle styrke oplevede den rumænske leu og den svenske krone også en periode med svækkelse i forhold til euroen og faldt med henholdsvis 10,3 pct. og 4,1 pct. i den betragtede periode. Den ungerske forint var stort set uændret i 2007, om end der var visse udsving, men faldt en del primo 2008. Den 25. februar 2008 besluttede Magyar Nemzeti Bank i samarbejde med den ungerske regering at lade forinten flyde frit uden udsvingsbånd. Endelig lå den bulgarske lev stabilt på BGN/EUR 1,95583, hvilket afspejlede den uændrede bulgarske valutakurspolitik under det eurobaserede currency board-regime.

DEN FINANSIELLE UDVIKLING

Mellem januar 2007 og februar 2008 fulgte udviklingen i de lange statsobligationsrenter i de fleste EU-lande uden for euroområdet¹⁰ stort set udviklingen i euroområdet med en stigning i begyndelsen af året efterfulgt af et fald fra august 2007 og frem som følge af uroen på de globale finansielle markeder.

I februar 2008 lå de lange renter i EU-landene uden for euroområdet i gennemsnit ca. 25 basispoint højere end primo 2007 i forhold til en stigning på mere end 30 basispoint i euroområdet. Stigningen var størst i Bulgarien (næsten 100 basispoint), Tjekkiet, Ungarn og Polen (ca. 80 basispoint), primært som følge af de forværrede inflationsudsigter. Selv om de fortsat lå forholdsvis højt, faldt de lange renter i Rumænien med 50 basispoint mellem januar 2007 og februar 2008.

Figur 38. Ændringer i kursen mellem euro og EU-valutaer uden for ERM2



Kilde: ECBs stabs beregninger.

Anm.: En positiv (negativ) værdi er udtryk for en apreciering (depreciering) af euroen. Ændringer vedrører perioden fra 2. januar 2007 til 29. februar 2008.

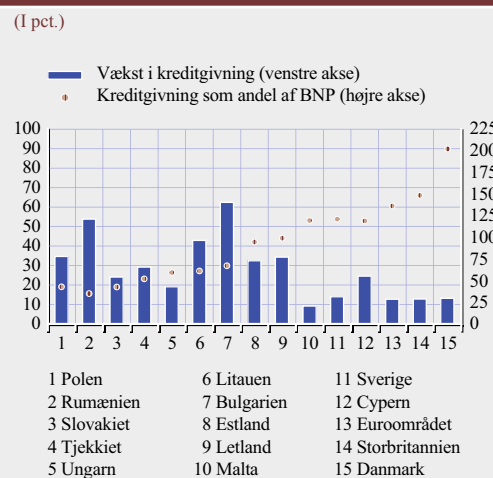
10 Der foreligger ingen sammenlignelig lang rente for Estland.

Sammenlignet med renterne i euroområdet viste rentespændet for statsobligationer i EU-landene uden for euroområdet i februar 2008 blandede tendenser i forhold til begyndelsen af 2007. Det lange rentespænd var forholdsvis stort i Rumænien og Ungarn, hvor det lå på henholdsvis ca. 340 og 280 basispoint. Udviklingen i disse landes offentlige finanser og eksterne balanceproblemer bidrog til at fastholde et stort spænd for de lange obligationsrenter. Endvidere skyldes denne udvikling for Rumæniens vedkommende også en højere inflation i de seneste år.

Samlet set oplevede aktiemarkederne i de fleste EU-lande uden for euroområdet positiv vækst mellem januar 2007 og februar 2008. Aktiekurserne steg mest i Bulgarien, Cypern og Rumænien – markant mere end de gennemsnitlige aktiekurser i euroområdet målt ved Dow Jones Euro Stoxx-indekset. Efter at have ligget på et historisk højt niveau i 2007 var aktiekurserne i Estland og Letland ultimo februar 2008 imidlertid faldet til det samme niveau som i 2006. Børsindeksene i de fleste EU-lande uden for euroområdet faldt i sommermånederne i kølvandet på uroen på de globale finansielle markeder, idet visse investorer trak deres aktiver tilbage fra aktiemarkederne for at forbedre deres samlede likviditet. Den negative stemning på børserne forbedredes i et vist omfang i september og oktober 2007. Senere faldt aktiemarkederne dog igen i de fleste af EU14-landene som følge af en lavere global risikovillighed, i overensstemmelse med udviklingen på aktiemarkederne i euroområdet og andre større økonomier.

Væksten i kreditgivningen til den private sektor var i 2007 fortsat høj i alle EU-landene uden for euroområdet. Mod slutningen af 2007 så det ud til, at den årlige kreditvækst stabiliseredes i mange lande, hvilket til dels afspejlede stigningen i bankrenterne. Den fortsatte dog med at stige i visse lande, fx Bulgarien, Tjekkiet, Litauen og Polen. Kreditvæksten var mest dynamisk i de hurtigt voksende baltiske lande, Bulgarien, Polen og Rumænien med en vækstrate ultimo 2007 på mellem 32 pct. og 62 pct. I Tjekkiet, Cypern, Ungarn og Slovakiet lå den årlige vækst i kreditgivningen til den private sektor i

Figur 39. Kreditgivning til den private sektor i 2007



Kilder: BIS, ECB, Eurostat, Central Bank of Cyprus og Bank of England.

Anm.: Observationerne vedrører indenlandsk kreditgivning til ikke-MFler ekskl. den offentlige sektor. Væksten i kreditgivningen i 2007 for hvert enkelt land er baseret på data for den senest foreliggende måned. Observationerne for Storbritannien er baseret på en national definition.

2007 på mellem 19 pct. og 29 pct. Hastig vækst i kreditgivningen i disse økonomier, med undtagelse af Cypern, skal ses i lyset af udviklingen af finanssektoren. Kreditgivningen til den private sektor i forhold til BNP ligger i alle EU11-lande, med undtagelse af Cypern og Malta, fortsat langt under euroområdets gennemsnit. Ikke desto mindre udgør en hastig vækst i kreditgivningen også en risiko, da den i visse lande bidrager til en kraftig indenlandsk efterspørgsel og derved til uforholdsmæssigt store eksterne og interne balanceproblemer. Endvidere er den store, stigende andel af låntagning i udenlandsk valuta bekymrende i en række lande. I Danmark, Sverige og Storbritannien var den årlige vækst i kreditgivningen til den private sektor ca. 13 pct. ultimo 2007.

PENGEPOLITIK

Hovedmålet for pengepolitikken i alle EU-lande uden for euroområdet er prisstabilitet. De pengepolitiske strategier varierer imidlertid betydeligt fra land til land (se tabel 11).

I 2007 var pengepolitikken og valutakursordningerne for EU-landene uden for euroområdet stort set uændret, selv om de pengepolitiske rammer blev finjusteret en smule i enkelte lande med henblik på en kommende monetær integration. I februar 2008 afskaffede Ungarn ikke desto mindre tilknytningen til euroen og indførte et inflationsmål. Ungarn lod således forint flyde frit.

Hvad angår de pengepolitiske beslutninger mellem januar 2007 og februar 2008, gennemførte de fleste centralbanker i ERM2 pengepolitiske stramninger. I mange tilfælde fulgte de ECB, som i 2007 forhøjede minimumsbudrenten i eurosystemets primære markedsoperationer ad to omgange (i marts og juni) med i alt 50 basispoint til 4,0 pct.

Tabel 11. Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet

	Pengepolitisk strategi	Valuta	Karakteristika
Bulgarien	Valutakursmål	Lev	Valutakursmål: Tilknytning til euro med kurs på BGN 1,95583 pr. euro inden for rammerne af et currency board-regime.
Tjekkiet	Inflationsmål	Koruna	Inflationsmål: 3 pct. med en tilladt afvigelse på ± 1 procentpoint indtil ultimo 2009, derefter 2 pct. med ± 1 procentpoint. Valutakurs med styret flydning.
Danmark	Valutakursmål	Krone	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. omkring centralkurs på DKK 7,46038 pr. euro.
Estland	Valutakursmål	Kroon	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på EEK 15,6466 pr. euro. Estland fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Cypern	Valutakursmål	Pund	Deltog i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på CYP 0,585274 pr. euro.
Letland	Valutakursmål	Lats	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på LVL 0,702804 pr. euro. Letland fortsætter med et udsvingsbånd på ± 1 pct. som ensidig forpligtelse.
Litauen	Valutakursmål	Litas	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på LTL 3,4528 pr. euro. Litauen fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Ungarn	Inflationsmål	Forint	Inflationsmål: 3 pct. (± 1 procentpoint) på mellemlangt sigt. Frit flydende valutakurs siden februar 2008, hvor tilknytningen til euroen blev afskaffet.
Malta	Valutakursmål	Lira	Deltog i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på MTL 0,4293 pr. euro. Malta fastholdt sin valutakurs over for euroen uændret fra centralkursen som ensidig forpligtelse.
Polen	Inflationsmål	Zloty	Inflationsmål: 2,5 pct. ± 1 procentpoint (12-måneders stigning i CPI). Frit flydende valutakurs.
Rumænien	Inflationsmål	Leu	Inflationsmål: 4 pct., 3,8 pct. og 3,5 pct. med en tilladt afvigelse på ± 1 procentpoint for henholdsvis ultimo 2007, 2008 og 2009. Valutakurs med styret flydning.
Slovakiet	Inflationsmål inden for rammerne af ERM2	Koruna	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på SKK 35,4424 pr. euro. Inflationsmål: For perioden 2006-08 under 2,5 pct. ultimo 2006 og under 2 pct. ultimo 2007 og ultimo 2008.
Sverige	Inflationsmål	Krone	Inflationsmål: Stigning på 2 pct. i CPI med en margin på ± 1 procentpoint. Frit flydende valutakurs.
Storbritannien	Inflationsmål	Pund	Inflationsmål: 2 pct. målt ved 12-måneders stigning i CPI ¹⁾ . Ved afvigelser på over 1 procentpoint forventes det, at Den Pengepolitiske Komite skriver et åbent brev til finansministeren. Frit flydende valutakurs.

Kilde: ESCB.

1) CPI svarer til HICP.

Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Eesti Pank og Lietuvos bankas, der ikke har nogen pengepolitiske renter, eftersom de opererer med currency boards, følger automatisk ændringerne i ECBs renter. I lyset af den kraftige inflation traf flere nationale centralbanker dog yderligere foranstaltninger. Българска народна банка (Bulgarian National Bank) ophævede pr. januar 2007 kravet om yderligere reserver for banker, der overskrider de fastsatte kreditlofter. Samtidig besluttede den at forhøje minimumsreservekravet med 400 basispoint til 12 pct. for at dæmpe den kraftige vækst i kreditgivning. Med udsigten til stigende volatilitet i den nominelle lats-kurs, vedvarende meget høj inflation og en overophedet indenlandsk efterspørgsel forhøjede Latvijas Banka i de første fem måneder af 2007 sin markedsoperationsrente med i alt 100 basispoint til 6,0 pct. og den marginale udlånsrente med i alt 150 basispoint til 7,5 pct. og intervererede ved flere lejligheder på valutamarkedet. Uanset stigningen i de pengepolitiske renter er de korte realrenter (i de fire ovennævnte lande) fortsat negative på baggrund af den hurtige vækst i realt BNP, det stigende inflationspres og de store vedvarende eksterne balanceproblemer.

I forlængelse af ECBs tiltag forhøjede Danmarks Nationalbank sin udlånsrente ad to omgange til 4,25 pct. Den 12. marts og 6. juni 2007 forhøjede Central Bank of Cyprus renten for sin marginale udlånsfacilitet og dag-til-dag indlånsfacilitet med 25 basispoint hver gang til henholdsvis 5,0 pct. og 3,0 pct. for gradvist at skabe en margin på 1 procentpoint mellem de to renter og den cypriotiske rente på de primære markedsoperationer, som fortsat lå på 4,5 pct. I december 2007 blev renten på de primære markedsoperationer sænket med 50 basispoint og blev dermed bragt på linje med renten for euroområdet på 4,0 pct. Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta forhøjede den pengepolitiske rente med 25 basispoint to gange, den 25. januar og 29. maj 2007, til 4,25 pct. Beslutningen blev truffet på baggrund af et yderligere fald i de eksterne reserver og en markant indsnævring af det korte rentespænd over for euroen til fordel for den maltesiske lira, hvilket hovedsagelig kan tilskrives ren-

testigningen i euroområdet. I december 2007 blev den pengepolitiske rente sænket med 25 basispoint og blev dermed bragt på linje med renten for euroområdet. De sidste rentebeslutninger, som blev truffet af centralbankerne i Cypern og Malta, blev truffet som led i deres endelige forberedelser til at indtræde i euroområdet den 1. januar 2008. Národná banka Slovenska sænkede den 25. april 2007 reforenten med i alt 50 basispoint til 4,25 pct. (og udvidede korridoren for dag-til-dag renter omkring renten) på grundlag af mere moderate inflationsudsigter.

De pengepolitiske beslutninger, som blev truffet af de nationale centralbanker, som har inflationsmål, og som ikke deltager i ERM2, var forskellige landene imellem, hovedsagelig som følge af deres forskellige konjunktursituationer og inflationsudsigter. I lyset af det stigende inflationspres og en opjustering af inflationsudsigterne for 2007 og 2008 forhøjede Česká národní banka renten for de primære markedsoperationer fire gange i 2007 med i alt 100 basispoint til 3,5 pct. Narodowy Bank Polski forhøjede renten på de primære markedsoperationer ad fire omgange med i alt 100 basispoint til 5 pct. I januar og februar 2008 blev den pengepolitiske rente igen forhøjet med i alt 50 basispoint til 5,5 pct. Stramningen blev anset for at være nødvendig, da inflationen så ud til at ville overstige inflationsmålet som følge af væksten i realt BNP, der overstiger den potentielle vækst, samt høj vækst i lønninger og enhedslønomkostninger og en lempelse af finanspolitikken. Sveriges Riksbank forhøjede den pengepolitiske rente ad fem omgange med i alt 125 basispoint til 4,25 pct. i februar 2008 for at bringe inflationsudsigterne tilbage på målet på 2 pct.

I 2007 forhøjede Bank of England den pengepolitiske rente tre gange med i alt 75 basispoint til 5,75 pct., hvilket hovedsagelig kan tilskrives den kraftige vækst og høje inflation. Bank of England nedsatte den dog efterfølgende med 50 basispoint til 5,25 pct. De seneste beslutninger blev truffet på baggrund af tegn på en vis afdæmpning i væksten.

I modsætning til de fleste andre lande sænkede Magyar Nemzeti Bank den officielle rente ad to omgange med i alt 50 basispoint til 7,5 pct., da inflationsmålet på mellemlangt sigt syntes at være opnåeligt. I 2007 sænkede Banca Națională a României i lyset af de forbedrede inflationsudsigter og en kraftigere appreciering af den nominelle valutakurs end forventet den officielle rente ad fire omgange med i alt 175 basispoint, så den i juni 2007 lå på 7,0 pct. I oktober 2007 og i januar og februar 2008 blev den pengepolitiske rente dog forhøjet med i alt 200 basispoint til 9,0 pct. på baggrund af forværrede inflationsudsigter som følge af stød på både udbuds- og efterspørgselsiden.



KAPITEL 2

**CENTRALBANK-
OPERATIONER
OG -AKTIVITETER**

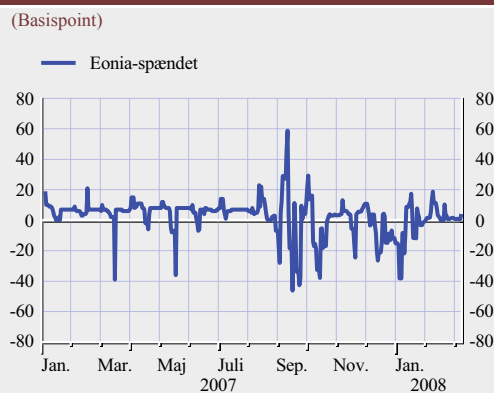
I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTA-OPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

I.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Eurosystemets pengepolitiske operationer omfatter på den ene side markedsoperationer, fx primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer og finjusterende operationer, og på den anden side stående faciliteter. Inden for de operationelle rammer for gennemførelsen af pengepolitikken – der også omfatter reservekravsystemet – anvendes disse instrumenter til at styre likviditetsforholdene på interbankpenge-markedet. Formålet er først og fremmest at holde de meget korte renter – især dag-til-dag pengemarkedsrenten – tæt på minimumsbudrenten i de primære markedsoperationer, som er eurosystemets pengepolitiske rente.

Styrelsesrådet har to gange i 2007, den 8. marts og 6. juni, forhøjet minimumsbudrenten med 25 basispoint til henholdsvis 3,75 pct. og 4,00 pct. Som ved tidligere lejligheder siden ændringen af de operationelle rammer i marts 2004 påvirkede disse renteforhøjelser ikke likviditetsforholdene eller dag-til-dag pengemarkedsrenten i nævneværdig grad, før de reelt trådte i kraft. Det viser, at de ændrede rammer har bidraget betydeligt til at beskytte de meget korte pengemarkedsrenter mod effekten af forventninger om ændringer i pengepolitikken. Uroen på de finansielle markeder, der var affødt af det amerikanske subprime-realkreditmarked, slog igennem på europengemarkedet den 9. august 2007, hvilket markerede begyndelsen på en af de mest udfordrende perioder for gennemførelsen af eurosystemets pengepolitik, siden euroens indførelse. Inden for få timer efter at likviditeten tørrede ud på europengemarkedet om formiddagen den 9. august reagerede eurosystemet ved at tilføre markedet 95 mia. euro ekstra likviditet til den pengepolitiske rente på 4,00 pct. i en finjusterende operation med løbetid på en dag. Det var det største beløb, der nogensinde var blevet tildelt i en finjusterende operation indtil da. Efterfølgende var eurosystemets markedsoperationer stærkt påvirket af uroen indtil udgangen af 2007. I boks 9 beskrives de konkrete operationer, eurosystemet benyttede for at imødegå spændingerne på pengemarkedet, og der sættes fokus på den rolle, rammerne for sikkerhedsstillelse spillede med

Figur 40. Eonia-spændet



Kilde: ECB.

hensyn til at understøtte gennemførelsen af pengepolitikken i denne periode med volatilitet på de finansielle markeder.

En særlig betydningsfuld indikator for en vurdering af, i hvor høj grad det lykkedes for ECB at styre den meget korte rente, er spændet mellem dag-til-dag pengemarkedsrenten – målt ved Eonia (euro overnight index average), der er en vigtig referencerente for pengemarkedet – og minimumsbudrenten i de primære markedsoperationer (se figur 40). I 2007 udgjorde det gennemsnitlige Eonia-spænd 3 basispoint mod 8 basispoint i 2006. Volatiliteten i Eonia-spændet, målt ved standardafvigelsen, steg samtidig til 12 basispoint i 2007 mod 5 basispoint det foregående år. Denne udvikling afspejler hovedsagelig den øgede volatilitet på markedet fra den 9. august. Selv om ECB faktisk var i stand til at holde den gennemsnitlige dag-til-dag rente rimelig tæt på minimumsbudrenten året igennem, steg Eonia-spændets standardafvigelse fra 6 basispoint før den 9. august til 17 basispoint fra og med den 9. august. I samme periode faldt det gennemsnitlige spænd fra 6 basispoint til -3 basispoint.

BANKSEKTORENS LIKVIDITETSBEHOV

Ved de likviditetstilførende operationer tager eurosystemet udgangspunkt i en daglig vurdering af likviditetsbehovet i hele euroområdet

banksektor. Likviditetsbehovet fastsættes som summen af reservekravene, den del af kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti i eurosystemet, som overstiger reservekravet (reserveoverskuddet), samt de autonome faktorer. De autonome faktorer er poster på eurosystemets balance som fx "seddelomløbet" og "statslige indskud", der påvirker kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti, men som ikke kontrolleres direkte af eurosystemets likviditetsstyring.

I 2007 var det gennemsnitlige daglige likviditetsbehov i euroområdet banksektor 441,5 mia. euro, dvs. 5 pct. højere end i 2006 (se figur 41). Den væsentligste årsag til stigningen var den fortsatte vækst i de gennemsnitlige reservekrav – med 14 pct. til 187,4 mia. euro – der kun delvis blev opvejet af et fald i de autonome faktorer på 2 pct. til 252,2 mia. euro. Blandt de autonome faktorer steg seddelomløbet markant, selv om væksten faldt til 9 pct. fra 11 pct. i 2006. Den likviditetsopsugende effekt af væksten i seddelomløbet blev dog mere end opvejet af andre autonome faktorer. Selv om det gennemsnitlige reserveoverskud for reservekravsperioderne, der sluttede i 2007, steg med 0,2 mia. euro til 0,9 mia. euro, var det relativt set stadig ubetydeligt, svarende til 0,5 pct. af reservekravene.

RESERVEKRAVSSYSTEMET

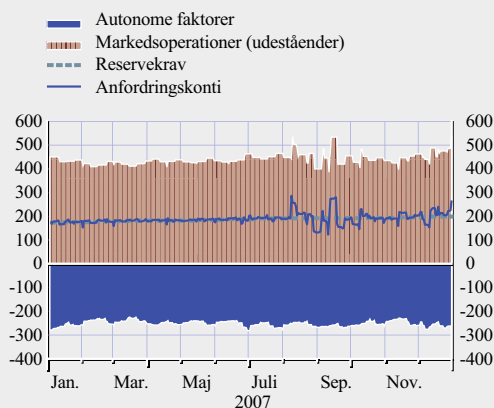
Kreditinstitutterne i euroområdet er forpligtet til at have mindstereserver på anfordringskonti i eurosystemet. Som det har været tilfældet siden 1999, udgjorde reservekravene 2 pct. af kreditinstitutternes reservekravsgrundlag i 2007. Den ovennævnte stigning på 14 pct. i de samlede reservekrav i løbet af 2007 kan tilskrives væksten i reservekravsgrundlaget, der bestemmes af visse kortfristede passiver på kreditinstitutternes balancer. Eftersom eurosystemet i hver reservekravsperiode forrenter reservebeholdningerne med en rente, der svarer til gennemsnittet af skæringsrenten i de primære markedsoperationer, påfører reservekravssystemet ikke banksektoren omkostninger i nævneværdigt omfang. Systemet opfylder to vigtige funktioner i de operationelle rammer for gennemførelsen af eurosystemets pengepolitik. For det første stabiliserer det de korte pengemarkedsrenter, idet reservekravene kun skal opfyldes i gennemsnit i løbet af reservekravsperioden, så kreditinstitutterne kan udjævne midlertidig og uventet indstrømning og udstømning af likviditet på deres konti. For det andet øger det likviditetsunderskuddet i banksektoren, dvs. bankernes samlede behov for refinansiering fra eurosystemet.

MARKEDSOPERATIONER

Eurosystemet anvender primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer samt finjusterende operationer til at styre likviditetsforholdene på pengemarkedet. Alle likviditetstilførende operationer kræver fuld sikkerhedsstillelse. De primære markedsoperationer er løbende ugentlige operationer normalt med en løbetid på en uge. De er det vigtigste instrument til at styre likviditetsforholdene på markedet og til at sende signaler om pengepolitikens stramhedsgrad. I 2007 blev de udført som auktioner til variabel rente med en minimumsbudrente, som er ECBs pengepolitiske rente. Mens en lang række modparter (1.693 ultimo 2007) er godkendt til disse operationer, deltog kun 338 modparter i gennemsnit i 2007, hvilket er 10 pct. færre end i 2006 (377). Frem til den 8. august tildelte ECB i gennemsnit 292 mia. euro i de primære markedsoperationer. ECB tilførte hver gang undtagen én (hvor 2 mia. euro over bench-

Figur 41. Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2007

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

markbeløbet blev tildelt) 1 mia. euro mere i likviditet end benchmarktildelingen, dvs. det beløb, der gør det muligt for modparterne at opfylde deres reservekrav uden problemer indtil afviklingen af den næste primære markedsoperation¹. ECB fortsatte dermed sin politik siden oktober 2005 med at tilføre lidt mere likviditet end benchmarkbeløbet for at imødegå et klart opadrettet pres på Eonia-spændet. Efter 9. august faldt den gennemsnitlige tildeling til 200 mia. euro som følge af tilførslen af ekstra likviditet via supplerende langfristede markedsoperationer (se nedenfor og boks 9).

De langfristede markedsoperationer er månedlige likviditetstilførende operationer med en løbetid på tre måneder. De udføres som rene auktioner til variabel rente (uden begrænsninger på budrenten) med et forudannonceret tildelingsbeløb, der blev fastsat til 50 mia. euro primo 2007.

De langfristede markedsoperationer er åbne for de samme modparter som de primære markedsoperationer. I 2007 deltog i gennemsnit 145 af disse modparter i de langfristede markedsoperationer mod 162 i 2006. Efter den 9. august 2007 udførtes to supplerende langfristede markedsoperationer (med afvikling den 24. august og 13. september), der senere blev forlænget med en justering af det samlede beløb. Ultimo 2007 udgjorde de udestående langfristede markedsoperationer 268 mia. euro, hvilket var næsten 80 pct. mere end de udestående beløb primo august.

¹ Benchmarktildelingen gør det muligt for modparterne samlet set at fastholde indskuddene på anfordringskonti tæt på deres reservekrav, idet der tages højde for forventede likviditetsbehov og ubalancer i likviditetsforholdene, der allerede er akkumuleret i den pågældende reservekravsperiode. Med hensyn til en præcis definition af benchmarkbeløbet se boksen "Publication of the benchmark allotment in the main refinancing operations" i Månedsoversigten for april 2004.

Boks 9

PENGEPOLITISKE OPERATIONER UNDER VOLATILITETEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

Likviditetstilførsel tidligere i reservekravsperioden

Eurosystemet tilfører normalt likviditet i sine markedsoperationer, der betyder, at kreditinstitutterne kan holde indskuddene på anfordringskonti hos eurosystemet tæt på deres reservekrav, så de kan opfylde kravene i gennemsnit hen over reservekravsperioden. Det opnås ved at tildele beløb i de primære markedsoperationer tæt på benchmarkbeløbet. Formålet med denne tildelingspolitik er at holde de meget korte renter tæt på den officielle rente, nemlig minimumsbudrenten i eurosystemets primære markedsoperationer. Efter at uroen på de finansielle markeder slog igennem på dag-til-dag europengemarkedet om formiddagen den 9. august 2007, så det imidlertid ud til, at kreditinstitutterne foretrak at opfylde deres reservekrav relativt tidligt i reservekravsperioden, idet der var tegn på faldende omsætning i de lange pengemarkedssegmenter.

For at kunne nå målet for de meget korte renter fremskyndede ("frontloadede") ECB sine likviditetstilførsler, dvs. ECB øgede likviditetstilførslen ved begyndelsen af reservekravsperioden og reducerede den mod slutningen af perioden.¹ Denne "frontloading" af reserver i de første par dage efter 9. august blev opnået ved at tilføre ekstra likviditet i fire dag-til-dag finjusterende operationer. Der blev udført en femte dag-til-dag finjusterende operation primo september. Herefter blev den ekstra likviditet ved begyndelsen af reservekravsperioden hovedsagelig tilført via de løbende primære markedsoperationer. I alle disse tilfælde var likviditetstilførslen for hele reservekravs-

¹ Eurosystemet havde "frontloaded" likviditet, der lå en smule over benchmarktildelingen i de primære markedsoperationer, allerede før uroen. Omfanget af "frontloading" var, som det fremgår af figuren, dog meget større under uroen.

perioden uændret. Det var kun tidspunktet for tilførslen, der var ændret. Dette fremgår af udviklingen i det daglige reserveoverskud, dvs. forskellen mellem kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti og reservekravene i løbet af en reservekravsperiode (se figuren). Det daglige reserveoverskud lå i gennemsnit forholdsvis tæt på nul i reservekravsperioderne før august 2007, mens det lå et godt stykke over nul ved begyndelsen af de efterfølgende reservekravsperioder og et godt stykke under nul mod slutningen af disse perioder.

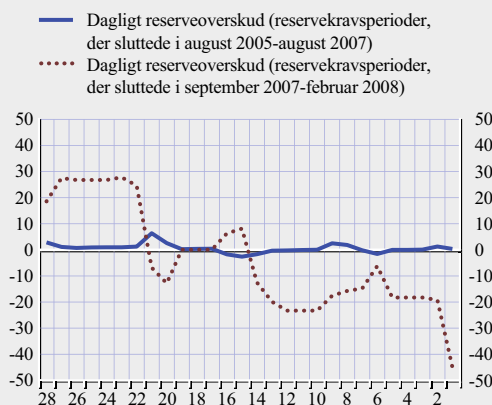
Den 8. oktober og 23. november meddelte ECB² (gennem de elektroniske nyhedstjenester), at man ville styrke politikken med at "frontload", og at man ville styre likviditeten hen imod mere afbalancerede forhold i løbet af reservekravsperioden, hvis det var nødvendigt for at holde den korte rente tæt på minimumsbudrenten. ECB tildelte således konsekvent beløb, der lå betydeligt over benchmarkbeløbet, i de primære markedsoperationer, og hver gang der opstod et markant nedadrettet pres på dag-til-dag renten, udførte ECB likviditetsopsugende finjusterende operationer. Ud over de sædvanlige finjusterende operationer den sidste dag i reservekravsperioden, udførte ECB likviditetsopsugende finjusterende operationer den 12. oktober, 7. december og 17. december samt, som beskrevet nedenfor, omkring årsskiftet. Den 14. januar 2008 bekræftede ECB, at "frontloading"-politikken vil fortsætte, så længe det er nødvendigt.

Supplerende langfristede markedsoperationer

Volatiliteten på de finansielle markeder fik tilsyneladende bankerne til generelt at reducere deres fremtidige likviditetsbehov, og det førte til betydelige spændinger på pengemarkedet, ikke kun i det korte segment, men også i det lange segment, hvor der blev rapporteret om meget lav omsætning. For at bidrage til en normalisering af forholdene øgede eurosyste­met andelen af refinansiering via 3-måneders langfristede markedsoperationer, samtidig med at det nedsatte andelen via de egentlige primære markedsoperationer. Den totale udestående refinansiering var således uændret, mens den gennemsnitlige løbetid blev forlænget, hvilket midlertidigt mindskede banksektorens fremtidige likviditetsbehov. Nærmere bestemt blev der den 23. august og 12. september udført to supplerende langfristede markedsoperationer med en løbetid på tre måneder på henholdsvis 40 mia. euro og 75 mia. euro. Eftersom de løbende månedlige langfristede markedsoperationer blev udført som normalt, steg den totale refinansiering via langfristede markedsoperationer fra 150 mia. euro (tre tildelinger på 50 mia. euro) til 265 mia. euro, mens størrelsen af de primære markedsoperationer gik tilsvarende ned fra ca. 300 mia. euro til under 200 mia. euro. De supplerende langfristede markedsoperationer blev forlænget, da de forfaldt i november og december, men til-

Dagligt reserveoverskud i løbet af en reservekravsperiode

x-akse: antal dage indtil slutningen af reservekravsperioden
y-akse: gennemsnitligt dagligt reserveoverskud i mia. euro



Kilde: ECB.

2 Den samlede liste over ECBs meddelelser findes på: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>.

delingsbeløbet blev ændret til 60 mia. euro i hver af de nye markedsoperationer. Den 7. februar 2008 meddeltes det, at de ville blive forlænget igen i februar og marts 2008.

Særlige tiltag omkring årsskiftet

Bankerne er normalt mere tilbageholdende med udlån på pengemarkedet i årets sidste uger af hensyn til balancen. Det var ventet, at dette velkendte fænomen ville blive særlig udtalt i 2007. ECB meddelte derfor i en pressemeddelelse den 30. november, at der ville blive iværksat særlige tiltag for at lette spændingerne på pengemarkedet i denne periode. Løbetiden for den primære markedsoperation, der blev tildelt den 18. december, blev undtagelsesvis forlænget fra en til to uger, så bankerne kunne få dækket deres likviditetsbehov hen over julen og dagene omkring årsskiftet forud for denne vanskelige periode. ECB meddelte også den 17. december via de elektroniske nyhedstjenester, at man i denne primære markedsoperation på to uger ville afvige fra den normale tildelingsprocedure og tilgodese alle bud på eller over den vægtede gennemsnitsrente på 4,21 pct. i den foregående primære markedsoperation. Beslutningen skyldtes især visse tegn på, at likviditetsbehovet kunne få budrenten til at stige til et uønsket højt niveau. ECB tildelte derfor 348,6 mia. euro, dvs. 168,1 mia. euro mere end benchmarkbeløbet. Tilførslen af denne rigelige likviditet førte til et nedadrettet pres på dag-til-dag renten. For at mindske dette pres gennemførte ECB en række likviditetsopsugende finjusterende operationer. Den sidste af disse finjusterende operationer blev gennemført den 3. januar, dagen før afviklingen af den første primære markedsoperation i 2008. ECB opsugede i gennemsnit 143,8 mia. euro pr. dag via finjusterende operationer. ECB tilførte dog også ekstra likviditet på 20 mia. euro til en skæringsrente på 4,20 pct. i den primære markedsoperation, der strakte sig over årsskiftet, og imødekom således modparternes ekstra likviditetsefterspørgsel i denne periode. På grund af den særdeles rigelige likviditetsmængde lå Eonia 8 basispoint under minimumsbudrenten den sidste handelsdag i 2007, mens den havde ligget 19 og 17 basispoint over minimumsbudrenten i de to foregående år.

Operationer i forbindelse med USD Term Auction Facility

Da det forlød, at bankerne i euroområdet var særlig bekymret for, om de havde adgang til tilstrækkelige midler i amerikanske dollar, oprettede ECB det gensidige valutaarrangement (swap line) i forbindelse med Federal Reserves USD Term Auction Facility. Eurosystemet tilførte de dollarbeløb, det modtog via denne swap line, til sine modparter mod sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer via to operationer, der blev afviklet den 20. og 27. december. Swiss National Bank udførte tilsvarende operationer. I eurosystemets operationer blev der tilført likviditet på 10 mia. dollar ved hver operation til de modparter, der havde adgang til den marginale udlånsfacilitet, med en løbetid på ca. en måned. De to operationer blev udført til en fast rente, der svarede til skæringsrenten for de samtidige Federal Reserve-auktioner, dvs. henholdsvis 4,65 pct. og 4,67 pct., og tiltrak bud på 22 mia. dollar den 17. december og 14 mia. dollar den 20. december. Operationerne havde ingen direkte effekt på likviditetsforholdene for euro, men havde til formål at forbedre de globale finansieringsforhold. Operationerne blev forlænget i januar 2008, men likviditetsbehovet i amerikanske dollar var faldet, hvilket blev understreget af det faldende antal bud. ECB udførte derfor ikke nogen finansieringsoperationer i dollar i februar.

Rammerne for sikkerhedsstillelse i perioden med volatilitet på de finansielle markeder

På grund af eurosystemets accept af en bred vifte af sikkerhedsstillelse er eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse godt rustet til at understøtte gennemførelsen af pengepolitikken i en situa-

tion med finansiell uro. Som det fremgår af figur 42 og 43, har tilgængeligheden af sikkerhedsstillelse ikke været en begrænsning for eurosystemet, selv ikke da de udestående tilgodehavender toppede under uroen på de finansielle markeder. Rammerne for sikkerhedsstillelse har således givet en lang række modparter nem adgang til centralbankpenge.

ECB udfører likviditetstilførende og likviditetsopsugende finjusterende operationer på ad hoc-basis for at styre likviditetsforholdene på markedet samt renterne. Eurosyste­met har udvalgt et begrænset antal modparter, der er mest aktive på pengemarkedet, til disse operationer (127 ultimo 2007). I 2007 udførte ECB 24 finjusterende operationer, heraf de 18 efter den 9. august som følge af uroen på de finansielle markeder. Til sammenligning blev der udført 31 finjusterende operationer i en periode på 8 år fra 1999 til 2006. Alle seks operationer, der blev udført før 9. august, havde til formål at genoprette afbalance­rede likviditetsforhold på reservekravsperiodens sidste dag, hvilket har været praksis siden november 2004. Fire var likviditetsopsugende og to var likviditetstilførende operationer på grund af den lidt større sandsynlighed for et likviditets­overskud efter en tildeling over benchmarkbeløbet i reservekravsperiodens sidste primære mar­kedsoperation. To gange kunne det tilsigtede be­løb ikke nås i en likviditetsopsugende operation på grund af utilstrækkelige bud. Praksis med at gennemføre finjusterende operationer ultimo pe­rioden blev fortsat efter den 9. august. De fleste af de efterfølgende finjusterende operationer (i alt 14) blev dog brugt til at imødegå udsving i likviditetsforholdene og dag-til-dag renten som følge af uroen på de finansielle markeder i reser­vekravsperioden (se boks 9).

STÅENDE FACILITETER

Modparterne kan anvende de to stående faciliteter på eget initiativ for at få adgang til dag-til-dag likviditet mod belånbare aktiver som sikkerhed eller for at foretage indlån på anfordring hos eurosyste­met. Ved udgangen af 2007 havde 2.122 modparter adgang til den marginale udlånsfacilitet, og 2.798 modparter havde adgang til indlånsfaciliteten. Renten for disse faciliteter, der ligger på 100 basispoint henholdsvis over og

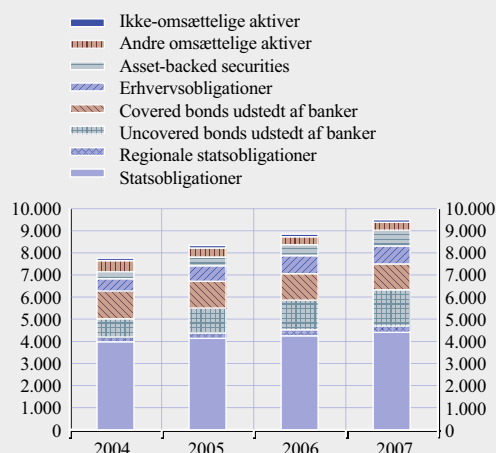
under minimumsbudrenten for de primære mar­kedsoperationer, udgør i princippet en øvre og nedre grænse for dag-til-dag renten og er derfor af stor betydning for gennemførelsen af penge­politikken. Den gennemsnitlige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet udgjorde i 2007 0,2 mia. euro og indlånsfaciliteten 0,5 mia. euro pr. dag, svarende til en stigning på henholdsvis 0,1 mia. euro og 0,3 mia. euro sammenlignet med året før. Stigningen i den gennemsnitlige anvendelse af indlånsfaciliteten kan tilskrives udvik­lingen efter den 9. august.

BELÅNBARE AKTIVER I PENGE­POLITISKE OPERATIONER

I overensstemmelse med den praksis, der er gæl­dende for centralbanker verden over, skal alle eurosyste­nets kreditoperationer være dækket af tilstrækkelig sikkerhed. Begrebet tilstrækkelig

Figur 42. Belånbare aktiver fordelt efter type

(Milliarder euro; årligt gennemsnit)



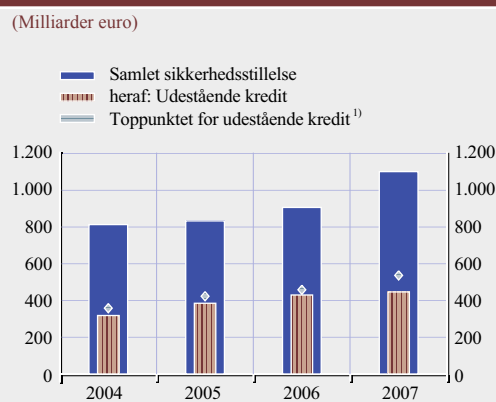
Kilde: ECB.

hed indebærer for det første, at eurosystemet er beskyttet mod tab i sine kreditoperationer og for det andet, at tilstrækkelig sikkerhed bør være tilgængelig for en lang række modparter, således at eurosystemet kan tilføre den likviditet, det skønner nødvendigt både gennem pengepolitikken og betalingssystemet. Eurosyste­met accepterer derfor en lang række aktiver som sikkerhed. Dette viste sig at være en stabiliserende faktor under den fortsatte uro på de finansielle markeder, da modparterne derved havde tilstrækkelig sikkerhed til rådighed til at få adgang til eurosyste­mets kreditoperationer.

I 2007 steg gennemsnitsværdien af de belånbare aktiver med 7,7 pct. i forhold til 2006 til i alt 9,5 billioner euro (se figur 42). Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor, som udgjorde 4,7 billioner euro, tegnede sig for 49 pct. af den samlede værdi, mens resten af omsættelige belånbare aktiver var uncovered bonds (1,6 billioner euro eller 17 pct.) eller covered bonds udstedt af kreditinstitutter (1,2 billioner euro eller 12 pct.), erhvervsobligationer (0,8 billioner euro eller 9 pct.), asset-backed securities (0,7 billioner euro eller 8 pct.) og andre obligationer, fx udstedt af overnationale organisationer (0,4 billioner euro eller 4 pct.). Ikke-omsættelige aktiver, der især består af gældsfordringer (også benævnt banklån), har desuden været optaget på den samlede liste over belånbare aktiver siden 1. januar 2007. Da disse aktivers belånbarhed imidlertid ikke vurderes forud for deres godkendelse, er det ikke let at måle mængden af disse aktiver. Anvendelsen af aktiverne nåede op på 0,1 billioner euro i 2007, svarende til 1 pct. af de samlede belånbare aktiver i eurosystemet.

Den gennemsnitlige værdi af omsættelige og ikke-omsættelige aktiver, som modparterne anvender til sikkerhedsstillelse i eurosyste­mets kreditoperationer, steg markant fra 906 mia. euro i gennemsnit i 2006 til 1.101 mia. euro i 2007. Den primære årsag til stigningen var, at modparterne stillede sikkerhed for store ekstra beløb i eurosystemet efter august, hvor uroen på de finansielle markeder begyndte (se figur 43). Som sammenligningen af sikkerhedsstillelse med udestående tilgodehavender hos eurosyste­mets

Figur 43. Sikkerhedsstillelse i eurosyste­mets kreditoperationer og udestående kredit i de pengepolitiske operationer



Kilde: ECB.

1) Årligt toppunkt for udestående kredit til pengepolitiske operationer.

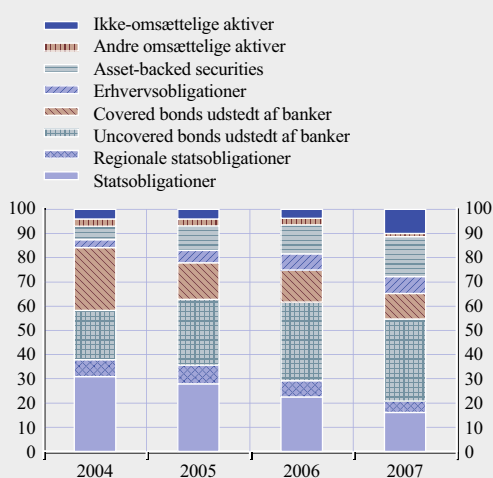
modparter viser, var andelen af sikkerhedsstillelse, der ikke blev anvendt til at dække udestående tilgodehavender fra pengepolitiske operationer, fortsat høj. Det tyder på, at tilstrækkeligheden af sikkerhedsstillelse ikke har udgjort en begrænsende faktor for eurosyste­mets modparter i kølvandet på uroen.

Med hensyn til de typer aktiver, der anvendes til sikkerhedsstillelse i eurosyste­met, faldt den gennemsnitlige årlige andel af statsobligationer fra 23 pct. i 2006 til 15 pct. i 2007. Uncovered bonds udstedt af banker tegnede sig stadig for den største andel af sikkerhedsstillelsen i eurosyste­met (i gennemsnit 33 pct. i 2007). Den gennemsnitlige andel af asset-backed securities steg fra 12 pct. i 2006 til 16 pct. i 2007.

Efter godkendelse i hele euroområdet den 1. januar 2007 af ikke-omsættelige aktiver som sikkerhedsstillelse i eurosyste­mets kreditoperationer, er modparterne begyndt også at anvende denne form for sikkerhedsstillelse. På årsbasis udgjorde denne aktivtype i gennemsnit 10 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse mod 4 pct. i 2006 (se figur 44). Antallet af gældsfordringer, hvis kreditværdighed kunne vurderes, var fortsat begrænset i 2007 (se afsnittet om risikostyring).

Figur 44. Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type

(I pct.; årligt gennemsnit)



Kilde: ECB.

Der er således stadig udnyttet potentiale i denne supplerende kilde til sikkerhedsstillelse.

Styrelsesrådet vedtog den 24. maj 2007 følgende to mindre justeringer af rammerne for sikkerhedsstillelse i 2007:

- Kalenderen for udfasning af omsættelige liste 2-papirer, der kan anvendes til sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer, blev ændret.²
- Residenskriteriet for aktiver, der kan anvendes til sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer, blev nærmere fastlagt.³

RISIKOSTYRING

Eurosystemet afbøder risikoen for modparters misligholdelse i en kreditoperation ved at kræve, at modparterne stiller tilstrækkelig sikkerhed. Trods dette krav kan eurosystemet imidlertid stadig være udsat for en række finansielle risici, hvis en modpart misligholder sine forpligtelser. Det gælder den kreditrisiko, der knytter sig til sikkerhedsstillelsen, samt markeds- og likviditetsrisici for ugunstige forskydninger i prisen på sikkerheden i løbet af den likvidationsperiode,

der følger efter en modparts misligholdelse. Med henblik på at reducere disse risici til et acceptabelt niveau fastholder eurosystemet høje kreditstandarder for aktiver, der er godkendt som sikkerhed, vurderer dagligt sikkerheden og benytter sig af passende risikostyring. De finansielle risici i kreditoperationer kvantificeres og rapporteres til ECBs besluttende organer.

Eurosystemet anvender et sæt procedurer, regler og teknikker, der tilsammen udgør eurosystemets rammer for kreditvurdering, for at sikre, at de høje kreditstandarder for sikkerhed overholdes. Grænseværdien for kreditkvaliteten af aktiver, der er belånbare i eurosystemets kreditoperationer, er defineret som en kreditvurdering på mindst "single A".⁴ Eurosystemets rammer for kreditvurdering omfatter en række alternative kilder til kreditvurdering. Godkendelse i hele euroområdet af ikke-omsættelige aktiver som sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer pr. 1. januar 2007 faldt sammen med eurosystemets modparters første, men dog stadig begrænsede, anvendelse af interne ratingbaserede systemer som en ny metode til kreditvurdering. Som følge af den begrænsede anvendelse af interne ratingbaserede systemer var de fleste af de gældsfordringer, der kunne belånes pr. 1. januar 2007, og som herefter blev stillet som sikkerhed i eurosystemet, tilgodehavender hos enheder i den offentlige sektor. En implicit kreditvurdering af disse enheder udledes af kreditvurderingen af det land, hvor gældsfordringens debitor eller garant er hjemmehørende.

2 Omsættelige aktiver udstedt før 31. maj 2007 og handlet på ikke-regulerede markeder, der på nuværende tidspunkt opfylder eurosystemets krav om sikkerhed og tilgængelighed, men ikke om gennemsigtighed, vil fortsat kunne belånes indtil 31. december 2009, men ikke senere.

3 Som et resultat af færdiggørelsen af den samlede liste over sikkerhedsstillelse den 1. januar 2007 har eurosystemet angivet, at udstedere, med undtagelse af internationale eller overnationale institutioner, af omsættelige aktiver, der kan belånes i forbindelse med eurosystemets kreditoperationer, skal være etableret enten i EØS eller i et af fire G10-lande uden for EØS (Canada, Japan, Schweiz og USA). Aktiver udstedt efter 1. januar 2007 af enheder med hjemsted uden for EØS eller G10-lande uden for EØS, kan ikke belånes, selv om der foreligger en garanti fra en enhed i EØS. Aktiver udstedt før 1. januar 2007 vil fortsat kunne belånes indtil 31. december 2011 og vil først derefter ikke kunne belånes.

4 Ved "single A" forstås en rating på lang sigt på mindst "A-" hos Fitch eller Standard & Poor's, mindst "A3" hos Moody's eller mindst "AL" hos DBRS.

En række tilføjelser til eurosystemets rammer for kreditvurdering blev indført i 2007. På grundlag af en beslutning, som Styrelsesrådet traf den 19. oktober 2007, benyttes kreditvurderingsbureauet DBRS pr. 1. januar 2008 som et ekstra eksternt kreditvurderingsbureau inden for eurosystemets rammer for kreditvurdering. Styrelsesrådet vedtog også i 2007, at covered bonds udstedt af banker, der nøje opfylder kriterierne fastlagt i artikel 22, stk. 4, i direktivet om institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter), og udstedt efter 1. januar 2008 skal være underlagt de samme krav til kreditvurdering som andre omsættelige aktiver.

1.2 VALUTAOPERATIONER

I 2007 udførte eurosystemet ingen interventioner på valutamarkedet af hensyn til politikformål. ECBs valutatransaktioner var udelukkende forbundet med investeringsaktiviteter. Desuden udførte ECB ingen valutaoperationer i valutaer fra lande uden for euroområdet, som deltager i ERM2. Den stående aftale mellem ECB og IMF om at gøre det lettere for IMF at iværksætte SDR-transaktioner på ECBs vegne med andre foreskrevne indehavere blev anvendt i 18 tilfælde i 2007.

I lyset af volatiliteten på de finansielle markeder i 2007 gennemførte eurosystemet også to operationer i forbindelse med Federal Reserve Systems USD Term Auction Facility og tilførte ved hver operation 10 mia. dollar til eurosystemets modparter (Se også boks 9).

1.3 INVESTERINGSAKTIVITETER

ECBs investeringsaktiviteter er organiseret med henblik på at forhindre anvendelse af insiderviden om pengepolitiske centralbankforanstaltninger i forbindelse med investeringsbeslutninger. En række regler og procedurer – "kinesiske mure" – adskiller de forretningsenheder, som deltager i de operationelle investeringsaktiviteter, fra andre forretningsenheder.

FORVALTNING AF VALUTARESERVER

ECBs valutareserveportefølje blev oprindeligt skabt ved overførsel af valutareserveaktiver fra de nationale centralbanker i euroområdet. Over tid afspejler porteføljesammensætningen udviklingen i markedsværdien af de investerede aktiver samt ECBs valuta- og guldoperationer. Hovedformålet med ECBs valutareserver er at sikre, at eurosystemet på ethvert tidspunkt har tilstrækkelige likvide ressourcer til sine valutaoperationer med ikke-EU valutaer. Hovedprincipperne for forvaltningen af ECBs valutareserver er likviditet, sikkerhed og afkast i nævnte rækkefølge.

ECBs valutareserveportefølje består af amerikanske dollar, japanske yen, guld og SDR. Dollar- og yenreserverne forvaltes aktivt af ECB og de nationale centralbanker i euroområdet på vegne af ECB. Fra og med januar 2006 blev der indført en "currency specialisation model" for at forbedre effektiviteten af eurosystemets investeringsoperationer. Det betyder, at de enkelte nationale centralbanker som hovedregel kun får tildelt én andel i enten dollar- eller yenporteføljen, om end to nationale centralbanker for øjeblikket forvalter to.⁵ I januar 2007 deltes to nationale centralbanker (Banka Slovenije og Banque centrale du Luxembourg) om forvaltningen af deres andel i ECBs valutareserver. Yderligere to aftaler om delt forvaltning trådte i kraft i januar 2008 i forbindelse med Central Bank of Cyprus' og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Maltas indtræden i eurosystemet (se kapitel 3).

ECB solgte i alt ca. 79 tons guld i løbet af 2007 i fuld overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 27. september 2004, som ECB har undertegnet. Det meste af provenuet fra salget af guld blev tillagt yenporteføljen og i mindre omfang dollarporteføljen.

5 Nærmere oplysninger findes i artiklen "Portfolio management at the ECB" i Månedsoversigten for april 2006.

Værdien af ECBs valutareserveaktiver⁶ til aktuelle kurser og markedspriser steg fra 42,3 mia. euro ultimo 2006 til 42,8 mia. euro ultimo 2007, hvoraf 32,1 mia. euro var i fremmed valuta – japanske yen og amerikanske dollar – og 10,7 mia. euro var i guld og SDR. Baseret på valutakurserne ultimo 2007 tegnede aktiver i amerikanske dollar sig for 79,7 pct. af valutareserverne, mens aktiver i japanske yen tegnede sig for 20,3 pct. Den mest markante ændring i 2007 sås derfor i markedsværdien af guld og SDR, der steg til 10,7 mia. euro mod 10,3 mia. euro i 2006, primært som følge af apprecieringen af guld med ca. 18 pct. målt i euro. Porteføljens markedsværdi i fremmed valuta var stort set uændret i 2007, idet den amerikanske dollars og den japanske yens depreciering over for euro blev opvejet af de positive nettoafkast (som består af kapitalgevinster og renteindtægter) fra aktiviteter i forbindelse med porteføljeforvaltning og provenuet fra ECBs salg af guld.

Listen over instrumenter til investering af ECBs valutareserveaktiver blev i 2007 udvidet, så den også omfatter renteswaps. Desuden er pilotprojektet vedrørende automatisk værdipapirudlån for ECBs dollarportefølje godt i gang og forventes gennemført i løbet af 2008.

FORVALTNING AF EGENPORTEFØLJE

ECBs egenportefølje består af den investerede modpost til ECBs indbetalte kapital og det til enhver tid indestående i den almindelige reservefond samt hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici. Formålet med denne portefølje er at sikre ECB indtægter, som kan bidrage til at dække driftsudgifterne. Forvaltningen heraf skal maksimere den forventede indtjening i henhold til en "nulunderskudsbe-grænsning" på et bestemt konfidensniveau. Porteføljen investeres i eurodenominerede aktiver.

Værdien af porteføljen til gældende markedspriser steg fra 7,5 mia. euro ultimo 2006 til 9,3 mia. euro ultimo 2007. Det meste af stigningen i markedsværdien kan tilskrives investeringen i egenporteføljen af ECBs hensættelser i 2005 til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici. Afkast af investeringer bidrog også positivt til stigningen i markedsværdien.



I årets løb blev obligationer med variabel rente føjet til listen over investeringsmuligheder, som forvalterne af denne portefølje har til rådighed. Endvidere blev listen over godkendte udstedere af covered bonds og usikrede "senior bonds" yderligere udvidet.

RISIKOSTYRING

De finansielle risici, som ECB er eksponeret for i forbindelse med sine investeringsaktiviteter, overvåges og måles nøje for at holde dem inden for de rammer, som ECBs besluttende organer har fastlagt. Der er til dette formål etableret en detaljeret grænsestruktur og daglig overvågning af, at grænserne overholdes. Løbende rapportering sikrer, at alle interessenter er tilstrækkeligt informeret om omfanget af sådanne risici.

I 2007 styrkede ECB yderligere risikostyringen gennem en forbedring og opgradering af it-systemerne. Denne styrkelse betyder, at mange opgaver med overvågning, måling og rapportering af risiko kan automatiseres inden for en robust og fleksibel infrastruktur. Der er desuden udviklet en modelbaseret "performance attribution"-ramme, der gør det muligt at tillægge porteføljepreformance til eksponering for individuelle risikofaktorer. Endelig stod ECB – i erkendelse af,

⁶ Valutareserveaktiverne beregnes som officielle reserveaktiver, plus indestående i fremmed valuta hos residerter, minus på forhånd aftalte nettotræk på valutabeholdningen på et senere tidspunkt på grund af genkøbsforretninger og terminsforretninger. Mere detaljerede oplysninger om datakilder findes på <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

at kreditrisikostyringsteknikker spiller en stadig større rolle blandt centralbankerne – i spidsen for en særlig arbejdsgruppe under Markedsoperationskomiteen, som udførte en sammenlignende analyse af porteføljekreditrisikomodeller, der anvendes af eurosystemets centralbanker. Resultaterne af denne analyse blev publiceret i ECBs Occasional Papers.⁷

En af de indikatorer, der benyttes til at overvåge markedsrisici, er Value-at-Risk (VaR), som er et skøn over det maksimale tab på en aktivportefølje, der med en given sandsynlighed kan forventes efter en nærmere angivet periode. Denne indikatorers værdi afhænger af en række parametre, der benyttes til beregningen, især konfidensniveau, tidshorisont og den tidsperiode, der anvendes til at estimere volatiliteten i aktivpriserne. Det kan illustreres ved følgende eksempel: Hvis man til beregning af denne indikator for ECBs investeringsportefølje anvender et konfidensniveau på 95 pct., en horisont på et år og en tidsperiode på et år som grundlag for volatiliteten i aktivpriserne, er resultatet en VaR på 3.500 mio. euro. Hvis den samme indikator beregnes med en tidsperiode på fem år i stedet for ét, er resultatet en VaR på 4.800 mio. euro. Hovedparten af denne markedsrisiko skyldes valuta- og guldpriserisici. Den lave renterisiko afspejler den fortsat forholdsvis lave modificerede varighed på ECBs investeringsporteføljer.

⁷ Se også "The use of portfolio credit risk models in central banks" af arbejdsgruppen under ESCBs Markedsoperationskomite, ECBs Occasional Paper nr. 64, juli 2007.

2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Det er eurosystemets lovbestemte opgave at fremme betalingssystemernes smidige funktion. Det vigtigste instrument til at udføre denne opgave – ud over overvågningsfunktionen (se afsnit 4 i kapitel 4) – er faciliteter, der kan sikre effektive og robuste clearing- og betalingssystemer. Derfor har eurosystemet etableret Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system, kaldet Target, til store, tidskritiske betalinger i euro. Det teknisk decentraliserede Target-system erstattes lidt efter lidt af Target2-systemet, der bygger på en fælles teknisk platform for alle deltagere. Den første landegruppe gik over til Target2 den 19. november 2007.

Hvad angår styring af sikkerhedsstillelse, tilbyder eurosystemet og markedet en række kanaler, der gør det lettere at stille sikkerhed på tværs af landegrænser. Desuden er eurosystemet sammen med markedsdeltagerne i færd med at definere brugerkravene til værdipapirafvikling i centralbankpenge via en fælles europæisk teknisk platform med harmoniserede processer og procedurer (Target2-Securities). Et sådant initiativ vil sikre, at der ikke er forskel på indenlandsk og grænseoverskridende afvikling inden for euroområdet.

2.1 TARGET-SYSTEMET

Target spiller en vigtig rolle i gennemførelsen af den fælles pengepolitik og i forhold til pengemarkedet i euroområdet. Da Target-systemet kan tilbyde realtidsafvikling i centralbankpenge og har en bred markedsdækning, tiltrækker det også en lang række andre betalinger. Target er tilgængeligt for alle kreditoverførsler i euro mellem de deltagende banker uden øvre eller nedre grænser med hensyn til værdi. Betalingerne kan afvikles mellem banker inden for et EU-land (indenlandske betalinger) og mellem banker i forskellige EU-lande (grænseoverskridende betalinger).

Target fungerede smidigt i 2007 og fortsatte med at afvikle stadig flere betalinger i euro. Det er i overensstemmelse med eurosystemets politiske mål om at fremme afvikling i centralbankpenge

som et særligt sikkert betalingsmiddel. I 2007 blev 89 pct. af den samlede omsætning i systemerne for store betalinger i euro afviklet via Target. Lanceringen af Target2 den 19. november 2007 forløb også gnidningsfrit (se afsnit 2.2 i dette kapitel).

Omkring 9.300 banker, inkl. filialer og datterselskaber, benytter Target til at iværksætte betalinger på egne eller kunders vegne. I alt kan omkring 52.000 institutter, især deltagernes filialer, nås via Target ved hjælp af en identifikationskode (Bank Identifier Code).

TARGET-OPERATIONER

I 2007 steg det daglige gennemsnit af betalinger behandlet i Target med 12,3 pct. antalmæssigt og 15,6 pct. værdimæssigt. Tabel 12 viser en oversigt over betalinger i Target i 2007 i forhold til året før. Target-systemets samlede tilgængelighed, dvs. deltagernes mulighed for at anvende

Tabel 12. Betalinger i Target¹⁾

Mængde (antal transaktioner)	2006	2007	Ændring (i pct.)
Samlet			
I alt	83.179.996	93.375.701	
Dagligt gennemsnit	326.196	366.179	12,3
Indenlandske betalinger²⁾			
I alt	64.162.211	72.574.446	
Dagligt gennemsnit	251.617	284.606	13,1
Grænseoverskridende betalinger			
I alt	19.017.785	20.801.255	
Dagligt gennemsnit	74.580	81.574	9,4
Værdi (milliarder euro)	2006	2007	Ændring (i pct.)
Samlet			
I alt	533.541	616.731	
Dagligt gennemsnit	2.092	2.419	15,6
Indenlandske betalinger²⁾			
I alt	348.764	395.412	
Dagligt gennemsnit	1.368	1.551	13,4
Grænseoverskridende betalinger			
I alt	184.777	221.319	
Dagligt gennemsnit	725	868	19,7

Kilde: ECB.

1) Der var 255 åbningdage både i 2006 og 2007.

2) Herunder betalinger for fjerndeltagere.

Target i åbningstiden uden at der sker fejl, nåede i 2007 op på 99,90 pct., og 97,9 pct. af de grænseoverskridende betalinger blev behandlet inden for fem minutter.

NØDPROCEDURER FOR SYSTEMISK VIGTIGE BETALINGER I TARGET

Som følge af Target-systemets centrale rolle på markedet og dets brede markedsdækning er passende beskyttelse mod en lang række trusler afgørende for systemets pålidelighed og smidige funktion. Det er essentielt, at systemisk vigtige betalinger – dvs. betalinger der kan medføre systemiske risici, hvis de ikke gennemføres til tiden, navnlig transaktioner fra CLS-systemet (Continuous Linked Settlement) og Euro 1 (se afsnit 4.1 i kapitel 4), samt kontant sikkerhedsstillelse for centrale modparter – afvikles uden forsinkelse, selv under usædvanlige omstændigheder. Eurosystemet har etableret nødprocedurer for at sikre, at sådanne betalinger afvikles på en hensigtsmæssig måde selv i tilfælde af funktionsfejl i Target. I 2007 viste en række yderligere afprøvninger blandt centralbanker (og en række banker), at Targets nødprocedurer fungerer effektivt. De bekræftede, at eurosystemet er i stand til at sikre, at betalingssystemerne og de finansielle markeder fortsat kan fungere smidigt i krisituationer.

TILSLUTNING TIL TARGET FOR DE NATIONALE CENTRALBANKER I DE LANDE, DER BLEV EU-MEDLEMMER I 2004 OG 2007

I oktober 2002 besluttede Styrelsesrådet, at de nye EU-landes centralbanker efter udvidelsen i 2004 skulle have mulighed for, men ikke pligt til, at tilslutte sig det nuværende Target-system. Narodowy Bank Polski og Eesti Pank forbandt deres RTGS-systemer til Target via Banca d'Italias RTGS-system i henholdsvis 2005 og 2006. I forbindelse med Sloveniens indtræden i euroområdet i januar 2007 besluttede Banka Slovenije af effektivitetshensyn ikke at udvikle sit eget RTGS-system, men at benytte Deutsche Bundesbanks RTGS-system til at tilslutte sig Target. Da Target2 blev sat i drift i november 2007, begyndte Cypern, Letland, Litauen og Malta at afvikle betalinger via Target2s fælles platform.

DIALOG MED BRUGERNE AF TARGET OG RTGS-OPERATØRERNE I ANDRE VALUTAOMRÅDER

ESCB fortsætter den tætte dialog med brugerne af Target for at sikre, at der tages tilstrækkelig højde for deres behov, og at der efterfølgende gennemføres passende foranstaltninger. Som i de tidligere år blev der i 2007 afholdt regelmæssige møder mellem de nationale centralbanker, som er tilsluttet Target, og de nationale Target-brugergrupper. Desuden blev der afholdt fællesmøder mellem ESCBs Working Group on Target2 og den europæiske banksektors Target Working Group for at drøfte operationelle aspekter af Target samt idriftsættelsen af og migreringen til Target2. De strategiske aspekter blev behandlet i Contact Group on Euro Payments Strategy, som består af repræsentanter fra bankernes og centralbankernes øverste ledelse. Som operatør af det største RTGS-system i verden målt på værdien af de gennemførte transaktioner havde eurosystemet fortsat tæt kontakt med RTGS-operatører i andre vigtige valutaområder i 2007. Stadig flere indbyrdes forbindelser, fx som følge af transaktioner via CLS, har skabt et behov for fælles drøftelser om operationelle spørgsmål.

2.2 TARGET2

Target2-systemet blev sat i drift den 19. november 2007, hvor den første landegruppe (Tyskland, Cypern, Letland, Litauen, Luxembourg, Malta, Østrig og Slovenien) migrerede til den fælles platform. Anden landegruppe (Belgien, Irland, Spanien, Frankrig, Holland, Portugal og Finland) migrerede til Target2 den 18. februar 2008. Tredje og sidste gruppe (bestående af Danmark, Estland, Grækenland, Italien, Polen og ECB) migrerer den 19. maj 2008.

Target2 kom godt fra start. Den fælles platform (som drives af Banque de France, Banca d'Italia og Deutsche Bundesbank på vegne af eurosystemet) opnåede en meget høj performance. Den tekniske kommunikation med de tilbageværende Target-komponenter fungerede også smidigt. Da den første landegruppe migrerede til Target2, flyttede 50 pct. af antallet af de samlede Targetbetalinger og 30 pct. af værdien af betalingerne

til Target2. Efter den anden migreringsbølge var 80 pct. af både antallet og værdien af de samlede Target-betalinger flyttet til Target2. Med lanceringen af Target2 er det nu muligt at behandle direkte debiteringer mellem banker samt kreditoverførsler. Desuden kan tilknyttede systemer i Target2 afvikle direkte på den fælles platform. Den enkelte deltager er i princippet i stand til at afvikle kontantbetalinger via et hvilket som helst tilknyttet system over en enkelt centralbankkonto i Target2.

Med idriftsættelsen af Target2 for øje er der gennem hele 2007 arbejdet på at færdiggøre de operationelle og juridiske rammer. Ikke mindst test- og migreringsaktiviteterne hos de fremtidige systembrugere blev grundigt forberedt og udført. Fra februar til april 2007 blev overensstemmelsen mellem Target2s fælles platform og systemspecifikationerne som defineret af eurosystemet i samarbejde med brugerne (de overordnede funktionsspecifikationer (General Functional Specifications – GFS) og de detaljerede funktionsspecifikationer for brugerne (User Detailed Functional Specifications – UDFS)) kontrolleret. Afprøvning med inddragelse af Target2-brugere indledtes planmæssigt den 2. maj 2007, og resultaterne blev offentliggjort i regelmæssige statusrapporter. I samme forbindelse var der lejlighed til at vurdere planlægningen af tidspunkterne for migrering til Target2. Bl.a. blev der afholdt "generalprøve" på den første migrering den 29. og 30. september 2007 med deltagelse af alle nationale centralbanker. Efter vellykket afprøvning kunne eurosystemet den 9. november 2007 udsende en pressemeddelelse om, at de nationale banksektorer i den første landegruppe var parat til at migrere. Samtidig blev det bekræftet, at det nye system ville blive sat i drift den 19. november 2007 som planlagt.

Den 22. juni 2007 udsendte Styrelsesrådet den fjerde statusrapport om Target2. Formålet var at informere markedsdeltagerne om eurosystemets seneste beslutninger vedrørende udestående prisspørgsmål og om godkendelsen af ECBs retningslinje om Target2. Desuden skulle en række tidligere beslutninger finjusteres. Rapporten indeholdt også den endelige version af GFS samt

oplysninger om juridiske forhold, om de seneste ændringer i den fælles platforms planlagte funktionalitet og om afprøvnings- og migreringsaktiviteter. Den 29. oktober 2007 udsendte Styrelsesrådet den femte statusrapport om Target2 med oplysninger til markedsdeltagerne om eurosystemets beslutninger vedrørende de sidste udestående operationelle spørgsmål. Rapporten indeholdt også "Information guide for TARGET2 users" og "User information guide to the TARGET2 pricing".

"Information guide for TARGET2 users" indeholder en række standardoplysninger til banker og tilknyttede systemer, der benytter Target2, så deltagerne får en bedre forståelse af systemets generelle funktion og kan anvende det på den mest effektive måde. Vejledningen besvarer de mest almindelige spørgsmål vedrørende Target2 og sigter mod at give brugerne en klar forståelse af, hvilke funktioner der er fælles, og hvilke der er landespecifikke. Desuden indeholder vejledningen oplysninger om driftsmæssige procedurer under normale og navnlig usædvanlige omstændigheder.

"User information guide to the TARGET2 pricing" giver Target2-brugere et samlet overblik over prisstrukturen i Target2 (standardydelse, likviditetspooling og ydelser for tilknyttede systemer) og detaljerede oplysninger om faktureringsprincipperne for de forskellige transaktionstyper, samt hvem der faktureres.

Ud over statusrapporterne og det tætte samarbejde med brugerne i forbindelse med afprøvning og migrering har ECB og de nationale centralbanker holdt brugerne ajour med udviklingen via deres websteder dedikeret til Target2. Webstederne indeholder oplysninger om følgende:

- En brugerfokuseret plan for Target2 blev oprettet og regelmæssigt opdateret igennem hele 2007 for at give brugere et værktøj, som kunne lette deres interne planlægning og sikre overensstemmelse med eurosystemets planlægning.

- I løbet af 2007 blev der regelmæssigt afholdt seminarer med brugere på nationalt niveau. På europæisk niveau blev der den 14. juni 2007 holdt et Target2-informationsmøde for brugere hos ECB.
- Retningslinjen om Target2 blev vedtaget af Styrelsesrådet den 26. april 2007 og offentliggjort på alle EUs officielle sprog den 11. juni 2007. Den henvender sig til de nationale centralbanker i eurolandene ("eurosystemets nationale centralbanker"), men gælder også – efter separat aftale – for EU-centralbanker uden for euroområdet, som har oprettet eller vil oprette forbindelse til Target2 ("tilsluttede nationale centralbanker"). Retningslinjens bilag II indeholder de harmoniserede vilkår for deltagelse i Target2, som skal inkorporeres i alle deltagende og tilsluttede nationale centralbankers Target2-dokumentation. Retningslinjen blev offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende den 8. september 2007 og er også tilgængelig på alle EU-sprog på ECBs websted.
- De nationale migreringsprofiler og profilerne for de tilknyttede systemer blev regelmæssigt opdateret i årets løb. For den enkelte centralbank viser disse profiler, hvilke moduler på den fælles platform der benyttes, og hvordan de tilknyttede systemer afvikler efter migreringen til Target2.
- Den endelige version af brugerhåndbogen til den fælles platforms informations- og kontrolmodul blev udsendt den 2. november 2007, mens de endelige versioner af UDFS (bog 1, 2 og 4 om XML-meddelelser og de tilhørende XML-skemafiler) blev udsendt den 9. oktober 2007.

2.3 TARGET2-SECURITIES

Formålet med Target2-Securities (T2S) er at levere harmoniseret og effektiv afvikling i centralbankpenge af værdipapirtransaktioner i euro ved at samle værdipapir- og kontantafviklingen i euro på en fælles platform. Med indførelsen af

T2S bliver der ingen forskel mellem indenlandsk og grænseoverskridende afvikling inden for euroområdet i de deltagende værdipapircentraler. Systemet vil således fungere som katalysator for europæisk integration og harmonisering af afvikling af værdipapirhandel mv. T2S vil også fremme konkurrencen ved at give lige, billigere og harmoniseret adgang til afviklingstjenester på det europæiske finansielle marked.

Den 8. marts 2007 kom Styrelsesrådet med en positiv vurdering af gennemførligheden af T2S⁸ og besluttede at indlede næste fase af projektet, nemlig at definere T2S-brugerkrav, i fuld åbenhed og i samarbejde med markedsdeltagere, navnlig værdipapircentraler og deres brugere. Den 26. april 2007 indledte Styrelsesrådet den første offentlige høring om de generelle T2S-principper og de overordnede principper vedrørende indretningen og omfanget af T2S og godkendte etableringen af rammer for de organisatoriske og ledelsesmæssige aspekter af udarbejdelsen af T2S-brugerkrav. Den rådgivende gruppe – der fik til opgave at definere brugerkravene – delte opgaven ud på seks forskellige tekniske grupper, der hver især fokuserede på specifikke tekniske aspekter af afviklingen. Den rådgivende gruppe og de tekniske grupper gik i gang med det forberedende arbejde i forsommeren 2007 og afholdt i alt syv "minihøringer", hvor de bad om tilbagemeldinger fra nationale brugergrupper og europæiske foreninger for at kunne trække på den store viden og erfaring, der er opbygget i de forskellige markedssegmenter. Resultaterne og statusrapporterne blev formidlet videre til markedsdeltagere ved tre informationsmøder i henholdsvis juni, august og november 2007. Alle T2S-dokumenter, inkl. minihøringer, nyhedsbreve, statusrapporter, dagsordener og kortfattede mødereferater er tilgængelige på ECBs websted. I alt omfatter T2S-ledelsesstrukturen i denne fase mere end 188 personer fra 77 organisationer⁹, så det sikres, at alle brugerkrav og funktionaliteter, som markedsdeltagerne ef-

⁸ Gennemførlighedsundersøgelsen, som dækkede operationelle, tekniske, juridiske og økonomiske aspekter af projektet, er offentliggjort på ECBs websted.

⁹ Inkl. alle værdipapircentraler, der afvikler i euro, samt 33 depotbanker.

terspørger, overvejes og medtages efter behov. Den rådgivende gruppe, der refererer direkte til Styrelsesrådet, præsenterede det første udkast til T2S-brugerkravene i december 2007.

Den 8. marts 2007 besluttede Styrelsesrådet desuden, at T2S fuldt ud skal ejes, udvikles og drives inden for eurosystemet på Target2-plattformen, så synergieffekten udnyttes optimalt. Kreditinstitutter vil kunne samle alle deres værdipapirer og centralbankpenge på en enkelt platform i stedet for at fordele værdipapirer og centralbankpenge på flere uafhængige nationale platforme, hvorved synergien mellem Target2 og T2S udnyttes. Dette bidrager til en mere effektiv styring af sikkerhedsstillelse. T2S vil også fremme en hurtigere cirkulation af værdipapirer og centralbankpenge til gavn for markedsdeltagerne. Fire nationale centralbanker i euroområdet (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France og Banca d'Italia) er parate til at udvikle og drive T2S.

Offentlige myndigheder som Europa-Parlamentet, Ecofin-Rådet og Europa-Kommissionen blev gennem hele 2007 regelmæssigt informeret om den seneste udvikling vedrørende T2S-forslaget og udtrykte deres støtte til T2S-projektet.

Hvad angår de juridiske aspekter, blev der i 2007 gjort omfattende status over EU-lovgivning og national lovgivning samt andre nationale ordninger og praksis, der kan have betydning for den juridiske gennemførlighed af T2S. Øvelsen omfattede afviklingsprocedurer, krav til datalagring samt rapporterings- og revisionskrav. Der blev ikke konstateret nogen større juridiske hindringer for T2S.

De definerede brugerkrav og metoden til analyse af den økonomiske virkning blev sendt i offentlig høring i slutningen af 2007. Interessenter i markedet opfordres til at indsende kommentarer og forslag inden den 2. april 2008. Efter høringsfasen færdiggøres brugerkravene, og der gennemføres en vurdering af den økonomiske, juridiske og ledelsesmæssige struktur af T2S-initiativet. Derefter træffer Styrelsesrådet beslutning om, hvorvidt næste fase af projektet skal iværksættes.

Med gennemførelsen af T2S vil euroområdet få en sikker, effektiv og tværnational infrastruktur til afvikling i centralbankpenge af værdipapirtransaktioner i euro. De udbudte tjenester vil også være til rådighed for værdipapircentraler, centralbanker og banker i andre EU- og EØS-lande efter anmodning. Deltagerne på de finansielle markeder vil have et fælles sæt harmoniserede afviklingsprocedurer og -processer, uanset hvor de befinder sig, og hvor handlen finder sted.

2.4 AFVIKLINGSPROCEDURER FOR SIKKERHED

Belånbare aktiver kan bruges som sikkerhed for alle kreditoperationer i eurosystemet, ikke kun inden for et land, men også på tværs af nationale grænser, sidstnævnte ved hjælp af korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) eller via godkendte links mellem værdipapirafviklingssystemer i euroområdet. CCBM udbydes af eurosystemet, mens de godkendte links er en markedsbaseret løsning.

Værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i eurosystemet steg fra 514 mia. euro i december 2006 til 683 mia. euro i december 2007. I alt udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ultimo 2007 48,5 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosystemet.

KORRESPONDENTCENTRALBANKMODELLEN

CCBM var fortsat den vigtigste kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed i eurosystemets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen. CCBM tegnede sig for 39,6 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosystemet i 2007. Aktiver forvaltet via CCBM steg fra 414 mia. euro ultimo 2006 til 558 mia. euro ultimo 2007.

CCBM-rammerne er blevet revideret med henblik på integration af nye eurolande. CCBM-aftalen med Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta og Central Bank of Cyprus blev underskrevet den 22. november 2007.

Selv om den har været en succes og har bidraget væsentligt til den finansielle integration, har

CCBM-ordningen også en række ulemper, som navnlig skyldes, at den oprindeligt var tiltænkt som en midlertidig løsning og bygger på princippet om minimal harmonisering. Disse ulemper samt den stigende betydning af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse gjorde, at Styrelserådet den 8. marts 2007¹⁰ besluttede at revidere de nuværende procedurer for styring af sikkerhedsstillelse i eurosystemet og udvikle et nyt system (baseret på eksisterende systemer, som benyttes af fx Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique og De Nederlandsche Bank), der skal hedde Collateral Central Bank Management (CCBM2). Det bliver frivilligt for euroområdet nationale centralbanker at deltage i CCBM2.

Selv om CCBM2 primært udformes med henblik på en mere effektiv styring af sikkerhedsstillelse i eurosystemets centralbanker i forbindelse med både grænseoverskridende og indenlandske transaktioner, vil det også give eurosystemets modparter, især banker med aktiviteter i flere lande, nye muligheder for at optimere deres brug af sikkerhed og forbedre deres likviditetsstyring. CCBM2 bliver mere vidtrækkende end CCBM og vil omfatte effektive metoder til indenlandsk og grænseoverskridende levering og accept af både værdipapirer og gældsfordringer med et harmoniseret serviceniveau baseret på SWIFT-kommunikationsprotokoller. CCBM2 implementeres i overensstemmelse med princippet om decentral adgang til kredit og bliver fuldt ud kompatibel med Target2 og T2S. CCBM2 vil behandle instrukser i realtid i form af straight-through processing ved at muliggøre øjeblikkelig frigivelse af kredit i Target2 mod levering af sikkerhed. Sikkerhed vil kunne modtages via alle godkendte værdipapirafviklingssystemer og forbindelser mellem dem. For at kunne integrere modparternes behov udvikler eurosystemet CCBM2 i tæt samarbejde med markedsdeltagerne. Den første offentlige høring om principperne for udvikling blev indledt den 26. april 2007. De kommentarer, der er kommet, er brugt som input ved udformning af brugerkravene til den nye platform. Endnu en offentlig høring om brugerkravene gennemføres i 1. halvår 2008,

hvorefter der lægges sidste hånd på brugerkravene til CCBM2.

GODKENDTE LINKS MELLEM NATIONALE VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Nationale værdipapirafviklingssystemer kan forbindes ved hjælp af kontraktbaserede og operationelle aftaler med henblik på grænseoverskridende overførsel af aktiver mellem systemerne. Når værdipapirerne er overført via sådanne links til andre værdipapirafviklingssystemer, kan de anvendes efter lokale procedurer nøjagtigt som indenlandsk sikkerhed. I øjeblikket har modparterne adgang til 59 direkte og 5 relayed links, hvoraf kun et begrænset antal anvendes aktivt. Desuden dækker disse links kun dele af euroområdet. Links er godkendt til eurosystemets kreditoperationer, hvis de lever op til eurosystemets brugerstandarder (se afsnit 4 i kapitel 4).

Sikkerhed forvaltet via links steg fra 99 mia. euro i december 2006 til 125 mia. euro i december 2007, men udgjorde kun 8,9 pct. af den samlede (grænseoverskridende og indenlandske) sikkerhedsstillelse i eurosystemet i 2007.

10 Se <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>

3 SEDLER OG MØNTER

3.1 UDVIKLINGEN I CIRKULERENDE EUROSEDLER OG -MØNTER OG HÅNDBERØRINGER DERAF

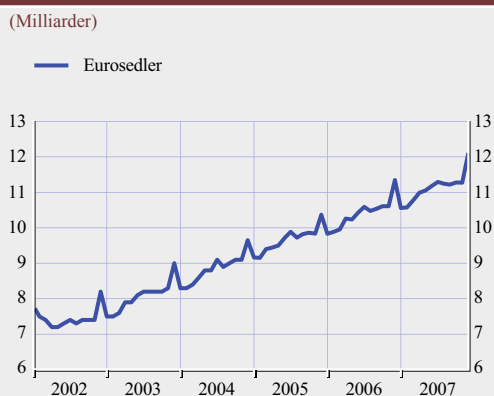
EFTERSPØRGSEL EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

Ultimo 2007 var der 12,1 mia. cirkulerende eurosedler til en samlet værdi af 676,6 mia. euro. Det var en stigning i antal på 6,7 pct., svarende til en værdimæssig stigning på 7,7 pct. i forhold til ultimo 2006 (11,3 mia. sedler til en samlet værdi af 628,2 mia. euro).

Antallet af cirkulerende eurosedler er steget støt siden indførelsen af eurosedler og -mønter i 2002, om end den årlige vækst er faldende (se figur 45 og 46). Ultimo 2007 var den gennemsnitlige værdi af sedler i cirkulation 55,85 euro (sammenlignet med 55,36 euro året før).

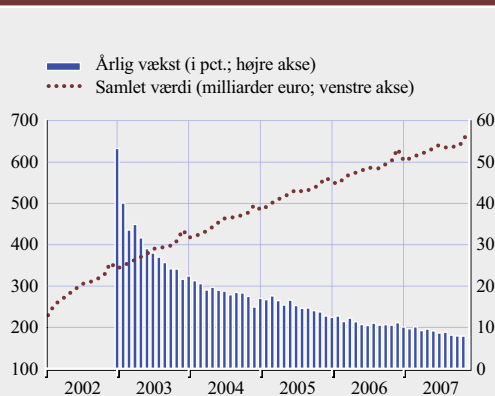
Det skønnes, at mellem 10 og 20 pct. – sandsynligvis tættere på den øvre del af intervallet – af den samlede værdi af eurosedler i cirkulation holdes af residerter uden for euroområdet, der fortsat efterspørger eurosedler, hovedsagelig til værdilagrning eller som parallelvaluta.

Figur 45. Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2007



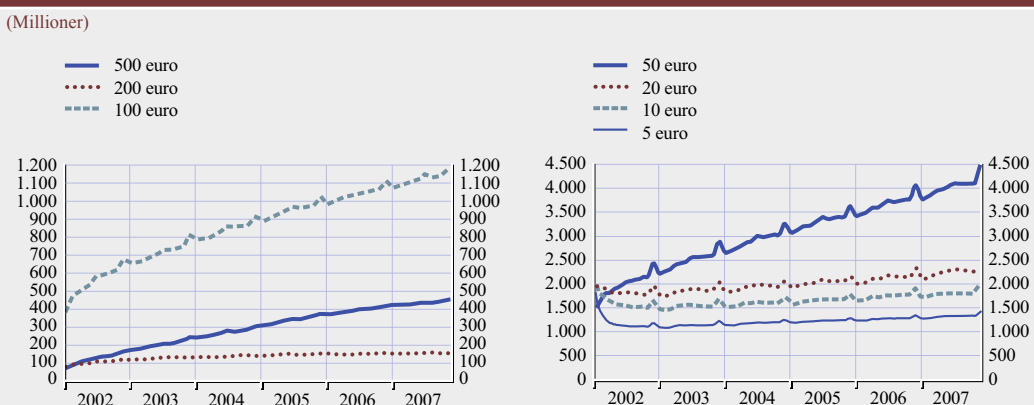
Kilde: ECB.

Figur 46. Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2007



Kilde: ECB.

Figur 47. Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2007



Kilde: ECB.

Hvad angår fordelingen efter seddelsværdi, viste 50- og 100-eurosedlen de største antalmæssige stigninger, idet cirkulationen steg med henholdsvis 8,9 pct. og 8,3 pct., efterfulgt af 500-eurosedlen, der steg med 7,9 pct. De antalmæssige stigninger for de øvrige sedler var mellem 2 og 6 pct. (se figur 47).

I 2007 steg antallet af cirkulerende euromønter (dvs. nettocirkulationen ekskl. de nationale centralbankers beholdninger) med 9,1 pct. til 75,8 mia., mens værdien af de cirkulerende mønter steg med 7,6 pct. til 19,2 mia. euro. Mønter med lav pålydende værdi, dvs. 1-, 2- og 5-centmønter, som andel af de samlede mønter i cirkulation nåede op på 58,0 pct. (sammenlignet med 57,3 pct. året før). Observationer tyder på, at den fortsatte stærke efterspørgsel efter mønter med lav pålydende værdi kan forklares ved et relativt højt antal tabte mønter samt samling.

EUROSYSTEMETS HÅNDTERING AF EUROSEDLER

De seneste års let opadgående tendens i udstedelse og tilbageføring af eurosedler fortsatte. Euroområdet nationale centralbanker udstedte i 2007 33,4 mia. sedler, mens 32,7 mia. sedler blev returneret. Returneringsfrekvensen¹¹ for eurosedler faldt en anelse fra 3,03 pct. i 2006 til 2,93 pct. i 2007.

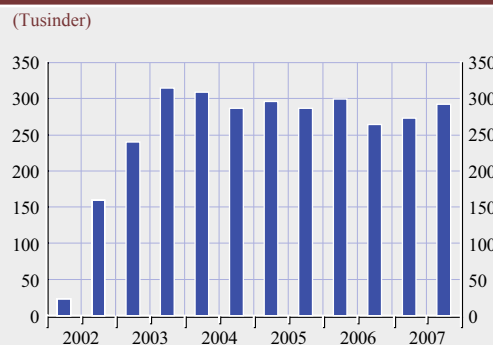
Euroområdet nationale centralbanker kontrollerer hver enkelt af de returnerede sedler for ægthed og egnethed til cirkulation ved hjælp af fuldautomatiske seddelhåndteringsmaskiner. Det sker for at sikre kvaliteten og integriteten af de cirkulerende eurosedler. Omkring 5,5 mia. sedler (en stigning på 5,1 pct. i forhold til året før) blev i 2007 anset for uegnede til cirkulation og blev udskiftet af de nationale centralbanker. Uegnehedsprocenten¹² lå dermed på 17,0 (i forhold til 16,9 i 2006).

3.2 FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

FALSKTE EUROSEDLER

Antallet af falske eurosedler, der tages ud af cirkulation, har ligget stabilt i de sidste fire år, selv

Figur 48. Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2007



Kilde: Eurosystemet.

om antallet af ægte eurosedler i cirkulation er steget i samme periode. Figur 48 viser udviklingen i antallet af falske eurosedler, der tages ud af cirkulation, for hvert halvår siden indførelsen af eurosedler. I alt modtog de nationale analysecentre¹³ ca. 566.000¹⁴ falske eurosedler i 2007. Sammenholdt med antallet af ægte eurosedler i cirkulation, som gennemsnitligt lå på over 11 mia. i 2007, er antallet af forfalskninger endog meget lille. 50-eurosedlen var genstand for flest forfalskninger, nemlig næsten halvdelen. Figur 49 viser fordelingen af forfalskninger efter seddelsværdi.

Offentligheden kan trygt stole på euroens sikkerhed. Den har bevist, at den er en godt beskyttet valuta, både i kraft af de avancerede sikkerhedselementer og de effektive europæiske og nationale retshåndhævende myndigheder. Denne tillid bør dog aldrig være blind, og ECB råder offentligheden til at være på vagt over for forfalskninger og huske "føl-se-vip"-metoden.¹⁵

11 Defineret som antallet af eurosedler, der returneres til de nationale centralbanker i en given periode, divideret med det gennemsnitlige antal eurosedler i cirkulation i den pågældende periode.

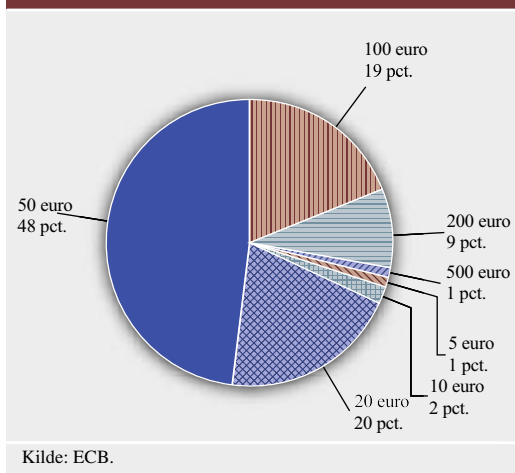
12 Defineret som antallet af uegnede eurosedler i en given periode divideret med det samlede antal eurosedler, der sorteres i den pågældende periode.

13 Centre i de enkelte EU-lande, som udfører foreløbige analyser af falske eurosedler på nationalt plan.

14 Tallet skal justeres en anelse som følge af sen rapportering, især fra lande uden for EU.

15 Se også <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.da.html>

Figur 49. Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi



BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

Eurosystemet fortsatte i 2007 sit tætte samarbejde med Europol og Europa-Kommissionen (især Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig, OLAF) om bekæmpelse af forfalskning af euroen. Eurosystemet gør en aktiv indsats, både i og uden for EU, for at uddanne kasserere i at genkende og håndtere falske sedler.

Eurosystemet deltager aktivt i arbejdet i centralbankernes center for bekæmpelse af forfalskning (Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG)), en arbejdsgruppe bestående af 30 centralbanker og seddeludstedende myndigheder, der arbejder sammen i G10-regi. ECB huser det internationale center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC)), der fungerer som teknisk center for alle CBCDG-medlemmer. Dets væsentligste rolle er at yde teknisk bistand og at drive et centraliseret kommunikationssystem for alle, som arbejder med beskyttelse mod forfalskning. Desuden har ICDC et websted, hvor offentligheden kan finde oplysninger og vejledning om gengivelse af pengesedler samt link til landespecifikke websteder.

3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

RAMMERNE FOR RECIRKULATION AF EUROSEDLER

Efter at ECBs rammer for kreditinstitutternes og andre kontanthåndterende virksomheders afsløring af forfalskninger og kvalitetssortering af eurosedler ("rammerne for recirkulation af eurosedler") er gennemført nationalt af alle euroområdetets nationale centralbanker (bortset fra én, som er i gang med processen), har kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder fået en etårig overgangsperiode til at tilpasse deres procedurer for kontanthåndtering.

De nationale centralbankers tilgang til gennemførelsen af rammerne for recirkulation af eurosedler har varieret alt efter den nationale situation (fx de økonomiske og juridiske forhold, bankstrukturen, den nationale centralbanks rolle i forbindelse med håndtering af kontanter). I nogle få lande er rammerne indført ved lov (samt indgåelse af obligatoriske aftaler med den pågældende nationale centralbank), i andre lande har den nationale centralbank udstedt bindende instrukser (der i nogle tilfælde kun er bindende for kreditinstitutter) eller indgået bilaterale aftaler (hvorved kreditinstitutter lover at overholde rammerne for recirkulation af eurosedler og at inkorporere dem i deres kontrakter med serviceleverandører). I en udtalelse i december 2007 bifaldt Styrelsesrådet Europa-Kommissionens forslag om at revidere Rådets forordning (EF) nr. 1338/2001 om fastlæggelse af de foranstaltninger, der er nødvendige for at beskytte euroen mod falskmøntneri. Ifølge forslaget skal forordningens artikel 6 indeholde en udtrykkelig forpligtelse for kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder til at kontrollere modtagne euromønter og -sedler, som de har tænkt sig at give ud igen, samt en henvisning til ECBs kommende procedurer vedrørende en metode til at kontrollere recirkulerede eurosedler.

ECB fortsatte i tæt samarbejde med euroområdets nationale centralbanker sit arbejde for at sikre en ensartet fortolkning af rammerne for recirkulation af eurosedler i hele euroområdet.

navnlig hvad angår eurosystemets fælles testprocedure for seddelhåndteringsmaskiner.

Ved at tilpasse deres aktiviteter til rammerne for recirkulation af eurosedler styrker kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder deres evne til at afsløre eventuelle falske eurosedler. Det bidrager effektivt til deres overholdelse af den juridiske forpligtelse til straks at tage potentielle forfalskninger ud af cirkulation og stille dem til rådighed for de retshåndhavende myndigheder til yderligere undersøgelse. Desuden sikres det, at de eurosedler, kreditinstitutterne udleverer til kunderne, er i god stand, hvilket gør det lettere at skelne mellem ægte og falske sedler.

ECI-PILOTPROGRAMMET

Styrelsesrådet besluttede i 2006 at lancere et ECI-pilotprogram (extended custodial inventory) for eurosedler i Asien. Et ECI er et kontantdepot hos en privat bank (ECI-bank), der opbevarer sedler og mønter. ECIs forventes at fremme den internationale distribution af eurosedler og bidrage med statistiske oplysninger om cirkulationen af eurosedler uden for euroområdet samt oplysninger om forfalskninger. I 2007 begyndte to store banker, der begge er aktive på engrosmarkedet for pengesedler, i en etårig periode at operere som ECIs for eurosedler. Den ene ECI-bank ligger i Hongkong og den anden i Singapore.

Mens pilotprogrammet har stået på, har ECI-bankerne sørget for, at kun egnede sedler er blevet recirkuleret, og at falske sedler er taget ud af cirkulation i overensstemmelse med rammerne for recirkulation af eurosedler. Overskydende sedler og sedler, der har været uegnede til cirkulation, er blevet sendt til Deutsche Bundesbank, der har fungeret som ECI-bankernes logistiske og administrative modpart. ECI-aktiviteterne og ECI-bankernes statistiske rapportering er forløbet uden problemer.

På grundlag af pilotprogrammet beslutter Styrelsesrådet i 2008, om ECI-programmet skal gøres permanent.

KØREPLAN FOR ØGET HARMONISERING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS KONTANTTJENESTER

I februar 2007 vedtog Styrelsesrådet en køreplan, der på mellemlangt sigt skal føre til en øget harmonisering af kontanttjenesterne inden for eurosystemet.

Øget harmonisering er vigtig, fordi alle interessenter – navnlig dem med betragtelige kontantaktiviteter på tværs af landegrænser – dermed får det fulde udbytte af den fælles valuta, og fordi det sikrer fair konkurrencevilkår. Da landenes økonomi og geografiske forhold er forskellige, forestiller eurosystemet sig ikke en "en for alle"-model til kontantforsyning. Harmoniseringsprocessen vil kræve en vis fleksibilitet med hensyn til kundekrav, kontantinfrastruktur og overgangsperiode ved gennemførelse.

Som led i køreplanen har de nationale centralbanker siden juli 2007 efter anmodning leveret kontanttjenester til kreditinstitutter i euroområdet uden for deres egen jurisdiktion ("ikke-residente banker"), og siden slutningen af 2007 har alle euroområdets nationale centralbanker modtaget euromønter fra kontanthåndterende kunder.

Eurosystemet overvejer en række yderligere tiltag, herunder elektronisk dataudveksling med kreditinstitutter i forbindelse med indskud og hævning af kontanter, orienteringsuafhængige indskud og hævning af eurosedler, som fælles, gratis tjeneste hos de nationale centralbanker samt fælles standarder for seddelpakning i denne forbindelse.

Da sådanne tiltag i givet fald vil få betydning for alle, der er involveret i håndteringen af kontanter, foruden operationelle og omkostningsmæssige implikationer, er der gennemført høringer på både nationalt og europæisk plan.

PRODUKTION AF EUROSEDLER

I 2007 blev der i alt fremstillet 6,3 mia. eurosedler i forhold til 7,0 mia. i 2006. Nedgangen skyldtes primært en lidt mindre stigning i cirkulationen i 2006 end i det foregående år, og at der

Tabel 13. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2007

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	Nationale centralbanker, der iværksætter produktion
5 euro	980,0	DE, ES, FR
10 euro	1.280,0	DE, GR, FR, NL, AT
20 euro	1.890,0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
50 euro	1.730,0	BE, DE, ES, IT
100 euro	230,0	IT, LU, NL
200 euro	-	-
500 euro	190,0	DE
I alt	6.300,00	

Kilde: ECB.

i 2006 blev fremstillet sedler til dækning af en del af det fremtidige behov.

Fremstillingen af eurosedler var også i 2007 underlagt det decentrale puljesystem, som blev indført i 2002. Det betyder, at hver national centralbank i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af den samlede produktion af et begrænset antal seddelværdier (se tabel 13).

DEN ANDEN SERIE EUROSEDLER

I april 2005 godkendte Styrelsesrådet en overordnet plan for udarbejdelsen og indførelsen af den anden serie eurosedler. Siden da har ECB fastlagt de funktionelle og tekniske krav til sedlerne efter input fra forskellige interessenter, fx gennem kvalitativ forskningsaktivitet i offentligheden og videnskabelige visuelle studier og berøringsstudier. Det mundede ud i en oversigt over brugervenlige sikkerhedselementer, der kunne komme i betragtning til den anden serie eurosedler. I den efterfølgende valideringsfase blev listen skåret ned på grundlag af sikkerhedselementernes egnethed til trykning af store mængder. Andre aspekter blev også inddraget, såsom sikkerhedselementernes beskyttelse mod forfalskning, krav til kvalitetskontrol, omkostninger, immaterielle rettigheder og forsyningskæden samt sundhed, sikkerhed og miljø.

I august 2007 var valideringsfasen i det store og hele afsluttet. Den resulterede i en række sikkerhedselementer, som Styrelsesrådet godkendte i oktober 2007. Ud over traditionelle, gennemprøvede sikkerhedselementer vil den anden serie

eurosedler indeholde flere nye visuelle og maskinlæsbare sikkerhedselementer til imødegåelse af moderne forfalskningsteknikker. De udvalgte sikkerhedselementer er nu inkorporeret i den kunstneriske udformning. Ligesom den nuværende serie er den nye serie baseret på temaet "Europas tidsaldre og stilarter". De grafiske elementer er dog ændret, så de nye eurosedler klart skiller sig ud fra de gamle, men alligevel er let genkendelige. I december 2007 godkendte Styrelsesrådet udkastet til den nye seddelserie, og dermed kan initieringsfasen¹⁶ gå i gang. Den nye serie lanceres over en periode på flere år, og den første seddel ventes at komme på gaden om nogle få år. ECB vil i god tid udsende information til offentligheden om de nye eurosedler.

¹⁶ "Initiering" omfatter udarbejdelse af grafik af høj kvalitet og overførsel af design til produktionsværktøjer, fx trykplader.

4 STATISTIK

Med hjælp fra de nationale centralbanker udvikler, indsamler, udarbejder og formidler ECB en lang række statistiske oplysninger, som underbygger pengepolitikken i euroområdet og hjælper den med at udføre forskellige ESCB-opgaver. Oplysningerne anvendes i stigende grad også af de finansielle markeder og offentligheden. Som i de tidligere år forløb det statistiske arbejde vedrørende euroområdet problemfrit i 2007. En vigtig milepæl i ECBs mellemfristede strategi for det statistiske arbejde blev nået i juni 2007 med den første fælles offentliggørelse fra ECB/Eurostat af et integreret sæt kvartalsvise ikke-finansielle og finansielle sektorkonti for euroområdet. Endvidere bidrog ECB i tæt samarbejde med de nationale centralbanker fortsat til harmoniseringen af statistiske begreber i Europa og til revisionen af centrale globale statistikstandarder.

4.1 NYE ELLER FORBEDREDE STATISTIKKER FOR EUROOMRÅDET

I juni 2007 offentliggjorde ECB og Eurostat i fællesskab for første gang et integreret sæt kvartalsvise ikke-finansielle og finansielle sektorkonti for euroområdet med 1. kvartal 1999 som grundlag. Disse konti, der kan betragtes som "nationalregnskabet" for euroområdet, udarbejdes af eurosystemet sammen med Eurostat og de nationale statistikbureauer. De danner bl.a. grundlag for en omfattende analyse af forbindelserne mellem den finansielle og den ikke-finansielle udvikling i økonomien og de indbyrdes forbindelser mellem forskellige sektorer (husholdninger, ikke-finansielle selskaber, finansielle selskaber og offentlig forvaltning og service) og mellem disse sektorer og resten af verden.

Disse konti for euroområdet danner også grundlag for en mere omfattende analyse af data på højere frekvens. I den forbindelse har sektorfordelingen af det brede pengemængdemål M3, som er blevet offentliggjort siden november 2007, yderligere styrket den monetære analyse.

I april 2007 blev den månedlige statistik vedrørende udeståender i Step-initiativet (Short-Term European Paper) suppleret med daglige rentestatistikker fordelt efter oprindelig løbetid og udestersektor (se afsnit 3 i kapitel 4).

I juli 2007 begyndte ECB dagligt at offentliggøre en rentekurve elektronisk. Kurven viser den implicite markedsforrentning af gældsinstrumenter i euro udstedt af staten i euroområdet (på grundlag af renten og markedskursen) for et bredt spektrum af løbetider fra 3 måneder til 30 år. Rentekurver for euroområdet kan indgå som en faktor i vurderingen af markedets forventninger til den økonomiske og finansielle aktivitet på mellemlangt til langt sigt.

ECB har på forsøgsbasis også indsamlet og offentliggjort månedlige HICP-baserede skøn over administrerede priser i euroområdet på basis af informationer om HICP-underindeks offentliggjort af Eurostat og definitioner aftalt med ESCB.

En yderligere geografisk fordeling¹⁷ af den kvartalsvise statistik vedrørende betalingsbalancestrømmene og den årlige statistik vedrørende kapitalbalancen over for resten af verden er blevet offentliggjort gennem regelmæssige pressemeddelelser og ECBs online statistiske datatjeneste, Statistical Data Warehouse¹⁸.

ECBs nye forordning om statistik vedrørende investeringsforeningers aktiver og passiver (ud over pengemarkedsforeninger), som bl.a. betyder, at indberetningerne fra investeringsforeninger fra begyndelsen af 2009 vil bestå af harmoniserede data, har styrket den retlige ramme for indsamling af monetære og finansielle statistikker. Styrelsesrådet har også vedtaget en revideret retningslinje om monetær statistik og statistik

¹⁷ For Brasilien, Rusland, Indien, Kina og Hongkong.

¹⁸ Det offentligt tilgængelige Statistical Data Warehouse blev lanceret på internettet i slutningen af 2006 og blev hilst velkommen af brugerne af statistikker for euroområdet. Som følge af systemets robuste og brugervenlige grænseflade er det hurtigt blevet et populært værktøj til søgning efter statiske oplysninger om euroområdet på internettet. Systemet benyttes hver måned af ca. 20.000 mennesker, som finder og downloader statistiske oplysninger om euroområdet, herunder landeopdelte data.

over finansielle institutioner og markeder, som nu omfatter yderligere krav om statistik vedrørende investeringsforeningers aktiver og passiver samt betalingsstatistik. Endvidere har Styrelsesrådet ændret ECBs retningslinje og anbefaling om betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet samt opførelse af internationale valutaeserver.

Inden for flere forskellige områder arbejdes der på at forbedre de monetære og finansielle statistikker for euroområdet yderligere i de kommende år. Navnlig arbejdes der på en integreret tilgang til securitisation af MFI-lån og de kreditformidlende selskabers aktiviteter, hvilket vil bane vej for langt mere omfattende oplysninger om salg af lån og securitisation af lån.

Endvidere er eurosystemet i gang med at undersøge behovet og muligheden for at forbedre de statistiske oplysninger om forsikringselskaber og pensionsfonde. Den lovgivningsmæssige ramme for MFI-balancestatistik og MFI-rentestatistik er også ved at blive revideret og tilpasset til nye brugerkrav og udviklingen på de finansielle markeder på en omkostningseffektiv måde.

ECB fortsatte sit arbejde med at udvikle en central værdipapirdatabase (Centralised Securities Database, CSDB). CSDB, som er et projekt inden for ESCB, er en database med oplysninger om benchmarks for individuelle værdipapirer, som er relevante for ESCBs udarbejdelse af statistikker. Projektet spiller en central rolle for overgangen til indberetning af data værdipapir for værdipapir, hvilket i høj grad vil lette rapporteringsbyrden for respondenterne, samtidig med at kvaliteten og fleksibiliteten af statistikkerne for euroområdet vil blive forbedret. Databasen benyttes allerede af visse nationale centralbanker til indsamling af national finansiell statistik.

4.2 ØVRIG STATISTISK UDVIKLING

I 2007 undersøgte eurosystemet nærmere, hvilke muligheder der er for yderligere at effektivisere udarbejdelsen af ECBs statistikker bl.a. for at holde rapporteringsbyrden på et minimum. I for-

bindelse hermed blev mulighederne for at genbruge eksisterende mikrodata også undersøgt, navnlig mikrodata fra kreditregistre og balancentraler. Endvidere fortsattes arbejdet med at ensrette de statistiske og tilsynsmæssige begreber og statistikker, herunder i første omgang med fokus på indberetningskravene til kreditinstitutter.

Fleere dokumenter, som blev offentliggjort i 2007, bidrog til at øge gennemsigtigheden med hensyn til den governance-struktur og de kvalitetsstandarder, der gælder for udarbejdelse og formidling af ECB- og ESCB-statistik. Dokumentet "The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics" indeholder en kort oversigt over den governance-struktur, der gælder for ECBs og de nationale centralbankers produktion af statistik. Under punktet "Public commitment with respect to the ESCB's statistical function" på den første side under menupunktet statistik på ECBs websted findes en redegørelse for de statistiske principper og etiske og kvalitetsmæssige standarder, der gælder for ECBs og de nationale centralbankers udførelse af deres statistiske opgaver. Endvidere redegøres der i "ECB Statistics Quality Framework" for de kvalitetsprincipper, der ligger til grund for produktionen af ECB-statistik. Kvalitative vurderinger foretages og kvantitative indikatorer, som dem der findes i den årlige kvalitetsrapport om statistik vedrørende euroområdets betalingsbalance og kapitalbalancen over for udlandet, offentliggøres regelmæssigt som en del af denne kvalitetsramme.

Formidlingen af statistik blev yderligere styrket gennem offentliggørelsen af flere statistiske tabeller for euroområdet og de tilsvarende nationale data på både ECBs og de nationale centralbankers websteder. Betalingsstatistikken er også blevet forbedret, og det statistiske tillæg kaldet "blå bog" er blevet erstattet af tidsserier og tabeller, som findes på ECBs websted (se afsnit 2 i kapitel 2). Endvidere foreligger der nye oplysninger om værdipapirhandel og centrale modparter.

Som i de foregående år er de statistiske oplysninger i ECBs publikationer blevet mere omfat-

tende. Et eksempel er den lange række indikatorer i årsberetningen "Financial integration in Europe" og tillægget til publikationen "Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries" (se afsnit 3 i kapitel 4). De årlige tal for bankstrukturer og kvartalsoplysningerne, som ligger til grund for publikationen "Financial Stability Review", blev også yderligere forbedret. Publikationen "Euro money market survey" blev forbedret både med hensyn til kvaliteten af oplysningerne og tidspunktet for offentliggørelse, og de underliggende datasæt foreligger nu online i den statistiske datatjeneste (Statistical Data Warehouse).

ECBs Occasional Paper "Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers", som blev offentliggjort i juli 2007, indeholder en oversigt over den metodologiske ramme og redegør for praktiske spørgsmål i forbindelse med indsamling, udarbejdelse og formidling af disse statistikker.

ECB fortsatte sit tætte samarbejde med Eurostat og de øvrige internationale organisationer og har spillet en vigtig rolle i den løbende opdatering af de globale statistikstandarder. I den forbindelse forventes arbejdet med nationalregnskabssystemet SNA93 og IMF's betalingsbalancemanual at blive færdiggjort i 2008. Eurostat har med støtte fra ECB for nylig påbegyndt forberedelserne til revision af ENS95, hvor de fleste af ændringerne i SNA vil blive implementeret på europæisk plan. ECB deltog også direkte i revisionen af OECDs benchmark-definition af udenlandske direkte investeringer. Endelig fortsatte ECB med at støtte og gennemføre de globale tekniske standarder for dataudveksling.¹⁹

4.3 FORBEREDELSENE TIL UDVIDELSEN AF EUROOMRÅDET

Statistik spiller også en vigtig rolle i overvågningen af konvergens i de EU-lande, som endnu ikke er med i euroområdet, og således også for

udarbejdelsen af konvergensrapporterne (se afsnit 1.2 i kapitel 5).

De statistiske oplysninger, som kræves for at kunne vurdere, om medlemslandene opfylder konvergenskriterierne vedrørende prisstabilitet, budgetstilling, valutakurser og lange renter, tilvejebringes af Eurostat. I samarbejde med de nationale centralbanker i de pågældende medlemslande hjælper ECB Eurostat med at levere statistik over lange renter og indsamler og udarbejder yderligere statistiske oplysninger, der supplerer de fire hovedindikatorer for konvergens.

Da vurderingen af konvergensprocessen i høj grad afhænger af de underliggende statistikkers kvalitet og integritet, overvåger ECB nøje udviklingen inden for udarbejdelse og indberetning af statistikkerne, især statistikken over de offentlige finanser.

¹⁹ Fx formatet SDMX (Statistical Data and Metadata Exchange), et initiativ, som støttes af BIS, ECB, Eurostat, IMF, OECD, FN og Verdensbanken for at fremme globale standarder for udveksling af statistiske oplysninger.

5 ØKONOMISK FORSKNING

ECBs forskning samt forskningen inden for eurosystemet som helhed har som primære mål at skabe forskningsresultater, der er relevante for formulering af pengepolitisk rådgivning og udførelsen af eurosystemets andre opgaver; at udforme og indføre de respektive modeller og analyseværktøjer; at vedligeholde og anvende økonomiske modeller til økonomiske prognoser og sammenligning af effekten af alternative politikker; samt at kommunikere med den akademiske verden, fx gennem publicering af forskningsresultater i eksterne tidsskrifter og afholdelse af forskningskonferencer.

5.1 FORSKNINGSPRIORITETER

ECBs økonomiske forskning udføres primært af Generaldirektoratet for Forskning, men også af flere andre forretningsområder. Et koordinationsudvalg for forskning koordinerer forskningen, fastsætter prioriteter og bringer de forretningsområder, der bestiller eller leverer forskningen, sammen.

Følgende områder var de vigtigste forskningsprioriteter for 2007: Udvikling af prognosemodeller; betydningen af information i den finansielle sektor, herunder pengemængdemål og kreditmål, for den pengepolitiske analyse; forståelse af den pengepolitiske transmissionsmekanisme; finansiell stabilitet; det europæiske finansielle systems effektivitet; internationale spørgsmål.

Hvad angår udvikling af prognosemodeller, fokuserede arbejdet på yderligere udvikling og anvendelse af strukturelle dynamiske stokastiske generelle ligevægtsmodeller (DSGE-modeller) samt på gennemførelse af dynamiske faktormodeller til kortsigtede prognoser. ECB har tidligere udviklet og anvendt DSGE-modeller til analyse af et stort og voksende antal politikspørgsmål. Dette arbejde fortsatte i 2007, hvor der blev lagt særlig vægt på virkningen af strukturelle ændringer (fx demografiske), eksterne forhold (fx olieprisstød), produktivitetsudviklingen samt finansielle spørgsmål (fx spændinger på kreditmarkedet). Endvidere fortsatte arbejdet på to større modeller og deres anvendelse til politik-

analyse, nemlig den nye model for hele euroområdet (New Area-Wide Model (NAWM)) samt Christiano, Motto og Rostagno-modellen. Den første model er et prognose- og simuleringsværktøj, der er udviklet til brug sammen med andre modeller i forbindelse med eurosystemets og ECBs fremskrivninger. Den anden model er et simuleringsværktøj, der lægger særlig vægt på finansielle forhold. Med hensyn til udviklingen af prognoseværktøjer blev de faktorbaserede modeller videreudviklet og i stigende grad brugt til kortsigtede vurderinger af den økonomiske udvikling. Endelig støttede ECB aktivt netværket Euro Area Business Cycle Network, der er et joint venture mellem centralbankerne og den akademiske verden under ledelse af Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Forskning i forbindelse med den pengepolitiske analyse var koncentreret om udvikling og brug af kvantitative metoder til den monetære analyse med vægt på at tilvejebringe analyseværktøjer af høj kvalitet som grundlag for pengepolitiske beslutninger. Ud over indførelse af de ovenfor beskrevne strukturelle modeller i den politiske analyseproces blev der sat fokus på at udvikle pengemængdebaserede indikatormodeller for inflation og på at analysere pengeefterspørgslen.

Den pengepolitiske transmissionsmekanisme blev undersøgt fra forskellige synsvinkler. Netværket om lønudvikling (Wage Dynamics Network (WDN)), der består af ESCB-forskere, som undersøger elementerne i og kilderne til lønudviklingen i euroområdet, og hvordan de påvirker priserne, fortsatte sit arbejde med fokus på både det aggregerede og mikroøkonomiske niveau. WDN-undersøgelsergruppen lancerede en ad hoc-undersøgelse af lønninger, arbejdskraftomkostninger og prisfastsættelsesadfærd på virksomhedsniveau i 17 lande. Undersøgelsen vedrører indsamling af oplysninger om lønninger og prisfastsættelse, nedadrettet lønstivhed samt tilpasning af lønninger og priser til stød. De første forskningsresultater præsenteres på en konference, der efter planen skal finde sted i 2008. Desuden blev boligmarkederne samt bankernes og kreditgivningens betydning for den pengepolitiske transmissionsmekanisme analyseret. Ar-



bejdet med hensyn til husholdningernes økonomi fortsatte med planer om en undersøgelse for hele euroområdet, som netværket Eurosystem Household Finance and Consumption Network er ved at udarbejde. Andre emner, som blev analyseret inden for dette forskningsområde, var centralbankernes kommunikationspolitik, forventninger og risikopræmier i rentekurven samt bestemmende faktorer for aktiekursudviklingen.

Spørgsmål om finansiel stabilitet og deres effekt på pengepolitikken blev også undersøgt, navnlig i forbindelse med det arbejde, der blev udført i forbindelse med ECBs publikation "Financial Stability Review". To aspekter af det finansielle system blev analyseret, nemlig graden af integration og kapitalmarkedernes udvikling.

For den forskningsprioritet, der vedrører internationale spørgsmål, var de primære interesseområder globale ubalancer og euroens internationale rolle. Hvad førstnævnte angår, afholdes et seminar på højt plan i 2008, mens resultatet af arbejdet med sidstnævnte vil bidrage til at styrke det analytiske indhold af den årlige publikation "Review of the international role of the euro". I forbindelse med denne forskningsprioritet blev NAWM-netværket udbygget.

5.2. PUBLIKATIONER OG KONFERENCER

ECBs forskningsresultater blev publiceret i Working Papers og i et vist omfang også i Occasional Papers og Legal Working Papers. ECB udgav i 2007 over 140 Working Papers, der allerede er et veletableret værktøj til formidling af politikrelevant intern forskning. Lidt over 100 Working Papers blev udarbejdet af ECBs stab, enten alene eller sammen med eksterne medforfattere, mens resten blev udarbejdet af eksterne besøgende, der deltog i konferencer og workshops, arbejdede i forskningsnetværk eller

havde opholdt sig i længere tid i ECB for at færdiggøre et forskningsprojekt. Det er nu den gængse norm, at de fleste af papirerne før eller senere publiceres i førende akademiske tidsskrifter, der er underkastet peer-review. I 2007 publicerede ECBs stab over 50 artikler i akademiske tidsskrifter.

Med henblik på at formidle resultaterne i Working Papers til bredere kredse blev det besluttet at udgive en forskningsoversigt over politikrelevante forskningsaktiviteter, der bl.a. indeholder aktuelle artikler og sammendrag af udvalgte forskningspapirer. Forskningsoversigterne i 2007 indeholdt artikler om virkningen af imperfekt information og ny viden om priserne på det finansielle marked, om finansiel integration og kapitalstrømme i de nye EU-lande samt om produktivtørvæksten i euroområdet.

ECB afholdt eller var medarrangør af over 10 konferencer eller workshops om forskellige forskningsemner. De konferencer, ECB var medarrangør af, foregik i samarbejde med CEPR og andre centralbanker både inden for og uden for eurosystemet. Der blev desuden afholdt en lang række workshops og seminarer til formidling af forskning inden for ECB.

De fleste konferencer og workshops vedrørte specifikke forskningsprioritetsområder. Prioriteringen af området 'udvikling af prognosemodeller' i 2007 svarede til tidligere års prioritering. I september afholdt ECB sammen med CEPR og Banque de France en workshop inden for rammerne af netværket Euro Area Business Cycle Network for at diskutere ændringerne i inflationsudviklingen og implikationerne for udarbejdelsen af prognoser. Konklusionerne fra workshoppen gav et nyttigt input til ECBs igangværende arbejde med at udarbejde inflationsprognoser. På en workshop om prognosemetoder (som ECB afholder hvert andet år) blev den usikkerhed, der er forbundet med makroøkonomiske og finansielle prognoser, diskuteret, navnlig hvordan risikomål skal integreres i prognoserne. Det er et aktuelt spørgsmål for mange centralbanker.

Med hensyn til forskningsprioriteten for den pengepolitiske analyse afholdt Bank of Canada sammen med ECB en konference i november 2007 i ECB om definitionen af prisstabilitet. De teoretiske muligheder og praktiske erfaringer i forbindelse med definition af prisstabilitet blev drøftet på konferencen. En anden konference, der blev afholdt i november 2007, om en analyse af pengemarkedernes rolle, udfordringer og konsekvenser ud fra et pengepolitisk perspektiv forbedrede forståelsen af den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Der blev i maj 2007 afholdt en konference om, hvordan ændringer i bankvirksomhed og virksomhedernes finansiering kan påvirke den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

I juni 2007 afholdt ECB en fælles konference med Bank of England – om betalinger samt monetær og finansiell stabilitet – som led i arbejdet med forskning i finansiell stabilitet. I juli 2007 blev der afholdt en konference om globalisering og makroøkonomi i forbindelse med arbejdet med internationale spørgsmål.

Et yderligere tiltag til formidling af forskning var afholdelsen af seminarrækker, hvoraf de to havde særlig relevans: fælles frokostseminarer (Joint Lunchtime Seminars), der blev afholdt sammen med Deutsche Bundesbank og Centre for Financial Studies, og seminarer med inviterede talere (Invited Speakers Seminars). Disse to seminarrækker bestod af ugentlige seminarer, hvor eksterne forskere blev inviteret til at præsentere deres arbejde. ECB afholder også mere ad hoc-baserede forskningsseminarer uden for rammerne af disse to serier.

6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER

6.1 OVERHOLDELSE AF FORBUDET MOD MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG

Ifølge traktatens artikel 237, litra d, er det ECBs opgave at overvåge, at alle 27 nationale centralbanker i EU og ECB overholder deres forpligtelser i henhold til traktatens artikel 101 og 102 og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Ved artikel 101 forbydes ECB og de nationale centralbanker at give regeringer og fællesskabsinstitutioner eller organer mulighed for at foretage overtræk eller yde dem andre former for kreditfaciliteter samt at købe gældsinstrumenter direkte fra dem. Ved artikel 102 forbydes enhver foranstaltning, der ikke er baseret på tilsynsmæssige hensyn, hvorved der gives regeringer eller fællesskabsinstitutioner eller organer privilegeret adgang til finansielle institutioner. Parallelt med Styrelsesrådet overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

ECB overvåger også EU-centralbankernes køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af både den indenlandske offentlige sektor og den offentlige sektor i andre medlemslande og af fællesskabsinstitutioner og organer. I henhold til betragtningerne i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 må køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor ikke bruges til at omgå målsætningen i traktatens artikel 101. Sådanne køb må ikke blive en form for indirekte monetær finansiering af den offentlige sektor.

I 2007 fandt Styrelsesrådet to tilfælde, hvor ovennævnte traktatbestemmelser og de dermed forbundne rådsforordninger ikke blev overholdt.

For det første købte Národná banka Slovenska gældsinstrumenter udstedt af Den Europæiske Investeringsbank (EIB) på det primære marked. Helt konkret købte Národná banka Slovenska den 6. februar 2007 EIB-obligationer udstedt i amerikanske dollar for 50 mio. dollar i forbindelse med forvaltning af valutareserver. Da EIB er et fællesskabsorgan, udgør sådanne køb en overtrædelse af forbuddet mod monetær finan-

siering i medfør af traktatens artikel 101 og Rådets forordning nr. 3603/93/EF. Národná banka Slovenska solgte de EIB-gældsinstrumenter, der var købt på det primære marked, den 22. maj 2007 og tog omgående skridt til at sikre, at det ikke gentager sig i fremtiden.

For det andet overskred Banka Slovenije grænsen for centralbankers beholdninger af mønter krediteret den offentlige sektors konto. Den 15. februar 2007 oversteg Banka Slovenijes beholdninger af mønter udstedt af den offentlige sektor og krediteret den nationale offentlige sektors konto, beregnet som et dagligt gennemsnit, 10 pct. af det samlede møntomløb, jf. artikel 6 i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93. På denne dato nåede værdien af Banka Slovenijes beholdning af mønter krediteret den offentlige sektors konto op på 12,27 pct. af det samlede møntomløb. Overskridelsen kunne tilskrives kraftig returnering af mønter til Banka Slovenije i første halvdel af februar 2007 efter forhåndsdistribution til bankerne i efteråret 2006 som forberedelse på indførelsen af euroen. Situationen blev omgående bragt i orden, og siden da er traktatens bestemmelser blevet overholdt.

6.2 RÅDGIVENDE FUNKTIONER

Ifølge traktatens artikel 105, stk. 4, skal ECB høres om ethvert forslag til fællesskabslovgivning eller national lovgivning inden for ECBs kompetenceområder.²⁰ Alle ECBs udtalelser er tilgængelige på ECBs websted.

ECB vedtog 43 udtalelser i 2007, heraf 8 svar på EU-institutioners høringer og 35 svar på nationale myndigheders høringer, mod 62 høringer i 2006. En liste over de udtalelser, som blev vedtaget i 2007 og primo 2008, findes i bilaget til denne Årsberetning.

²⁰ Storbritannien og Nordirland er fritaget for høringsforpligtelsen i henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet til traktaten som bilag (EFT C 191, 29.7.1992, s. 18).

Nedenstående udtalelser fra ECB som svar på Rådets høringer er navnlig værd at bemærke.

Ud over de udtalelser, som blev vedtaget i overensstemmelse med traktatens artikel 105, stk. 4, fremsatte ECB den 5. juli 2007 en udtalelse²¹ i henhold til traktatens artikel 48 om åbningen af regeringskonferencen, som skulle udarbejde den nye Lissabon-traktat²². ECB bifaldt navnlig, at prisstabilitet og oprettelsen af en økonomisk og monetær union med euroen som valuta ville blive en del af EUs målsætning, og at pengepolitik specifikt ville blive angivet som en af EUs enekompetencer (se afsnit 1.2 i kapitel 5). Efter at udkastet til den nye traktat blev fremlagt den 2. august 2007, skrev ECBs formand et brev til formandskabet for regeringskonferencen²³ med forslag til ECBs og ESCBs institutionelle status.

Efter Rådets ophævelse af Cyperns og Maltas dispensation fremsatte ECB en udtalelse²⁴ om Europa-Kommissionens forslag om ændring af forordning (EF) nr. 974/98 om indførelse af euroen og forordning (EF) nr. 2866/98 om omregningskurserne mellem euroen og valutaerne i de medlemsstater, der indfører euroen.²⁵

ECB blev hørt om et forslag til Rådets direktiv om indkredsning og klassificering af kritiske infrastrukturer i Europa²⁶, der havde til formål at forbedre koordineringen i forbindelse med terrorisme. ECB bemærkede, at nationale bestemmelser om gennemførelse af direktivet skal være forenelige med centralbankernes ansvar for overvågning af betalings- og værdipapirafviklingssystemer og clearingcentraler, og at gentagelse af arbejde, som centralbankerne allerede har udført på dette område, bør undgås. ECB understregede ligeledes, at listen over kritiske infrastrukturer i Europa bør være fortrolig.

I en udtalelse om et forslag til Rådets forordning om ændring af forordning (EF) nr. 1338/2001 (om beskyttelse af euroen mod falskmøntneri²⁷), mindede ECB om, at strafferet undtagelsesvis kan høre under Fællesskabets beføjelser, hvis det er nødvendigt for at sikre, at fællesskabslovgivningen fungerer effektivt. ECB bemærkede, at ECB og de nationale centralbanker i princippet

bør modtage sedler, også selv om de er blevet inddraget som bevis i en straffesag, og at ECBs egne beføjelser til at sikre eurosedlernes integritet i henhold til traktatens artikel 106, stk. 1, og artikel 16 i ESCB-statutten bør afspejles mere præcist i forslaget. For så vidt angår de procedurer, der skal fastlægges af ECB og Kommissionen vedrørende forpligtelsen til at bekræfte, at modtagne eurosedlers og -mønters ægthed kontrolleres, bemærkedes det i udtalelsen, at disse institutioner bør fastsætte tidsfristerne for den nationale gennemførelse.

I sin udtalelse om Europa-Parlamentets og Rådets forslag til forordning om ændring af forordning (EF) nr. 322/97 om europæiske statistikker,²⁸ konstaterede ECB med glæde, at behovet for tæt samarbejde mellem det europæiske statistiske system og ESCB om udvikling, produktion og formidling af europæiske statistikker og bestemmelserne om deres udveksling af fortrolige data blev anerkendt.

I juni 2007 udarbejdede en arbejdsgruppe med repræsentanter fra Europa-Kommissionen, Rådets Sekretariat og ECB en rapport om høring af ECB vedrørende forslag til fællesskabsretsakter. Arbejdsgruppen blev nedsat på forslag af ECBs formand. Målet med rapporten er at sikre, at alle parter fremskynder deres interne procedurer, således at ECB kan høres og fremsætte sine udtalelser så tidligt som muligt i lovgivningsprocessen. I rapporten erkendes forpligtelsen til at høre ECB om niveau 2-foranstaltningerne som led i Lamfalussy-proceduren,²⁹ der hører ind under ECBs kompetenceområde. Endvidere præciseres

21 CON/2007/20 af 5. juli 2007, EUT C 160, 13.7.2007, s. 2.

22 Se også afsnit 1.2 i kapitel 5.

23 Brevet er offentliggjort både på regeringskonferencens og ECBs websted.

24 CON/2007/19 af 5. juli 2007, EUT C 160, 13.7.2007, s. 1.

25 Se afsnit 2 i kapitel 3.

26 CON/2007/11 af 13. april 2007, EUT C 116, 26.7.2007, s. 1.

27 CON/2007/42 af 17. december 2007, EUT C 27, 31.1.2008, s. 1.

28 CON/2007/35 af 14. november 2007, EUT C 291, 5.12.2007, s. 1.

29 Lamfalussy-proceduren omfatter fire niveauer til vedtagelse af lovgivning om værdipapirer, bankvirksomhed og forsikring. Se desuden rapporten "Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets", 15. februar 2001, som findes på Europa-Kommissionens websted. Se også ECBs Årsberetning 2003, s. 111.

ECBs rådgivende kompetence inden for tilsyn og finansiell stabilitet. Drøftelserne i arbejdsgruppen har affødt en fælles forståelse for behovet for samarbejde til gavn for hele Fællesskabets lovgivningsproces. Rapporten afspejler arbejdsgruppens medlemmers fælles forståelse og binder ikke formelt deres respektive institutioner.

ECB blev fortsat hørt af nationale myndigheder om spørgsmål vedrørende de nationale centralbanker, navnlig om ændring af centralbankstatutterne i Tyskland, Grækenland, Ungarn og Østrig.³⁰ ECB blev også hørt af Tjekkiet, Ungarn, Portugal og Rumænien om spørgsmål, som kan have betydning for de nationale centralbankers uafhængighed som medlem af ESCB.³¹

På det pengepolitiske område blev ECB hørt af Letland, Malta, Polen og Rumænien om reservekravsordningen,³² og af Cypern, Polen og Slovenien om valutaspørgsmål og betalingsmidler.³³ ECB blev ligeledes hørt af Østrig, Tyskland, Ungarn og Rumænien om statistikspørgsmål.³⁴

For så vidt angår tilsyn, hørte Bulgarien, Tyskland, Grækenland, Italien, Østrig, Polen og Rumænien³⁵ ECB om lovforslag om væsentlige reformer af rammerne for finansielt tilsyn og om spørgsmål vedrørende finansiell stabilitet. I den forbindelse gentog ECB i sine udtalelser om et lovforslag om ændring af bankloven, sparekasseloven, loven om det østrigske finanstilsyn og loven om Oesterreichische Nationalbank, der havde til formål yderligere at forbedre tilsynsrammerne for kreditinstitutter i Østrig og styrke de nationale centralbankers rolle, i overensstemmelse med sine tidligere udtalelser på dette område, at samarbejde (herunder udveksling af oplysninger) mellem tilsynsmyndigheder og centralbanker er væsentlig for udførelsen af makroprudentiel overvågning, overvågning af betalingssystemer og sikring af andre markedsinfrastrukturer, som er vigtige for, at der kan føres pengepolitik uden problemer. Navnlig i forbindelse med finansiell stabilitet var ECB af den overbevisning, at de nationale centralbanker skal inddrages i styring af kriser på det finansielle marked.

Hvad angår betalings- og afviklingssystemer, blev ECB hørt af Holland, Ungarn, Letland, Grækenland, Slovenien, Rumænien og Spanien.³⁶ Det hollandske finansministerium havde bedt om en udtalelse fra ECB på dette område om et lovforslag vedrørende systemisk overvågning af clearing- og afviklingsvirksomheder. ECB gentog sit synspunkt om, at eftersom betalingssystemer er forbundet med systemer til clearing og afvikling af værdipapirer, er der meget, der taler for, at den nationale centralbank skal overvåge både betalingssystemer og systemer til clearing og afvikling af værdipapirer. ECB gentog også sin henstilling om, at overvågning af betalingssystemer, herunder markedsadfærd, udtrykkeligt overdrages til De Nederlandsche Bank, hvilket er foreneligt med bankens deltagelse i eurosystemet. ECB bemærkede ligeledes, at den nationale centralbank, som systemisk tilsynsvirksomhed, bør inddrages i vurderingen af, om clearing- og afviklingsinstitutternes regler omfatter kriterier, som begrænser deltagernes adgang af andre grunde end risiko.

Med hensyn til de juridiske rammer for indførelse af euroen blev ECB hørt af Cypern.³⁷ Slovakiet hørte ECB om forslag til national lovgivning med henblik på at lette indførelsen af euroen, der ændrede lov om Národná banka Slovenska og 27 andre love om emner, der falder inden for ECBs kompetenceområde, og som er relevante for juridisk konvergens med traktaten og ESCB-statutten.³⁸

Fra 2008 er oplysninger om de væsentligste tilfælde af manglende overholdelse af forpligtelsen til at høre ECB om udkast til national og fælles-

30 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 og CON/2007/14.

31 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 og CON/2007/29.

32 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 og CON/2007/22.

33 CON/2007/39, CON/2007/28 og CON/2007/5.

34 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 og CON/2007/24.

35 CON/2007/17, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23, CON/2007/31 og CON/2007/40.

36 CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 og CON/2007/27.

37 CON/2007/1.

38 CON/2007/43.

skabslovgivning ligeledes medtaget i Årsberetningen. I 2007 var der seks tilfælde af manglende høring af ECB. I et tilfælde af manglende overholdelse forsøgte de polske myndigheder at høre ECB om et lovforslag om oplysning. Loven havde til formål at pålægge visse enkeltpersoner at oplyse om aktiviteter, der kunne defineres som samarbejde med den statslige sikkerhedstjeneste mellem 1944 og 1990. Visse bestemmelser i lovforslaget kunne have påvirket centralbankens uafhængighed og ændrede visse aspekter af den nationale centralbanks institutionelle ordning i henhold til lov om Narodowy Bank Polski, hvilket ville få betydning for medlemmer af de styrende organer og de ansatte i Narodowy Bank Polski. Såfremt ECB var blevet hørt om dette lovforslag, ville banken have fremsat adskillige indvendinger. ECB korresponderede med formanden for andetkammeret i det polske parlament (Sejm) om høringspligten, men modtog et svar, der drog ECBs beføjelse til at blive hørt om ovennævnte lovforslag i tvivl. Efterfølgende blev visse bestemmelser i loven om offentliggørelse, som var relevante for ESCB, gjort ugyldige af den polske forfatningsdomstol.

I et andet tilfælde af manglende overholdelse undlod de lettiske myndigheder at høre ECB vedrørende forslag til lovbestemmelser på valutaområdet, som de ellers skal ifølge fællesskabslovgivningen. Lovforslaget, der blev vedtaget den 18. december 2007, vedrørte en ændring af regeringens forordning om oversættelse af navnet på EUs fælles valuta til lettisk, der oprindeligt blev vedtaget den 26. juli 2005, i hvilken forbindelse de lettiske myndigheder undlod at høre ECB. Hvor den oprindelige forordning foreskrev, at den fælles valuta skulle hedde "eiro" på lettisk, er dette nu ændret, så navnet "euro" nu skal bruges i lettiske love. I andre sammenhænge hedder den fælles valuta stadig officielt "eiro" i Letland. Efter vedtagelsen af den oprindelige forordning i 2005 skrev ECB til den lettiske finansminister den 1. september 2005 med en klar angivelse af, at medlemslandene ifølge Domstolens retspraksis ikke må lovgive om sager, der er omfattet af direkte gældende EU-lovgivning. Samtidig understregedes det, at EU har enekompetence til at lovgive om euroen og dens navn.

6.3 FORVALTNING AF FÆLLESSKABETS LÅNEOPTAGELSES- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

I overensstemmelse med traktatens artikel 123, stk. 2, og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002 vil ECB fortsat have ansvaret for forvaltningen af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte. I 2007 udførte ECB ingen forvaltningsopgaver. Der var ingen udestående lån ultimo 2006, og der blev ikke iværksat nye tiltag i løbet af 2007.

6.4 EUROSISTEMETS FORVALTNING AF VALUTARESERVER

Omfattende tjenesteydelser blev fortsat tilbudt i 2007 under den struktur, der blev fastlagt i 2005 for forvaltningen af eurosystemets kunders valutareserver i euro. Samtlige tjenesteydelser – der henvender sig til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet samt internationale organisationer – tilbydes på harmoniserede vilkår i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder af centralbanker i eurosystemet (leverandører af eurosystemets tjenesteydelser), der fungerer som dedikerede leverandører af tjenesteydelser. ECB har en overordnet koordinerende rolle og skal sikre, at strukturen fungerer gnidningsløst. Antallet af kunder, der fastholdt en forretningsaftale med eurosystemet i 2007, var uændret i forhold til 2006. Med hensyn til tjenesteydelserne sås der en stigning i kundernes samlede beholdninger af kontanter og/eller værdipapirer. I 2007 gennemførte eurosystemet en undersøgelse af kundernes tilfredshed, som bekræftede kundernes generelle tilfredshed med den række af tjenesteydelser, der findes under strukturen, samt med ydelsernes kvalitet.



**CYPERNS OG MALTAS
INDTRÆDEN
I EUROOMRÅDET**

I DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I CYPERN OG MALTA

Den 10. juli 2007 vedtog Ecofin-Rådet, at Cypern og Malta kunne indføre euroen som deres valuta fra 1. januar 2008, hvorved antallet af eurolande steg fra 13 til 15. Rådets beslutning var baseret på de konvergensrapporter, som ECB og Europa-Kommissionen havde offentliggjort i maj 2007, og fulgte efter en debat i Rådet i dets sammensætning af stats- og regeringscheferne, en udtalelse fra Europa-Parlamentet og et forslag fra Europa-Kommissionen. Samme dag vedtog Ecofin-Rådet en forordning, der fastsatte de uigenkaldelige omregningskurser mellem det cypriotiske pund og den maltesiske lira på den ene side og euroen på den anden. Omregningskurserne blev fastsat til CYP 0,585274 og MTL 0,429300 pr. euro, som var de centralkurser, der blev aftalt med virkning fra valutaernes indtræden i ERM2 den 2. maj 2005. Det cypriotiske pund lå tæt på sin centralkurs over for euroen på den stærke side af udsvingsbåndet, hvorimod den maltesiske lira holdt sig på centralkursen i hele den periode, hvor den deltog i ERM2. Begge valutaer blev handlet meget tæt på eller til disse kurser den dag, hvor omregningskurserne blev fastsat.

Igennem de sidste 10 år har HICP-inflationen i både Cypern og Malta været forholdsvis begrænset og har for det meste svinget mellem 2 og 3 pct. (se tabel 14 og 15). Denne relativt gunstige inflationsudvikling bør ses på baggrund af mangeårige fastkursregimer. I Cypern var HICP-inflationen højere i 2000 og 2003, overvejende som følge af store stigninger i energi- og fødevarerpriserne samt de gradvise stigninger i forbindelse med EU-harmonisering af energiafgifter og af momssatserne fra 10 pct. til 15 pct. i perioden 2002-03. I Malta sås en noget højere HICP-inflation i 1997 og 1998, hvilket hovedsagelig skyldtes store prisstigninger på hotel-, restaurant- og transportområdet. I 2007 var den gennemsnitlige HICP-inflation i Cypern 2,2 pct., og den årlige inflation steg fra et afdæmpet niveau i 1. halvår til over 3 pct. i slutningen af 2007, hvilket især afspejlede udviklingen i energipriserne. I Malta lå HICP-inflationen i 2007 gennemsnitligt lavere end i 2006. Det skyldtes navnlig et markant fald i energipriserne fra det høje niveau året før samt en nedgang i boligpriserne. I 2. halvår 2007 steg den årlige inflation støt til godt 3 pct. i december, så den gennemsnitlige inflation for året som helhed var 0,7 pct. I både Malta og Cypern bidrog fødevarerpriserne til at øge

Tabel 14. De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Cypern

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er angivet)										
Vækst i realt BNP	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Bidrag til vækst i realt BNP (i procentpoint)</i>										
Indenlandsk efterspørgsel, herunder lagerinvesteringer	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Nettoeksport	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
HICP-inflation ¹⁾	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Lønsum pr. ansat	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Nominelle enhedslønomsninger (hele økonomien)	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Løbende poster plus kapitalposter (i pct. af BNP) ²⁾	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Samlet beskæftigelse	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Arbejdsløshed i pct. af arbejdsstyrken ¹⁾	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Offentligt overskud (+)/underskud (-)	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Offentlig bruttogæld	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
3-måneders rente (i pct. p.a.) ¹⁾	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
10-årig statsobligationsrente (i pct. p.a.) ¹⁾	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Valutakurs over for euroen ¹⁾³⁾	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Kilder: ECB og Eurostat.

1) Periodegennemsnit.

2) Observationer vedrørende 2007 er et 4-kvartalers gennemsnit frem til 3. kvartal 2007.

3) Cypriotiske pund pr. euro.

Tabel 15. De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Malta

(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er angivet)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Vækst i realt BNP	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Bidrag til vækst i realt BNP (i procentpoint)</i>										
Indenlandsk efterspørgsel, herunder lagerinvesteringer	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Nettoeksport	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
HICP-inflation ¹⁾	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Lønsum pr. ansat	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Nominelle enhedslønomsninger (hele økonomien)	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Løbende poster plus kapitalposter (i pct. af BNP) ²⁾	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Samlet beskæftigelse	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Arbejdsløshed i pct. af arbejdsstyrken ¹⁾	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Offentligt overskud (+)/underskud (-)	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Offentlig bruttogæld	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
3-måneders rente (i pct. p.a.) ¹⁾	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
10-årig statsobligationsrente (i pct. p.a.) ¹⁾	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Valutakurs over for euroen ^{1) 3)}	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Kilder: ECB og Eurostat.

1) Periodegennemsnit.

2) Observationer vedrørende 2007 er et 4-kvartalers gennemsnit frem til 3. kvartal 2007.

3) Maltesiske lira pr. euro.

inflationen i løbet af 2007. I Malta afspejlede denne stigning i inflationen, som især blev synlig i årets sidste kvartal, også stigninger i underindeksene for beklædning og sko samt hotel- og restaurationsbranchen.

Inflationsudviklingen bør ses på baggrund af en solid økonomisk vækst i løbet af det sidste tiår i Cypern, hvorimod væksten var noget trægere i Malta. I Cypern steg realt BNP med ca. 5 pct. i begyndelsen af tiåret, før væksten aftog til ca. 2 pct. i 2002 og 2003 på grund af svigtende turisme. I de seneste år er realt BNP igen steget til omkring 4 pct. i takt med stigende indenlandsk efterspørgsel. Efter en periode med solid økonomisk vækst i Malta indtil 2000 aftog produktionsvæksten betydeligt som følge af ekstern svækkelse, øget konkurrence på Maltas eksportmarkeder og omstrukturering i fremstillingssektoren. Produktionsvæksten er steget igen i de seneste år til et gennemsnit på 3 pct., hovedsageligt drevet af indenlandsk efterspørgsel. Hvad den eksterne udvikling angår, nåede henholdsvis Cypern og Malta et gennemsnitligt underskud på de løbende poster og kapitalposterne på henholdsvis omkring 3,5 pct. og 4 pct. af BNP i de

seneste 10 år. I 2007 steg underskuddet på de løbende poster og kapitalposterne til 7,1 pct. af Cyperns BNP, mens det faldt til 3,2 pct. af Maltas BNP.

Forholdene på arbejdsmarkedet har været relativt stabile i det sidste tiår i begge lande. Cyperns arbejdsløshed har svinget mellem 3 pct. og 5 pct., hvorimod Maltas for det meste har ligget omkring 7 pct. Beskæftigelsen steg relativt kraftigt på Cypern med en vækst på næsten 4 pct. mellem 2003 og 2005, hvorimod Maltas beskæftigelsesprocent steg mere beskedent i samme periode. Efter de seneste års økonomiske opsving styrkedes forholdene på arbejdsmarkedet imidlertid i begge lande i løbet af 2007. Arbejdsløsheden var faldende i både Cypern og Malta og lå på henholdsvis 3,9 pct. og 5,8 pct. i slutningen af 2007. I begge lande støtter en væsentlig tilstrømning af udenlandsk arbejdskraft, herunder sæsonarbejdere, arbejdsmarkedets fleksibilitet.

Finanspolitikken har i de seneste år fokuseret på opnåelse af prisstabilitet i både Cypern og Malta, efterhånden som deres budgetstillinger er blevet

væsentligt forbedrede. Det offentlige underskud som andel af BNP, der i begyndelsen lå meget højt, begyndte at falde i begge lande i 2004. Cyperns underskud på 6,5 pct. af BNP i 2003 blev vendt til et overskud på 1,5 pct. i 2007, hvorimod Maltas underskud faldt fra 9,8 pct. af BNP i 2003 til 1,6 pct. i 2007. I begge lande var forbedringen af den offentlige budgetsituation hovedsagelig et resultat af ikke-konjunkturbestemte faktorer, selv om midlertidige foranstaltninger også har spillet en vigtig rolle i de seneste år. Forholdet mellem offentlig gæld og BNP er højt i begge lande, men er faldet i de seneste år. Cyperns gældskvotepå faldt fra et toppunkt på 70,2 pct. af BNP i 2004 til 60 pct. i 2007, mens Maltas faldt fra 72,7 pct. til 62,9 pct. af BNP i samme periode. Yderligere budgetkonsolidering vil være nødvendig for Maltas vedkommende, hvis landet skal opfylde stabilitets- og vækstpaktens målsætning på mellemlangt sigt. Desuden bør der i begge lande skabes tilstrækkeligt økonomisk råderum til, at landene kan imødegå den forventede forværring af den demografiske situation, som sandsynligvis vil medføre en stigning i de aldersrelaterede offentlige udgifter.

Pengepolitik spillede en vigtig rolle i Cyperns og Maltas konvergensproces. Begge lande har en lang tradition for fastkursregimer, der stammer tilbage fra 1960'erne. Desuden var fastholdelse af prisstabilitet som det primære pengepolitiske mål blevet inkorporeret i den cypriotiske centralbanklov og den maltesiske centralbanklov i 2002. Det cypriotiske pund blev knyttet til ECUen i 1992 og til euroen i 1999 med et udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. Båndet blev udvidet til ± 15 pct. i 2001 i forbindelse med en gradvis liberalisering af bevægeligheden for kapital. Central Bank of Cyprus benyttede sig imidlertid ikke af det bredere bånd, og valutakursen svingede inden for et snævert interval. Den maltesiske lira var knyttet til en valutakurv i størstedelen af perioden efter Maltas uafhængighed i 1964, hvor ECUen/euroen, det britiske pund og den amerikanske dollar vejede meget tungt. Eftersom euroen var den valuta, der havde størst vægt i kurven (70 pct.), forblev liraens udsving over for euroen temmelig begrænset i årene før, liraen blev optaget i ERM2. Både det cypriotiske

pund og den maltesiske lira blev optaget i ERM2 den 2. maj 2005 med standardudsvingsbåndet på ± 15 pct. På det tidspunkt tilkendegav de maltesiske myndigheder også, at det var deres hensigt at fastholde liraen på centralkursen over for euroen som en ensidig forpligtelse.

I 2007 fortsatte Cyperns og Maltas centralbanker med at arbejde på at opnå prisstabilitet. Begge centralbanker understøttede deres fastkursregimer ved at holde deres officielle renter på et højere niveau end ECBs. Central Bank of Cyprus holdt sin minimumsbudrente uændret på 4,5 pct. i det meste af året, hvorimod Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta to gange, i januar og maj, forhøjede den pengepolitiske rente med i alt 50 basispoint til 4,25 pct. Tilpasningen af de officielle renter til ECBs renter fandt sted den 21. december 2007 for Cyperns vedkommende og den 28. december 2007 for Maltas vedkommende. Renterne på det cypriotiske og maltesiske pengemarked fulgte stort set landenes officielle renter, hvilket medførte, at markedsrentens konvergens var en realitet i december 2007. Den lange rente havde ligget tæt på euroområdet niveau siden begyndelsen af 2006. Det afspejlede markedets tillid til den generelle økonomiske udvikling i begge lande og troværdigheden af deres penge- og valutapolitik.

Efter indførelsen af euroen er den største politiske udfordring for både Cypern og Malta at føre en passende national økonomisk politik, så der sikres en høj grad af holdbar konvergens. Det er navnlig vigtigt for begge lande fortsat at følge en holdbar og troværdig finanspolitisk konsolideringslinje baseret på strukturelle tiltag og at forbedre deres finanspolitiske indsats ved mærkbart at reducere deres gældskvoter. Det er ligeledes vigtigt, at landene fastholder en moderat lønudvikling under hensyntagen til væksten i arbejdskraftsproduktiviteten, arbejdsmarkedsforholdene og udviklingen i konkurrerende lande. I denne henseende er styrkelsen af konkurrencen på produktmarkederne og forbedring af arbejdsmarkedets funktion afgørende i begge lande. Cypern bør fx grundigt gennemgå indeksreguleringen af lønninger og af visse sociale ydelser (som fx dyrtidstillæg) med henblik på at nedbringe risiciene

i forbindelse med inflationstræghed. Malta bør også fokusere på at overvinde de strukturelle begrænsninger for økonomisk vækst og jobskabelse, især ved at fremme erhvervsfrekvensen.

Boks 10

STATISTISKE KONSEKVENSER AF UDVIDELSEN AF EUROOMRÅDET MED CYPERN OG MALTA

Med Cyperns og Maltas indtræden i euroområdet pr. 1. januar 2008 skal de statistiske serier for euroområdet for tredje gang udvides til at omfatte nye medlemslande. Udarbejdelsen af statistikker for det udvidede euroområde er blevet koordineret med Europa-Kommissionen, hvor det har været nødvendigt.

Cyperns og Maltas indtræden i euroområdet betyder, at residenter i disse lande er blevet residenter i euroområdet. Det påvirker de statistikker, hvor aggregaterne for euroområdet ikke er en simpel sum af nationale tal, fx monetær statistik, betalingsbalancestatistik og statistik for kapitalbalancen over for resten af verden, samt finansielle poster, idet transaktioner mellem cyprioter og maltesere og andre residenter i euroområdet nu skal konsolideres.

Siden januar 2008 har Cypern og Malta således skullet opfylde alle statistiske krav fra ECB, dvs. levere fuldt harmoniserede og sammenlignelige nationale tal.¹ Eftersom udarbejdelsen af nye statistikker er en langvarig proces, begyndte Cyperns og Maltas centralbank og ECB på de statistiske forberedelser, længe inden Cypern og Malta blev medlemmer af EU. Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta intensiverede efter deres indtræden i ESCB deres indsats for at opfylde ECBs krav vedrørende statistikker over monetære forhold, banksektoren, betalingsbalancen, offentlige finanser, finansielle konti og andre finansielle forhold. På visse statistiske områder blev der udarbejdet en handlingsplan sammen med de to lande for at sikre, at alle ECBs statistiske krav kunne opfyldes i løbet af 2008. Desuden skulle Cyperns og Maltas centralbank træffe de nødvendige foranstaltninger til at integrere cypriotiske og maltesiske kreditinstitutter i ECBs reservekravssystem og opfylde de nødvendige statistikkkrav.

For de rapporterende virksomheder og nationale centralbanker i de andre lande i euroområdet betyder udvidelsen af euroområdet, at de pr. januar 2008 skal rapportere transaktioner (eller betalingsstrømme) og positioner vedrørende cypriotiske og maltesiske residenter som en del af euroområdets data og ikke som transaktioner og positioner vedrørende residenter uden for euroområdet.

Desuden har Cypern, Malta og andre eurolande skullet levere bagudrettede tal med tilstrækkelige geografiske oplysninger og sektoroplysninger, der mindst går tilbage til 2004, som var det år, hvor Cypern og Malta blev medlemmer af EU.

Hvad angår offentliggørelsen af statistik for euroområdet, har ECB givet brugere onlineadgang til to sæt tidsserier, et med tal for det nuværende euroområde (dvs. inklusive Cypern og Malta) så langt tilbage som muligt, og et, der forbinder de forskellige sammensætninger af euroområdet begyndende med de 11 lande i 1999.

1 ECBs statistikkkrav opsummeres i dokumentet "ECB statistics: an overview" fra april 2006.

2 JURIDISKE ASPEKTER AF CENTRAL BANK OF CYPRUS' OG BANK ĊENTRALI TA' MALTAS/ CENTRAL BANK OF MALTAS INTEGRATION I EUROSYSTEMET

I henhold til traktatens artikel 122, stk. 2, gennemgik ECB Central Bank of Cyprus' og Bank Ċentrali ta' Maltas/Central Bank of Maltas statutter og anden relevant cypriotisk og maltesisk lovgivning med henblik på overensstemmelse med traktatens artikel 109. ECBs bedømmelse af den cypriotiske og maltesiske lovgivnings overholdelse af traktaten og af statuten for ESCB var positiv, jf. konvergensrapporten for Cypern og Malta, der blev offentliggjort i maj 2007.

ECB, Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta indførte en række retsinstrumenter for at sikre integrationen af Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i eurosystemet pr. 1. januar 2008. Eurosistemets juridiske rammer blev tilpasset som følge af Ecofin-Rådets beslutning af 10. juli 2007 om at ophæve Cyperns og Maltas dispensation.¹ Cyperns og Maltas indførelse af euroen og integrationen af deres centralbanker i eurosystemet krævede også ændringer af visse cypriotiske og maltesiske retsinstrumenter.

I marts 2007 blev Central Bank of Cyprus' statutter bragt i overensstemmelse med anbefalingerne i ECBs konvergensrapporter fra 2004 og 2006. Cypern havde hørt ECB vedrørende udkastet til ændringer af Central Bank of Cyprus' statutter i tre tilfælde. ECB vedtog tre udtalelser med ændringsforslag,² som afspejlede i den endelige udgave af statutterne. I løbet af 2007 blev ECB også hørt i forbindelse med andre ændringer af Cyperns lovgivning, nemlig vedrørende valutaspørgsmål.³

Malta hørte ECB vedrørende udkastet til ændringer af Bank Ċentrali ta' Maltas/Central Bank of Maltas statutter den 30. marts 2006. ECB vedtog en udtalelse⁴ med en række ændringsforslag, som blev indført ved ændringerne af statutterne. Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta hørte også ECB den 21. november 2006 i forbindelse med yderligere ændringer af Bank Ċentrali ta' Maltas/Central Bank of Maltas statutter for at få dem bragt i overensstemmelse med anbefalingerne i ECBs konvergensrapport fra 2006. ECB vedtog en udtalelse⁵ om ændringerne, som også

afspejlede i den endelige udgave af Bank Ċentrali ta' Maltas/Central Bank of Maltas statutter. Den 28. maj 2007 blev ECB også hørt i forbindelse med ændringer af Bank Ċentrali ta' Maltas/Central Bank of Maltas direktiv nr. 1 vedrørende reservekrav og vedtog en udtalelse om ændringerne.⁶

Ecofin-Rådets beslutning af 10. juli 2007 førte til ændringer af Rådets forordning (EF) nr. 974/98 for at bane vej for indførelsen af euroen i Cypern⁷ og Malta⁸ og vedtagelse af Rådets forordning (EF) nr. 1135/2007⁹ og Rådets forordning (EF) nr. 1134/2007¹⁰ om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98, der fastsatte euroens uigenkaldelige omregningskurs over for henholdsvis det cypriotiske pund og den maltesiske lira. Rådet hørte ECB vedrørende forslag til begge disse forordninger, og ECB kom med en udtalelse.¹¹ Desuden blev ECB hørt i forbindelse med udarbejdelse af national lovgivning vedrørende indførelsen af euroen i Cypern og Malta.¹²

Hvad angår de juridiske forberedelser til indlemmelsen af Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i eurosystemet, vedtog ECB de nødvendige retsinstrumenter vedrørende indbetaling af den resterende

1 Rådets beslutning 2007/503/EF af 10. juli 2007 i henhold til traktatens artikel 122, stk. 2, vedrørende Cyperns tilslutning til den fælles valuta den 1. januar 2008, EUT L 186, 18.7.2007, s. 29, og Rådets beslutning 2007/504/EF af 10. juli 2007 i henhold til traktatens artikel 122, stk. 2, vedrørende Maltas tilslutning til den fælles valuta den 1. januar 2008, EUT L 186, 18.7.2007, s. 32.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 og CON/2006/50.

3 CON/2007/39 og CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2007/58.

6 CON/2007/16.

7 Rådets forordning (EF) nr. 835/2007 af 10. juli 2007 om ændring af forordning (EF) nr. 974/98 med henblik på indførelse af euroen i Cypern, EUT L 186, 18.7.2007, s. 1.

8 Rådets forordning (EF) nr. 836/2007 af 10. juli 2007 om ændring af forordning (EF) nr. 974/98 med henblik på indførelse af euroen i Malta, EUT L 186, 18.7.2007, s. 3.

9 Rådets forordning (EF) nr. 1135/2007 af 10. juli 2007 om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98 med hensyn til euro-omregningskursen for Cypern, EUT L 256, 2.10.2007, s. 2.

10 Rådets forordning (EF) nr. 1134/2007 af 10. juli 2007 om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98 med hensyn til euro-omregningskursen for Malta, EUT L 256, 2.10.2007, s. 1.

11 CON/2007/19, EUT C 160, 13.7.2007, s. 1.

12 CON/2006/10 og CON/2007/1.



kapital og de to bankers overførsel af valuta-reserver til ECB.¹³ I henhold til artikel 27, stk. 1, i statuten for ESCB vedtog Styrelsesrådet en henstilling om udnævnelse af eksterne revisorer for Central Bank of Cyprus¹⁴ og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta¹⁵ vedrørende årsregnskabet fra og med regnskabsåret 2008. ECB gennemgik ligeledes sine juridiske rammer og foretog de nødvendige ændringer som følge af Central Bank of Cyprus' og Bank Ċentrali ta' Maltas/Central Bank of Maltas medlemskab af eurosystemet. Ændringerne omfattede en gennemgang af den cypriotiske og maltesiske lovgivning, der gennemførte eurosystemets juridiske rammer for pengepolitikken og Target2. Cypriotiske og maltesiske modparter kunne således deltage i eurosystemets markedsoperationer fra 2. januar 2008. ECB vedtog ligeledes en forordning om overgangsbestemmelser for ECBs anvendelse af mindstreserver efter indførelsen af euroen på Cypern og Malta.¹⁶ Endelig blev ERM2-aftalen¹⁷ med Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta bragt til ophør.

- 13 Den Europæiske Centralbanks afgørelse ECB/2007/22 af 31. december 2007 om indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser fra Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, EUT L 28, 1.2.2008, s. 36.
- 14 Den Europæiske Centralbanks henstilling ECB/2007/12 af 15. november 2007 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Central Bank of Cyprus, EUT C 277, 20.11.2007, s. 1.
- 15 Den Europæiske Centralbanks henstilling ECB/2007/17 af 29. november 2007 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, EUT C 304, 15.12.2007, s. 1.
- 16 Den Europæiske Centralbanks forordning ECB/2007/11 af 9. november 2007 om overgangsbestemmelser for ECBs anvendelse af mindstreserver efter indførelsen af euroen på Cypern og Malta, EUT L 300, 17.11.2007, s. 44.
- 17 Aftale af 14. december 2007 mellem ECB og de nationale centralbanker i medlemsstaterne uden for euroområdet om ændring af aftalen af 16. marts 2006 mellem ECB og de nationale centralbanker i medlemsstaterne uden for euroområdet om fastlæggelse af de operationelle procedurer for en vvalutakursmekanisme i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, EUT C 319, 29.12.2007, s. 7.

3 OPERATIONELLE ASPEKTER AF CENTRAL BANK OF CYPRUS' OG BANK ĊENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA'S INTEGRATION I EUROSYSTEMET

Efter Ecofin-Rådets beslutning af 10. juli 2007 om Cyperns og Maltas indførelse af euroen pr. 1. januar 2008 gennemførte ECB de tekniske forberedelser til at integrere Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta fuldstændig i eurosystemet. I overensstemmelse med traktatens bestemmelser indtrådte begge centralbanker i eurosystemet med nøjagtig samme rettigheder og forpligtelser som de nationale centralbanker i de EU-lande, der allerede havde indført euroen.

De tekniske forberedelser til integration af Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i eurosystemet blev gennemført i tæt samarbejde mellem ECB og de to centralbanker og – når det var påkrævet – i multilateralt samarbejde med euroområdet 13 nationale centralbanker. Forberedelserne dækkede en lang række områder, ikke mindst finansiel rapportering og regnskabsførelse, pengepolitiske operationer, styring af valutareserven og valutaoperationer, betalingsformidling, statistik og fremstilling af pengesedler. På det operationelle område var der tale om omfattende test af instrumenter og procedurer til gennemførelse af pengepolitik og valutaoperationer.

3.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Efter Cyperns og Maltas indførelse af euroen den 1. januar 2008 blev kreditinstitutterne i disse to lande underlagt eurosystemets reservekrav pr. samme dato. Eftersom den 1. januar 2008 faldt næsten midt i reservekravsperioden fra 12. december 2007 til 15. januar 2008, var det imidlertid nødvendigt at indføre overgangsbestemmelser vedrørende reservekrav i Cypern og Malta i denne reservekravsperiode. Der var også behov for overgangsbestemmelser vedrørende beregning af reservegrundlaget for de respektive modparter. Oversigten over de 215 cypriotiske og 22 maltesiske kreditinstitutter, der ville blive underlagt eurosystemets reservekrav, blev for første gang offentliggjort på ECBs websted den 31. december 2007.

Cyperns og Maltas indtræden i euroområdet øgede de samlede reservekrav for euroområdets kreditinstitutter med mindre end 1 pct. (henholdsvis 1,1 mia. euro og 0,4 mia. euro). De autonome likviditetsfaktorer på de to centralbankers balancer reducerede likviditetsbehovet i hele euroområdets banksektor med gennemsnitligt 2,7 mia. euro i perioden fra 1. til 15. januar 2008. I beregningen af dette tal behandles de likviditetsopsugende pengepolitiske operationer, som Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta havde iværksat før tilslutningen til euroområdet, og som alle var udløbet den 4. januar, ligeledes som autonome faktorer. Følgelig reducerede Cyperns og Maltas indtræden i euroområdet, når både reservekrav og autonome faktorer tages i betragtning, det samlede likviditetsbehov i euroområdets banksektor med 1,2 mia. euro svarende til 0,3 pct. af det samlede likviditetsbehov.

Generelt blev dette likviditetsoverskud på 1,2 mia. euro via interbankmarkedet smidigt kanaliseret til banker i andre eurolande, så det kunne anvendes til opfyldelse af reservekravet i disse lande. Indtil den 15. januar indbetalte cypriotiske modparter dagligt i gennemsnit omkring 0,3 mia. euro til indlånsfaciliteten.

ECB tog højde for påvirkningen af likviditetsforholdene i euroområdet ved at justere tildelelsesbeløbene i de primære markedsoperationer allerede fra den operation, der blev afviklet den 28. december, og som udløb den 4. januar. På grund af likviditetsoverskuddet afgav modparter fra Cypern og Malta kun et ubetydeligt antal bud i de primære markedsoperationer i begyndelsen af 2008. De tog imidlertid del i de likviditetsopsugende finjusterende operationer, som blev udført den 2. og 3. januar, og indbetalte 0,3 og 0,5 mia. euro til eurosystemet.

Ved deres indtræden i euroområdet indførte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta også eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse. Central Bank of Cyprus indberettede, at der befandt sig aktiver for 4,2 mia. euro i Cypern, og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta indberettede, at der

i Malta befandt sig aktiver for 3,1 mia. euro, som kunne stilles som sikkerhed i eurosystemets kreditoperationer fra den 1. januar 2008.

3.2 BIDRAG TIL ECBs KAPITAL, RESERVER OG VALUTARESERVEAKTIVER

Ved deres indtræden i ESCB den 1. maj 2004 indbetalte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta 7 pct. af deres andel af ECBs kapital som bidrag til ECBs driftsomkostninger. I overensstemmelse med artikel 49 i statuten for ESCB indbetalte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta deres resterende andele den 1. januar 2008. Deres samlede indbetalte kapitalandele udgør henholdsvis 7,2 og 3,6 mio. euro, svarende til 0,1249 pct. og 0,0622 pct. af ECBs tegnede kapital på 5,761 mia. euro pr. 1. januar 2008.

I begyndelsen af 2008 overførte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i overensstemmelse med artikel 30 og artikel 49, stk. 1, i statuten for ESCB på pro rata-basis valutareserveaktiver (henholdsvis 73,4 mio. og 36,6 mio. euro) til ECB i forhold til deres kapitalandele og de valutareserveaktiver, andre nationale centralbanker i euroområdet allerede havde overført til ECB. Af det samlede bidrag var 15 pct. i guld og 85 pct. i aktiver denomineret i amerikanske dollar. I henhold til den præcedens, der blev skabt i 2007, da Banka Slovenije og Banque centrale du Luxembourg slog deres operationelle aktiviteter sammen med henblik på delt forvaltning af deres andel af ECBs valutareserveaktiver, gik Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta sammen med henholdsvis Bank of Greece og Central Bank and Financial Services Authority of Ireland om delt forvaltning af deres andel af ECBs valutareserveaktiver. I forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB krediteredes Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en fordring i euro på ECB.

4 OVERGANGEN TIL EUROSEDLER OG -MØNTER I CYPERN OG MALTA

Seks år efter den vellykkede indførelse af eurosedler og -mønter i 12 eurolande på en gang og et år efter, at Slovenien indtrådte i eurosystemet, gennemførtes en vellykket indførelse af eurosedler og -mønter i Cypern og Malta den 1. januar 2008. Efter en periode på en måned, hvor landene havde to valutaer i omløb, havde euroen fuldstændig erstattet det cypriotiske pund og den maltesiske lira.

Som det var tilfældet ved tidligere indførelser af euroen, var omfattende forberedelser i tide altafgørende for, at eurosedler og -mønter kunne indføres uden problemer. Både Cypern og Malta havde iværksat planer for overgangen på nationalt plan længe før 1. januar 2008. Disse planer var bl.a. baseret på de juridiske rammer, som Styrelsesrådet havde vedtaget i juli 2006 i forbindelse med visse forberedelser til overgangen til eurosedler og -mønter og forhåndsudsendelse og forhåndsvideresendelse af eurosedler og -mønter uden for euroområdet.

Efter Ecofin-Rådets beslutning af 10. juli 2007 om indførelse af euroen i Cypern og Malta den 1. januar 2008 kunne Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta låne sedler i eurosystemet som forberedelse til overgangen til euroen og til dækning af behovet for pengesedler i 2008.

Med henblik på opfyldelse af kravene i forbindelse med overgangen til euroen forsynede eurosystemet Central Bank of Cyprus med i alt 79,1 mio. eurosedler med en samlet pålydende værdi på 1.730,0 mio. euro fra sine lagre, mens Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta modtog i alt 72,0 mio. sedler med en samlet pålydende værdi på 1.566,0 mio. euro. Af geografiske og logistiske hensyn foretog Bank of Greece, Banca d'Italia og Banco de Portugal den fysiske levering på vegne af eurosystemet.

Hvad angår euromønterne, valgte de kompetente myndigheder i begge lande en offentlig udbudsprocedure for at skaffe det ønskede antal mønter. I Cyperns tilfælde blev 395,0 mio. euromønter med en samlet pålydende værdi på 100,3 mio. euro fremstillet af den finske møntfabrik, mens

Monnaie de Paris fremstillede 200,0 mio. euromønter med en samlet pålydende værdi på 56,1 mio. euro til Malta.

Central Bank of Cyprus påbegyndte forhåndsudsendelsen af euromønter til kreditinstitutter den 22. oktober 2007, og forhåndsudsendelsen af eurosedler påbegyndtes den 19. november 2007. Forhåndsvideresendelse til detailhandlere og kontantautomatsektoren begyndte samtidig med forhåndsudsendelsen. En stor udbredelse af euromønter inden deres lancering blev sikret ved, at der blev pakket omkring 40.000 begyndersæt à 172 euro, der var tilgængelige for virksomheder og detailhandlere fra den 3. december 2007. 250.000 minisæt à CYP 10 blev sat til salg til offentligheden samme dag.

Maltas forhåndsudsendelse af euromønter begyndte i slutningen af september 2007, mens forhåndsudsendelse af eurosedler begyndte i slutningen af oktober. Forhåndsvideresendelse af sedler og mønter til virksomheder og detailhandlere, herunder distributionen af begynder sætterne à 131 euro, begyndte den 1. december 2007. Offentligheden fik lejlighed til at købe et af de 330.000 minisæt à 11,65 euro fra den 10. december 2007.

Forhåndsudsendelsen og forhåndsvideresendelsen, som bidrog til eurosedlernes og -mønternes udbredelse inden lanceringen, blev i begge lande gennemført som planlagt og var vigtige for, at den overordnede proces forløb uden problemer. Overgangsprocessen i Cypern og Malta blev også fremmet af en hurtig omstilling af kontantautomater, der enten var blevet omstillet før 1. januar 2008 eller blev det i løbet af dagen. Desuden gav detailhandlere kun penge tilbage i euro fra den første dag.

I begge lande blev euroen sendt i omløb i et "big bang"-scenario, dvs. at eurosedler og -mønter blev indført, samtidig med at euroen blev lovligt betalingsmiddel. Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta veksler deres respektive tidligere pengesedler i ti år og deres mønter i to år.

I forbindelse med indførelsen af euroen i Cypern og Malta vekslede de nationale centralbanker i euroområdet sedler i cypriotiske pund og maltesiske lira til pålydende værdi fra den første arbejdsdag i 2008 og fortsætter hermed indtil den 29. februar 2008 som en gratis serviceydelse.¹⁸ Beløbet, der kunne veksles, var begrænset til 1.000 euro pr. person/transaktion pr. dag.

INFORMATIONSKAMPAGNEN VEDRØRENDE EUROENS INDFØRELSE

ECB tilrettelagde og gennemførte i samarbejde med Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta omfattende oplysningskampagner op til indførelsen af euroen i Cypern og Malta den 1. januar 2008. Formålet med disse fælles oplysningskampagner om euroen var at gøre offentligheden fortrolig med, hvordan eurosedlerne og -mønterne så ud, hvilke sikkerhedselementer de havde, samt hvordan overgangen til euro skulle foregå. Opmærksomheden var særligt rettet mod kontanthåndterende virksomheder og synshæmmede personer, for hvem der blev arrangeret særlige undervisningsmøder og udarbejdet særligt undervisningsmateriale.

Logoet "€ Our money" er baseret på det logo, der blev brugt i informationskampagnen op til indførelsen af eurosedler og -mønter i 2002, og optrådte i alle fælles kommunikationsaktiviteter i forbindelse med overgangen til euro i Cypern og Malta.

De fælles eurooplysningskampagner benyttede sig af en række forskellige kommunikationsmidler, herunder forskningsaktiviteter, publikationer, et presse- og PR-program og et partnerskabsprogram samt dedikerede websteder. Pan-europæisk kvalitativ forskning fra 2006 havde understreget vigtigheden af at anvende et stærkt menneskeligt element i kommunikationen om eurosedler og -mønter. Derfor blev fotos af cypriotiske og maltesiske borgere i færd med at håndtere kontanter brugt i informationsmateriale for at bringe euroen tættere på folket. Kampagnerne inddrog også erfaringerne fra euroinformationskampagnen i Slovenien. De kommunikationsmidler, der var blevet anvendt, blev

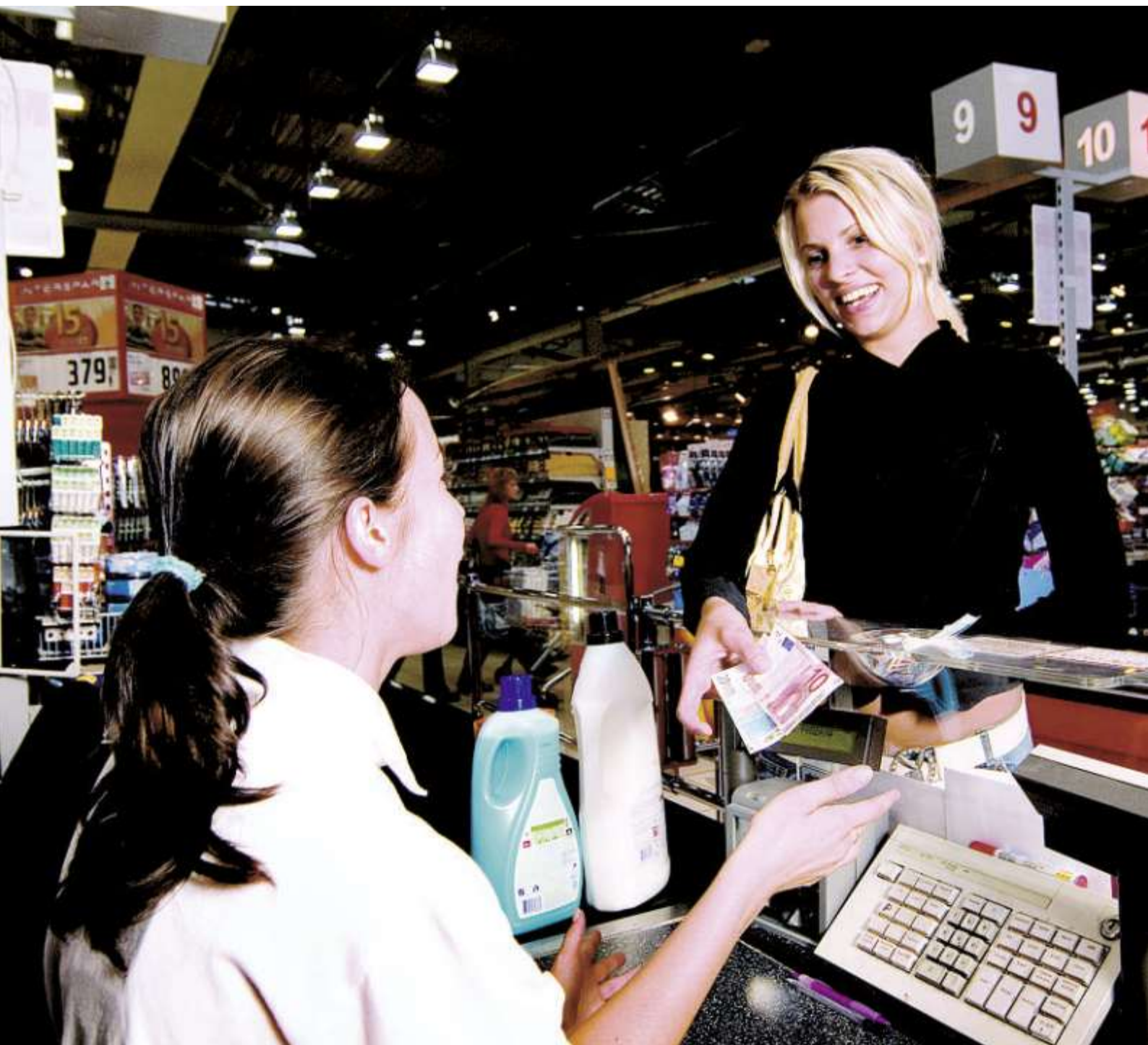
underbygget af en undersøgelse, som blev gennemført i februar 2007.

Næsten 1,8 millioner publikationer blev fremstillet af ECB på græsk, maltesisk, engelsk og tyrkisk og fordelt af Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. Alle husstande i Cypern og Malta modtog en af de 560.000 informationsfoldere til offentligheden. Sammen med disse foldere modtog husstande i Cypern også en euroomregner og to euroseddelkort. Hver husstand i Malta modtog to euroomregnerkort. Det er kort af kreditkortstørrelse med to billeder, som bliver synlige skiftevis, når kortet vippes. I Malta viste kortene en omregningstabel for standardbeløb i euro og maltesiske lira, og på den anden side 20-eurosedlen og dens sikkerhedselementer. I Cypern sås både 20- og 50-eurosedlen og deres sikkerhedselementer.

Der blev taget særlige hensyn til synshæmmede borgere. Det "talende eurokort", der var et innovativt produkt à la et fødselsdagskort med musik, var forsynet med en elektronisk chip med en 3-minutter lang beskrivelse af euroens hovedtræk og de lokale overgangsbestemmelser.

En række PR- og pressebegivenheder medførte omfattende pressedækning: eurobannere på Central Bank of Cyprus' og Bank Ċentrali ta' Maltas/Central Bank of Maltas bygninger, en eurokonference i Malta for at iværksætte en dialog om de økonomiske og praktiske aspekter af euroen, en forelæsning for Cyperns akademiske verden og fejring af euroen henholdsvis den 12. og 18. januar 2008 i Malta og Cypern. Med henblik på passende oplysning om ECB/eurosystemets organisation, ansvarsområder og aktiviteter, afholdt ECB et 2-dages seminar for cypriotiske og maltesiske journalister i Frankfurt i september 2007.

¹⁸ Ifølge artikel 52 i statuten for ESCB skal ECBs styrelsesråd træffe de nødvendige forholdsregler for at sikre, at pengesedler i valutaer, der er uigenkaldeligt fastlåst til euroen, omveksles af de nationale centralbanker i euroområdet til pålydende værdi. På baggrund heraf vedtog Styrelsesrådet retningslinjer for veksling af sådanne sedler den 24. juli 2006.



FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION

I FINANSIEL STABILITET

Eurosystemet bidrager til de kompetente nationale myndigheders tilsyn med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet. Eurosystemet yder også rådgivning til disse myndigheder og Europa-Kommissionen om omfanget og gennemførelsen af fællesskabsretten på de relevante områder.

1.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

ECB arbejder sammen med ESCBs Banktilsynskomite (BSC) om at sikre den finansielle stabilitet.¹ Nogle af de vigtigste aktiviteter er overvågning af risici vedrørende finansiell stabilitet og vurdering af det finansielle systems modstandsdygtighed over for stød. Bankerne er i fokus, da de fortsat er de vigtigste formidlere af kapital og den væsentligste potentielle smittevej for risici i det finansielle system. Eftersom finansielle markeder og andre finansielle institutioner og deres forbindelser til bankerne får større og større betydning, omfatter ESCBs overvågning også sårbarheder i disse dele af det finansielle system.

KONJUNKTURUDVIKLINGEN

Uroen på de internationale finansielle markeder i 2. halvår 2007 medførte en række problemer med finansiell stabilitet i euroområdet. De vigtigste tendenser og deres forløb samt de erfaringer, denne episode har givet, belyses i afsnit 2 i kapitel 1 i denne Årsberetning og i en række relevante ECB-publikationer, navnlig Financial Stability Review. Trods uroen var euroområdets finansielle system overordnet set solidt og robust i 2007. Modstandsdygtigheden over for stød blev dog sat på en alvorlig prøve i en længere periode i 2. halvår. Mens de makroøkonomiske forhold overordnet set understøttede finansiell stabilitet hele året, ændrede de gunstige forhold på de finansielle markeder sig brat i juli og august. Årsagen til denne episode af finansiell uro var en kraftig stigning i misligholdte subprime-realkreditlån i USA, som medførte ændring af prisen på kreditrisiko på flere markeder og i sidste ende forstyrrede vigtige finansieringsmarkeders funktion.

Før den finansielle uro begyndte, stod euroområdets finansielle system stærkt efter flere års solid indtjening i banksektoren, som fortsatte i 1. halvår 2007. Banksektoren havde således en god stødpude mod forstyrrelser i markedet. Stigningen i euroområdets store bankers indtjening i 1. halvår 2007 kunne hovedsagelig tilskrives kraftig vækst i andre indtægter end renteindtægter, mens nettorenteindtægterne stadig var under pres på baggrund af en flad rentekurve trods robust, men aftagende vækst i udlån til den private sektor. Euroområdets store bankers rentabilitet blev også understøttet af fortsat lave nedskrivninger på udlån. I 2. halvår blev indtjeningen imidlertid negativt påvirket af ændringerne i prisen på kreditrisiko samt af vanskeligere markedsvilkår for finansiering. Den negative påvirkning kunne delvis tilskrives værdiændringer på subprime-lån, strukturerede kreditprodukter og lånetilsagn til gearede investeringsformål. Uroen på kreditmarkedet påvirkede især bankernes ikke-rentebaserede indtægter, mens banker, der er afhængige af markedsfinansiering, også havde vanskeligt ved at øge deres kilder til nettorenteindtægter.

Den fortsat robuste indtjening i 1. halvår 2007 bidrog positivt til bankernes kapital, mens deres solvensnøgletal faldt en smule, eftersom de risikovægtede aktiver steg hurtigere end bankernes kapitalgrundlag. Ikke desto mindre lå solvensprocenten i 1. halvår 2007 stadig et godt stykke over minimumskravene. Trods tilbagegangen i rentabiliteten i 2. halvår vil uroen på de finansielle markeder sandsynligvis ikke få markante direkte konsekvenser for solvensprocenten hos euroområdets store banker i 2007. Det tyder på, at disse banker havde tilstrækkelig kapacitet til at kunne modstå stød.

Bortset fra de eventuelle konsekvenser af uroen på kreditmarkedet er risiciene for euroområdets banksektor i fremtiden hovedsagelig forbundet

1 Siden ultimo 2004 har ECB offentliggjort en halvårlig rapport om stabiliteten for euroområdets finansielle system med titlen "Financial Stability Review". I 2007 offentliggjorde ECB også den sjette udgave af "EU banking sector stability" og "EU Banking Structures", som indeholder de vigtigste resultater af BSCs regelmæssige overvågning af banksektorens struktur og stabilitet. Disse publikationer findes på ECBs websted.

med en mulig ugunstig udvikling i kreditlejningscyklussen, som kan påvirke kvaliteten af bankernes aktiver og nedskrivninger på udlån negativt. Endvidere udgør muligheden for en urolig afvikling af globale balanceproblemer fortsat en risiko på mellemlangt sigt for den globale finansielle stabilitet.

Forbedringen af de finansielle forhold for euroområdet forsikringssektor fortsatte i 1. halvår 2007, hvorved fremgangen siden 2004 blev konsolideret. Den stærke position blev understøttet af yderligere vækst i præmierne samt reduktion af omkostningerne og en moderat udvikling i tab. Øgede investeringsindtægter som følge af en gunstig udvikling på aktiemarkederne i 1. halvår 2007 bidrog ligeledes til den forbedrede rentabilitet. Visse risici gør sig dog stadig gældende i forsikringssektoren, og de kan være øget. Risici på de finansielle markeder er fortsat en af de største risikokilder for forsikringssektorer. Forsikringssektorerne i euroområdet er tilsyneladende kun i begrænset omfang eksponeret for subprime-realkreditlån og strukturerede kreditprodukter, men de sekundære effekter af et kreditmarked med mange udfordringer kan være en kilde til bekymring. Der kan være yderligere risici forbundet med øget konkurrence, navnlig for skadesforsikringssektorer, og sådanne risici kan medføre et nedadrettet pres på præmievæksten.

Den globale hedgefondsektor oplevede fortsat vækst i 2007 som helhed, selv om nettoindstrømningen varierede betydeligt i årets løb. Nettoindstrømningen var meget kraftig i 1. halvår trods en kortvarig uro på de finansielle markeder ultimo februar og primo marts. I 2. halvår blev nettoindstrømningen af investorer til hedgefondsektoren negativt påvirket af uroen på kreditmarkederne og udbredte tab i august, som påvirkede alle former for investeringsstrategier i hedgefondene. Ultimo 3. kvartal 2007 var afkastet årtildato ikke desto mindre stadig positivt for hedgefondsektoren som helhed.

DEN STRUKTURELLE UDVIKLING

Den strukturelle udvikling i banksektoren, som typisk er langsigtet, kan have vigtige konsekven-



ser for finansiell stabilitet. De langsigtede hovedtendenser med hensyn til konsolidering og formidling fortsatte i 2007. Banksektorens struktur varierede fortsat kraftigt EU-landene imellem.

Konsolideringsprocessen, som kommer til udtryk i det faldende antal kreditinstitutter, fortsatte overordnet set, om end langsommere. Antallet af kreditinstitutter i EU25 var 2 pct. lavere ultimo 2006 end i 2005. Samtidig var væksten i bankernes formidling, målt som deres samlede aktiver, fortsat kraftigere end væksten i nominelt BNP. Kombinationen af et faldende antal kreditinstitutter og en stigning i bankernes aktiver tyder på, at store kreditinstitutter spiller en større og større rolle.

Nedgangen i antallet af kreditinstitutter var tæt forbundet med hovedsagelig indenlandske fusioner og virksomhedsovertagelser inden for banksektoren i EU. Samtidig fortsatte tendensen (observeret siden 2000) til et faldende antal fusioner og virksomhedsovertagelser i 2007. Undtagelsen er antallet af grænseoverskridende virksomhedsovertagelser mellem kreditinstitutter henholdsvis inden for og uden for EU, som er steget, navnlig i de seneste to år. Værdien af fusioner og virksomhedsovertagelser steg i 2007, især som følge af store indenlandske virksomhedsovertagelser i nogle EU-lande. Da et konsortium bestående af Royal Bank of Scotland,

Santander og Fortis overtog ABN Amro, kom grænseoverskridende fusioner og virksomheds-overtagelser i EU op på et hidtil uset niveau. Det understreger, at der primært har været forholdsvis få, men store fusioner og virksomhedsovertagelser hvert år siden 2004.

Hvad angår detailbankernes distributionskanaler, har en række tendenser gjort sig gældende på det seneste. Bankerne omstrukturerer deres filialnet med hensyn til beliggenhed og ydelser for at blive mere omkostningseffektive og integreret i deres nye distributionskanaler. Desuden ses en rivende udvikling inden for elektroniske kanaler ikke kun til oplysnings- og transaktionsformål, men også med henblik på reklame for og salg af bankprodukter. For at klare sig i den stærke konkurrence inden for forbrugerkredit øger bankerne endvidere deres samarbejde med tredjepart, fx detailhandlere, finansielle virksomheder og finansielle formidlere/koncerner. Disse tendenser, navnlig den voksende brug af elektroniske kanaler, kan indebære forskellige typer risici, fx operationel risiko, risiko for tab af omdømme, likviditetsrisiko, juridisk og strategisk risiko. Hidtil har der dog ikke været nogen væsentlige bekymringer i forbindelse med finansiell stabilitet, da de elektroniske kanaler stadig spiller en begrænset rolle for de fleste banker.

1.2 ARRANGEMENTER VEDRØRENDE FINANSIEL STABILITET

I 2007 var fokus inden for arrangementer vedrørende finansiell stabilitet primært rettet mod opfølgning på resultaterne af den kriseøvelse, der blev holdt i hele EU i april 2006.² Ad hoc-arbejdsgruppen om EU-arrangementer vedrørende finansiell stabilitet (Ad Hoc Working Group on EU Financial Stability Arrangements) under Det Økonomiske og Finansielle Udvalg havde til opgave at overveje nogle af de vigtigste problemstillinger, som øvelsen havde lagt for dagen. ECB var repræsenteret i arbejdsgruppen, der fremlagde sin endelige rapport i september 2007 med en række anbefalinger, som Det Økonomiske og Finansielle Udvalg efterfølgende tilsluttede sig. ECB har hele vejen igennem under-

streget, at arbejdet primært bør fokusere på at forebygge finansielle kriser uden derved at tilsidesætte relevante problemstillinger i forbindelse med styring og løsning af eventuelle finansielle kriser. Som led i dette arbejde udviklede Banktilsynskomiteen, i samarbejde med Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS), fælles analytiske rammer for vurdering af de systemiske implikationer af en finansiell krise som et fælles udgangspunkt for drøftelser mellem myndighederne i medlemslande, der er påvirket af en grænseoverskridende finansiell krise. Det sætter de respektive nationale myndigheder i stand til mere effektivt at belyse effekten af en krise på deres indenlandske finansielle system og real-økonomi.

I forlængelse af Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs anbefalinger nåede Ecofin-Rådet i oktober 2007 til enighed om en strategiplan for at styrke EU-arrangementerne i forbindelse med finansiell stabilitet på både EU-niveau og nationalt niveau. Som det første skridt vedtog Rådet en række fælles principper for styring af grænseoverskridende finansielle kriser. Principperne vil indgå i den aftale (memorandum of understanding) mellem EU-landenes centralbanker, tilsynsmyndigheder og finansministerier, der skal underskrives i foråret 2008 i tillæg til EU-aftalen fra 2005. Den udvidede aftale indeholder endvidere ovennævnte fælles analyserammer samt praktiske retningslinjer for krisestyring, der afspejler enighed om, hvilke foranstaltninger der skal træffes i tilfælde af en grænseoverskridende krise. Ecofin-Rådet tilskyndede endvidere medlemslande, der har fælles bekymringer vedrørende finansiell stabilitet, til at udarbejde og underskrive frivillige specifikke samarbejdsaftaler, der er i overensstemmelse med den udvidede EU-aftale og bygger på konkrete grænseoverskridende tilsynsaftaler med henblik på forebyggelse af kriser. Europa-Kommissionen blev opfordret til, i tæt samarbejde med medlemslan-

² Øvelsen, der var arrangeret af Det Økonomiske og Finansielle Udvalg, havde til formål at teste den aftale (memorandum of understanding) om samarbejde i finansielle krisesituationer, der var blevet indgået mellem banktilsynsmyndigheder, centralbanker og finansministre. Se endvidere ECBs Årsberetning 2006, s. 136.

dene, at overveje mulige forbedringer og efter behov foreslå lovændringer, navnlig hvad angår informationsudveksling, grænseoverskridende overførsel af aktiver, bankkoncerners konkursproces og indskydergarantiordninger. Europa-Kommissionen er allerede i gang med at revidere direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter, hvor der tages højde for ECBs tekniske bidrag. Formålet er at fremsætte forslag i 2008 til yderligere forbedring af kriseløsnings- og krisestyringsordninger for bankkoncerner i EU.

2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

2.1 GENERELLE EMNER

I de seneste år har det været en central målsætning at sikre effektive EU-rammer inden for regulering og tilsyn i forbindelse med finansielle tjenesteydelser. Formålet med Lamfalussy-proceduren³ vedrørende finansiell regulering og tilsyn, som blev indført i værdipapirsektoren i 2002 og udvidet til at omfatte bank- og forsikringssektoren i 2005, var at sikre passende institutionelle rammer på dette område.

Fremskridtene mod konvergens og samarbejde som led i Lamfalussy-proceduren er blevet overvåget nøje. Den første fuldstændige gennemgang af Lamfalussy-proceduren for finansiell regulering og tilsyn på tværs af de finansielle sektorer blev udført i 2. halvår 2007 og kulminerede med Ecofin-Rådets vedtagelse af konklusionerne fra mødet den 4. december 2007. Gennemgangen var bl.a. baseret på bidrag fra forskellige EU-institutioner og fora, herunder Europa-Kommissionen, den interinstitutionelle overvågningsgruppe, Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser (FSC) og Europa-Parlamentet. Eurosystemet har aktivt støttet Lamfalussy-proceduren lige fra begyndelsen og fulgt udviklingen tæt som led i sin opgave med at bidrage til tilsyn med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet og offentliggjorde sit bidrag den 30. november 2007.

Eurosystemet bemærkede, at markedsudviklingen – navnlig fremskridt med hensyn til integration inden for banksektoren, den voksende betydning af bankkoncerner i EU med grænseoverskridende aktiviteter samt den stigende centralisering af forretningsfunktioner – viste, hvor vigtigt det er at forbedre grænseoverskridende harmonisering og samarbejde inden for tilsyn med banker i EU. Harmonisering og samarbejde sikrer effektiv overvågning af og reaktion på grænseoverskridende finansielle risici og udgør samtidig en strømnet berøringsflade for tilsyn og sikrer lige vilkår for markedsdeltagerne. Disse målsætninger kræver forbedringer på alle niveauer i lovgivnings- og tilsynsprocessen.

Desuden mener eurosystemet, at CEBS' institutionelle rolle i EU bør styrkes, og at CEBS-medlemmernes ansvar med hensyn til at fremme harmonisering og samarbejde i EU bør understreges yderligere. Samtidig bør EUs politiske målsætninger formuleres klarere. Hvad angår tilsynsproceduren, finder eurosystemet, at der er behov for yderligere harmonisering af EU-lovgivningen om bankvirksomhed. Den vigtigste prioritet inden for samarbejde mellem hjemlandets og værtslandets myndigheder er effektiv gennemførelse i dagligdagen af de forbedrede lovrammer i form af kapitalkravsdirektivet⁴, men yderligere afklaring bør overvejes. Samarbejdet mellem hjemlandets og værtslandets myndigheder vedrørende udenlandske filialer fortjener særlig opmærksomhed, navnlig for at sikre, at værtslandet involveres tilstrækkeligt i forbindelse med store udenlandske filialer. Med henblik på at fremme harmonisering af tilsynskrav understreger eurosystemet betydningen af at styrke beslutningsprocesserne i CEBS, kombineret med gennemførelse efter princippet om at "følge eller forklare", af effektiv information i forbindelse med tilsyn samt "peer review". Endelig er der for nylig indført foranstaltninger til harmonisering af tilsynsprocesser, især hvad angår konsistent efterlevelse af CEBS' standarder og retningslinjer til daglig, udnyttelse af operationelle netværk i de tilsynssammenslutninger, der er ansvarlige for bankkoncerner i EU, uddelegering af opgaver og mægling mellem tilsynsmyndigheder samt tiltag til fremme af en fælles tilsynskultur. Eurosystemet lægger stor vægt på, at disse foranstalt-

3 Lamfalussy-proceduren indebærer fire niveauer. Niveau 1 består af rammeprincipper, der vedtages ved den normale procedure for EU-lovgivning, nemlig en fælles beslutningsprocedure mellem Europa-Parlamentet og Rådet på grundlag af et forslag fra Kommissionen. På niveau 2 vedtages og ændres tiltag til gennemførelse af niveau 1-lovgivning via hurtige procedurer. Niveau 3 består af niveau 3-udvalgenes arbejde for at styrke konvergens og samarbejde mellem tilsynsmyndighederne. Niveau 4 omfatter Kommissionens tiltag til styrket håndhævelse af EU-lovgivning. Se også "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European securities markets", 15. februar 2001, som findes på Europa-Kommissionens websted. Se endvidere ECBs Årsberetning 2003, s. 111.

4 Kapitalkravsdirektivet består af to omarbejdede direktiver af 14. juni 2006: direktiv 2006/48/EF om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut og direktiv 2006/49/EF om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag.

ninger gennemføres effektivt og udvikles i den kommende tid.

2.2 BANKVIRKSOMHED

I samarbejde med Banktilsynskomiteen (BSC) har ECB arbejdet med bankernes styring af likviditetsrisiko. En rapport om styring af likviditetsrisiko for grænseoverskridende bankkoncerner i EU blev færdig i 1. kvartal 2007 og udgjorde et aktuelt input til Europa-Kommissionens arbejde med regulering af likviditetsrisiko. Rapporten blev også forelagt Baselkomiteen for Banktilsyn og CEBS som bidrag til deres arbejde på området.

En strømlinet version af rapporten blev offentliggjort i oktober 2007 som en særlig del af ECBs rapport om EU-bankstrukturer. Den fokuserer på regulering af likviditet, udviklingen inden for grænseoverskridende bankers styring af likviditetsrisiko samt de mulige konsekvenser for finansiel stabilitet. Rapportens hovedkonklusioner kan opsummeres som følger: For det første indebærer den fragmenterede lovgivning vedrørende likviditetsrisiko i EU, efter de grænseoverskridende bankers opfattelse, ikke unødige restriktioner, hvad angår koncerners likviditetsstyring på tværs af nationale grænser. Ifølge bankerne kan andre regler om ordninger mellem hjemlandets og værtslandets myndigheder og høje grænser for risikoeksponering imidlertid hindre effektiv likviditetsstyring. For det andet anerkender de grænseoverskridende banker fordelene ved centralbankernes initiativer til at imødegå problemer i forbindelse med internationale likviditetsstrømme og grænseoverskridende sikkerhedsstillelse, men de bemærker samtidig, at der stadig kan være visse forhindringer for likviditetspooling og grænseoverskridende sikkerhedsstillelse. For det tredje bekræftes tendensen til centralisering af politikker og procedurer for likviditetsstyring og decentralisering af den daglige likviditetsstyring, selv om der stadig er forskelle mellem de grænseoverskridende bankers likviditetsstyring. For det fjerde er avancerede interne metoder til styring af likviditetsrisiko endnu ikke udbredt, men de store banker,

der har udviklet sådanne metoder, ønsker at anvende dem i forbindelse med opfyldelse af lovkrav. På den anden side benytter de mindre banker for nærværende også lovbestemte likviditetsnøgletal i forbindelse med intern styring. Endelig identificeres de kortere frister for bankernes betalingsforpligtelser, den øgede anvendelse af markedsbaserede og potentielt mere volatile finansieringskilder samt det voksende behov for sikkerhedsstillelse af høj kvalitet som nogle af de vigtigste udviklingstendenser på markedet, som kan påvirke bankernes styring af likviditetsrisiko.

I samarbejde med Banktilsynskomiteen vil ECB forsætte sit arbejde inden for dette vigtige område. I den forbindelse vil Banktilsynskomiteen analysere den nuværende praksis med hensyn til EU-bankers stresstest af likviditetsrisiko samt deres likviditetsberedskab.

Endvidere arbejder ECB med de potentielle konjunkturmedløbende effekter af kapitalkravsdirektivet. I henhold til direktivet er Europa-Kommissionen, i samarbejde med medlemslandene og under hensyntagen til bidrag fra ECB, bemyndiget til regelmæssigt at kontrollere, om minimumskapitalkravene har en væsentlig indflydelse på den økonomiske konjunktur samt til i så fald at foreslå korrigerende foranstaltninger. I den forbindelse samarbejder Banktilsynskomiteen og CEBS om at udvikle et sæt analysemetoder til vurdering af den konjunkturmedløbende virkning af de nye kapitalkrav.

2.3 VÆRDIPAPIRER

ECB bidrog til EUs lovgivningsarbejde gennem sin deltagelse i Det Europæiske Værdipapirudvalg. Endvidere deltog ECB med observatørstatus i arbejdet i markedsekspertergruppen om europæiske værdipapirer (European Securities Market Expert Group (ESME)), som er oprettet af Europa-Kommissionen som rådgivende organ for værdipapirsektoren.

I 2007 fokuserede de offentlige myndigheder overordnet set på korrekt gennemførelse i med-

lemslandene af både direktivet om markeder for finansielle instrumenter og gennemsigtighedsdirektivet samt på vurdering af behovet for yderligere lovgivning.

Mere specifikt deltog ECB aktivt, i internationale og europæiske fora, i debatten om regulering af hedgefonde som følge af deres voksende rolle i det finansielle system og de mulige konsekvenser for finansiell stabilitet. I kølvandet på en rapport om højt gearede institutter fra Forum for Finansiell Stabilitet (FSF) bekræftedes den internationale enighed om den nuværende indirekte tilgang. Den indirekte tilgang indebærer, at hedgefondenes modparter – hovedsagelig banker – og investorer nøje overvåger hedgefondene. ECB støtter fuldt ud denne tilgang samt markedsdeltagernes fokus på bedste praksis. FSF overvåger nøje gennemførelsen af sine anbefalinger over for tilsynsmyndigheder, modparter, investorer og hedgefondsektoren og har allerede aflagt rapport til G10-centralbankcheferne og -finansministrene om fremskridtene på dette område.

3 FINANSIEL INTEGRATION

Eurosystemet er stærkt interesseret i finansiell integration i Europa, da et velintegreret finansielt system fremmer en smidig og effektiv pengepolitisk transmission i euroområdet og har betydning for, at eurosystemet kan opretholde finansiell stabilitet. Finansiell integration bidrager også til, at betalings- og værdipapirafviklings-systemerne kan fungere effektivt og problemfrit. Finansiell integration, som er et prioriteret fællesskabsmål, kan endvidere bidrage til at fremme udviklingen af det finansielle system og øge potentialet for økonomisk vækst.

Eurosystemet skelner mellem fire typer af aktiviteter i sin indsats for at fremme finansiell integration i Europa: i) oplysning om og overvågning af den finansielle integration, ii) katalysering af aktiviteter i den private sektor gennem kollektiv handling, iii) rådgivning om lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer for det finansielle system og direkte regelfastsættelse samt iv) levering af centralbankydelse, der også fremmer finansiell integration. ECB fortsatte sine aktiviteter inden for alle fire områder i 2007.

OPLYSNING OM OG OVERVÅGNING AF DEN FINANSIELLE SEKTOR

I marts 2007 begyndte ECB at udgive en ny årlig publikation, nemlig "Financial integration in Europe". Det vigtigste formål med rapporten er at bidrage til at fremme finansiell integration i Europa og oplyse offentligheden om eurosystemets rolle i arbejdet med at støtte den finansielle integrationsproces. Rapporten er opdelt i tre kapitler. I det første kapitel beskrives ECBs vurdering af status for finansiell integration i euroområdet. Vurderingen bygger på et sæt kvantitative indikatorer – nærmere beskrevet i et statistisk bilag – for mange vigtige aspekter af det finansielle system (fx penge-, obligations-, aktie- og bankmarkedet samt markedsinfrastruktur). Disse indikatorer offentliggøres halvårligt på ECBs websted og årligt i denne nye rapport. Det andet kapitel, "Special features", indeholder en dybdegående analyse af udvalgte emner, som generelt er valgt på grund af deres betydning for EUs dagsorden for finansiell integration og deres relevans for ECBs opgaver. Kapitlet omfatter følgende emner: pengepolitik og finansiell inte-

gration, styrkelse af EUs rammer for grænseoverskridende banker og SEPA-initiativet (Single Euro Payments Area) og dets konsekvenser for finansiell integration. Endelig giver det tredje kapitel en oversigt over eurosystemets bidrag i det forløbne kalenderår til øget integration og udvikling af de finansielle markeder i Europa.

ECB og Center for Financial Studies fortsatte i 2007 deres samarbejde i forskningsnetværket vedrørende kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa ved universitetet i Frankfurt am Main. Netværket fortsatte sin række af konferencer for akademikere, markedsdeltagere og politiske beslutningstagere, og de nationale centralbanker deltog aktivt. Den niende konference, der blev afholdt af Central Bank and Financial Services Authority of Ireland i Dublin den 8.-9. oktober 2007, fokuserede på kapitalforvaltning, kapitalfonde og internationale kapitalstrømme og deres betydning for finansiell integration og effektivitet. Inden for rammerne af dette netværk tildeler ECB hvert år fem "Lamfalussy-stipendier" til unge forskere. En af årsagerne til ECBs interesse i at fremme forskning på dette område er, at finansiell integration forventes at få betydning for udviklingen af det finansielle system og for den økonomiske vækst. ECBs indsats for at skabe finansiell integration er derfor tæt knyttet til dens bredere analyse af faktorer, som bidrager til, at de finansielle systemer fungerer hensigtsmæssigt. Arbejdet fortsatte i 2007 med henblik på at fastlægge en begrebsmæssig ramme for måling af de finansielle systemers effektivitet.

KATALYSATOR FOR AKTIVITETER I DEN PRIVATE SEKTOR

Øget finansiell integration i Europa afhænger i høj grad af den private sektors initiativer til at udnytte de eksisterende muligheder for grænseoverskridende forretninger. De offentlige myndigheder støtter koordineringen af sådanne private initiativer.

Eurosystemet fortsatte i 2007 med at støtte SEPA-initiativet vedrørende det fælles eurobetalingsområde. Projektet gik ind i sin afgørende fase i 2007 som forberedelse til lanceringen af SEPA i januar 2008. Eurosystemet styrkede sin

rolle som katalysator i kraft af sin løbende dialog med banker og andre interessenter og en forstærket koordinering med Europa-Kommissionen. I juli 2007 gav eurosystemet udtryk for sin holdning til alle relevante emner i den femte statusrapport om SEPA, som omhandler status for og anbefalinger vedrørende SEPA-instrumenter og -infrastrukturer, indeholder eurosystemets synspunkter om gennemførelsesforanstaltninger og migrering til SEPA, samt omhandler de lovgivningsmæssige rammer for SEPA og styring af de dermed forbundne ordninger og rammer. Eurosystemet har samarbejdet tæt med Europa-Kommissionen, navnlig i forbindelse med betalings-tjenestedirektivet⁵, som blev vedtaget af Europa-Parlamentet den 24. april 2007 og af Rådet den 15. oktober 2007. ECB og Kommissionen udsendte en fælles udtalelse, der hilste vedtagelsen af betalingstjenestedirektivet velkommen som et afgørende skridt mod realiseringen af SEPA. Hvad angår gennemførelsen af SEPA, deltager de nationale centralbanker direkte i de nationale myndigheders arbejde med migreringen til SEPA. På europæisk plan fremlagde ECB et fælles sæt analysemetoder, der giver mulighed for at sammenligne nationale gennemførelsesplaner. Eurosystemet stod for flere fora med henblik på at fremme den åbne dialog med banker, brugere og udbydere af infrastrukturer og støttede lignende initiativer fra banker og Europa-Kommissionen. Eurosystemet informerede alle interessenter i brochurer og på ECBs og de nationale centralbankers websteder og står for en samlet oversigt over links til SEPA-relaterede oplysninger.

Siden begyndelsen af 2008 har der været krav om, at euro-betalingskortssystemer i Europa skal være i overensstemmelse med SEPA-rammerne for betalingskort. SEPA-konto-til-konto overførsler blev lanceret den 28. januar 2008, hvor ECB, Europa-Kommissionen og European Payments Council (EPC) afholdt et højt profileret lanceringsarrangement for SEPA-interessenter og medierne.

ECB har støttet Step-initiativet (Short-Term European Paper) siden dets begyndelse i 2001. Siden den vellykkede realisering af Step-marke-

det i juli 2006 har eurosystemet bidraget til at støtte initiativet inden for to hovedområder. For det første vil ECB og ni nationale centralbanker i euroområdet frem til juni 2008 yde teknisk bistand til Step-sekretariatet i forbindelse med Step-mærkningsprocessen, om end det endegyldige ansvar for at tildele og tilbagetrække Step-mærker ligger hos Step-sekretariatet. For det andet offentliggør ECB regelmæssigt statistikker over renter og mængder på Step-markedet på sit websted. Step-statistikkerne forventes at spille en vigtig rolle i at fremme integrationen af markedet ved at skabe større gennemsigtighed. Siden September 2006 har ECB udgivet Step-statistikker over månedlige udeståender, og siden april 2007 har ECB udgivet Step-rentestatistikker vedrørende udvalgte dataleverandører. Ifølge planen vil der blive udgivet daglige statistikker vedrørende alle dataleverandører fra 2008.

RÅDGIVNING OM LOVGIVNINGS- OG TILSYNSMÆSSIGE RAMMER FOR DET FINANSIELLE SYSTEM OG DIREKTE REGELFASTSÆTTELSE

ECB og eurosystemet bidrager løbende til udviklingen af EUs lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer ved at yde rådgivning om den vigtigste politiske udvikling og kommende initiativer.

Aktiviteterne vedrørende EUs rammer for finansielt tilsyn fokuserede i 2007 på den brede gennemgang af Lamfalussy-proceduren, hvortil eurosystemet bidrog (se afsnit 2 i dette kapitel). Som led i sin rådgivende funktion i overensstemmelse med traktatens artikel 105, stk. 4, yder ECB løbende rådgivning om Kommissionens forslag til niveau 2-lovgivning (se afsnit 2).

Efter at eurosystemet i slutningen af 2005 havde bidraget til Europa-Kommissionens grønbog om integration af de europæiske realkreditmarkeder, fortsatte ECB sit arbejde med dette emne. ECB følger nøje den videre integration og udvikling

⁵ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/64/EF af 13. november 2007 om betalings tjenester i det indre marked og om ændring af direktiv 97/7/EF, 2002/65/EF, 2005/60/EF og 2006/48/EF og om ophævelse af direktiv 97/5/EF (EUT L 319, 5.12.2007, s. 1).



af realkreditmarkedet af flere grunde. Realkreditmarkederne er relevant for den pengepolitiske transmission i euroområdet og kan have stor betydning for den finansielle stabilitet. Desuden spiller realkreditobligationer en rolle i udførelsen af pengepolitikken via eurosystemets rammer for belånbare aktiver. Efter høringen om grønbogen offentliggjorde Kommissionen en hvidbog den 18. december 2007. ECB bidrager til arbejdet på området ved bl.a. at deltage i Kommissionens ekspertgrupper og i European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG), som den 7. maj 2007 udgav en rapport om lovgivningsmæssige hindringer for grænseoverskridende securitisation i EU.⁶

ECB ydede rådgivning i spørgsmål vedrørende integration af værdipapirafviklings- og betalingssystemer. ECB var især involveret i arbejdet med adfærdskodeksen for clearing og afvikling. Kodeksens hovedformål er at give brugerne frit valg af tjenesteudbydere hele vejen igennem transaktionskæden. Kodeksen pålægger forpligtelser inden for tre områder: gennemsigtige priser; adgang og fælles standarder; samt opdeling af serviceydelser og regnskabsmæssig separation. Eftersom kodeksen er et redskab til selvregulering, er der oprettet en streng overvågningsmekanisme for at sikre, at alle foranstaltninger gennemføres korrekt og rettidigt. I princippet bygger denne mekanisme på eksterne revisorer og en ad hoc-overvågningsgruppe bestående af Kommissionen, Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder og ECB. Det endegyldige

dige formål med kodeksen er det frie valg, og det er derfor nødvendigt fuldstændigt at fjerne "Giovannini-barriererne" (opkaldt efter den gruppe, der definerede dem i 2001) for effektiv clearing og afvikling, som skyldes forskelle i tekniske standarder og forretningspraksis, lovgivningsmæssig usikkerhed og forskelle i skattesystemer. Fjernelsen af det første sæt barrierer varetages af Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group (CESAME). Afskaffelsen af de skattemæssige barrierer varetages af Fiscal Compliance Expert Group, mens Legal Certainty Group arbejder med de lovgivningsmæssige barrierer. ECB deltog fortsat i CESAME og Legal Certainty Group. Endelig bidrog ECB fortsat til det globale arbejde på dette område i flere forskellige fora (fx Unidroit) for at sikre, at EU-initiativer inden for clearing og afvikling af værdipapirer både supplerer og harmonerer med de internationale organers initiativer.

I henhold til artikel 65, stk. 1, i direktivet om markeder for finansielle instrumenter skal Europa-Kommissionen aflægge rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om den eventuelle udvidelse af anvendelsesområdet for dette direktivs bestemmelser om gennemsigtighedskravene før og efter handlen til også at omfatte transaktioner med andre typer finansielle instrumenter end aktier, navnlig obligationer. Markedsdeltagere og lovgivningsmyndigheder har indgående drøftet de mulige konsekvenser af bedre gen-

⁶ Findes på www.efmlg.org

nemsigtighed i handel med andre finansielle instrumenter end aktier, navnlig erhvervsobligationer. Efter ECBs opfattelse er det ikke dokumenteret, at den begrænsede gennemsigtighed efter udførelsen af handler på obligationsmarkedet hidtil har givet anledning til svigt i markedet. Det er heller ikke dokumenteret, at den begrænsede gennemsigtighed betyder, at markedet fungerer ineffektivt. Under Kommissionens offentlige høring den 11. september 2007 og på møder i ESME i 2007 har ECB foreslået, at denne mangel på erfaring i Europa afhjælpes ved et markedsbaseret kontrolleret forsøg på både detail- og engrosmarkedet med henblik på at vurdere virkningen af gradvis indførelse af efterhandels-gennemsigtighed på markedet for visse obligationer.

Endelig udvikles der samtidig, og i tæt samarbejde med markedsdeltagerne, en fælles platform (CCBM2) for styring af sikkerhedsstillelse (se afsnit 2.4 i kapitel 2).

LEVERING AF CENTRALBANKYDELSER, DER FREMMER FINANSIEL INTEGRATION

Target2 blev sat i drift med succes den 19. november 2007, hvilket satte skub i den finansielle integration i Europa. Med Target2 indføres en fælles teknisk infrastruktur, som giver mulighed for at levere harmoniserede ydelser og sikrer lige vilkår for banker i hele Europa. Både indenlandske og grænseoverskridende transaktioner er underlagt én fælles prisstruktur. Desuden giver Target2 mulighed for at levere en række harmoniserede kontantafviklingsydelser i centralbankpenge for alle tilknyttede systemer. Target2s nye funktionaliteter sætter banker med multinationale aktiviteter i stand til at konsolidere deres interne processer, fx finans- og back office-funktioner, og øge integrationen af deres likviditetsstyring i euro. Desuden har Target2-brugerne ensartet adgang til omfattende onlineinformation og tiltag til likviditetsstyring (se afsnit 2.2 i kapitel 2).

Eurosystemet fortsatte i tæt samarbejde med markedsdeltagerne med at undersøge mulighederne for at udnytte fordelene ved Target2-systemet med henblik på at tilbyde en ny tjeneste, Target2-Securities (T2S). T2S giver en fælles teknisk infrastruktur til afvikling i centralbankpenge af værdipapirtransaktioner i euro og behandler både værdipapirer og kontanter på en fælles teknisk platform (se afsnit 2.3 i kapitel 2).

4 OVERVÅGNING AF MARKEDETS INFRASTRUKTUR

Overvågning af betalingssystemer er en af eurosystemets hovedopgaver. Ved at overvåge betalingssystemerne, ikke mindst de systemisk vigtige strukturer⁷, bidrager eurosystemet til de finansielle infrastrukturens sikkerhed og effektivitet og er således med til at sikre effektive betalingsstrømme for varer, tjenesteydelser og finansielle aktiver i økonomien. Den tætte sammenhæng mellem betalingssystemer og systemer til clearing og afvikling af værdipapirer betyder, at centralbanker og navnlig eurosystemet interesserer sig meget for clearing og afvikling af værdipapirer. Eurosystemets overordnede mål er at minimere den systemiske risiko.

For at fremme robustheden og effektiviteten af betalingssystemer samt clearing- og afviklings-systemer for værdipapirer er det vigtigt, at centralbankerne har omfattende information om systemerne til rådighed. Derfor udsender ECB med nogle års mellemrum en udførlig rapport om de vigtigste betalings- og værdipapirafviklings-systemer i EU-landene. Fjerde udgave af rapporten, kaldet "Blue Book", udkom den 14. august 2007.

ECB udsender også årligt statistikker over betalinger og værdipapirhandel samt clearing og afvikling af værdipapirer. Tidligere er statistikkerne udsendt som et bilag til "Blue Book". Fra og med offentliggørelsen af statistikkerne for 2006 den 16. november 2007 udkommer tillægget til "Blue Book" ikke længere i en trykt udgave, men de komplette tidsserier kan downloades fra ECBs websted via Statistical Data Warehouse på <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

4.1 OVERVÅGNING AF SYSTEMER OG INFRASTRUKTURER FOR STORE BETALINGER I EURO

Eurosystemets rolle som overvåger omfatter alle betalingssystemer og infrastrukturer af stor betydning, der behandler og/eller afvikler transaktioner i euro, inklusive eurosystemets egne systemer. Eurosystemet anvender samme overvågningsstandarder for sine egne systemer og private systemer, nemlig Core Principles for

systemisk vigtige betalingssystemer, som blev fastlagt af G10-komiteen for betalings- og afviklings-systemer (CPSS) og efterfølgende tiltrådt af Styrelsesrådet i 2001. De suppleres af et sæt forventninger til forretningsvidereførelse af systemisk vigtige betalingssystemer, der blev vedtaget af Styrelsesrådet i 2006.

På grundlag af Core Principles og forventningerne til forretningsvidereførelse udviklede eurosystemet i 2007 et fælles sæt metoder til vurdering af eurobetalingssystemer, der er systemisk vigtige eller af stor betydning. De fælles metoder sigter mod at give de ansvarlige for overvågningen af eurosystemets betalingssystemer klare og omfattende retningslinjer til vurdering af de pågældende systemer og udfærdigelse af overvågningsrapporter. Desuden får systemudviklere og operatører større indsigt i de ansvarlige overvågeres overvejelser vedrørende sikkerhed og effektivitet, og operatørerne får yderligere incitament til at forsøge at afhjælpe eller begrænse de forskellige risici i deres systemer. Endelig er metoden med til at sikre systemernes smidige funktion. Efter en offentlig høring om den fælles vurderingsmetode blev den endelige version af "Terms of reference for the oversight assessment of euro systemically and prominently important payment systems against the Core Principles"⁸ og "Guide for the assessment against the business continuity oversight expectations for SIPS" udsendt den 12. november 2007.

Det er vigtigt, at eurosystemet bevarer kontrollen over euroen. Ud fra et politisk perspektiv og af hensyn til den systemiske risiko kan eurosystemet derfor principielt ikke tillade, at betalingsinfrastrukturer for transaktioner i euro, som er hjemmehørende uden for euroområdet, kan udvikle sig til større betalingsinfrastrukturer for euro, navnlig ikke hvis det sker på bekostning af

7 Et betalingssystem betragtes som systemisk vigtigt, hvis en forstyrrelse i systemet kan brede sig til andre deltagere og i sidste ende til hele det finansielle system.

8 Et betalingssystem betragtes som et system af stor betydning, hvis det spiller en stor rolle i behandlingen og afviklingen af detailbetalinger, og et systemnedbrud kan få stor økonomisk betydning og underminere offentlighedens tillid til betalingssystemer og valutaen generelt.

eurosystemets kontrol med euroen. Den 19. juli 2007 udsendte ECB "Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions". Der er ikke tale om en ny politik, men om en præcisering af eurosystemets holdning, der blev skitseret i 1998 i politikerklæringen vedrørende betalings- og afviklingsystemer i euro, der er hjemmehørende uden for euroområdet, og i 2001 i eurosystemets politiske linje med hensyn til konsolidering af clearing via centrale modparter. Principperne gælder for alle eksisterende og fremtidige betalingsinfrastrukturer uden for euroområdet, der afvikler transaktioner i euro.

TARGET

I overensstemmelse med de fælles rammer og mål for overvågningen af Target gennemfører ECB og de nationale centralbanker regelmæssig og ændringsbaseret overvågning af de nationale RTGS-systemer, der deltager i eller er forbundet med Target, samt ECBs betalingsmekanisme (EPM). Eftersom Target2 blev sat i drift i november 2007, var ændringerne i Target få og små, og overvågningen af Target koncentreredes derfor om regelmæssige aktiviteter som rapportering af og opfølgning på hændelser.

Inden idriftsættelsen af Target2 den 19. november 2007 blev der gennemført en omfattende vurdering af systemet, der sluttede i 3. kvartal 2007. Der blev konstateret en række udeståender i forhold til enkelte Core Principles. Disse forhold bringes i orden på grundlag af en handlingsplan, der er udarbejdet af Target2-operatørerne og aftalt med de ansvarlige for overvågningen. Der er dog visse aspekter, som først kan undersøges nærmere, når de første driftserfaringer med Target2 foreligger. I overensstemmelse med eurosystemets politik er det meningen, at vurderingen af Target2 offentliggøres i løbet af 2008.

EURO I

Euro 1 er eurorådets største privatdrevne betalingsystem til kreditoverførsler i euro. Det drives af en clearingvirksomhed under Euro Banking Association, EBA Clearing. Euro 1 er baseret på multilateral netting. Euro 1-deltager-

nes positioner ultimo dagen afvikles i sidste ende i centralbankpenge via Target-systemet. Da der ikke blev foretaget nogen større ændringer af Euro 1 i 2007, lagde ECB i sin overvågning vægt på systemets regelmæssige funktion. ECB konkluderede, at der i 2007 ikke var nogen forhold, der havde en negativ indvirkning på Euro 1s fortsatte overholdelse af Core Principles.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT (CLS)

CLS-systemet blev etableret i 2002 for at tilbyde afviklingsydelser for valutahandler i flere valutaer. I CLS-systemet afvikles der i øjeblikket valutatransaktioner i 15 af verdens vigtigste valutaer. Systemet, der drives af CLS Bank International ("CLS Bank"), eliminerer stort set valutaafviklingsrisikoen, i og med at afviklingen af de to sider i en valutahandel sker samtidigt, dvs. på PvP-basis (payment-versus-payment), forudsat at der er tilstrækkelig dækning for beløbene.

CLS reguleres af Federal Reserve System, der også er hovedansvarlig for overvågningen, eftersom CLS Bank er hjemmehørende i USA. Federal Reserve System samarbejder med centralbankerne for alle valutaer, der afvikles i CLS, herunder ECB. Inden for dette samarbejde har ECB (i tæt samarbejde med eurorådets nationale centralbanker) hovedansvaret for overvågningen af afviklingen af transaktioner i euro. I 2007 forbedrede CLS en egenvurdering på grundlag af Core Principles.

CLS Bank fik i 2007 tilladelse af Federal Reserve System til at udvide sine tjenesteydelser til afvikling af betalingsinstrukser i en enkelt valuta (non-PvP) i forbindelse med terminskontrakter uden levering af underliggende aktiver (non-deliverable forwards, NDF) og til at fungere som central afviklingsinstans for alle betalingsinstrukser i forbindelse med OTC-kreditderivater, der beregnes eller matches af DTCC Deriv/SERV Trade Information Warehouse. Eurosystemet indvilligede i, at CLS Bank omfatter afviklingen af NDF'er og OTC-kreditderivater i euro som en del af denne tjeneste, eftersom CLS-systemet fortsat overholder både Core Principles og eurosystemets vedtagne principper for

placeringen og driften af infrastrukturer, der afvikler betalingstransaktioner i euro.

Målt på værdi er CLS det største betalingssystem til afvikling af valutatransaktioner i euro uden for euroområdet, og det er derfor afgørende for eurosystemet, at CLS til enhver tid er sikkert og effektivt og overholder eurosystemets vedtagne principper. I december 2007 afviklede CLS i gennemsnit 381.436 valutatransaktioner om dagen til en gennemsnitlig daglig værdi svarende til 2,9 billioner euro.⁹ Med en andel på 20 pct. af alle transaktioner, der afvikles i CLS, er euroen fortsat den vigtigste afviklingsvaluta efter den amerikanske dollar (45 pct.). Den gennemsnitlige daglige værdi af CLS-transaktioner, som blev afviklet i euro, var 564 mia. euro.

Eurosystemet bidrog i 2007 til en rapport udsendt af BIS med titlen "Progress in reducing foreign exchange settlement risk". I rapporten fremlægges resultaterne af en undersøgelse blandt de større deltagere på valutamarkedene om størrelse, varighed, koncentration og styring af deres eksponering over for valutaafvikling, som blev gennemført i 2006 af centralbankerne i landene med valutaer, der afvikles i CLS. Rapporten viser, at der er brug for en yderligere indsats fra de enkelte institutter, branchegrupper og centralbanker for at reducere eksponeringen over for risici i valutaafviklingen. Den endelige udgave af rapporten udkommer i 2008.

FORRETNINGSVIDEREFØRELSE

Ved ECBs konference om forretningsvidereførelse for markedsinfrastrukturer i september 2006 anmodede markedsdeltagerne eurosyste- met/ESCB om at iværksætte øvelser på området på tværs af landegrænser og systemer. Efterfølgende udviklede eurosystemet/ESCB en ramme og metode for tilrettelæggelsen af øvelser vedrørende forretningsvidereførelse, og i 2007 blev de første interne krisekommunikationsøvelser afholdt. Mere omfattende øvelser imødeses i 2008. Desuden har ESCB arbejdet med et forslag til, hvordan centralbankerne i EU kan udveksle ikke-fortrolige oplysninger om forretningsvidereførelse med markedsdeltagerne, og hvordan centralbankerne kan udveksle fortrolige oplys-

ninger med hinanden. I den sammenhæng har ESCB gennemført en række undersøgelser for at indsamle viden om forskellige forhold såsom internationale og nationale standarder og initiativer samt nationale øvelser vedrørende forretningsvidereførelse. Centralbankerne vil offentliggøre ikke-fortrolige oplysninger på deres websteder dedikeret til forretningsvidereførelse. ECB forventes at tilføje et dedikeret område vedrørende forretningsvidereførelse på sit websted i 2008.

SWIFT

I overvågningen af SWIFT fokuseres der på sikkerhed, driftssikkerhed, forretningsvidereførelse og robusthed. For at kunne vurdere, om SWIFT forfølger disse mål, foretages der i forbindelse med overvågningen regelmæssige vurderinger af, om SWIFT har etableret passende ledelsessystemer, strukturer, processer, risikostyringsprocedurer og kontroller til effektivt at kunne styre potentielle risici for den finansielle stabilitet og forsvarligheden af de finansielle infrastrukturer. Som led i samarbejdet om overvågning af SWIFT arbejdede ECB i 2006 sammen med G10-centralbankerne om etablering af et sæt overordnede forventninger til vurdering af SWIFT under hensyntagen til de nuværende strukturer, processer, kontroller og procedurer. De fem forventninger blev færdiggjort i juni 2007 og integreret i overvågningsgruppens risikobaserede overvågningsmetode. Forventningerne er som følger:

- 1 Identifikation og styring af risici: SWIFT forventes at identificere og styre operationelle og finansielle risici i forbindelse med centrale tjenester og sikre effektive risikostyringsprocesser.
- 2 Informationssikkerhed: SWIFT forventes at gennemføre passende politikker og procedurer og at sætte tilstrækkelige resurser af til at sikre oplysningernes fortrolighed og integritet samt tilgængeligheden af centrale tjenester.

⁹ Kontantafvikling af en valutahandel består af to betalingstransaktioner, en i hver valuta. I december 2007 afviklede CLS således 190.718 handler med en gennemsnitlig daglig værdi svarende til ca. 1,5 billioner euro.

- 3 Pålidelighed og robusthed: I overensstemmelse med SWIFTs rolle i det globale finansielle system forventes SWIFT at gennemføre passende politikker og procedurer og at sætte tilstrækkelige resurser af til at sikre, at centrale tjenester er tilgængelige, pålidelige og robuste, og at der er planer for forretningsvidereførelse og driftskontinuitet, så centrale tjenester hurtigt kan genoptages efter et nedbrud.
- 4 Teknologiplanlægning: SWIFT forventes at have robuste metoder til at planlægge brugen af forskellige teknologier i hele deres levetid og til at udvælge teknologistandarder.
- 5 Kommunikation med brugere: SWIFT forventes at være gennemsigtigt for brugerne og at give dem de oplysninger, de skal bruge for klart at forstå deres rolle og ansvar med hensyn til styring af risici i forbindelse med deres brug af SWIFT.

SWIFT er i sidste fase af en egenvurdering på grundlag af disse overordnede forventninger og vil derefter rapportere til centralbankerne om, hvorvidt systemet opfylder forventningerne. De fem forventninger danner rammerne for overvågningsaktiviteterne og er grundlag for planlægning af den risikobaserede overvågning. De overordnede forventninger og begrundelsen for at indføre disse rammer blev nærmere gennemgået i "Financial Stability Review" fra Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i juni 2007.

4.2 DETAILBETALINGSTJENESTER

Eurosystemets overvågning omfatter også detailbetalingssystemer og -instrumenter. ECB fortsatte i 2007 med at overvåge den første fælles europæiske automatiserede clearingcentral for massebetalinger i euro, Step2, der administreres og drives af EBA Clearing.

I forbindelse med overvågningen af detailbetalinger gennemførte ECB sammen med Federal Reserve Bank of Kansas City en omfattende

undersøgelse af ikke-bankers rolle i detailbetalinger i USA og udvalgte europæiske lande.

4.3 BETALINGSKORTSYSTEMER

I overensstemmelse med eurosystemets lovbestemte ansvar for at fremme betalingssystemernes smidige funktion i euroområdet har eurosystemet udarbejdet et sæt rammer for overvågning af betalingskortsystemer, der behandler betalinger i euro. Målet er at bidrage til at opretholde offentlighedens tillid til kortbetalinger og at arbejde for, at alle operatører af betalingskortsystemer i euroområdet får lige vilkår.

Der blev gennemført en offentlig høring på grundlag af rapporten "Draft oversight framework for card payment schemes – requirements". De modtagne kommentarer indgik derefter i en revideret udgave af rapporten. Rapporten angiver, hvilke overvågningsopgaver eurosystemet er tiltænkt i forhold til betalingskortsystemer, og indeholder forslag til standarder, der i givet fald kan bidrage til forsvarligheden af sådanne systemer. Standarderne er baseret på en risikoanalyse udført af eurosystemet. Rammerne kommer til at gælde for alle betalingskortsystemer, der leverer tjenester i relation til enten debet- eller kreditkort.

Den endelige version af eurosystemets overvågningsstandarder for betalingskortsystemer blev godkendt af Styrelsesrådet i januar 2008, og standarderne indføres i løbet af 2008.

4.4 CLEARING OG AFVIKLING AF VÆRDIPAPIRER

Eurosystemet har en særlig interesse i den smidige funktion af systemer til clearing og afvikling af værdipapirer, da fejl i clearing, afviklingen og opbevaringen af sikkerhed kan påvirke pengepolitikens gennemførelse, betalingssystemernes smidige funktion og den finansielle stabilitet.

I sin rolle som bruger af værdipapirafviklingssystemer vurderer eurosystemet, om systemerne i

euroområdet og links mellem disse systemer overholder eurosystemets brugerstandarder.¹⁰

Links kan godkendes til eurosystemets kreditoperationer, hvis de opfylder eurosystemets ni brugerstandarder. Eurosyste­met vurderer nye links eller forbedringer af godkendte links i forhold til disse standarder. I 2007 blev tre eksisterende godkendte links forbedret, og alle fik en positiv vurdering. Desuden blev brugen af fem relayed links, dvs. links, hvor flere end to værdipapirafviklingssystemer indgår, vurderet, uden at der blev konstateret nogen specifikke risici. Styrelsesrådet godkendte derfor, at alle fem relayed links kan anvendes i forbindelse med sikkerhedsstillelse ved eurosyste­mets kreditoperationer.

Styrelsesrådet vurderede Cyprens og Maltas værdipapirafviklingssystemer som led i de to landes forberedelser til indførelsen af euroen pr. 1. januar 2008. Den detaljerede analyse viste, at begge systemer i det store og hele opfyldte brugerstandarderne og dermed kunne godkendes til deltagelse i eurosyste­mets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen.

CPSS udsendte i marts 2007 en rapport med titlen "New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives", som ECB bidrog til. Rapporten, der byggede på en række interviews med banker, analyserede følgende seks forhold: risici som følge af efterslæb med hensyn til dokumentation og bekræftelse af handler, konsekvenserne af at anvende sikkerhedsstillelse til at mindske kreditrisici, brugen af centrale modparter for at reducere modpartsrisici, risici i forbindelse med "prime brokerage", risici som følge af ugyldig novation af kontrakter og muligheden for markedsforstyrrelser som følge af opsigelse efter en eller flere store modparters misligholdelse.

UDVIKLING AF STANDARDERNE FOR CLEARING OG AFVIKLING AF VÆRDIPAPIRER I EU

I 2001 godkendte Styrelsesrådet en ramme for samarbejdet mellem ESCB og CESR om systemer til clearing og afvikling af værdipapirer. En ESCB-CESR-arbejdsgruppe udarbejdede i 2004

et udkast til en rapport om standarder for clearing og afvikling af værdipapirer i EU ("Standards for securities clearing and settlement in the European Union") med henblik på tilpasning til EU af CPSS-IOSCOs anbefalinger vedrørende værdipapirafviklingssystemer. I det følgende år fortsatte arbejdsgruppen sit arbejde på området med henblik på at udvikle en "vurderingsmetode", der kunne fungere som vejledning til effektiv gennemførelse af standarderne. Samtidig arbejdede gruppen på at vedtage CPSS-IOSCO-anbefalingerne for centrale modparter. En række udestående spørgsmål har bremset fremskridtene siden slutningen af 2005. I 2007 satte Europa-Kommissionen dog igen skub i udviklingen gennem drøftelser i Ecofin-Rådet, Det Økonomiske og Finansielle Udvalg og Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser i september 2007. Efter drøftelserne anerkendte Ecofin-Rådet, at investorbekyttelse og passende sikkerhed for clearing og afvikling af værdipapirer mv., herunder risikostyringsaspekter, er vigtige spørgsmål, som skal drøftes, og at konkret handling, herunder fx at nå til enighed om standarder eller lovgivningstiltag, bør overvejes som supplement til adfærdskodeksen for risici og finansiell stabilitet. Desuden anmodede Ecofin-Rådet om, at Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser udbygger sit arbejde med standardernes omfang, juridiske grundlag og indhold under hensyntagen til vigtigheden af at sikre lige vilkår, og at udvalget sammen med Kommissionen foreslår fremskridt på området, som kan forelægges Rådet i det tidlige forår 2008.¹¹ ECB har bidraget til dette arbejde.

¹⁰ "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januar 1998.

¹¹ Ecofin-Rådets konklusioner om clearing og afvikling, 2822. møde i Rådet (Økonomi og finans), Luxembourg, 9. oktober 2007.



KAPITEL 5

EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER

I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

I 2007 havde ECB fortsat regelmæssig kontakt med de europæiske institutioner og fora, navnlig med Europa-Parlamentet, Ecofin-Rådet, Eurogruppen og Europa-Kommissionen (se kapitel 6). Formanden for ECB deltog i møder i Ecofin-Rådet, når spørgsmål vedrørende ESCBs mål og opgaver blev drøftet, samt i Eurogruppens møder. Formanden for Eurogruppen og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender deltog i Styrelsesrådets møder, når de fandt det passende.

1.1 POLITIKSPØRGSMÅL

STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I 2007 støttede de gunstige makroøkonomiske forhold forbedringen af budgetsaldiene i de fleste lande og i en række tilfælde således også ophævelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Antallet af medlemslande med et uforholdsmæssigt stort underskud faldt fra elleve ultimo 2006 til seks ultimo 2007. I januar 2007 ophævede Ecofin-Rådet budgetunderskudsproceduren over for Frankrig, og i juni 2007 tog Rådet samme skridt over for Grækenland, Malta og Tyskland. For Maltas vedkommende blev der dermed fjernet en væsentlig hindring for at kunne indføre euroen i 2008. Endelig bragte Ecofin-Rådet i oktober 2007 budgetunderskudsproceduren over for Storbritannien til ophør. Efter korrigeringen af de uforholdsmæssigt store underskud er det nu vigtigt, at medlemslandene fortsætter deres strukturelle budgetkonsolidering i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpaktens bestemmelser for at nå deres mål på mellemlangt sigt. Det vil også bidrage til, at referenceværdien på 3 pct. af BNP ikke overskrides igen i forbindelse med normale konjunkturudsving. To eurolande (Italien og Portugal) og fire EU-lande uden for euroområdet (Polen, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn) var ultimo 2007 stadig underlagt budgetunderskudsproceduren.

Udviklingen i de offentlige finanser i Tjekkiet var en kilde til bekymring. Ecofin-Rådet besluttede i juli 2007, efter henstilling fra Europa-Kommissionen, at Tjekkiets foranstaltninger til nedbringelse af sit underskud til under reference-

værdien på 3 pct. inden udgangen af 2008 var utilstrækkelige. Navnlig viste Tjekkiets opdaterede konvergensprogram fra marts, at referenceværdien på 3 pct. af BNP ikke blot ville blive overskredet i 2008, men også i 2009. I oktober 2007 henstillede Rådet igen under henvisning til traktatens artikel 104, stk. 7, at Tjekkiet nedbringer sit underskud til under 3 pct. af BNP senest inden udgangen af 2008, og at der opnås en strukturel forbedring af budgetbalancen på 0,75 pct. mellem 2007 og 2008. Europa-Kommissionens efterårsprognoser 2007 bekræfter, at underskuddet vil falde til under 3 pct. af BNP i 2008.

Der blev ikke truffet yderligere foranstaltninger vedrørende budgetunderskudsproceduren over for Italien (som i henhold til Ecofin-Rådets henstilling skulle have korrigeret sit uforholdsmæssigt store underskud inden udgangen af 2007), Polen (2007), Portugal (2008), Slovakiet (2007) og Ungarn (2009), da nye oplysninger og prognoser generelt pegede i retning af en korrigerende af de uforholdsmæssigt store underskud, der svarer til Rådets seneste henstillinger.

I oktober 2007 drøftede Ecofin-Rådet effektiviteten af stabilitets- og vækstpaktens forebyggende del på grundlag af forslag fra Europa-Kommissionen i sin meddelelse i forbindelse med offentliggørelsen af rapporten "Public finances in EMU – 2007". Ministrene konkluderede, at alle de lande, som endnu ikke havde nået deres målsætning på mellemlangt sigt, skulle fremskynde deres underskuds- og gældsreduktion og øremærke indtægter, der overstiger det forventede, til dette formål. De gentog også vigtigheden af nationale, regelbaserede, flerårige finanspolitiske rammer, og af at de nationale parlamenter involveres. Endvidere blev medlemslandene bedt om i deres stabilitets- og vækstprogrammer at redegøre for, hvordan de vil nå deres målsætninger på mellemlangt sigt, herunder hvorvidt yderligere foranstaltninger er nødvendige for at nå dem. Kommissionen blev bedt om at arbejde videre med målingen af de underliggende budgetstillinger. Hvad angår de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt, opfordrede Ecofin-Rådet Kommissionen til i 2008 at fremlægge forslag til drøftelse af, hvordan de budget-

mæssige konsekvenser af befolkningens aldring kan indarbejdes i målene på mellemlangt sigt.

LISSABON-STRATEGIEN

Lissabon-strategien – EUs omfattende program for økonomisk, social og miljømæssig reform – var stadig kernen i debatten om EUs økonomiske politik. Det Europæiske Råd har ikke ændret de integrerede retningslinjer, som i 2005 blev vedtaget for en treårig periode, men kræver større fokus på gennemførelsen af strategien for at nå det overordnede mål om højere vækst og flere job.¹ Samtidig supplerede Det Europæiske Råd i foråret 2007 disse retningslinjer med landespecifikke henstillinger til hvert enkelt medlemsland og med en horisontal retningslinje til eurolandene. Medlemslandene fremsendte i efteråret 2007 deres anden statusrapport over deres nationale reformprogrammer for perioden 2005-08. Rapporterne redegør for de fremskridt, som medlemslandene har gjort med hensyn til gennemførelsen af deres strategier for strukturreformer. Disse strategier omfatter bl.a. at sikre de offentlige finansers holdbarhed og kvalitet, at forbedre de lovgivningsmæssige rammer for virksomhederne, at investere i forskning, udvikling og innovation og at træffe foranstaltninger til at øge erhvervsfrekvensen og styrke arbejdsmarkedets fleksibilitet (se også kapitel 1). Fremskridtsrapporterne om de nationale reformprogrammer blev vurderet af Ecofin-Rådet og Europa-Kommissionen, som offentliggjorde en "Strategic report" i december 2007. Vurderingerne banede vej for vedtagelsen i 2008 af et nyt sæt integrerede retningslinjer for en ny treårig politisk periode 2008-10. Samtidig indeholder Fællesskabets Lissabon-program, som blev opdateret ultimo 2007, en række vigtige prioriteringer vedrørende tiltag, der skal iværksættes på fællesskabsplan i perioden 2008-10 i overensstemmelse med de fire prioriterede reformområder, der blev fastlagt af Det Europæiske Råd på dets møde i foråret 2006 (viden og innovation, forretningsmuligheder, arbejdsmarkeder og energi).

ECB har gang på gang understreget vigtigheden af, at der gennemføres strukturelle reformer, og bifalder Kommissionens og medlemslandenes

beslutsomhed i gennemførelsen af den opdaterede Lissabon-strategi på såvel EU-plan som nationalt plan. Det er især vigtigt, at eurolandene gennemfører omfattende reformtiltag, da de har et fælles ansvar for at sikre, at ØMU fungerer problemfrit.

1.2 INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL

LISSABON-TRAKTATEN

Den 13. december 2007 underskrev EU-landenes stats- og regeringschefer Lissabon-traktaten om ændring af traktaten om Den Europæiske Union og traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab. Den nye traktat er nu ved at blive ratificeret af alle 27 medlemslande. Det er hensigten, at den skal træde i kraft den 1. januar 2009, hvis ratificeringsprocessen er afsluttet på dette tidspunkt. I modsat fald træder Lissabon-traktaten i kraft den første i måneden efter den dag, hvor det sidste medlemsland har ratificeret den.

Den nye traktat ændrer både traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og traktaten om Den Europæiske Union. Disse to traktater vil fortsat danne grundlag for EUs funktion. Ifølge den nye traktat efterfølges og erstattes Fællesskabet af Unionen, som vil være en juridisk person. ECB hilser denne forenkling af EUs retlige og institutionelle rammer velkommen.

ECB anså det for væsentligt, at prisstabilitet ikke blot skulle forblive hovedmålet for ECB og ESCB, men også være et erklæret mål for EU. Den nye traktat tager højde for dette og gør også en økonomisk og monetær union, der har euroen som valuta, til et EU-mål.

ECB, som i dag er et fællesskabsorgan, bliver en unionsinstitution. ECB var af den opfattelse, at den kun kan udføre sine opgaver tilfredsstillende, hvis ECBs og ESCBs særlige institutionelle egenskaber bevares. Den nye traktat gør dette ved at bekræfte ESCBs opgaver og sam-

¹ I overensstemmelse med midtvejsrevisionen af Lissabon-strategien i 2005 fastlægges de integrerede retningslinjer for en periode på tre år og opdateres derefter en gang om året (se ECBs Årsberetning 2005, s. 134-135).



mensætning, ECBs og de nationale centralbankers uafhængighed samt ECBs juridiske status, lovgivningsmæssige beføjelser og finansielle uafhængighed. I henhold til den nye traktat udpeges medlemmerne af ECBs direktion af Det Europæiske Råd ved kvalificeret flertal, hvor det i dag kræver fælles overenskomst mellem medlemslandenes stats- og regeringschefer. Endvidere er begrebet "Eurosystemet" på ECBs anmodning blevet indføjet i traktaterne.

Den nye traktat indfører også flere nyskabelser inden for økonomisk styring. Bl.a. kan nævnes anerkendelsen af Eurogruppen, som bevarer sin nuværende uformelle status. Eurogruppens formand vælges for to et halvt år. Endvidere styrkes eurolandenes rolle. Selv om Rådet stadig vil træffe afgørelse om, hvorvidt et medlemsland kan indføre euroen, på grundlag af Kommissionens forslag, vil eurolandene formulere en henstilling forud for en sådan afgørelse. På samme måde vil beslutninger om et eurolands manglende overholdelse af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud og de overordnede politiske retningslinjer blive truffet af eurolandene alene uden inddragelse af den pågældende medlemsland. Endelig giver en ny bestemmelse eurolandene mulighed for ved kvalificeret flertal at vedtage nye foranstaltninger til forbedring af koordinationen og overvågningen af deres budgetdisciplin og fastlægge særlige økonomiske politiske retningslinjer for eurolandene.

ECB er af den opfattelse, at den nye traktat stort set bekræfter den nuværende struktur på ØMU, og hilser derfor gennemførelsen af ratifikationsprocessen velkommen.

KONVERGENSRAPPORTER

På anmodning af Cypern og Malta har ECB og Europa-Kommissionen i overensstemmelse med traktatens artikel 122 hver især udarbejdet en konvergensrapport over disse to landes fremskridt med hensyn til at opfylde betingelserne for indtræden i euroområdet. På grundlag af disse konvergensrapporter, som blev offentliggjort den 16. maj 2007, og et forslag fra Kommissionen vedtog Ecofin-Rådet den 10. juli 2007 at tillade Cypern og Malta at indføre euroen som deres valuta fra den 1. januar 2008 (se kapitel 3).

I.3 UDVIKLINGEN I OG FORBINDELSERNE MED KANDIDATLANDENE

ECB fortsatte sit samarbejde med centralbankerne i kandidatlandene med det formål at skabe betingelser for en smidig monetær integrationsproces i EU, når de institutionelle og økonomiske betingelser er opfyldt. Dette samarbejde udviklede sig sideløbende med den generelle dialog mellem institutionerne i EU og disse lande.

Tiltrædelsesforhandlingerne med Kroatien blev indledt i oktober 2005. Forhandlingen af de enkelte kapitler i den gældende fællesskabsret blev indledt i juni 2006 og fortsatte gnidningsfrit i 2007, og ved årets udgang var et betydeligt antal af de 35 kapitler færdigforhandlet. ECB fortsatte med at styrke sine bilaterale forbindelser med den kroatiske centralbank, bl.a. aflagde ECB-medarbejdere i april 2007 besøg i Zagreb, og ECB var i oktober 2007 vært for den kroatiske centralbankchef i Frankfurt ved den årlige førtiltrædelsesdialog på højt plan.

Efter at have indledt tiltrædelsesforhandlinger med Tyrkiet i oktober 2005 indledte Kommissionen i juni 2006 forhandlinger om de enkelte kapitler i den gældende fællesskabsret. I december 2006 besluttede Det Europæiske Råd at indstille forhandlingerne om 8 ud af de 35 kapitler i tiltrædelsesprocessen som følge af manglende fremskridt med hensyn til udvidelse af toldunionen til EUs medlemslande. Fem kapitler – om virksomheds- og industripolitik, statistikker, fi-

nanskontrol, transeuropæiske net og forbruger- og sundhedsbeskyttelse – blev åbnet i 2007. EU-institutionerne undersøger fortsat den tyrkiske lovgivnings forenelighed med den gældende fællesskabsret og ser på mulighederne for at åbne de øvrige kapitler. ECB fortsatte den mangeårige policy-orienterede dialog på højt plan med den tyrkiske centralbank, hvilket indbefattede ECBs formands besøg i Ankara den 1. juni 2007 i anledning af den tyrkiske centralbanks 75-års jubilæum. Drøftelserne fokuserede på den seneste makroøkonomiske og finansielle udvikling i Tyrkiet, den tyrkiske centralbanks monetære politik og den økonomiske og monetære situation i euroområdet. Der blev i 2007 også ydet teknisk bistand på anmodning af den tyrkiske centralbank, fx i forbindelse med intern finansiering og betalingssystemer.

Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien blev kandidatland i december 2005. Det Europæiske Råd besluttede imidlertid, at der først vil blive indledt forhandlinger, når en række betingelser er opfyldt, herunder at stabiliserings- og associeringsaftalen, som er indgået med EU, er blevet gennemført effektivt. Der er endnu ikke angivet en nærmere dato herfor. Kommissionen overvåger nøje de fremskridt, der gøres, og anerkender, at der er blevet taget skridt i den rigtige retning, men understreger samtidig, at der er flere punkter på reformdagsordenen, hvor indsatsen skal øges. Kontakten mellem ECB og National Bank of the Republic of Macedonia intensiveredes på personaleplan.

2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

2.1 VIGTIGE TENDENSER I DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM

OVERVÅGNING AF DE MAKROØKONOMISKE POLITIKKER I DEN GLOBALE ØKONOMI

Som følge af den hastige økonomiske og finansielle integration er de globale økonomiske forhold blevet stadig mere relevant i gennemførelsen af de økonomiske politikker i euroområdet. Derfor overvåger og analyserer eurosystemet nøje de makroøkonomiske politikker og den underliggende udvikling i lande uden for euroområdet. Eurosyste­met spiller også en vigtig rolle i den internationale multilaterale overvågning af makroøkonomiske politikker, som hovedsagelig finder sted på møder i internationale organisationer som fx Den Internationale Betalingsbank (BIS), Den Internationale Valutafond (IMF) og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) samt i fora som fx G7- og G20-landenes finansministre og centralbankchefer. I alle relevante institutioner og fora har ECB fået status som medlem (fx på G20-møderne) eller observatør (fx på IMF's møder). ECB vurderer udviklingstendenser i den internationale økonomiske politik med henblik på at bidrage til stabile makroøkonomiske forhold og sunde makroøkonomiske og finansielle politikker.

Den internationale økonomiske situation var i 2007 fortsat domineret af store globale ubalancer i betalingsbalancens løbende poster, selv om USA og de olieeksporterende lande² foretog visse justeringer. I USA faldt underskuddet på de løbende poster en smule til 5,7 pct. af BNP fra 6,2 pct. i 2006, hvilket hovedsagelig afspejlede en mere afbalanceret vækst i den globale efterspørgsel og en gunstig valutakursudvikling. Samtidig afspejlede justeringerne i USA ikke direkte i de asiatiske økonomiers løbende poster, hvor overskuddet fortsat var betydeligt og i gennemsnit lå på ca. 6,1 pct. af BNP i forhold til 5,3 pct. i 2006. Især steg Kinas overskud på de løbende poster til 11,7 pct. og Japans overskud til 4,5 pct. De olieeksporterende økonomier – der også er en betydelig modpart til USAs underskud på betalingsbalancens løbende poster – reducerede deres overskud på de løbende poster til 11,9

pct. af BNP fra 16,1 pct. i 2006. Visse af de asiatiske og olieeksporterende økonomier fortsatte med at opbygge betragtelige valutaeserver. Det gjaldt navnlig Kina, hvor valutaeserverne nåede op på ca. 1 billion amerikanske dollar. Stigningen i valutaeserverne i økonomier med overskud bidrog til, at statslige investeringsfonde, de såkaldte "sovereign wealth funds", har fået større indflydelse på de globale finansielle markeder.

Eurosyste­met understregede ved forskellige lejligheder fortsat de risici og forvriddinger, som er forbundet med sådanne vedvarende balanceproblemer. Det har også bekræftet sin fulde støtte til, at alle de berørte økonomier samarbejder om dette spørgsmål og gennemfører de nødvendige politikker for at sikre en velordnet regulering af de globale balanceproblemer. En progressiv og velordnet regulering af ubalancerne vil støtte og styrke udsigterne for den globale vækst og stabilitet. Den internationale politiske dagsorden omfatter politikker, der har til formål at øge den private og offentlige opsparing i lande med underskud på de løbende poster og at fremskynde gennemførelsen af yderligere strukturreformer i modne økonomier med en relativt lav potentiel vækst. Samtidig understreges behovet for en stigning i den indenlandske efterspørgsel samt for en forbedret kapitaltilførsel i vækstmarkedsøkonomierne. Da valutakurserne skal afspejle de grundlæggende økonomiske forhold, er valutakursfleksibilitet i store lande og regioner, som mangler en sådan fleksibilitet, fortsat en høj prioritet. Det er ønskeligt, at Kina opnår en større fleksibilitet, og i lyset af dets stigende overskud på de løbende poster og indenlandske inflation er der fortsat behov for en øget appreciering af dets nominelle effektive kurs. Samlet set gik udviklingen og flere politiske foranstaltninger i den rigtige retning i 2007, men der er behov for yderligere tilpasninger, hvis de globale ubalancer skal reduceres i betydelig grad.

Forholdene på de globale kreditmarkeder forværredes i 2. halvår 2007, idet en revurdering af

² Skønnene for 2007 i dette afsnit er baseret på fremskrivningerne i IMF's "World Economic Outlook" fra september 2007.

kreditrisikoen i forbindelse med et pres på det amerikanske subprime-realkreditmarked førte til en kraftig rentestigning og forstyrrelser i likviditetsforholdene i segmenter på interbankmarkedet. Vækstmarkedsøkonomierne blev ganske vist også påvirket af denne udvikling, men i langt mindre alvorlig grad end i tidligere lignende situationer med global turbulens på de finansielle markeder. Denne robusthed afspejler til dels de forbedrede politiske rammer i disse lande, selv om en yderligere forklaring kan være, at turbulensen på de finansielle markeder var rodfæstet i markederne for innovative kreditinstrumenter, der er mindre udbredt i vækstmarkedsøkonomierne end i de modne økonomier med udviklede finansielle systemer.

Endelig er euroområdet selv underlagt international politikovervågning. I 2007 foretog både IMF og OECDs Economic and Development Review Committee deres regelmæssige gennemgang af euroområdets monetære, finansielle og økonomiske politikker som supplement til deres gennemgang af de enkelte eurolande. IMF's artikel IV-konsultationer og OECDs Economic and Development Review Committees gennemgang dannede grundlag for nyttige drøftelser mellem disse internationale organisationer og ECB, formandskabet for Eurogruppen og Kommissionen. Efter disse drøftelser udarbejdede IMF og OECD hver især en rapport med en vurdering af euroområdets politikker.³ Euroområdet deltog også i IMF's første multilaterale konsultation, som fokuserede på de globale balanceproblemer (se næste afsnit for yderligere oplysninger).

DEN INTERNATIONALE FINANSIELLE STRUKTUR

Bestræbelserne på at reformere IMF i overensstemmelse med dens mellemfristede strategi fortsatte hen over året. Fremskridt inden for de forskellige initiativer skete med forskellig hastighed, og det mest bemærkelsesværdige resultat var indførelsen af en ny beslutning om bilateral overvågning.⁴ Andre vigtige reformområder omfatter IMF's overordnede struktur (kvoter og medbestemmelse), fondens rammer for indtægter og udgifter samt fondens rolle i vækstmarkedsøkonomier. Der søges opnået enighed om disse spørgsmål såvel i regi af IMF som i andre

fora, fx G7 og G20, og ESCB overvåger og bidrager til disse drøftelser, hvor det er hensigtsmæssigt.

Et af de vigtigste resultater, som IMF har opnået for nylig, er forbedringen af overvågningen. En ny beslutning om bilateral overvågning af medlemslandenes politikker erstattede medio 2007 den eksisterende 30 år gamle overvågningsbeslutning. Målet er at øge klarheden, åbenheden, uvildigheden og ansvarligheden. Den nye beslutning søger at tage mere hensyn til de afsmittende effekter landene imellem ved at lade den eksterne stabilitet være det grundlæggende princip for overvågning. Ekstern stabilitet defineres på grundlag af valutakursen, hvorfor en analyse heraf er en af nøglekomponenterne i overvågningsprocessen. Som følge af den fælles valuta vurderes euroområdets eksterne stabilitet for euroområdet som helhed, men den bilaterale overvågning af landene, der fokuserer på de individuelle medlemslandes nationale politikker, er fortsat også vigtig. Der gøres nu en indsats for at sikre effektiv gennemførelse af den nye beslutning under hensyntagen til de tekniske og begrebsmæssige udfordringer.

Endvidere er den første multilaterale konsultationsproces nu nået frem til overvågningsstadiet. Multilaterale konsultationer er en ny overvågningsmetode, hvor de vigtigste parter bringes sammen under fortrolige forhold, så man kan have en åben dialog med det formål at gøre det lettere at træffe passende politiske foranstaltninger, der kan bidrage til at løse vigtige systemiske eller regionale problemer. Formålet med den første multilaterale konsultation var at løse de globale balanceproblemer og omfattede Kina, euroområdet, Japan, Saudi-Arabien og USA. Forummet tjente som en nyttig platform for udveksling af ideer og synspunkter om årsagerne til og løsninger på ubalancerne. Vægten er nu flyttet fra dialog til gennemførelse af politikker,

3 "Euro area policies: 2007 Article IV consultation - staff report", IMF, juli 2007, og "Economic survey of the euro area", OECD, januar 2007.

4 Direktionens beslutning om bilateral overvågning af medlemmernes politikker, som blev vedtaget den 15. juni 2007, erstatter beslutningen fra 1977 om overvågning af valutakurspolitikker.

og IMF's medarbejdere overvåger fremskridtene og formidler resultaterne heraf i bilaterale og multilaterale rapporter.

Der er også sket fremskridt på andre fronter i den mellemfristede strategi. Hvad angår reformen inden for kvoter og medbestemmelse, har drøftelserne især drejet sig om en ny kvoteformel, en anden runde af kvoteforøgelsen på ad hoc-basis til flere forskellige lande samt en forøgelse af basisstemmerne. Reformens to vigtigste mål er i højere grad at regulere kvoteandelene i forhold til medlemmernes relative vægt og den rolle, som de spiller i den globale økonomi, og at styrke lavindkomstlandes medbestemmelse og deltagelse i IMF. Der forventes opnået enighed om de vigtigste dele af pakken under forårsmøderne i 2008. Der vil også blive gjort en indsats for at skabe et sundere finansielt grundlag for institutionen. På indkomstsiden danner henstillingerne i rapporten fra Udvalget af Eminente Personer (et organ, som er nedsat for at se på en holdbar finansiering af IMF på langt sigt) grundlag for specifikke forslag. På udgiftssiden udgør overvejelser vedrørende fondens vigtigste opgaver og nøje fastsættelse af prioriteringer de ledende principper for en ny udgiftsramme, der forventes at medføre betydelige budgetreduktioner. Endelig fortsætter fonden også sit engagement i vækstmarkedsøkonomierne. Fonden forbedrede sin bistand inden for gældsforvaltning og identifikation af sårbarheder og fortsatte med at undersøge mulighederne for et nyt likviditetsinstrument som en foranstaltning til kriseforebyggelse.

Ud over IMF-reformerne stod der fortsat fremme af mekanismer til kriseforebyggelse og vellykket kriseløsning på dagsordenen for det internationale finansielle samfund. I forbindelse hermed skete der fremskridt med hensyn til gennemførelse af principperne om stabile kapitalstrømme og retfærdig gældssanering til vækstmarkedsøkonomierne, som blev godkendt af G20 i 2004. Målet med disse markedsbaserede og frivillige principper er at fastlægge retningslinjer for statslige udstedere og deres private kreditorer med hensyn til informationsudveksling, dialog og tæt samarbejde. Et stigende antal finansielle institu-

tioner og udstederlande har tilkendegivet deres støtte til principperne og udtrykt særlig interesse i at fremme gennemførelsen heraf. Til at yde vejledning i gennemførelsen af principperne og bidrage til udviklingen heraf blev der i 2006 nedsat en Group of Trustees, som består af repræsentanter fra den øverste ledelse i den globale finanssektor. På sit sidste møde i Washington D.C. i oktober 2007 gennemgik gruppen de fremskridt, der er opnået i gennemførelsen af principperne inden for rammerne af den internationale finansielle struktur.

Der blev også taget en række andre initiativer på de finansielle markeder i 2007. Med udgangspunkt i eksemplet fra den private sektor med ovennævnte principper udarbejdede en gruppe førende hedgefonde i London en adfærdskodeks for hedgefonde. Adfærdskodeksen, som er frivillig, har til formål at forbedre gennemsigtigheden og risikostyringen. Endvidere vedtog G8 en handlingsplan for udviklingen af lokale obligationsmarkeder i vækstmarkedsøkonomierne og udviklingslandene. Denne handlingsplan indeholder en række vigtige politikker, som skal undersøges yderligere, herunder en styrkelse af markedsinfrastruktur og de offentlige gælds politikker, en udvidelse og diversificering af investorkredsen, udvikling af derivat- og swapmarkederne, forbedring af databaserne og fremme af regionale initiativer. Målet er at øge dybden og effektiviteten af de lokale obligationsmarkeder, så de kan spille deres rolle for den finansielle formidling, finansielle stabilitet og vedvarende økonomiske vækst fuldt ud. Endelig har Den Internationale Monetære og Finansielle Komité sat fokus på den stigende interesse for den rolle, som de statslige investeringsfonde spiller, og for deres operationer og har anmodet IMF om at indlede en dialog med disse fondes porteføljeforvaltere. Der blev indkaldt til den første rundbordsdialog i november 2007.

2.2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU

Som led i sine internationale aktiviteter fortsatte eurosyste- met med at udvikle sine kontakter i centralbankerne uden for EU, hovedsagelig via

afholdelse af seminarer og workshops. Endvidere er det tekniske samarbejde blevet et vigtigt værktøj til at opbygge institutioner og sikre mere effektiv overholdelse af europæiske og internationale standarder i institutioner uden for EU.

Eurosystemet afholdt i oktober 2007 sit fjerde bilaterale seminar på højt plan med Bank of Russia i Moskva. Seminardeltagerne udvekslede synspunkter om de aktuelle udfordringer, som penge- og valutakurspolitikken i Rusland står over for, og om udviklingen af finanssektoren og dens betydning for den pengepolitiske transmissionsmekanisme både i Rusland og i andre modne økonomier og vækstmarkedsøkonomier. Efter en gennemgang af udfordringerne ved og udsigterne til udvidelse af EU og euroområdet fokuserede drøftelserne på betydningen heraf for Rusland. Der vil regelmæssigt blive afholdt tilsvarende arrangementer. Det næste seminar finder sted i Wien i foråret 2009.

Som opfølgning på drøftelserne på højt plan mellem eurosystemet og Bank of Russia på det seminar, der blev afholdt i Dresden i oktober 2006, var Bank of Russia den 14. juni 2007 vært ved en ekspert-workshop i Tula om de langsigtede vækstperspektiver for den russiske økonomi. Medarbejdere fra Bank of Russia samt andre eksperter fra den russiske stat og den finansielle sektor udvekslede synspunkter med økonomer fra eurosystemet om de faktorer, der er afgørende for væksten i og udsigterne for den russiske økonomi. Under workshoppen blev der holdt foredrag om forskellige emner, bl.a. "Udfordringerne for den russiske økonomi på langt sigt: afhængighed af oliepriserne og den hollandske syge" og "Prognoserne for BNP-vækst i Rusland, og hvilken rolle politikerne spiller".

Det tekniske samarbejde med Bank of Russia fortsætter. I oktober 2007 var ECB fx vært ved to studiebesøg på højt plan inden for områderne markedsoperationer og intern finansiering. Bank of Russia, ECB og de nationale centralbanker i euroområdet har også indgået et tæt samarbejde som opfølgning på det stort anlagte undervisningsprogram i banktilsyn, som blev gennemført mellem 2003 og 2005. Et nyt samarbejdspro-



gram for centralbanker, som er finansieret af Europa-Kommissionen, forventes at blive igangsat den 1. april 2008 og at løbe indtil december 2010. Et af målene med programmet er at styrke Bank of Russias interne revisionskapacitet gennem overførsel af EU-viden og erfaring inden for risikobaseret intern revision. Et andet formål er at sikre en gradvis gennemførelse af Basel II-principperne for banktilsyn i Rusland gennem konsultationer og formidling af erfaringerne fra EU om gennemførelsen af EUs kapitalkravsdirektiv. Vejledning inden for betalingssystemer blev i september 2007 udvidet til at omfatte SNG-landene på et seminar, hvor National Bank of Kazakhstan var vært.

Eurosystemets fjerde seminar på højt plan med centralbankcheferne i EUs Euro-Middelhavs-partnerlande blev afholdt i Valencia den 28. marts 2007, og det femte vil blive afholdt i Cairo den 26. november 2008. Drøftelserne i Valencia fokuserede bl.a. på finanspolitikken i Middelhavslandene og handlen mellem EU og Middelhavslandene. Medarbejdere fra ECB besøgte ved flere lejligheder centralbankerne i Maghreb-landene, fx Banque d'Algérie (februar 2007), Bank Al-Maghrib (november 2007) og Central Bank of Tunisia (november 2007).

ECB fortsatte med at udbygge sine forbindelser til centralbankerne og de monetære myndigheder i de lande, som er medlem af Samarbejdsrådet for Golfstaterne (GCC).⁵ ECB rådgav også GCC om betalingssystemer og pengesedler. Sammen med Deutsche Bundesbank arrangerer ECB den 11.-12. marts 2008 et eurosystem-seminar på

⁵ Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabien og De Forenede Arabiske Emirater.

højt plan i Mainz med deltagelse af centralbanker og monetære myndigheder fra GCC.

Den 25. november 2007 afsluttede ECB, sammen med fire nationale centralbanker fra euroområdet (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France og Banca d'Italia), et toårigt samarbejdsprogram med Central Bank of Egypt, som var finansieret af Europa-Kommissionen. Programmet støttede Central Bank of Egypt i sin vidtrækkende reformdagsorden og fokuserede på en risikobaseret tilgang til banktilsyn og en forbedring af bankens tilsynskapacitet. Med dette formål blev der igangsat seks projekter med temaerne løbende tilsyn, inspektion og kontrol, makroprudentielt tilsyn, retlige anliggender og udarbejdelse af standarder, uddannelse samt informationsteknologi, hvor hver af de fire nationale centralbanker fungerede som mentor og samarbejdede tæt med en teamleder fra Central Bank of Egypt.

ECB og en række nationale centralbanker udbyggede deres forbindelser med lande i Vestbalcan yderligere. Den 1.-2. oktober 2007 arrangerede ECB den anden økonomiske konference om regionen i Frankfurt, hvor den udbredte sit fokus til alle landene i Central-, Øst- og Sydøsteuropa. Ledende centralbankespærtter fra EUs medlemslande og de sydøsteuropæiske lande samt repræsentanter fra Europa-Kommissionen, internationale organisationer og den akademiske verden drøftede forskellige aspekter af og de vigtigste udfordringer for real konvergens i regionen.

ECB udarbejdede sammen med otte nationale centralbanker (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank og Banka Slovenije) en behovsanalysereport til Bosnien-Hercegovinas centralbank over de fremskridt, der skal ske inden for visse centralbankområder som led i forberedelserne til at kunne tiltræde EU. Rapporten, som afsluttede en proces, der blev igangsat den 1. marts 2007, blev officielt overrakt af eurosysteemet den 12. september 2007. Den indeholder anbefalinger på områder, hvor Bosnien-Hercegovinas centralbank er nødt til at forbedre sig i de kommende år

for at bringe sine standarder op på højde med ESCBs standarder. Programmet var finansieret af Europa-Kommissionen under EUs program for bistand til genopbygning, udvikling og stabilisering (CARDS) og var koordineret af ECB.



KAPITEL 6

ANSVARLIGHED

I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET

I løbet af de seneste årtier har centralbankers uafhængighed vist sig at være en grundlæggende del af de industrialiserede økonomiers og vækstmarkedsøkonomiernes pengepolitiske rammer. Beslutningen om at give centralbanker uafhængighed er dybt forankret i økonomisk teori og empirisk dokumentation, som viser, at en sådan ordning fremmer prisstabilitet. Samtidig er det et grundlæggende princip i et demokratisk samfund, at offentlige myndigheder bør være ansvarlige over for offentligheden, hvorfra de i sidste ende får deres mandat. I forbindelse med en uafhængig centralbank kan ansvarlighed betragtes som en forpligtelse til at gøre rede for, hvordan den har brugt sine beføjelser, og til at begrunde sine beslutninger over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter.

ECB har altid fuldt ud anerkendt den grundlæggende betydning af at være ansvarlig for sine pengepolitiske beslutninger og har derfor oprettholdt en regelmæssig dialog med EUs borgere og Europa-Parlamentet. ECB opfylder i rigeligt mål de rapporteringskrav, der er fastsat i traktaten, fx ved at offentliggøre en Månedsoversigt i stedet for de påkrævede kvartalsberetninger. ECB afholder også en pressekonference efter Styrelsesrådets første møde i måneden. ECBs forpligtelse til at leve op til princippet om ansvarlighed ses endvidere af det store antal publikationer fra ECB og de mange taler, som medlemmerne af Styrelsesrådet holdt i løbet af 2007, hvor de gjorde rede for ECBs politiske beslutninger.

På institutionelt plan spiller Europa-Parlamentet – som er direkte valgt af borgerne i EU – en vigtig rolle i forhold til at holde ECB fast på sit ansvar. I overensstemmelse med traktatens bestemmelser forelagde formanden ECBs Årsberetning 2006 på et plenarmøde i Europa-Parlamentet i 2007. Desuden fortsatte formanden med at gøre rede for ECBs pengepolitik og andre opgaver under de kvartalsvise høringer i Økonomi- og Valutaudvalget. Formanden blev indbudt til endnu en høring i udvalget for at gøre rede for ECBs pengemarkedsoperationer for at imødegå uroen på det finansielle marked i 2. halvår af 2007 og for at drøfte implikationerne for rammerne for finansiell regulering, tilsyn og stabilitet. Forman-

den blev ligeledes indbudt til en fælles høring mellem Europa-Parlamentet og de nationale parlamenter for at udveksle synspunkter om økonomisk konvergens i euroområdet.

Andre medlemmer af Direktionen blev ligeledes indbudt til at give fremmøde i Europa-Parlamentet. Næstformanden forelagde ECBs Årsberetning 2006 for Økonomi- og Valutaudvalget. Gertrude Tumpel-Gugerell mødte to gange til høring i udvalget for at gøre rede for den seneste udvikling inden for clearing og afvikling af værdipapirer og eurosystemets projekt Target2- Securities.

Som i tidligere år besøgte en delegation fra Økonomi- og Valutaudvalget ECB for at udveksle synspunkter med Direktionens medlemmer. ECB fortsatte også sin frivillige tradition med at besvare skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet om emner vedrørende ECBs kompetenceområder.

2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET

De forskellige drøftelser mellem Europa-Parlamentet og ECB omfattede en lang række emner. Nedenfor beskrives de vigtigste emner, der blev taget op af Europa-Parlamentet under udvekslingen af synspunkter.

EU'S RAMMER FOR FINANSIEL REGULERING, TILSYN OG STABILITET

Europa-Parlamentet og ECB fortsatte deres tætte dialog om emner vedrørende finansiell integration og stabilitet. I sin beslutning om politikken for finansielle tjenesteydelser (2005-10) delte Parlamentet nogle centralbankers og tilsynsmyndigheders bekymring over, at hedgefonde kan være kilde til en systemisk risiko, idet Parlamentet anerkendte, at hedgefonde kan være en ekstra kilde til likviditet og spredning på markedet og skabe muligheder for at forbedre effektiviteten i virksomhederne. Parlamentet opfordrede derfor til øget samarbejde mellem tilsynsmyndighederne i videreførelsen af Forum for Finansiell Stabilitets anbefalinger og henstillede til investorer, kerneformidlere og offentlige myndigheder om at vurdere de eventuelle modpartsrisici, som hedgefonde medfører. Europa-Parlamentet bemærkede ligeledes den høje grad af koncentration i kreditvurderingsbureau-sektoren og henstillede til større gennemsigtighed med hensyn til bureauernes arbejdsmetoder. Hvad angår finansielt tilsyn, udtrykte Parlamentet bekymring for, at de nuværende lovgivningsrammer ikke kan holde trit med det finansielle marked og understregede, at de skal have tilstrækkelige ressourcer, være tilstrækkeligt koordinerede og have tilstrækkelige juridiske beføjelser til at kunne reagere hensigtsmæssigt og hurtigt i tilfælde af større systemiske kriser på tværs af grænserne. Parlamentet anså det således for nødvendigt at give det forholdsvis nye niveau 2 og niveau 3 i Lamfalussy-proceduren¹ tid til at blive etableret og samtidig at se nærmere på, om det ville være ønskeligt og praktisk muligt, at EU førte tilsyn, når det fremover blev nødvendigt.

ECBs formand understregede, at den fornyede risikovurdering i 2. halvår 2007 afspejlede nogle af de sårbarheder, som ECB og andre centralbanker tidligere havde afdækket. Formanden bemærkede, at der var behov for at øge gennemsig-

tigheden og forbedre risikostyringen med hensyn til avancerede finansielle produkter, og erkendte, at det lave antal globale kreditvurderingsbureauer var et reelt problem for den globale finansielle strukturs funktion. Han understregede samtidig, at investorerne ikke bør betragte vurderingsbureauernes bedømmelser som erstatning for deres egne kreditanalyser og sunde fornuft. Desuden fremhævede han hedgefondenes positive rolle med hensyn til at forbedre de finansielle markeders effektivitet og likviditet, samtidig med at han erkendte, at de også kan udgøre en risiko for det finansielle systems stabilitet. Han opfordrede derfor til en hurtig gennemførelse af anbefalingerne fra Forum for Finansiell Stabilitet og støttede forslaget om, at hedgefondsektoren skal stræbe efter bedste praksis, og at branchestyrede benchmarks er et relevant værktøj til at nå dette mål. Han bemærkede ligeledes, at der var behov for en væsentlig bedre forståelse af ikke-regulerede enheder, som fx conduits og special purpose vehicles, og henstillede til, at den grundige undersøgelse af alle ikke-regulerede enheder fortsattes. Endelig pointerede han, at Lamfalussy-procedurens potentiale bør udnyttes i så høj grad som muligt, inden det blev overvejet at foretage vidtrækkende institutionelle ændringer (se kapitel 4).

OFFENTLIGE FINANSER

Finanspolitik spillede en stor rolle i drøftelserne mellem Europa-Parlamentet og ECB. I sin beslutning om Kommissionens rapport "De offentlige finanser i ØMU i 2006" gik Europa-Parlamentet ind for nøje overholdelse af stabilitets- og vækstpagten og opfordrede til, at medlemslandene øgede deres indsats for at benytte det økonomiske opsving til at forberede deres offentlige

1 Lamfalussy-proceduren indebærer fire niveauer. Niveau 1 består af rammeprincipper, der vedtages ved den normale procedure for EU-lovgivning, nemlig en fælles beslutningsprocedure mellem Europa-Parlamentet og Rådet på grundlag af et forslag fra Kommissionen. På niveau 2 vedtages og ændres tiltag til gennemførelse af niveau 1-lovgivning via hurtige procedurer. Niveau 3 består af niveau 3-udvalgenes arbejde for at styrke konvergens og samarbejde mellem tilsynsmyndighederne. Niveau 4 omfatter Kommissionens tiltag til styrket håndhævelse af EU-lovgivning. Yderligere oplysninger findes i "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", 15. februar 2001, som er tilgængelig på Europa-Kommissionens hjemmeside. Se også ECBs Årsberetning 2003, s. 111.



finanser til kommende udfordringer, navnlig befolkningens aldring. I sin beslutning om Kommissionens årsberetning om euroområdet hilste Europa-Parlamentet derfor de finanspolitiske strategier velkommen, som Eurogruppen havde vedtaget i april 2007, og som mindede om forpligtelsen til at gøre en aktiv indsats for at konsolidere de offentlige finanser i "gode tider" og at anvende uventede indtægter til at reducere underskud og gæld.

ECBs formand understregede, at de økonomisk gode tider bør udnyttes til hurtigt at få afskaffet de resterende budgetmæssige ubalancer i eurolande samt at fremskynde justeringen hen imod deres mål på mellemlangt sigt. På baggrund heraf opfordrede han alle eurolande til at overholde forpligtelsen, der blev indgået i Eurogruppen, til at nå deres budgetmæssige mål på mellemlangt sigt så hurtigt som muligt og senest i 2010 (se afsnit 1.1 i kapitel 5).

BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

ECB oplyste fortsat Europa-Parlamentet om sine igangværende aktiviteter inden for betalingssystemer og systemer til clearing og afvikling af værdipapirer. Gertrude Tumpel-Gugerell mødte to gange til høring i Økonomi- og Valutaudvalget for at gøre rede for de fremskridt, der er gjort for at etablere en infrastruktur i eurosystemet for værdipapirafvikling i centralbankpenge, kaldet Target2-Securities. ECB hilste også Europa-Parlamentets og Rådets vedtagelse af direktivet om

betalingstjenester i 2007 velkommen, da det giver det juridiske grundlag for oprettelsen af et fælles eurobetalingsområde (SEPA) (se afsnit 3 i kapitel 4).

I sin initiativbeslutning om ECBs Årsberetning 2006 støttede Europa-Parlamentet fuldt ud ECBs indsats for at fremme finansiell integration ved at fungere som katalysator for initiativer i den private sektor, fx SEPA. Parlamentet mente ligeledes, at projektet Target2-Securities kunne øge integrationen, effektiviteten og sikkerheden i den europæiske infrastruktur for værdipapirafvikling. Samtidig anså Parlamentet det for væsentligt, at der blev skabt en hensigtsmæssig styringsramme. I sin beslutning om politikken for finansielle tjenesteydelser (2005-10) opfordrede Europa-Parlamentet til yderligere fremskridt med hensyn til at få fjernet de hindringer, som var blevet afdækket i Giovannini-gruppens rapport om grænseoverskridende clearing og afvikling (se afsnit 2 i kapitel 2).



KAPITEL 7

**EKSTERN
KOMMUNIKATION**

I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

ECBs kommunikation har til formål at øge offentlighedens kendskab til ECBs beslutninger. Kommunikation er en integreret del af ECBs pengepolitik og i andre af ECBs opgaver. De to centrale principper for ECBs kommunikationsaktiviteter er åbenhed og gennemsigtighed. Begge principper bidrager til pengepolitikens virkning, effektivitet og troværdighed. De understøtter også ECBs indsats for at redegøre fuldt ud for sine handlinger som nærmere beskrevet i kapitel 6.

Siden 1999 har ECB fulgt et koncept om aktuelle, regelmæssige og omfattende forklaringer af de pengepolitiske vurderinger og beslutninger. Dette repræsenterer en enestående åben og gennemsigtig tilgang til kommunikation for en centralbank. Pengepolitiske beslutninger forklares på et pressemøde, umiddelbart efter at Styrelsesrådet har truffet beslutningerne. Formanden starter med en grundig indledning på pressekonferencen, hvor han gør rede for Styrelsesrådets beslutninger. Formanden og næstformanden besvarer derefter spørgsmål fra medierne. Siden december 2004 offentliggøres hver måned en tekst på eurosystemets centralbankers websteder, der redegør for Styrelsesrådets beslutninger ud over rentebeslutningerne.

ECBs retsakter offentliggøres på alle officielle EU-sprog, og det samme gælder eurosystemets konsoliderede balance.¹ ECBs Årsberetning og kvartalsudgaverne af Månedsoversigten offentliggøres også på de officielle EU-sprog i deres helhed.² Konvergensrapporten offentliggøres enten i sin helhed eller som et sammendrag på alle officielle EU-sprog.³ Med henblik på ansvarlighed og gennemsigtighed over for offentligheden udsender ECB ud over de obligatoriske publikationer også anden dokumentation på nogle eller alle officielle sprog, især pressemeddelelser om pengepolitiske beslutninger, egne makroøkonomiske fremskrivninger,⁴ holdninger på bestemte politikområder samt informationsmateriale af relevans for offentligheden. De nationale sprogversioner af ECBs vigtigste publikationer udarbejdes, udgives og distribueres i tæt samarbejde med de nationale centralbanker.

1 Irsk er undtaget (EU-undtagelse).

2 Med undtagelse af irsk (EU-undtagelse) og maltesisk (efter aftale med Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, efter bortfald af den midlertidige EU-undtagelse i maj 2007).

3 Se fodnote 2.

4 Fremskrivninger foretaget af ECBs stab siden september 2004 og eurosystemets stab siden december 2000.

2 KOMMUNIKATIONS- AKTIVITETER

ECB henvender sig til mange forskellige målgrupper, fx finansielle eksperter, medierne, regeringer, parlamenter og offentligheden, som har forskellige grader af kendskab til det finansielle og økonomiske område. Derfor benytter ECB en hel række kommunikationsværktøjer og -aktiviteter i forklaringen af sine opgaver og beslutninger. Værktøjerne og aktiviteterne udvikles hele tiden for at forbedre deres gennemslagskraft mest muligt under hensyntagen til de mange målgrupper.

ECB offentliggør en række undersøgelser og rapporter som fx Årsberetningen, der giver en omfattende beskrivelse af ECBs aktiviteter i det forløbne år og dermed bidrager til at holde ECB ansvarlig for sine handlinger. Månedsoversigten udtrykker ECBs aktuelle vurdering af den økonomiske og monetære udvikling og indeholder detaljeret information om baggrunden for ECBs beslutninger. Publikationen "Financial Stability Review" vurderer stabiliteten af euroområdet finansielle system med hensyn til dets evne til at absorbere ugunstige stød.

Alle medlemmer af Styrelsesrådet deltager direkte i indsatsen for at øge offentlighedens kendskab til og forståelse af eurosystemets opgaver og politikker gennem høringer i Europa-Parlamentet og nationale parlamenter samt gennem taler og interview til medierne. I 2007 var ECBs formand syv gange til høringer i Europa-Parlamentet. Høringerne blev for første gang sendt direkte via en webcast på ECBs websted.

Medlemmerne af Direktionen holdt i 2007 ca. 220 taler til mange forskellige målgrupper, gav en lang række interview og fik udgivet artikler i fagblade, magasiner og aviser.

ECB afholdt i 2007 15 seminarer, der henvendte sig til internationale og nationale medier. Heraf blev tre afholdt i samarbejde med Europa-Kommissionen og fire i samarbejde med nationale centralbanker i EU.

ECB bidrog fortsat til at formidle forskningsresultater ved at offentliggøre Working Papers og Occasional Papers samt ved at arrangere akade-



miske konferencer, seminarer og workshoper (se afsnit 5 i kapitel 2).

Euroområdet nationale centralbanker spiller en vigtig rolle, da de på nationalt plan formidler oplysninger og budskaber om eurosystemet til offentligheden og interesserede parter. De henvender sig til forskellige nationale og regionale målgrupper på disse gruppers eget sprog og i deres eget miljø.

ECB arrangerede i 2007 sammen med Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta informationskampagner som forberedelse til euroens indførelse i Cypern og Malta den 1. januar 2008. Logoet "€ Our money", der tager udgangspunkt i det logo, som blev brugt til informationskampagnen op til indførelsen af eurosedler og -mønter i 2002, blev benyttet i alle de fælles kommunikationsaktiviteter i forbindelse med Cyprens og Maltas overgang til euro. Kampagnerne fulgte den kommunikationsstrategi, der blev udarbejdet med henblik på Sloveniens indtræden i euroområdet den 1. januar 2007. Formålet var at gøre kontanthåndterende virksomheder og offentligheden fortrolige med, hvordan eurosedlerne og -mønterne så ud, hvilke sikkerhedselementer de havde, samt hvordan overgangen til euro skulle foregå (se afsnit 4 i kapitel 3).

ECB modtog i 2007 ca. 13.500 besøgende i sit hovedsæde i Frankfurt. De besøgende fik førstehåndsviden i form af forelæsninger og præsentationer holdt af sagkyndige fra ECB. De fleste besøgende var universitetsstuderende og fagfolk fra den finansielle sektor.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, og oplysninger om ECBs forskellige aktiviteter findes på ECBs websted, der havde 15 mio. besøg i 2007 (og 15 mio. dokumenter blev downloaded). Navnlig informationspakken "Prisstabilitet: Hvorfor er prisstabilitet vigtig for

dig?"⁵ for de yngste teenagere og deres lærere, som ECB har udarbejdet sammen med de nationale centralbanker i euroområdet på alle officielle EU-sprog, fik stor opmærksomhed fra brugerne. Pakken består af en tegnefilm på 8 minutter, elevhæfter og en lærervejledning. Filmen handler om to skoleelever, der lærer om prisstabilitet. I elevhæfterne gives et let forståeligt overblik over emnet, mens der i lærervejledningen gives en grundigere gennemgang.

I 2007 behandlede ECB ca. 60.000 henvendelser fra offentligheden, herunder forespørgsler om ECBs aktiviteter.

ECB afholder et årligt kulturarrangement (Cultural Days), hvor formålet er at bringe medlemslandenes kulturelle mangfoldighed og aktivitet tættere på ECBs og ESCBs stab, på den internationale finanssektor i Frankfurt samt på residenterne i Frankfurt og omegn. Hvert år sætter dette initiativ fokus på den kulturelle rigdom i et bestemt EU-land for derved at øge forståelsen for landene i EU. I 2007 fokuserede kulturarrangementet på Grækenland, hvor det i de foregående år havde været Polen, Portugal, Ungarn og Østrig. Programmet var organiseret i tæt samarbejde med Bank of Greece og løb fra 24. oktober til 13. november 2007.

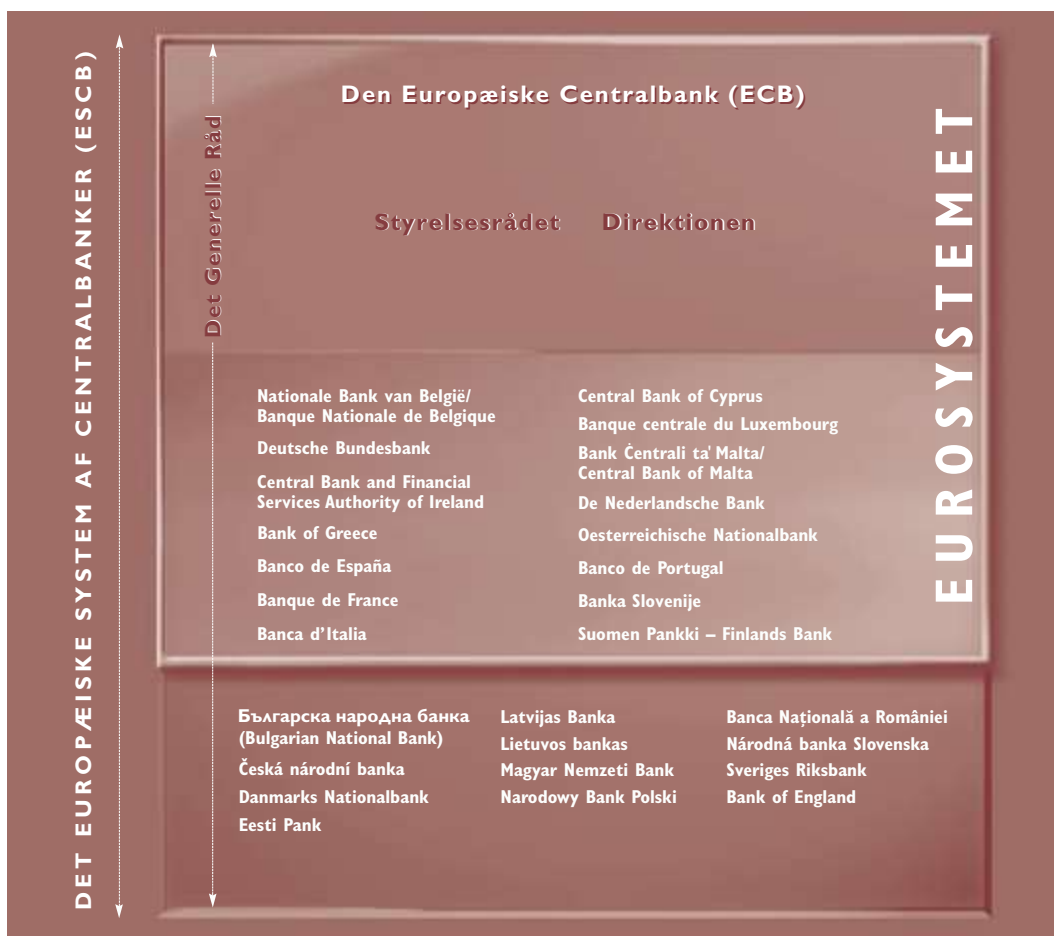
5 Informationspakken kan downloades fra ECBs websted under <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.da.html>



**INSTITUTIONELLE
RAMMER,
ORGANISATION
OG ÅRSREGNSKAB**

I ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE

I.1 EUROSYSTEMET OG DET EUROPÆISKE SYSTEM AF CENTRALBANKER



Eurosystemet er euroområdet centralbanksystem. Det består af ECB og de nationale centralbanker i de EU-lande, der har euroen som valuta (15 siden 1. januar 2008). Styrelsesrådet besluttede at indføre betegnelsen "Eurosystemet" for at gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet. Betegnelsen understreger medlemmernes fælles identitet, deres teamwork og samarbejde. Betegnelsen "Eurosystemet" er inkorporeret i Lissabon-traktaten (se kapitel 5, afsnit 1.2).

ESCB består af ECB og de nationale centralbanker i alle EU-lande (27 siden 1. januar 2007), dvs. også de nationale centralbanker i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen.

ECB udgør kernen i eurosystemet og ESCB og sikrer, at de respektive opgaver udføres enten af ECB eller af de nationale centralbanker. ECB har status som juridisk person i folkeretten.

Den enkelte nationale centralbank har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. De nationale centralbanker i euroområdet, som er en integreret del af eurosystemet, udfører de opgaver, som eurosystemet er blevet pålagt i henhold til de regler, som ECBs besluttede organer har fastlagt. De nationale centralbanker bidrager også til arbejdet i eurosystemet og ESCB gennem deres deltagelse i eurosystem-/ESCB-komiteerne (se afsnit 1.5 i dette kapitel). De kan på eget ansvar udføre funktioner, som ikke er eurosystemrelaterede, medmin-

dre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod eurosystemets mål og opgaver.

Eurosystemet og ESCB styres af ECBs beslutende organer: Styrelsesrådet og Direktionen. Det Generelle Råd er konstitueret som ECBs tredje beslutende organ, så længe der er EU-lande, som ikke har indført euroen. De beslutende organer udfører deres opgaver i henhold til bestemmelserne i traktaten, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener¹. I eurosystemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret. ECB og de nationale centralbanker i euroområdet bidrager dog i fællesskab, strategisk og operationelt, til at nå eurosystemets fælles mål, samtidig med at decentraliseringsprincippet respekteres i overensstemmelse med ESCB-statutten.

1.2 STYRELSESRÅDET

Styrelsesrådet består af medlemmerne af ECBs direktion og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har indført euroen. Ifølge traktaten har Styrelsesrådet følgende primære ansvarsområder:

- at fastsætte de retningslinjer og træffe de beslutninger, der er nødvendige for at udføre de opgaver, der er pålagt eurosystemet
- at udforme euroområdet pengepolitik, herunder, hvor det er hensigtsmæssigt, beslutninger om pengepolitiske delmål, officielle renter og forsyningen med reserver i eurosystemet og at fastsætte de nødvendige retningslinjer for gennemførelsen heraf.

Styrelsesrådet mødes normalt to gange om måneden i ECB i Frankfurt am Main, Tyskland. Det foretager bl.a. en tilbundsgående vurdering af den monetære og økonomiske udvikling. Beslutninger i tilknytning hertil træffes især på det første møde i måneden, mens der på månedens andet møde normalt behandles spørgsmål i relation til andre af ECBs og eurosystemets opgaver. I 2007 blev der afholdt to møder uden for Frankfurt: et i Central Bank and Financial Services

Authority of Ireland i Dublin og et i Oesterreichische Nationalbank i Wien.

Når medlemmerne af Styrelsesrådet træffer pengepolitiske beslutninger og udfører andre opgaver i ECB og for eurosystemet, handler de ikke som repræsentanter for deres medlemslande, men som personligt udnævnte, fuldstændigt uafhængige medlemmer. Dette afspejles i princippet "én person, én stemme", som anvendes i Styrelsesrådet.

¹ ECBs forretningsorden fremgår af afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 80, 18.3.2004, s. 33, afgørelse ECB/2004/12, 17. juni 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EUT L 230, 30.6.2004, s. 61, og afgørelse ECB/1999/7 af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Direktion, EUT L 314, 8.12.1999, s. 34. Disse dokumenter findes også på ECBs websted.

STYRELSESRÅDET



**Bagerste række
(fra venstre til højre):**
Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

**Mellemste række
(fra venstre til højre):**
John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

**Forreste række
(fra venstre til højre):**
Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides

Jean-Claude Trichet

Formand for ECB

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB

Lorenzo Bini Smaghi

Medlem af ECBs direktion

Michael C. Bonello² (fra 1. januar 2008)

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Direktør for Banco de Portugal

Mario Draghi

Direktør for Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Direktør for Banco de España

Nicholas C. Garganas

Direktør for Bank of Greece

Mitja Gaspari (1. januar - 31. marts 2007)

Direktør for Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Medlem af ECBs direktion

John Hurley

Direktør for Central Bank and Financial Services
Authority of Ireland

Marko Kranjec (fra 16. juli 2007)

Direktør for Banka Slovenije

Klaus Liebscher

Direktør for Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Direktør for Banque de France

Athanasios Orphanides² (fra 1. januar 2008)

Direktør for Central Bank of Cyprus

Guy Quaden

Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant (1. april – 15. juli 2007)

Konstitueret direktør for Banka Slovenije

Jürgen Stark

Medlem af ECBs direktion

Gertrude Tumpel-Gugerell

Medlem af ECBs direktion

Axel A. Weber

Direktør for Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank

² I 2007 deltog direktørerne for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta og Central Bank of Cyprus i Styrelsesrådets møder som "særligt indbudte", efter at Ecofin-Rådet 10. juli 2007 besluttede at ophæve de to landes dispensation pr. 1. januar 2008.

1.3 DIREKTIONEN

Direktionen består af ECBs formand og næstformand og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst mellem eurolandene på stats- eller regeringschefniveau. Direktionen mødes normalt en gang om ugen. Dens primære ansvarsområder er følgende:

- at forberede møderne i Styrelsesrådet
- at gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og beslutninger, der vedtages af Styrelsesrådet, idet Direktionen videregiver de nødvendige

instrukser til de nationale centralbanker i euroområdet

- at forestå ECBs løbende drift
- at udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Forvaltningskomiteen bistår Direktionen i spørgsmål vedrørende ECBs ledelse, planlægning og årlige budgetproces. Forvaltningskomiteen består af et direktionsmedlem, der er komiteens formand, og nogle af medarbejderne i den øverste ledelse.

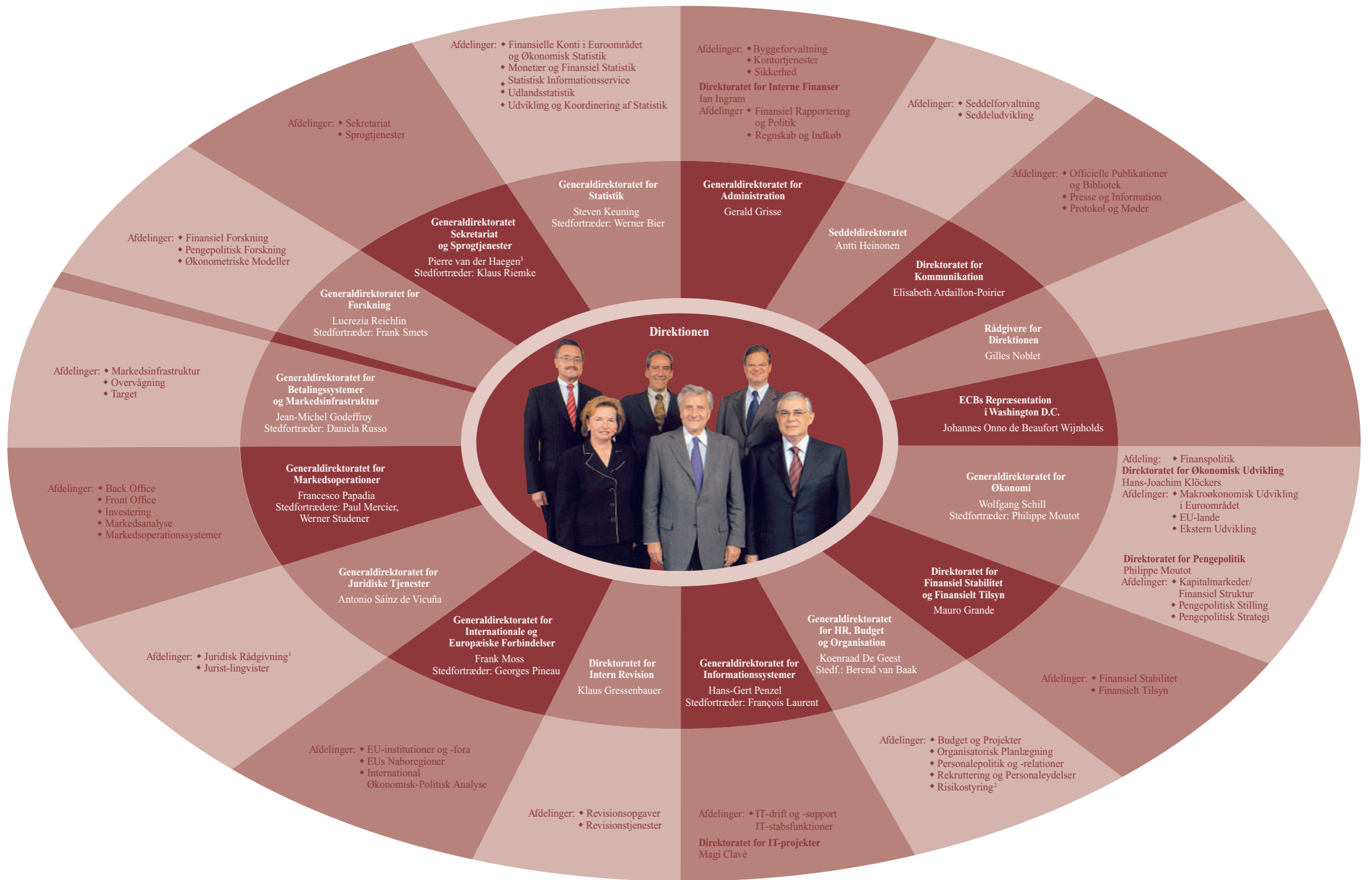
**Bagerste række
(fra venstre til højre)**
José Manuel González-Páramo,
Jürgen Stark,
Lorenzo Bini Smaghi

**Forreste række
(fra venstre til højre)**
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet
Formand for ECB
Lucas D. Papademos
Næstformand for ECB
Lorenzo Bini Smaghi
Medlem af ECBs direktion

José Manuel González-Páramo
Medlem af ECBs direktion
Jürgen Stark
Medlem af ECBs direktion
Gertrude Tumpel-Gugerell
Medlem af ECBs direktion



Direktionen

Bagerste række (fra venstre til højre): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Forreste række (fra venstre til højre): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (formand), Lucas D. Papademos (næstformand)

¹ Herunder databeskyttelse.

² Rapporterer direkte til Direktionen.

³ Sekretær for Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

Christian Noyer

Direktør for Banque de France

Athanasios Orphanides

Direktør for Central Bank of Cyprus

(fra 3. maj 2007)

Guy Quaden

Direktør for Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant

Konstitueret direktør for Banka Slovenije

(1. april - 15. juli 2007)

Ilmārs Rimševičs

Direktør for Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Direktør for Lietuvos bankas

Sawomir Skrzypek

Direktør for Narodowy Bank Polski

(fra 11. januar 2007)

András Simor

Direktør for Magyar Nemzeti Bank

(fra 3. marts 2007)

Ivan Šramko

Direktør for Národná banka Slovenska

Zdeněk Tůma

Direktør for Česká národní banka

Axel A. Weber

Direktør for Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank

1.5 EUROSISTEM-/ESCB-KOMITEER, BUDGETKOMITEEN, PERSONALECHEFKREDSEN OG EUROSISTEMETS IT-STYRINGSKOMITE

Eurosystem-/ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle gennem det bidrag, de yder til de opgaver, som ECBs besluttende organer udfører. På anmodning af Styrelsesrådet og Direktionen bidrager komiteerne med ekspertise inden for deres kompetenceområder og er således med til at fremme beslutningsprocessen. Medlemskab af komiteerne er normalt forbeholdt ansatte i eurosystemets centralbanker. De nationale centralbanker i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager dog i komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. Hvor det er hensigtsmæssigt, inviteres også andre kompetente organer som fx nationale tilsynsmyndigheder for Banktilsynskomiteens vedkommende. I juli 2007 blev Komiteen for Omkostningsmetodologi, en ny eurosystem-/ESCB-komite, nedsat i henhold til artikel 9.1 i ECBs forretningsorden. Der er nu nedsat i alt 13 eurosystem-/ESCB-komiteer i henhold til denne artikel.

I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet af Budgetkomiteen, som blev nedsat i henhold til artikel 15 i Forretningsordenen. Personalechefkredsen blev etableret i 2005 i henhold til artikel 9a i Forretningsordenen som et forum for udveksling af erfaringer, ekspertise og information blandt centralbankerne i eurosystemet/ESCB på personaleforvaltningsområdet.

I august 2007 nedsatte Styrelsesrådet Eurosystemets IT-styringskomite (EISC), der har fået til opgave at styre den løbende forbedring af anvendelsen af IT inden for eurosystemet. EISCs ansvarsopgaver vedrører især eurosystemets IT-styring som fx udvikling og ajourføring af IT-arkitektur og -sikkerhed, identifikation af IT-behov, ledelse og prioritering af IT-projektporteføljer, planlægning af IT-projekter, realisering og kontrol samt overvågning af IT-systemer og -drift. EISCs behandling af forslag fra ESCB-komiteer eller nationale centralbanker i eurosystemet, inden de drøftes i Styrelsesrådet, samt udarbejdelsen af rapporter om disse forslag til Styrelsesrådet forventes at øge effektiviteten af Styrelsesrådets beslutningstagning, når den vedrører eurosystemets/ESCBs IT-projekter og -drift. EISC rapporterer til Styrelsesrådet via Direktionen.

1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Ud over de besluttende organer omfatter ECBs corporate governance forskellige eksterne og interne kontrolinstanser, tre adfærdskodekser og regler om aktindsigt i ECBs dokumenter.

EKSTERNE KONTROLINSTANSER

ESCB-statutten indeholder bestemmelser om to kontrolinstanser, nemlig den eksterne revisor, som er udnævnt til at revidere ECBs årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der efterprøver effektiviteten af ECBs forvaltning (artikel 27.2). Revisionsrettens årlige beretning samt ECBs svar er offentliggjort på ECBs websted og i Den Europæiske Unions Tidende. For at give offentligheden yderligere garanti for, at ECBs eksterne revisor er uafhængig, anvendes en rotationsordning for det eksterne revisionsfirmas vedkommende.³

INTERNE KONTROLINSTANSER

ECBs interne kontrolsystem er funktionsbaseret. Hver enkelt enhed (sektion, afdeling, direktorat eller generaldirektorat) er ansvarlig for sin egen risikostyring, interne kontrol og effektivitet. Hver enkelt enhed i organisationen udfører således operationelle kontrolprocedurer inden for deres eget ansvarsområde i overensstemmelse med en risikotolerance, som er defineret ex ante af Direktionen. Der er fx indført en række regler og procedurer – "kinesiske mure" – for at forhindre, at interne oplysninger fra afdelinger med ansvar for gennemførelsen af pengepolitikken spredes til afdelinger med ansvar for forvaltningen af ECBs valutareserve og egenportefølje. ECB forbedrede sin operationelle risikostyring i løbet af 2007 ved at indføre en overordnet ramme, der gør det muligt at styre operationelle risici på en konsistent, struktureret og integreret facon ved at samle en række risiko- og kontrolpolitikker, -procedurer og -instrumenter. Generaldirektoratet for Human Resources, Budget og Organisation overvåger desuden risikoporteføl-

3 KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft var ECBs eksterne revisor i regnskabsårene 2003-07. Efter en licitationsrunde og i overensstemmelse med det gældende rotationsprincip for den eksterne revisor, vil en ny ekstern revisor for regnskabsårene 2008-12 blive udvalgt.

jen og sammensætningen af den interne kontrol og stiller forslag til, hvordan man bedre og mere effektivt kan identificere, vurdere og behandle risici i ECB.

Direktoratet for Intern Revision, der er direkte ansvarlig over for Direktionen, foretager løbende revisioner uafhængigt af ECBs interne kontrolsystem og risikoovervågning. I overensstemmelse med mandatet i ECBs revisionscharter⁴ udøver ECBs interne revisorer uafhængig og objektiv kvalitetskontrol og rådgivning og bibringer en systematisk tilgang til evalueringen og forbedringen af effektiviteten af risikostyrings-, kontrol- og ledelsesprocesser. Direktoratet for Intern Revision følger de internationale standarder for erhvervsmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer (IIA).

Komiteen for Interne Revisorer (IAC), der er én af eurosistem-/ESCB-komiteerne, består af interne revisionschefer fra ECB og de nationale centralbanker. Komiteen er ansvarlig for at koordinere revisionen af fælles projekter og driftssystemer på eurosistem-/ESCB-niveau.

For yderligere at styrke corporate governance besluttede Styrelsesrådet pr. april 2007 at nedsætte en Revisionskomite for ECB bestående af tre af Styrelsesrådets medlemmer og med John Hurley, direktør for Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, som formand.

ADFÆRDSKODEKSER

Der er tre adfærdskodekser i kraft i ECB. Den ene vedrører medlemmerne af Styrelsesrådet, som skal overholde en adfærdskodeks der afspejler det ansvar, de har for at beskytte eurosistemets integritet og omdømme og for at sørge for, at eurosistemets operationer udføres effektivt.⁵ Kodeksen giver vejledning til og fastsætter etiske standarder for Styrelsesrådets medlemmer og disses stedfortrædere i udøvelsen af deres funktion som medlem af Styrelsesrådet. Styrelsesrådet har desuden udnævnt en rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenestemæssig adfærd. Den anden kodeks er Adfærdskodeksen for Den Europæiske Centralbank, der giver vej-

ledning om og opstiller benchmark for ECBs medarbejdere og medlemmer af Direktionen, som alle forventes at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver.⁶ I henhold til Adfærdskodeksens regler om insiderhandel er det ikke tilladt ECBs medarbejdere og medlemmer af Direktionen at udnytte interne oplysninger i forbindelse med private økonomiske handlinger, som udføres på egen regning og for egen risiko eller på tredjeparts vegne og for tredjeparts regning.⁷ Den tredje kodeks er en supplerende kodeks over etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen.⁸ Den supplerer de to andre kodekser, idet den præciserer de etiske regler, der gælder for medlemmerne af Direktionen. En etisk rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, skal sikre en konsekvent fortolkning af disse regler.

BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning⁹, der skulle styrke bekæmpelsen af svig, bestikkelse og enhver anden ulovlig aktivitet, der skader Fællesskabernes finansielle interesser. Det fremgår bl.a. af forordningen, at Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF) skal foretage interne undersøgelser ved mistanke om svig i Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer.

Ifølge OLAF-forordningen skal alle Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer hver især vedtage afgørelser, der gør det muligt for OLAF at udføre sine undersøgelser. I juni

4 Revisionschartret er offentliggjort på ECBs websted for at gøre ECBs revisionsordninger mere gennemsigtige.

5 Se adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet, EFT C 123, 24.5.2002, s. 9, med senere ændringer, EUT C 10, 16.1.2007, s. 6, og ECBs websted.

6 Se adfærdskodeks for Den Europæiske Centralbank i henhold til artikel 11.3 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT C 76, 8.3.2001, s. 12, og ECBs websted.

7 Se del 1.2 af ECBs administrative regler indeholdende reglerne om tjenestemæssig adfærd og tavshedspligt, EUT C 92, 16.4.2004, s. 31, og ECBs websted.

8 Supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af direktionen for Den Europæiske Centralbank, EUT C 230, 23.9.2006, s. 46, og ECBs websted.

9 Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EF) nr. 1073/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136, 31.5.1999, s. 1.

2004 vedtog Styrelsesrådet en afgørelse¹⁰ om de nærmere vilkår for OLAFs undersøgelser af ECB, som trådte i kraft 1. juli 2004.

AKTINDSIGT I ECBs DOKUMENTER

ECBs afgørelse om aktindsigt i ECBs dokumenter¹¹, der blev vedtaget i marts 2004, er i overensstemmelse med de målsætninger, der er opstillet, og de standarder, der anvendes i andre EU-institutioner og -organer for aktindsigt. Afgørelsen skal fremme gennemsigtigheden, alt imens den tager højde for både ECBs og de nationale centralbankers uafhængighed samt sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECBs opgaver.¹²

I 2007 var antallet af anmodninger om aktindsigt fortsat begrænset.

10 Den Europæiske Centralbanks afgørelse om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser, og om ændring af ansættelsesvilkårene for Den Europæiske Centralbanks ansatte (ECB/2004/1), EUT L 230, 30.6.2004, s. 56. Afgørelsen blev vedtaget som følge af EF-Domstolens dom i sag C-11/00, Kommissionen for de Europæiske Fællesskaber mod Den Europæiske Centralbank af 10. juli 2003, Sml. I, s. 7147.

11 EUT L 80, 18.3.2004, s. 42.

12 I overensstemmelse med den betydning, som ECB tillægger åbenhed og gennemsigtighed giver arkivafsnittet på ECBs websted adgang til historisk dokumentation.

2 ORGANISATORISK UDVIKLING

2.1 HUMAN RESOURCES

I 2007 forbedrede ECB rammerne for sin personalepolitik, så de i højere grad understreger den vægt, ECB tillægger sine værdier og de grundlæggende principper for personalepolitikken¹³. Rammerne kan også anvendes til at forklare baggrunden for valget af en specifik personalepolitik samt sammenhængen mellem de forskellige politikker. I henhold til rammerne kan de politikker, der vedrører personaleforvaltningen, opdeles i fire hovedområder:

ORGANISATIONSKULTUR

Da medarbejderne kommer fra alle EUs 27 medlemslande, har ECB integreret mangfoldighedsledelse i sin HR-praksis, så det sikres, at der tages højde for medarbejdernes individuelle kompetencer, og at disse udnyttes fuldt ud til at nå ECBs mål. Mangfoldighedsledelse i ECB er baseret på den mangfoldighedspolitik, der blev indført i 2006, og som forsøger at sikre, at alle medarbejdere behandles med respekt og belønnes efter fortjeneste.

ECBs seks kerneværdier (kompetence, effektivitet, integritet, korpsånd, gennemsigtighed og ansvarlighed samt at arbejde for Europa) blev yderligere integreret i personalepolitikken, så de kan blive omsat i medarbejdernes daglige adfærd og præstationer.

MEDARBEJDERUDVIKLING

Efter at ECB i 2006 indførte overordnede principper for mobilitet, der tilskynder medarbejderne til at skifte job hvert femte arbejdsår, har der været stor interesse for intern mobilitet. Mobilitet anses som en mulighed for medarbejderne til at udvide deres kompetence og udvikle deres kvalifikationer samt som et middel for ECB til at udvide medarbejdernes bevidsthed og øge synergieffekten forretningsområderne imellem. Den interne ansættelsespolitik lægger således vægt på en bredere funderet kompetence og sigter mod yderligere at fremme medarbejdernes interne mobilitet. I 2007 blev der åbnet mulighed for endnu en form for mobilitet for at fremme udveksling af medarbejdere og midlertidige interne forflytninger, fx som vikar for kolleger på orlov. I

alt 152 medarbejdere, herunder 31 ledende medarbejdere og rådgivere flyttede til andre stillinger i ECB i 2007, enten midlertidigt eller i en længere periode.

ECBs udstationeringsordning gør udstationering af medarbejdere i en af de 27 nationale centralbanker i EU eller i relevante internationale organisationer (fx IMF og BIS) mulig i en periode på mellem to og tolv måneder. I 2007 blev 23 medarbejdere udstationeret under denne ordning. Derudover bevilgede ECB orlov uden løn til 36 medarbejdere i indtil tre år. Mange af dem (19) havde fået ansættelse i en af de nationale centralbanker, i en international organisation eller en privat virksomhed, mens andre brugte deres orlov til at uddanne sig.

Ud over at fremme mobilitet, herunder jobrotation på ledelsesniveau, sætter personalestrategien fortsat fokus på at udvikle managementfunktionen i ECB og især på at styrke managementkvalifikationerne gennem uddannelse og individuel coaching. I uddannelsen af lederne blev der fokuseret på at forbedre deres kvalifikationer, på præstationer og ledelse i en forandringsorganisation samt på værdighed på arbejdspladsen, der er en af grundpillerne i ECBs mangfoldighedspolitik.

Lederne fik også den årlige obligatoriske multi-source feedback fra medarbejdere, som rapporterer direkte til dem, deres kolleger og eksterne kontaktpersoner. Herved identificeres områder, hvor lederne kan styrke deres personlige udvikling. På baggrund af resultaterne af denne tilbagemelding kan der efterfølgende gives individuel coaching.

En af hjørnesteenene i ECBs personalestrategi er en stadig udvikling af medarbejdernes kvalifikationer og kompetencer. Det grundlæggende princip er, at ansvaret for uddannelse og udvikling deles mellem medarbejderne og institutionen. ECB stiller budgetmidler og en uddannelses-

¹³ De grundlæggende principper for personalepolitikken er: organisatorisk behov, decentraliseret personaleforvaltning, løn efter fortjeneste, mangfoldighed, attraktive ansættelsesvilkår og gensidig forpligtelse.

mæssig ramme til rådighed, og lederne definerer uddannelsesbehovet for medarbejderne i den stilling, de aktuelt bestrider, men det er medarbejdernes ansvar at tage de nødvendige skridt til at uddanne og udvikle sig, så deres ekspertise holder en meget høj standard. Ud over et stort antal interne uddannelsesstilbud, har medarbejderne fortsat benyttet sig af eksterne uddannelsesstilbud til at opfylde individuelle uddannelsesbehov af en mere teknisk art. De har også kunnet udnytte ESCB-programmernes eller de nationale centralbankers uddannelsesstilbud.

Inden for ECBs rammer for videreuddannelse fik 22 medarbejdere støtte til at tage en uddannelse, der vil give dem en faglig baggrund, som går ud over den, der kræves i deres nuværende stilling.

ANSÆTTELSE

Al ekstern ansættelse af nye medarbejdere til permanente stillinger skete i form af tidsbegrænsede kontrakter af fem års varighed for medarbejdere i ledende stillinger og tre års varighed for alle andre medarbejdere. De tidsbegrænsede kontrakter, som gives til medarbejdere i permanente stillinger, kan omdannes til ubegrænsede kontrakter efter en procedure, hvor der tages højde for organisatoriske hensyn og medarbejdernes resultater. I 2007 tilbød ECB 27 eksterne ansøgere en tidsbegrænset kontrakt, der eventuelt kan omdannes til en tidsbegrænset kontrakt. For at dække orlov på mere end et års varighed blev der endvidere indgået 56 tidsbegrænsede kontrakter, der ikke kan omdannes til tidsbegrænsede kontrakter. Hertil kom 114 tidsbegrænsede kontrakter for at dække orlov på mindre end

et års varighed som fx orlov uden løn eller forældreorlov. Følgende tabel giver en oversigt over udviklingen i ECBs medarbejderstab i 2007.

Ved at tilbyde tidsbegrænsede kontrakter til ansatte i de nationale centralbanker og en række internationale institutioner får både ECB og disse organisationer mulighed for at drage nytte af hinandens erfaringer. Tidsbegrænset ansættelse af ansatte i de nationale centralbanker bidrager samtidig til at skabe team spirit i ESCB.

I september 2007 begyndte det andet hold deltagere i ECBs Graduate Programme. Programmet henvender sig til nyuddannede kandidater med en bred uddannelsesmæssig baggrund, og deltagerne ansættes i ECB på en toårig kontrakt, der ikke kan omdannes til en fast ansættelse.

ECBs praktikantstillinger blev tilbudt studerende og kandidater med en baggrund inden for økonomi, statistik, ledelse, jura og oversættelse.

ECB gav også fem forskerstipendier som led i Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, der gives til ledende økonomer, og fem forskerstipendier til yngre forskere inden for rammerne af Lamfalussy Fellowship-programmet.

ANSÆTTELSESVILKÅR

ECB har sat et ambitiøst projekt i gang, der skal føre til indførelsen af et ERP-system (enterprise resource planning system). Det SAP-baserede system med navnet "ISIS" (Integrated data, Streamlined processes, Information Sharing) får, når det er taget i drift, stor indvirkning på en række personaleforvaltningsopgaver. Systemet vil ud over at forenkle en række administrative processer, gøre det muligt for medarbejdere og ledere selv at gennemføre en række aktiviteter i en art "selvbetjeningsfunktion" og derved bidrage til at øge effektiviteten i organisationen.

For at tage højde for den seneste udvikling med hensyn til forventet levetid er ECB i færd med at gennemgå bankens pensionsordning for medarbejderne. Det forventes, at resultatet af gennemgangen bliver implementeret i begyndelsen af 2009.

Udvikling i medarbejderstaben		
	2007	2006
Antal medarbejdere på en ECB-kontrakt (omregnet til fuldtidsstillinger) ¹⁾	1.375	1.342
Ekspert fra de nationale centralbanker og/eller internationale organisationer på tidsbegrænset kontrakt	106	93
Nye deltagere i ECBs Graduate Programme	10	6
Praktikanter	145	173

Kilde: ECB.
 1) Pr. 31. december 2007 var det samlede godkendte antal medarbejdere 1.348. Denne uoverensstemmelse skyldtes hovedsageligt, at der blev givet tidsbegrænsede kontrakter til vikarer for medarbejdere på orlov i mere end 12 måneder.

Direktionen har besluttet at iværksætte et pilot-projekt med henblik på gradvis at indføre telearbejde. Projektet skal medvirke til at forbedre balancen mellem arbejds- og familieliv og yderligere udvikle ECBs modstandskraft. Efter at projektet er afsluttet, vil fordele og ulemper nøje blive opvejet mod hinanden, inden der tages beslutning om en mere generel udbredelse af ordningen.

PERSONALECHEFKREDSEN OG OPFØLGNINGEN PÅ ERKLÆRINGEN OM EUROSISTEMETS MÅLSÆTNING

Personalechefkredsen blev oprettet i 2005 med henblik på yderligere at fremme samarbejde og team spirit blandt eurosistem-/ESCB-centralbankerne på personaleforvaltningsområdet. I 2007 omfattede Personalechefkredsens aktiviteter forskellige aspekter af medarbejdernes uddannelse og udvikling, herunder uddannelsesmuligheder og foranstaltninger til at øge mobiliteten inden for ESCB.

For at udveksle erfaringer og gradvis nå frem til bedste praksis blev der afholdt workshopper og holdt foredrag om emner som fx ansættelses- og

udvælgelsesprocedurer, assessmentcentre, intern mobilitet og karrierepolitik. Der blev afholdt en konference om styring af organisationsforandringer og nedsat en ny arbejdsgruppe vedrørende information om personaleforvaltning inden for ESCB.

2.2 ECBs NYE HOVEDSÆDE

Arbejdet med ECBs nye hovedsæde skred planmæssigt frem i 2007. Den detaljerede planlægningsfase begyndte 20. februar 2007, og resultatet heraf blev præsenteret for offentligheden 8. oktober 2007. Den 22. oktober 2007 blev projektforslaget forelagt de relevante myndigheder i Frankfurt med henblik på at opnå de nødvendige byggetilladelser.

Selv om den detaljerede planlægningsfase har betydet, at bygningernes udseende overordnet set er uændret, er det nye hovedsædes design blevet yderligere udviklet. For at finde frem til de rigtige restaureringsmetoder blev der foretaget analyser af Grossmarkthalles originale bygningsdele og de materialer, der blev anvendt til



dem. Der er blevet udarbejdet nærmere enkeltheder vedrørende det planlagte byggearbejde inde i Grossmarkthalle, især med hensyn til brandsikring og krav til sikkerhed, og de bærende elementer i brugsarealerne inde i hallen.

Det overordnede koncept for det nye hovedsædes indvendige del blev defineret. Der blev bygget prøveinstallationer for at teste funktionalitet og kvalitet af de materialer, der er valgt til de vigtigste bygningsdele. En mock-up i fuld størrelse af to etager af en del af facaden midt på det sydlige kontorhøjhus og det tilstødende atrium blev opført på grunden for at efterprøve tekniske, funktionelle og arkitektoniske detaljer.

I 2007 blev arealudnyttelsesplanen yderligere udviklet af Frankfurts planlægningsafdeling i samarbejde med ECB. Formålet med arealudnyttelsesplanen er at sikre en holdbar byudvikling. Offentligheden og en række myndigheder har bidraget til udarbejdelsen af planen og derved givet den demokratisk legitimitet. Arealudnyttelsesplanen blev 13. november 2007 offentliggjort i "Amtsblatt", Bystyret i Frankfurts officielle tidende, hvilket gjorde den juridisk bindende.

I august 2007 iværksatte ECB et offentligt udbud vedrørende en hovedentreprenør til opførelse af ECBs nye hovedsæde. Udbudsbekendtgørelsen blev offentliggjort i både Den Europæiske Unions Tidende og på ECBs websted. Heraf fremgik det, at kontrakten efter planen bliver indgået i oktober 2008, og at selve byggearbejdet vil blive påbegyndt i 4. kvartal 2008. Det indledende arbejde på grunden går i gang i 1. kvartal 2008. ECBs nye hovedsæde forventes at stå færdigt inden udgangen af 2011.

I 2008 iværksætter Bystyret i Frankfurt en konkurrence vedrørende udformningen af et mindesmærke og et informationsområde til erindring om deportationen af jøder fra Grossmarkthalle.

2.3 EUROSYSTEMETS KONTOR TIL KOORDINERING AF INDKØB

I juli 2007 besluttede Styrelsesrådet at oprette EPCO (Eurosystem Procurement Co-ordination Office) for at udbygge samarbejdet i eurosystemet på indkøbsområdet. EPCOs vigtigste opgave er at fremme indførelsen og udvekslingen af bedste praksis inden for eurosystemet, at udvikle infrastrukturen (ekspertise, funktionelle værktøjer og IT-processer), der gør det muligt at samle købekraften og at koordinere eurosystemets dagsorden, når det gælder indkøb. De nationale centralbanker i eurosystemet deltager på frivillig basis. I december 2007 blev Banque centrale du Luxembourg udpeget til at være vært for EPCO fra 1. januar 2008 til 31. december 2012.

3 ESCBs SOCIALE DIALOG

ESCBs Sociale Dialog er et konsultativt forum, der omfatter ECB og medarbejderrepræsentanter fra centralbankerne i ESCB samt fra en række europæiske sammenslutninger af fagforeninger.¹⁴ Formålet er at informere om og drøfte spørgsmål, der kan få større indvirkning på beskæftigelsessituationen i centralbankerne i ESCB.

Der blev afholdt møder i ESCBs Sociale Dialog i juli og december 2007. Ud over spørgsmål med relation til produktion og cirkulering af eurosedler, til betalingssystemer (Target2, Target2-Securities og CCBM2) og til finansielt tilsyn, handlede drøftelserne om gennemførelsen af foranstaltninger i relation til eurosystemets målsætning, strategiske intentioner og organisatoriske principper samt disses betydning for medarbejderne i deres daglige arbejde. Medarbejderrepræsentanterne blev også orienteret om det arbejde, der udføres i Personalechefkredsen.

For at holde medarbejderrepræsentanterne orienteret om den seneste udvikling på ovennævnte områder fortsatte ECB med at udgive et halvårligt nyhedsbrev.

Gennemførelsen af foranstaltninger til yderligere fremme af ESCBs sociale dialog, som ECB og de europæiske sammenslutninger af fagforeninger blev enige om i 2006, blev påbegyndt i 2007 og vil blive fortsat i 2008.

14 The Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa) Finance og European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 ÅRSREGNSKAB FOR ECB

LEDELSENS BERETNING FOR REGNSKABSÅRET 2007

1 HOVEDAKTIVITETER

ECBs aktiviteter i 2007 er beskrevet nærmere i de relevante kapitler i Årsberetningen.

2 MÅL OG OPGAVER

ECBs mål og opgaver er beskrevet i ESCB-statutten (artikel 2 og 3). Formanden giver en oversigt over disse mål i forordet til Årsberetningen.

3 VIGTIGSTE RESURSER, RISICI OG PROCESSER

ECBs CORPORATE GOVERNANCE

ECBs corporate governance er beskrevet i kapitel 8.

MEDLEMMER AF DIREKTIONEN

Medlemmer af Direktionen udnævnes blandt personer, som er værdige i almindeligt om-dømme, og som har professionel erfaring i monetære forhold eller bankvæsen, efter fælles overenskomst mellem medlemslandenes regeringer på stats- eller regeringschefsniveau på grundlag af en indstilling fra Rådet, efter høring af Europa-Parlamentet og Styrelsesrådet.

Ansættelsesvilkårene for Direktionens medlemmer fastsættes af Styrelsesrådet efter forslag fra en komite, der består af tre medlemmer udnævnt af Styrelsesrådet og tre medlemmer udnævnt af Rådet.

Direktionsmedlemmernes løn fremgår af note 29 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet.

MEDARBEJDERE

Det gennemsnitlige antal medarbejdere (omregnet til fuldtidsstillinger), der var ansat på en tidsubegrænset eller tidsbegrænset kontrakt, steg fra 1.337 i 2006 til 1.366 i 2007. Ved årets udgang havde ECB 1.375 medarbejdere. For nærmere oplysninger henvises til note 29 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet og kapitel 8, afsnit

2, hvor der også findes en beskrivelse af ECBs personalestrategi.

INVESTERINGSAKTIVITETER OG RISIKOSTYRING

ECBs valutareserveportefølje består af valutareserveaktiver, der i henhold til bestemmelserne i artikel 30 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank er overført fra de nationale centralbanker i eurosystemet til ECB, samt forrentningen heraf. Valutareserven skal finansiere ECBs operationer på valutamarkedet til de formål, der fremgår af traktaten.

ECBs egenportefølje afspejler investeringen af den indbetalte kapital, modposten til hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisrisici, den almindelige reservefond og de porteføljeindtægter, der er akkumuleret hidtil. Dens formål er at skabe et afkast, som skal bidrage til at dække ECBs driftsomkostninger.

ECBs investeringsaktiviteter og risikostyring i forbindelse hermed er beskrevet nærmere i kapitel 2.

BUDGETPROCESSEN

Budgetkomiteen (BUCOM), der består af eksperter fra både ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, yder et centralt bidrag til ECBs finansielle styringsproces. I overensstemmelse med forretningsordenens artikel 15 omfatter BUCOMs støtte til Styrelsesrådet en detaljeret vurdering af ECBs årlige budgetforslag og anmodninger om øgede budgetmidler fra Direktionen, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse. Udgifter, der går ud over det vedtagne budget, overvåges regelmæssigt af Direktionen, idet der tages højde for råd fra ECBs interne kontrolfunktion, samt af Styrelsesrådet med BUCOMs bistand.

4 RESULTAT

ÅRSREGNSKAB

I henhold til ESCB-statuttens artikel 26.2 udfærdiges ECBs årsregnskab af Direktionen efter principper fastlagt af Styrelsesrådet. Regnskabet godkendes efterfølgende af Styrelsesrådet og offentliggøres derefter.

HENSÆTTELSE TIL DÆKNING AF VALUTAKURS-, RENTE- OG GULDPRISRISICI

Da hovedparten af ECBs aktiver og passiver regelmæssigt revalueres til gældende valuta- og værdipapirkurser, er ECBs lønsomhed yderst følsom over for udviklingen i valutakurser og – i mindre omfang – renter. Det skyldes hovedsagelig bankens valutareserve i form af amerikanske dollar, japanske yen og guld, som overvejende er placeret i rentebærende instrumenter.

I 2005 besluttede Styrelsesrådet i betragtning af ECBs omfattende følsomhed over for udviklingen i valutakurser, renter og guldpris samt størrelsen af ECBs revalueringskonti at foretage en hensættelse til at imødegå denne risikoeksponering. Hensættelsen udgjorde 2.371.395.162 euro pr. 31. december 2006. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.2 bidrog Banka Slovenije desuden med 10.947.042 euro til hensættelsen med virkning fra 1. januar 2007. På baggrund af resultaterne af vurderingen besluttede Styrelsesrådet pr. 31. december 2007 at hense yderligere 286.416.109 euro, hvorved det samlede beløb steg til 2.668.758.313 euro, og – som det var tilfældet i 2006 – nettoresultatet blev lig nul.

Hensættelsen skal bruges til at dække realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, som ikke dækkes af revalueringskontiene. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering, idet der tages højde for en række faktorer, herunder især størrelsen af beholdningen af risikobærende aktiver, omfanget af virkeliggjort risikoeksponering i indeværende regnskabsår, fremskrevne resultater for næste år og en risikovurdering, der

omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode. Styrelsesrådet har besluttet, at hensættelsen sammen med et eventuelt indestående i ECBs almindelige reservefond ikke må overstige værdien af de kapitalandele, som de nationale centralbanker i euroområdet har indbetalt.

RESULTAT I 2007

Hvis der ikke var blevet hensat et større beløb til dækning af valutakurs-, rente- og guldpriserisici i 2007, ville ECB have haft et nettooverskud på 286 mio. euro.

I 2007 medførte euroens appreciering over for den amerikanske dollar og i mindre udstrækning over for den japanske yen nedskrivninger i euroværdien af ECBs beholdninger af aktiver denomineret i disse valutaer. Nedskrivningerne beløb sig til ca. 2,5 mia. euro, og de blev udgiftsført i resultatopgørelsen.

Nettorenteindtægterne steg fra 1.972 mio. euro i 2006 til 2.421 mio. euro i 2007, hvilket hovedsagelig skyldtes en stigning i euroseddelomløbet og i den marginale rente på eurosystemets primære markedsoperationer, der bestemmer den indtægt, som ECB oppebærer på sin andel af eurosedler i eurosystemet.

Realiserede nettogevinster/-tab på finansielle operationer steg fra 475 mio. euro i 2006 til 779 mio. euro i 2007. Dette skyldtes hovedsagelig a) rentefaldet i USA i 2007, der medførte højere realiserede nettogevinster fra salg af værdipapirer i årets løb, og b) stigningen i prisen på guld, der førte til større realiserede gevinster fra guldsalg i 2007. Guldsalget blev gennemført i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld, der trådte i kraft 27. september 2004, og som ECB har underskrevet.

ECBs samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 361 mio. euro i 2006 til 385 mio. euro i 2007.

ÆNDRING I ECBs KAPITAL

I henhold til ESCB-statuttens artikel 49.3, som blev tilføjet statuten i forbindelse med tiltrædelsestraktaten, udvides ECBs tegnede kapital automatisk, når et nyt land bliver medlem af EU, og dets nationale centralbank bliver en del af ESCB. Udvidelsen bygger på en beregning af den vægt i kapitalnøglen, som den enkelte nationale centralbank i ESCB har i analogi med artikel 29.1 og i overensstemmelse med artikel 29.2 i ESCB-statuten. Som følge af Bulgariens og Rumæniens tiltrædelse af EU pr. 1. januar 2007 blev a) de nationale centralbankers andel i ECBs kapital derfor justeret i overensstemmelse med Rådets afgørelse af 15. juli 2003 om de statistiske data, der skal benyttes ved justering af fordelingsnøglen for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank (2003/517/EF), og b) ECBs tegnede kapital forhøjet til 5.761 mio. euro.

Desuden indbetalte Banka Slovenije i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.1 den resterende del af sin andel i den tegnede kapital til ECB efter Sloveniens indførelse af den fælles valuta pr. 1. januar 2007, mens Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og Banca Națională a României i lighed med de øvrige nationale centralbanker uden for euroområdet indbetalte 7 pct. af deres andel i den tegnede kapital som bidrag til ECBs driftsudgifter.

Den samlede effekt af ovennævnte ændringer var en udvidelse af ECBs indbetalte kapital fra 4.089 mio. euro pr. 31. december 2006 til 4.127 mio. euro pr. 1. januar 2007. Ændringerne er nærmere beskrevet i note 15 "Kapital og reserver" i Årsregnskabet.

BALANCE PR. 31. DECEMBER 2007

AKTIVER	NOTE	2007 €	2006 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	10.280.374.109	9.929.865.976
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF		449.565.998	414.768.308
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		28.572.614.853	29.313.377.277
		29.022.180.851	29.728.145.585
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	2	3.868.163.459	2.773.828.417
Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		25.128.295	4.193.677
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	4	100.038.774	33.914
Eurosystem-interne tilgodehavender	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		54.130.517.580	50.259.459.435
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto		17.241.183.222	3.545.868.495
		71.371.700.802	53.805.327.930
Andre aktiver	6		
Materielle anlægsaktiver		188.209.963	175.180.989
Andre finansielle aktiver		9.526.196.135	8.220.270.389
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter		34.986.651	29.518.315
Periodeafgrænsningsposter		1.557.414.330	1.094.509.354
Øvrige poster		69.064.934	5.580.697
		11.375.872.013	9.525.059.744
Aktiver i alt		126.043.458.303	105.766.455.243

PASSIVER	NOTE	2007 €	2006 €
Seddelomløb	7	54.130.517.580	50.259.459.435
Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	8	1.050.000.000	1.065.000.000
Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	9	14.571.253.753	105.121.522
Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet Indlån og andre forpligtelser	10	667.076.397	330.955.249
Eurosystem-interne forpligtelser Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserveaktiver	11	40.041.833.998	39.782.265.622
Andre forpligtelser Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter Periodeafgrænsningsposter Øvrige poster	12	2.592.814.772	2.161.991.684
Hensættelser	13	2.693.816.002	2.393.938.510
Revalueringskonti	14	6.169.009.571	5.578.445.671
Kapital og reserver Kapital	15	4.127.136.230	4.089.277.550
Årets resultat		0	0
Passiver i alt		126.043.458.303	105.766.455.243

RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2007 TIL 31. DECEMBER 2007

	NOTE	2007 €	2006 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver		1.354.887.368	1.318.243.236
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		2.004.355.782	1.318.852.000
Andre renteindtægter		4.380.066.479	2.761.697.060
<i>Renteindtægter</i>		<i>7.739.309.629</i>	<i>5.398.792.296</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-1.356.536.045	-965.331.593
Andre renteudgifter		-3.962.006.944	-2.461.625.254
<i>Renteudgifter</i>		<i>-5.318.542.989</i>	<i>-3.426.956.847</i>
Nettorenteindtægter	23	2.420.766.640	1.971.835.449
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	24	778.547.213	475.380.708
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	25	-2.534.252.814	-718.467.508
Hensættelser til dækning af valutakurs- og prisrisici		-286.416.109	-1.379.351.719
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		-2.042.121.710	-1.622.438.519
Gebyrer og provisioner, netto	26	-621.691	-546.480
Indtægter fra aktier og kapitalindskud	27	920.730	911.866
Andre indtægter	28	6.345.668	11.407.583
Nettoindtægter i alt		385.289.637	361.169.899
Personaleomkostninger	29	-168.870.244	-160.847.043
Administrationsomkostninger	30	-184.589.229	-166.426.595
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver		-26.478.405	-29.162.141
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	31	-5.351.759	-4.734.120
Årets resultat		0	0

Frankfurt am Main, 26. februar 2008

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Jean-Claude Trichet
Formand

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS¹

REGNSKABETS INDHOLD OG OPSTILLINGSFORM

Den Europæiske Centralbanks (ECBs) årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECBs finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper², som Styrelsesrådet anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion.

REGNSKABSPRINCIPPER

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: økonomisk realitet og gennemsigtighed, forsigtighed, gennemgang af begivenheder efter balance-dagen, væsentlighed, periodisering, going concern, konsistens og sammenlignelighed.

MEDTAGELSE AF AKTIVER OG PASSIVER

Et aktiv eller et passiv medtages kun på balancen, når det er sandsynligt, at enhver fremtidig økonomisk værdi i tilknytning hertil vil tilgå henholdsvis fragå ECB, at især alle risici og indtjeningsmuligheder i tilknytning hertil i det store og hele er blevet overført til ECB, og aktivets anskaffelsespris og værdi eller forpligtelses størrelse kan opgøres med sikkerhed.

REGNSKABSGRUNDLAG

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsesværdi reguleret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdatoen.

Med virkning fra 1. januar 2007 er grundlaget for bogføring af valutatransaktioner, finansielle instrumenter i fremmed valuta og relaterede periodiseringer ændret i de regnskaber, som eurosystemets centralbanker udarbejder. Det var tilladt at anvende det nye grundlag tidligere, og ECB gennemførte ændringen pr. 1. oktober 2006 med nedenstående virkninger. Med undtagelse af værdipapirer bogføres transaktionerne nu på ikke-balanceførte poster på handelsdagen. På

afviklingsdagen tilbageføres de ikke-balanceførte poster, og transaktionerne bogføres på balancen. Køb og salg af fremmed valuta påvirker nettovalutapositionen på handelsdagen frem for på spotafviklingsdagen, som det har været tilfældet hidtil, og realiserede resultater som følge af salg beregnes også på handelsdagen. Påløbne renter, over- og underkurs i forbindelse med finansielle instrumenter i fremmed valuta beregnes og bogføres dagligt, og valutapositionen påvirkes også dagligt af denne periodisering i stedet for kun at blive ændret, når rentebetalingsstrømmene faktisk forekommer, som det tidligere var tilfældet.

GULD SAMT AKTIVER OG PASSIVER I FREMMED VALUTA

Aktiver og passiver i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende valutakurs. Indtægter og udgifter opregnes til den på bogføringsdagen gældende valutakurs. Kursreguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages for hver enkelt valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta revalueres til markedskursen uafhængigt af kursreguleringen.

Guld værdiansættes til den gældende markedspris ultimo året. Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revaluering beløb baseret på europrisen pr. ounce finguld, som for regnskabsåret 2007 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2007.

VÆRDIPAPIRER

Omsættelige værdipapirer og lignende aktiver værdiansættes enten til den gældende middel-

- 1 ECBs regnskabspraksis blev nærmere fastlagt i ECBs afgørelse ECB/2002/11, EUT L 58, 3.3.2003, s. 38, med senere ændringer. Denne afgørelse blev ophævet med virkning fra 1. januar 2007 og erstattet af ECBs afgørelse ECB/2006/17, EUT L 348, 11.12.2006, s. 38, med senere ændringer.
- 2 Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i eurosystemet.

kurs eller på basis af den relevante rentekurve på balancedagen for de enkelte værdipapirer. For regnskabsåret 2007 er anvendt middeldkurser pr. 28. december 2007. Ikke-omsættelige værdipapirer værdiansættes til anskaffelsesprisen, mens ikke-likvide aktier værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket kursfald.

RESULTATFØRING

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår. Realiserede gevinster og tab på salg af fremmed valuta, guld og værdipapirer resultatføres i resultatopgørelsen. Disse realiserede gevinster og tab beregnes på grundlag af aktivets gennemsnitlige anskaffelsespris.

Urealiserede gevinster opgøres ikke som indtægt, men overføres direkte til en revalueringskonto.

Urealiserede tab medtages i resultatopgørelsen, hvis de overstiger tidligere gevinster på den tilsvarende revalueringskonto. Urealiserede tab på et værdipapir, en valuta eller i guldbeholdningen modregnes ikke i urealiserede gevinster på andre værdipapirer, valutaer eller i guldbeholdningen. I forbindelse med et eventuelt urealiseret tab på et aktiv ultimo året reduceres den gennemsnitlige anskaffelsesværdi i overensstemmelse med valutakursen og/eller markedskursen ultimo året.

Over- eller underkurs på erhvervede værdipapirer resultatføres som en del af renteindtægterne og amortiseres over værdipapirernes resterende løbetid.

TILBAGEFØRSELSFORRETNINGER

Tilbageførselsforretninger er operationer, hvor ECB køber eller sælger aktiver som led i en genkøbsforretning eller foretager udlån mod sikkerhed.

I forbindelse med en genkøbsforretning sælges værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagekøb fra modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Genkøbsforret-

ninger opføres på balancens passivside som sikrede indlån, hvilket giver anledning til en renteudgift i resultatopgørelsen. Værdipapirer, der sælges i forbindelse med en genkøbsforretning, forbliver i ECBs balance.

I forbindelse med en omvendt genkøbsforretning købes værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagesalg til modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Omvendte genkøbsforretninger opføres på balancens aktivside som sikrede udlån, men indgår ikke i ECBs værdipapirbeholdning. De renteindtægter, der opstår i forbindelse hermed, indregnes i resultatopgørelsen.

Tilbageførselsforretninger (inkl. værdipapirudlån) udført i forbindelse med en automatisk værdipapirudlånsaftale medtages kun i balancen, hvis ECB har fået stillet kontant sikkerhed i hele forretningens løbetid. I 2007 modtog ECB ingen sikkerhed af denne type.

IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutaswaps samt andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på et tidspunkt i fremtiden, indregnes i nettovalutapositionen ved beregning af valutagevinster og -tab.

Renteinstrumenter revalueres post for post. Daglige marginændringer for åbne rentefutures indregnes i resultatopgørelsen. Værdiansættelsen af terminsforretninger i værdipapirer og renteswaps sker på grundlag af almindeligt anerkendte værdiansættelsesmetoder baseret på markedspriser og -kurser samt diskonteringsfaktorerne fra afviklingsdagen til værdiansættelsesdagen.

BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for Styrelsesrådets godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen væsentligt.

ESCB-INTERNE MELLEMVÆRENDE/ EUROSYSTEM-INTERNE MELLEMVÆRENDE

ESCB-interne transaktioner er grænseoverskridende transaktioner mellem to centralbanker i EU. Disse transaktioner gennemføres hovedsagelig via Target/Target2 – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (se kapitel 2) – og medfører mellemværender mellem de centralbanker i EU, der er tilsluttet Target/Target2. Disse bilaterale mellemværender fornyes dagligt over for ECB, således at hver national centralbank kun har én bilateral nettoposition over for ECB. Denne position udgør i ECBs regnskab den enkelte nationale centralbanks nettotilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB.

De ESCB-interne mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB (undtagen ECBs kapital og positioner, der er resultatet af overførslen af valutareserveaktiver til ECB), betegnes eurosistem-interne tilgodehavender eller forpligtelser og opføres i balancen for ECB som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost.

Eurosystem-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet" (se "Seddelomløb" nedenfor).

De ESCB-interne mellemværender, som nationale centralbanker uden for euroområdet har med ECB som følge af deres deltagelse i Target/Target2,³ er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet".

ANLÆGSAKTIVER

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde værdiansættes til anskaffelsesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede anvendelsesperiode, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen, og afskrives som følger:

Computere og tilknyttet hardware/software samt køretøjer	4 år
Udstyr, møbler og inventar	10 år
Anlægsaktiver med en anskaffelsespris under 10.000 euro	Straks afskrives

Afskrivningsperioden for aktiverede bygninger og ombygninger i forbindelse med ECBs nuværende lokaler er blevet afkortet for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet, inden ECB flytter til sit nye hovedsæde.

ECBs PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

ECB har en ydelsesbaseret pensionsordning for sine medarbejdere. Ordningen finansieres af aktiver, som besiddes af en fond for langsigtede personaleydelse.

BALANCE

I balancen opgøres den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse som summen af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse på balancedagen fratrukket dagsværdien af ordningens aktiver, som skal anvendes til at finansiere forpligtelserne, justeret for ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster og tab.

Uafhængige aktuarer opgør årligt værdien af pensionsforpligtelsen efter den fremskrevne akkumulerede enhedsmetode (Projected Unit Credit-metoden). Nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse opgøres ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme. Som diskonteringsrate benyttes renten på meget sikre virksomhedsobligationer i euro med samme løbetid som pensionsforpligtelsen.

Aktuarmæssige gevinster og tab kan skyldes erfaringsbaserede reguleringer (forskellen mellem faktiske begivenheder og tidligere aktuar-

3 Pr. 31. december 2007 deltog følgende nationale centralbanker uden for euroområdet i Target/Target2: Danmarks Nationalbank, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta og Bank of England.

mæssige forudsætninger) og ændringer i aktuarmæssige forudsætninger.

RESULTATOPGØRELSE

I resultatopgørelsen indregnes nettoværdien af følgende komponenter:

- a) løbende pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- b) renteudgift på den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse baseret på diskonteringsrenten
- c) forventet afkast af ordningens aktiver
- d) aktuarmæssige gevinster og tab indregnet i resultatopgørelsen ved hjælp af korridormetoden.

KORRIDORMETODEN

Ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinster og -tab, som overstiger 10 pct. af den største af enten a) nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsordning eller b) dagsværdien af ordningens aktiver, afskrives over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

PENSION TIL DIREKTIONSMEDLEMMER OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Direktionsmedlemmernes pensionsordning og invaliditetsydelse til medarbejderne er uafdækkede. De forventede omkostninger til disse ydelser periodiseres over direktionsmedlemmernes embedsperiode og medarbejdernes ansættelsesperiode ved hjælp af en regnskabsmetode, som ligner den, der bruges til ydelsesbaserede pensionsordninger. Aktuarmæssige gevinster og tab indregnes som beskrevet ovenfor.

Disse forpligtelser værdiansættes årligt af uafhængige aktuarer for at fastsætte den passende forpligtelse i årsregnskabet.

SEDELLOMLØB

ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, som tilsammen udgør eurosystemet, udste-

der eurosedler.⁴ Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned i henhold til seddelfordelingsnøglen⁵.

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som indregnes i posten "Seddellomløb". ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker. Disse tilgodehavender, der er rentebærende,⁶ indregnes i delposten "Eurosysteminterne tilgodehavender: Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet" (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" ovenfor). Renteindtægterne af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter". Indtægterne forfalder til betaling til de nationale centralbanker i det regnskabsår, hvor indtægten optjenes, men fordeles den anden arbejdsdag det følgende år.⁷ Indtægten fordeles fuldt ud, medmindre ECBs nettooverskud for året er mindre end ECBs indtægt fra seddellomløbet, og medmindre Styrelsesrådet beslutter at foretage hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisrisici og at nedsætte beløbet som følge af omkostninger, som ECB måtte have afholdt i forbindelse med udstedelse og håndtering af eurosedler i denne indtægt.

ANDRE FORHOLD

Under hensyntagen til ECBs rolle som centralbank finder Direktionen, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugere yderligere relevante oplysninger.

4 ECBs afgørelse af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler (ECB/2001/15), EFT L 337, 20.12.2001, s. 52, med senere ændringer.

5 "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECBs andel af summen af udstedte eurosedler, og anvende kapitalindskudsnøglen på de nationale centralbankers andel i den nævnte sum.

6 ECBs afgørelse af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002 (ECB/2001/16), EFT L 337, 20.12.2001, s. 55, med senere ændringer.

7 ECBs afgørelse af 17. november 2005 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater (ECB/2005/11), EUT L 311, 26.11.2005, s. 41. Denne afgørelse ophævede ECBs afgørelse ECB/2002/9.

I henhold til artikel 27 i ESCB-statutten og efter indstilling fra Styrelsesrådet har Rådet godkendt udnævnelsen af KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECBs eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2007.

NOTER TIL BALANCEN

1 GULD OG TILGODEHAVENDER I GULD

ECB havde pr. 31. december 2007 en beholdning på 18.091.733 ounces finguld (mod 20.572.017 ounces i 2006). Faldet skyldes a) guldsalg på 2.539.839 ounces i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld, der trådte i kraft 27. september 2004, og som ECB har underskrevet, og b) Banka Slovenijes overførsel af 59.555 ounces finguld⁸ til ECB i overensstemmelse med artikel 30.1 i ESCB-statutten efter Sloveniens indførelse af den fælles valuta. Faldet i guldbeholdningens værdi i euro som følge af disse salg blev mere end opvejet af en væsentlig stigning i prisen på guld i løbet af 2007 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2 TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

TILGODEHAVENDER HOS IMF

I denne post indregnes ECBs beholdning af særlige trækingsrettigheder pr. 31. december 2007. Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF på vegne af ECB bemyndiges til at sælge eller købe SDR mod euro inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR beregnes på grundlag af en valutakurv, hvis værdi bestemmes som en vægtet sum af kursen på fire vigtige valutaer (euro, japanske yen, britiske pund og amerikanske dollar). SDR behandles i regnskabet som fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

BANKTILGODEHAVENDER OG VÆRDIPAPIRER, EKSTERNE LÅN OG ANDRE EKSTERNE AKTIVER OG TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I EUROOMRÅDET

I disse to poster indregnes tilgodehavender hos banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen.

<i>Tilgodehavender hos resider uden for euroområdet</i>	2007 €	2006 €	Udvikling €
Anfordringskonti	761.073.851	1.388.630.590	-627.556.739
Pengemarkedsindskud	688.783.688	1.352.326.756	-663.543.068
Omvendte genkøbsforretninger	543.247.188	330.983.321	212.263.867
Værdipapirer	26.579.510.126	26.241.436.610	338.073.516
I alt	28.572.614.853	29.313.377.277	-740.762.424

<i>Tilgodehavender hos resider i euroområdet</i>	2007 €	2006 €	Udvikling €
Anfordringskonti	574.945	18.535	556.410
Pengemarkedsindskud	3.867.588.514	2.621.949.594	1.245.638.920
Omvendte genkøbsforretninger	0	151.860.288	-151.860.288
I alt	3.868.163.459	2.773.828.417	1.094.335.042

Selv om både den amerikanske dollar og den japanske yen deprecierede i forhold til euroen i 2007, steg nettoeuroværdien af disse positioner. Dette skyldtes hovedsagelig a) investeringen af provenuet af guldsalget i japanske yen og i mindre udstrækning i dollarporteføljen (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld" og b) indtægter primært i dollarporteføljen.

Efter Sloveniens indførelse af den fælles valuta 1. januar 2007 overførte Banka Slovenije desuden amerikanske dollar til en værdi af 162,9 mio. euro til ECB i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 30.1.

⁸ Overførslen, til en værdi af 28,7 mio. euro, blev foretaget med virkning fra 1. januar 2007.

Den 31. december 2007 var ECBs nettobeholdninger⁹ af amerikanske dollar og japanske yen følgende:

	(mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	37.149
Japanske yen	1.076.245

3 TILGODEHAVENDER I EURO HOS RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2007 bestod disse tilgodehavender af pengemarkedsindskud til en værdi af 20 mio. euro og anfordringskonti hos residerter uden for euroområdet.

4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2007 bestod disse tilgodehavender af pengemarkedsindskud til en værdi af 100 mio. euro og anfordringskonti hos residerter i euroområdet.

5 EUROSISTEM-INTERNE TILGODEHAVENDER

TILGODEHAVENDER I FORBINDELSE MED FORDELINGEN AF EUROSIEDLER INDEN FOR EUROSISTEMET

I denne post indregnes ECBs tilgodehavender hos de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet (se "Seddelømløb" under anvendt regnskabspraksis).

ANDRE TILGODEHAVENDER I EUROSISTEMET, NETTO

Denne post omfatter de Target-/Target2-tilgodehavender, som de nationale centralbanker i euroområdet har hos ECB (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Stigningen skyldes her hovedsagelig afviklingen af eurodelen af de back-to-back-swaptransaktioner,

der blev gennemført med de nationale centralbanker i forbindelse med auktionsfaciliteten "Term Auction Facility" i amerikanske dollar (se note 9 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet").

	2007 €	2006 €
Target/Target2-tilgodehavender hos euroområdets nationale centralbanker	145.320.642.526	83.764.470.700
Target/Target2-forpligtelser over for euroområdets nationale centralbanker	-128.079.459.304	-80.218.602.205
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto	17.241.183.222	3.545.868.495

6 ANDRE AKTIVER

MATERIELLE ANLÆGSAKTIVER

Pr. 31. december 2007 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	2007 €	2006 €	Udvikling €
Udgifter			
Grunde og bygninger	156.964.236	160.272.602	-3.308.366
Computerhardware og -software	168.730.634	157.573.338	11.157.296
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	27.105.564	26.670.476	435.088
Anlægsaktiver under udførelse	59.791.855	28.790.200	31.001.655
Øvrige anlægsaktiver	1.195.290	1.232.143	-36.853
Udgifter i alt	413.787.579	374.538.759	39.248.820

⁹ Aktiver fratrukket passiver i den pågældende valuta, der skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter", "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivside) og "Periodeafgrænsningsposter", idet der også tages højde for valutaterminsforretninger og valutaswaps under ikke-balanceførte poster. Effekten af kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

	2007 €	2006 €	Udvikling €
Akkumulerede afskrivninger			
Grunde og bygninger	-49.672.589	-39.696.727	-9.975.862
Computer-hardware og -software	-150.195.777	-135.057.096	-15.138.681
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	-25.562.068	-24.471.251	-1.090.817
Øvrige anlægsaktiver	-147.182	-132.696	-14.486
Akkumulerede afskrivninger i alt	-225.577.616	-199.357.770	-26.219.846
Resultatført nettoværdi	188.209.963	175.180.989	13.028.974

Faldet i "Grunde og bygninger" under udgifter skyldes hovedsagelig salget i januar 2007 af den embedsbolig til ECBs formand, der blev købt i 2001. En ny embedsbolig blev købt i december 2006.

Stigningen i delposten "Anlægsaktiver under udførelse" skyldes hovedsagelig indledende arbejde i forbindelse med ECBs nye hovedsæde. Overførsler fra denne post til den relevante anlægsaktivpost sker, når aktiverne tages i brug.

ANDRE FINANSIELLE AKTIVER

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

	2007 €	2006 €	Udvikling €
Værdipapirer i euro	8.815.612.722	7.303.413.758	1.512.198.964
Omvendte genkøbsforretninger i euro	668.392.837	874.669.464	-206.276.627
Andre finansielle aktiver	42.190.576	42.187.167	3.409
I alt	9.526.196.135	8.220.270.389	1.305.925.746

a) ECBs egenkapital er investeret i værdipapirer i euro og omvendte genkøbsforretninger i euro (se note 12 "Andre forpligtelser"). Stigningen i værdipapirbeholdningen skyldes hovedsagelig investeringen i ECBs egenporte-

følge af modposten til det overførte beløb til ECBs hensættelser til dækning af valuta-, rente- og guldprisisici i 2006.

b) ECB har 3.211 kapitalandele i BIS, som er indregnet til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2007 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne er det resultat, der opnås, når transaktionernes værdi omregnes til euro til den kurs, der er gældende på balancetidspunktet, sammenholdt med de euroværdier, der opnås, når transaktionerne omregnes til gennemsnitskursen for den pågældende valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis). Værdistigninger i forbindelse med terminsforretninger i værdipapirer indgår også i denne post.

PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

I 2007 omfattede denne position påløbne renter af ECBs tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet for 4. kvartal (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis), som udgjorde 545,8 mio. euro, og påløbne renter af Target-/Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet for december 2007, som udgjorde 481,6 mio. euro.

Denne post indeholder også påløbne renter, herunder amortisering af kurstab, på værdipapirer og andre finansielle aktiver.

ØVRIGE POSTER

I denne post indgår hovedsagelig balancer for udestående valutaswaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2007 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse balancer opstår, når transaktionerne omregnes til

deres værdi i euro til den pågældende valutas gennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt er bogført til (se "Ikke-balanførte poster" under anvendt regnskabspraksis).

Posten indeholder også et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre indirekte skatter. Sådanne afgifter refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Det Europæiske Fællesskabs privilegier og immuniteter, som ifølge artikel 40 i ESCB-statutten også gælder for ECB.

7 SEDDELOMLØB

I denne post indregnes ECBs andel (8 pct.) af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

8 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR ANDRE RESIDENTER I EUROOMRÅDET

Denne post omfatter indskud, som medlemmer af Euro Banking Association (EBA) har stillet som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger afviklet i Target/Target2-systemet.

9 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Denne post omfatter primært en forpligtelse over for Federal Reserve på 13,9 mia. euro i forbindelse med auktionsfaciliteten "Term Auction Facility" i amerikanske dollar. Gennem denne facilitet forsynede Federal Reserve ECB med 20 mia. dollar ved hjælp af et midlertidigt gensidigt valutaarrangement (swap line) med det formål at tilbyde eurosystemets modparter kortfristet likviditet i dollar. Samtidig gennemførte ECB back-to-back-swapforretninger med nationale centralbanker i euroområdet, som anvendte de heraf resulterende midler til at udføre likviditetstilførende operationer med eurosystemets modparter. Disse back-to-back-swapforretninger resul-

terede i ikke-rentebærende eurosystem-interne mellemværender mellem ECB og de nationale centralbanker, som er bogført under "Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto".

Resten af denne post udgøres af mellemværender med de nationale centralbanker uden for euroområdet som følge af transaktioner i Target/Target2-systemet (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

10 FORPLIGTELSE I FREMMED VALUTA OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Disse forpligtelser består af genkøbsforretninger med residerter uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

11 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSE

I denne post indregnes de forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB, da de nationale centralbanker kom med i eurosystemet. De forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved eurosystemets primære markedsoperationer, korrigeret så der tages højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 23 "Nettorenteindtægter").

Bulgariens og Rumæniens tiltrædelse af EU og den deraf følgende justering af den samlede ramme for de nationale centralbankers tilgodehavender og vægte i ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud (se note 15 "Kapital og reserver") samt Banka Slovenijes overførsel af valutareserveaktiver efter Sloveniens indførelse af den fælles valuta medførte en forøgelse af disse forpligtelser med 259.568.376 euro.

	Indtil 31. december 2006 €	Fra 1. januar 2007 ¹ €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.419.101.951	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.761.707.508	11.821.492.402
Central Bank and Financial Ser- vices Authority of Ireland	513.006.858	511.833.966
Bank of Greece	1.055.840.343	1.046.595.329
Banco de España	4.326.975.513	4.349.177.351
Banque de France	8.275.330.931	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.262.783.715	7.217.924.641
Banque centrale du Luxembourg	87.254.014	90.730.275
De Nederlandsche Bank	2.223.363.598	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.157.451.203	1.161.289.918
Banco de Portugal	982.331.062	987.203.002
Banka Slovenije	-	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.118.926	717.086.011
I alt	39.782.265.622	40.041.833.998
1) De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totalerne ikke nødvendigvis overens.		

Banka Slovenijes tilgodehavende blev sat til 183.995.238 euro for at sikre, at forholdet mellem dette tilgodehavende og det samlede tilgodehavende, som er blevet krediteret de øvrige nationale centralbanker, der har indført euroen, svarer til forholdet mellem Banka Slovenijes vægt i ECBs fordelingsnøgle for kapitalindsud og de andre deltagende nationale centralbankers samlede vægt i fordelingsnøglen. Differencen mellem tilgodehavendet og værdien af de overførte aktiver (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld" og note 2 "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i og uden for euroområdet") blev behandlet som en del af Banka Slovenijes bidrag, som i henhold til ESCB-statuttens artikel 49.2 skal indbetales til ECBs reserver og hensættelser, der svarer til ECBs reserver pr. 31. december 2006 (se note 13 "Hensættelser" og note 14 "Revalueringskonti").

12 ANDRE FORPLIGTELSE

REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående valutaswaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2007 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne er det resultat, der opnås, når transaktionerne omregnes til euro til den kurs, der gælder på balancetidspunktet, sammenholdt med de euroværdier, der opstår, når transaktionerne omregnes til euro til den pågældende valutagennemsnitskurs (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis samt note 6 "Andre aktiver").

Værditab i forbindelse med terminsforretninger i værdipapirer og renteswaps indgår også i denne post.

PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

Denne post består hovedsagelig af skyldige renter til de nationale centralbanker på deres tilgodehavender i forbindelse med overførte valutareserver (se note 11 "Eurosystem-interne forpligtelser") på 1,4 mia. euro. Der indregnes desuden periodiseringer på nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende Target/Target2, periodiseringer på finansielle instrumenter, herunder amortisering af kuponobligationstillæg og andre periodeafgrænsningsposter.

ØVRIGE POSTER

Denne post består hovedsagelig af udestående genkøbsforretninger på 517 mio. euro, som er udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs egenkapital (se note 6 "Andre aktiver") og ECBs nettoforpligtelse vedrørende pensionsordningen, se nedenfor.

ECBs PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Hvad angår ECBs pensionsforpligtelse, er nedenstående beløb indregnet i balancen (se

"ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis):

	2007 i mio. €	2006 i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	285,8	258,5
Dagsværdi af ordningens aktiver	-229,8	-195,3
Ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster/tab	35,4	17,3
Forpligtelse indregnet i balancen	91,4	80,5

I forpligtelsens nutidsværdi medregnes uafdækkede forpligtelser på 36,8 mio. euro (mod 32,6 mio. euro i 2006) i forbindelse med direktionsmedlemmernes pensionsordning og hensættelser til dækning af medarbejdernes invaliditetsydelser.

De beløb, der er indregnet i resultatopgørelsen for 2007 og 2006 vedrørende delposterne "Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår", "Renteudgift" og "Forventet afkast af ordningens aktiver", er således:

	2007 i mio. €	2006 i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	26,5	27,3
Renteudgift	8,6	6,8
Forventet afkast af ordningens aktiver	-7,9	-6,7
Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året	0	0
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	27,2	27,4

I henhold til korridormetoden (se "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis) blev der ikke indregnet aktuarmæssige gevinster i resultatopgørelsen for 2007.

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse er således:

	2007 i mio. €	2006 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	258,5	223,5
Pensionsomkostninger	26,5	27,3
Renteudgift	8,6	6,8
Deltagernes bidrag	14,2	10,4
Andre nettoændringer i forpligtelser, der repræsenterer deltagerne i ordningens bidrag	2,5	3,7
Betalte ydelser	-2,5	-2,6
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	-22,0	-10,6
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	285,8	258,5

Ændringer i dagsværdien af ordningens aktiver er således:

	2007 i mio. €	2006 i mio. €
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 1. januar	195,3	161,2
Forventet afkast af ordningens aktiver	7,9	6,7
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	-4,0	0,2
Arbejdsgiverens bidrag	16,2	15,4
Deltagernes bidrag	14,1	10,3
Betalte ydelser	-2,2	-2,2
Andre nettoændringer i aktiver, der repræsenterer deltagerne bidrag	2,5	3,7
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 31. december	229,8	195,3

Til at udarbejde de vurderinger, der henvises til i denne note, har aktuarerne anvendt forudsætninger, som Styrelsesrådet har godkendt med henblik på regnskabsafklæggelse og oplysning.

De væsentligste forudsætninger til at beregne pensionsforpligtelsen fremgår af nedenstående tabel. Aktuarerne har anvendt det forventede afkast af ordningens aktiver til at beregne den årlige omkostning på resultatopgørelsen.

	2007 pct.	2006 pct.
Diskonteringsats	5,30	4,60
Forventet afkast af ordningens aktiver	6,50	6,00
Fremtidige lønforhøjelser	2,00	2,00
Fremtidige pensionsforpligtelser	2,00	2,00

13 HENSÆTTELSER

I betragtning af ECBs omfattende følsomhed over for udviklingen i valutakurser, renter og guldpris samt størrelsen af bankens revalueringsskonti fandt Styrelsesrådet det passende at foretage en hensættelse pr. 31. december 2005 til at imødegå denne risikoeksponering. Hensættelsen skal bruges til at dække fremtidige realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, der ikke dækkes af revalueringsskontiene. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering på baggrund af ECBs vurdering af ovennævnte risici. I vurderingen tages højde for en række faktorer, herunder især størrelsen af beholdningen af risikobærende aktiver, omfanget af virkeliggjort risikoeksponering i indeværende regnskabsår, fremskrevne resultater for næste år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode¹⁰. Hensættelsen må sammen med et eventuelt indestående i den almindelige reservefond ikke overstige værdien af ECBs kapital indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

Pr. 31. december 2006 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente- og guldpriserisici 2.371.395.162 euro. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.2 bidrog Banka Slovenije desuden med 10.947.042 euro til hensættelsen med virkning fra 1. januar 2007. På baggrund af resultaterne af vurderingen besluttede Styrelsesrådet pr. 31. december 2007 at hensætte yderligere 286.416.109 euro, hvorved det samlede beløb steg til 2.668.758.313 euro, og – som det var tilfældet i 2006 – nettoresultatet blev lig nul.

I denne post indregnes også en passende hensættelse til dækning af ECBs kontraktlige forpligtelse til at føre bankens nuværende lokaler tilbage til deres oprindelige stand, når ECB forlader dem for at flytte til sin nye bygning, samt diverse hensættelser.

14 REVALUERINGSKONTI

Disse konti repræsenterer revalueringsskonti som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.2 bidrog Banka Slovenije med 26 mio. euro til disse balancer pr. 1. januar 2007.

	2007 €	2006 €	Udvikling €
Guld	5.830.485.388	4.861.575.989	968.909.399
Valuta	0	701.959.896	-701.959.896
Værdipapirer	338.524.183	14.909.786	323.614.397
I alt	6.169.009.571	5.578.445.671	590.563.900

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2007	2006
Amerikanske dollar pr. euro	1,4721	1,3170
Japanske yen pr. euro	164,93	156,93
Euro pr. SDR	1,0740	1,1416
Euro pr. ounce finguld	568,236	482,688

15 KAPITAL OG RESERVER

KAPITAL

A) ÆNDRING AF ECBs FORDELINGSNØGLE FOR KAPITALINDSKUD

I henhold til ESCB-statuttens artikel 29 fastsættes de nationale centralbankers andel i ECBs kapital ud fra en fordelingsnøgle, hvori det pågældende medlemsland er tildelt en vægt, som beregnes på grundlag af Europa-Kommissionens data om de enkelte landes andel af henholdsvis EU's samlede befolkning og BNP, som vægtes

¹⁰ Se også kapitel 2 i ECBs årsberetning.

ens. Fordelingsnøglen justeres hvert femte år, og hver gang et nyt land bliver medlem af EU. På grundlag af Rådets afgørelse af 15. juli 2003 om de statistiske data, der skal benyttes ved justering af fordelingsnøglen for kapitalindsud i Den Europæiske Centralbank (2003/517/EF)¹¹, blev de nationale centralbankers andel i ECBs kapital justeret pr. 1. januar 2007 som følge af Bulgariens og Rumæniens tiltrædelse af EU:

	Fra 1.5.2004 til 31.12.2006 Pct.	Fra 1.1.2007 Pct.
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	71,4908	69,5092
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	28,5092	30,4908
I alt	100,0000	100,0000

B) ECBs KAPITAL

I henhold til ESCB-statuttens artikel 49.3, som blev tilføjet statuten i forbindelse med tiltrædelsestraktaten, udvides ECBs tegnede kapital automatisk, når et nyt land bliver medlem af EU, og dets nationale centralbank bliver en del af ESCB. Udvidelsen fastsættes ved at gange det gældende beløb (5.565 mio. euro pr. 31. december 2006) med forholdet – i den udvidede fordelingsnøgle – mellem de nye nationale centralbankers vægt og vægten af de nationale centralbanker, der allerede er medlem af ESCB. ECBs tegnede kapital blev derfor udvidet til 5.761 mio. euro den 1. januar 2007.

I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.1 og en retsakt vedtaget af Styrelsesrådet 30. december 2006¹², indbetalte Banka Slovenije 17.096.556 euro til ECB pr. 1. januar 2007, hvilket svarede til den resterende del af Banka Slovenijes andel i den tegnede kapital.

De nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale 7 pct. af deres andel i den tegnede kapital som bidrag til ECBs driftsudgifter. Derfor indbetalte Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og Banca Națională a României henholdsvis 3.561.869 euro og 10.156.952 euro den 1. januar 2007. Medregnes disse beløb, udgjorde det indbetalte beløb i alt 122.952.830 euro ultimo 2007. De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECBs overskud, herunder af indtægterne fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECBs eventuelle tab.

Den samlede effekt af de tre ovennævnte ændringer var en stigning i ECBs indbetalte kapital fra 4.089.277.550 euro pr. 31. december 2006 til 4.127.136.230 euro pr. 1. januar 2007, jf. nedenstående tabel¹³.

11 EUT L 181, 19.7.2003, s. 43.

12 ECBs afgørelse af 30. december 2006 om Banka Slovenijes indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser (ECB/2006/30), EUT L 24, 31.1.2007, s. 17.

13 De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totalerne i tabellen ikke nødvendigvis overens.

	Tegnet kapital indtil 31. december 2006 €	Indbetalt kapital indtil 31. december 2006 €	Tegnet kapital fra 1. januar 2007 €	Indbetalt kapital fra 1. januar 2007 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	141.910.195	141.910.195	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.176.170.751	1.176.170.751	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51.300.686	51.300.686	51.183.397	51.183.397
Bank of Greece	105.584.034	105.584.034	104.659.533	104.659.533
Banco de España	432.697.551	432.697.551	434.917.735	434.917.735
Banque de France	827.533.093	827.533.093	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	726.278.371	726.278.371	721.792.464	721.792.464
Banque centrale du Luxembourg	8.725.401	8.725.401	9.073.028	9.073.028
De Nederlandsche Bank	222.336.360	222.336.360	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	115.745.120	115.745.120	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	98.233.106	98.233.106	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	-	-	18.399.524	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71.711.893	71.711.893	71.708.601	71.708.601
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	3.978.226.562	3.978.226.562	4.004.183.400	4.004.183.400
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	-	-	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	81.155.136	5.680.860	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	87.159.414	6.101.159	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	9.927.370	694.916	9.810.391	686.727
Central Bank of Cyprus	7.234.070	506.385	7.195.055	503.654
Latvijas Banka	16.571.585	1.160.011	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.623.661	1.723.656	24.068.006	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	77.259.868	5.408.191	75.700.733	5.299.051
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	3.600.341	252.024	3.583.126	250.819
Narodowy Bank Polski	285.912.706	20.013.889	280.820.283	19.657.420
Banca Națională a României	-	-	145.099.313	10.156.952
Banka Slovenije	18.613.819	1.302.967	-	-
Národná banka Slovenska	39.770.691	2.783.948	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	134.292.163	9.400.451	134.298.089	9.400.866
Bank of England	800.321.860	56.022.530	802.672.024	56.187.042
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	1.586.442.685	111.050.988	1.756.469.003	122.952.830
I alt	5.564.669.247	4.089.277.550	5.760.652.403	4.127.136.230

16 BEGIVENHEDER INDTRUFFET EFTER BALANCEDAGEN

CYPERN OG MALTA INDTRÆDER I EUROOMRÅDET

I henhold til Rådets beslutning (2007/503/EF) af 10. juli 2007 og i overensstemmelse med traktatens artikel 122, stk. 2, blev den fælles valuta indført i Cypern og Malta pr. 1. januar 2008. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.1 og de retsakter, som Styrelsesrådet vedtog 31. december 2007¹⁴, indbetalte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank

14 ECBs afgørelse af 31. december 2007 om indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser fra Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (ECB/2007/22), EUT L 28, 1.2.2008, s. 36. Aftale af 31. december 2007 mellem Den Europæiske Centralbank og Central Bank of Cyprus vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Central Bank of Cyprus i henhold til artikel 30.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 29, 1.2.2008, s. 4. Aftale af 31. december 2007 mellem Den Europæiske Centralbank og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i henhold til artikel 30.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 29, 1.2.2008, s. 6.

of Malta henholdsvis 6.691.401 euro og 3.332.307 euro til ECB pr. 1. januar 2008, hvilket svarede til den resterende del af deres andel i den tegnede kapital. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 30.1 overførte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta valutareserveaktiver til ECB til en samlet værdi af 109.953.752 euro med virkning fra 1. januar 2008. Det samlede overførte beløb blev fastsat ved at gange euroværdien, der blev beregnet på grundlag af den gældende vekselkurs pr. 31. december 2007, af de valutareserveaktiver, som allerede var blevet overført til ECB, med forholdet mellem antallet af de to centralbankers tegnede kapitalandele og antallet af de kapitalandele, der allerede er indbetalt af de øvrige nationale centralbanker uden dispensation. Valutareserveaktiverne omfattede beløb i amerikanske dollar i form af kontanter og guld; henholdsvis i forholdet 85 til 15.

Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta er blevet krediteret fordringer svarende til den indbetalte kapital og valutareserveaktiverne. Disse fordringer skal behandles på samme måde, som de øvrige nationale centralbankers eksisterede fordringer (se note 11 "Eurosystem-interne forpligtelser").

IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

17 AUTOMATISK VÆRDIPAPIRUDLÅN

Som led i forvaltningen af ECBs egenkapital har ECB indgået en aftale om automatisk værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECBs vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række modparter, der af ECB er godkendt som modparter. I henhold til denne aftale var der pr. 31. december 2007 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 3,0 mia. euro (mod 2,2 mia. euro i 2006) (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

18 RENTE FUTURES

I 2007 blev rentefutures anvendt som led i forvaltningen af ECBs valutareserve og egenportefølje. Pr. 31. december 2007 var følgende transaktioner udestående:

Rentefutures i fremmed valuta	Kontraktværdi €
Erhvervet	5.932.333.678
Afhændet	2.105.780.978

Rentefutures i euro	Kontraktværdi €
Erhvervet	25.000.000
Afhændet	190.600.000

19 RENTESWAPS

Pr. 31. december 2007 var renteswapforretninger med en kontraktværdi på 13 mio. euro udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

20 TERMINSFORRETNINGER I VÆRDIPAPIRER

Pr. 31. december 2007 var terminskøb af værdipapirer til 113 mio. euro og terminssalg til 9 mio. euro fortsat udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

21 VALUTASWAP- OG TERMINSFORRETNINGER

Pr. 31. december 2007 var tilgodehavender i form af valutaswaps og terminsforretninger på 794 mio. euro og forpligtelser på 797 mio. euro fortsat udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

Pr. 31. december 2007 var der desuden fortsat udestående tilgodehavender hos nationale centralbanker i form af terminsforretninger og forpligtelser over for Federal Reserve, der opstod i forbindelse med auktionsfaciliteten "Term

Auction Facility" i amerikanske dollar, som Federal Reserve havde oprettet (se note 9 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet").

22 VERSERENDE RETSSAGER

Document Security Systems Inc. (DSSI) anlagde et erstatningssøgsmål mod ECB ved De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans med påstand om, at ECB havde krænket et DSSIpatent¹⁵ i forbindelse med fremstillingen af eurosedler. Retten afviste DSSIs erstatningssøgsmål mod ECB¹⁶. ECB har indledt søgsmål med henblik på at få erklæret patentet ugyldigt i en række nationale jurisdiktioner. Da det endvidere er ECBs faste overbevisning, at patentet på ingen måde er blevet krænket, vil ECB forsvare sig mod ethvert søgsmål med denne påstand, som DSSI måtte indlede ved en kompetent national domstol.

15 DSSIs europæiske patent nr. 0455 750 B1.

16 Retten i Første Instans' kendelse af 5. september 2007, sag T-295/05. Findes på webstedet www.curia.eu.

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

23 NETTORENTEINDTÆGTER

RENTEINDTÆGT FRA VALUTARESERVEAKTIVER

I denne post indregnes renteindtægter – fratrukket renteudgifter – på tilgodehavender og gæld i fremmed valuta.

	2007 €	2006 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	24.052.321	15.399.229	8.653.092
Indtægter fra pengemarkedsindsud	196.784.561	195.694.549	1.090.012
Omvendte genkøbsforretninger	138.079.630	201.042.718	-62.963.088
Indtægter på værdipapirer, netto	1.036.836.752	934.077.489	102.759.263
Renteindtægter på terminsforretninger i fremmed valuta og valutaswaptransaktioner, netto	19.766.033	3.853.216	15.912.817
Renteindtægt fra valutareserveaktiver i alt	1.415.519.297	1.350.067.201	65.452.096
Renteudgifter på anfordringskonti	-154.041	-225.549	71.508
Genkøbsforretninger	-60.476.997	-31.598.416	-28.878.581
Renteudgifter på terminsforretninger i fremmed valuta og valutaswaptransaktioner, netto	-891	0	-891
Renteindtægt fra valutareserveaktiver, netto	1.354.887.368	1.318.243.236	36.644.132

RENTEINDTÆGT FRA FORDELINGEN AF EUROSEDLER INDEN FOR EUROSYSTEMET

I denne post indregnes renteindtægter i forbindelse med ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler. ECBs tilgodehavende svarende til andelen af seddelomløbet forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved eurosystemets primære markedsoperationer. Renteindtægtsstigningen i 2007 afspejlede såvel den generelle stigning i eurosedler i omløb og rentestigningen for ECBs primære markedsoperationer. Indtægterne fordeles til de nationale centralbanker i henhold til fordelingsnøglen, som er

beskrevet under "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis.

På baggrund af ECBs forventede resultat for 2007 besluttede Styrelsesrådet at tilbageholde fordelingen af hele denne indtægt.

Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavende vedrørende overførte valutareserveaktiver

I denne post indregnes renter udbetalt til de nationale centralbanker i euroområdet på deres tilgodehavender hos ECB vedrørende de valutareserveaktiver, der er blevet overført i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten.

ANDRE RENTEINDTÆGTER OG ANDRE RENTEUDGIFTER

Disse poster omfatter renteindtægter på 3,9 mia. euro (mod 2,5 mia. euro i 2006) og renteudgifter på 3,8 mia. euro (mod 2,4 mia. euro i 2006) fra mellemværender i Target/Target2. Renteindtægter og -udgifter i forbindelse med andre aktiver og passiver i euro er også opført her.

24 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

I 2007 fordelte de realiserede nettogevinster/-tab på finansielle operationer sig som følger:

	2007 €	2006 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevinster/(-tab) på værdipapirer og rentefutures, netto	69.252.941	-103.679.801	172.932.742
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	709.294.272	579.060.509	130.233.763
Realiserede gevinster på finansielle operationer	778.547.213	475.380.708	303.166.505

25 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2007 €	2006 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-15.864.181	-73.609.623	57.745.442
Urealiserede børskurstab på renteswaps	-18.899	0	-18.899
Urealiserede valutakurstab	-2.518.369.734	-644.857.885	-1.873.511.849
Nedskrivnin- ger i alt	-2.534.252.814	-718.467.508	-1.815.785.306

Valutakurstabet kan primært henføres til nedskrivning af den gennemsnitlige anskaffelses- sum på ECBs beholdning af amerikanske dollar og japanske yen til kursen ultimo året som følge af disse valutaers depreciering over for euro i løbet af året.

26 GEBYRER OG PROVISIONER, NETTO

	2007 €	2006 €	Udvikling €
Indtægt fra gebyrer og provisioner	263.440	338.198	-74.758
Udgift til gebyrer og provisioner	-885.131	-884.678	-453
Gebyrer og provisioner, netto	-621.691	-546.480	-75.211

Indtægter, der indregnes i denne post, omfatter strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne består af gebyrer på anfordringskonti og udgifter forbundet med gennemførelsen af rentefutures i fremmed valuta (se note 18 "Rentefutures").

27 INDTÆGTER FRA AKTIER OG KAPITALINDSKUD

Afkast af kapitalandele i BIS (se note 6 "Andre aktiver") indregnes i denne post.

28 ANDRE INDTÆGTER

Diverse indtægter i løbet af året stammer hovedsagelig fra andre centralbankers bidrag til udgifter til en tjenesteydelseskontrakt, som ECB har indgået centralt med en ekstern it-netværksleverandør.

29 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 141,7 mio. euro (mod 133,4 mio. euro i 2006). Personaleomkostninger på 1,1 mio. euro (mod 1,0 mio. euro i 2006) i forbindelse med opførelsen af ECBs nye hovedsæde er kapitaliseret og ikke indregnet i denne post. Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EUs institutioner.

Medlemmerne af Direktionen får udbetalt en grundløn, hvortil kommer bolig- og repræsentationstillæg. Formanden får stillet en embedsbolig, der ejes af ECB, til rådighed i stedet for boligtillægget. I henhold til ansættelsesvilkårene for ansatte i Den Europæiske Centralbank har medlemmerne af Direktionen ret til husstands-, børne- og uddannelsestillæg, der afhænger af det enkelte medlems forhold. Af grundlønnen svares skat til De Europæiske Fællesskaber, og indbetalinger til pensions-, syge- og ulykkesforsikring fratrækkes. Tillæg er skattefri og ikke-pensionsbærende. Direktionens pensionsordning er beskrevet i "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis.

Følgende er udbetalt i årlig grundløn til medlemmerne af Direktionen:

	2007 €	2006 €
Jean-Claude Trichet (formand)	345.252	338.472
Lucas D. Papademos (næstformand)	295.920	290.112
Gertrude Tumpel-Gugerell (direktionsmedlem)	246.588	241.752
José Manuel González-Páramo (direktionsmedlem)	246.588	241.752
Lorenzo Bini Smaghi (direktionsmedlem)	246.588	241.752
Otmar Issing (direktionsmedlem indtil maj 2006)	-	100.730
Jürgen Stark (direktionsmedlem fra juni 2006)	246.588	141.022
I alt	1.627.524	1.595.592

Medlemmerne af Direktionen fik i alt udbetalt 579.842 euro (mod 557.421 euro i 2006) i tillæg samt ydelser fra ECBs bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger, hvilket resulterede i et samlet beløb til lønninger på i alt 2.207.366 euro (mod 2.153.013 euro i 2006).

Direktionsmedlemmerne modtager en fratrædelsesgodtgørelse i en periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. I 2007 udgjorde disse betalinger og ECBs bidrag til afgående medlemmers sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger 52.020 euro (mod 292.280 euro i 2006). Pensionsydelser, herunder relaterede tillæg, til afgående medlemmer af Direktionen eller deres pårørende samt bidrag til sygesikrings- og sygeforsikringsordninger beløb sig til 249.902 euro (mod 121.953 euro i 2006).

I denne post indgår ligeledes et beløb på 27,2 mio. euro (mod 27,4 mio. euro i 2006) vedrørende ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden (se note 12 "Andre forpligtelser").

Ved udgangen af 2007 var antallet af medarbejdere med en tidsbegrænset eller en tidsbegrænset kontrakt omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 1.375¹⁷, heraf 149 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2007:

	2007	2006
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.342	1.338
Ansættelser ¹⁾	82	54
Fratrædelser/kontraktudløb ²⁾	49	50
Antal medarbejdere pr. 31. december	1.375	1.342
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.366	1.337
1) Denne post omfatter også virkningen af ændringer fra deltids- til fuldtidsbeskæftigelse.		
2) Denne post omfatter også virkningen af ændringer fra fuldtids- til deltidsbeskæftigelse.		

Antal medarbejdere pr. 31. december 2007 omfatter det, der svarer til 79 fuldtidsstillinger (mod 63 i 2006) på orlov uden løn/forældreorlov og 21 på barselsorlov (mod 10 i 2006). Pr. 31. december 2007 beskæftigede ECB desuden et antal medarbejdere svarende til 71 fuldtidsstillinger (mod 70 i 2006) på korte tidsbegrænsede kontrakter som afløsning for medarbejdere på orlov uden løn/forældre- eller barselsorlov.

ECB giver medarbejdere fra andre centralbanker i ESCB mulighed for en midlertidig udstationering i ECB, og omkostningerne forbundet hermed er indregnet i denne post. Pr. 31. december 2007 benyttede 76 ESCB-medarbejdere sig af denne mulighed (mod 61 i 2006).

30 ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger såsom husleje, vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarudgifter til konsulenter og andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

¹⁷ Indtil 2006 blev alle kontraktforpligtelser opgivet i denne note (dvs. alle tidsbegrænsede og tidsbegrænsede kontrakter omregnet til fuldtidsstillinger). Fra og med 2007 er det blevet besluttet at opgive antallet af medarbejdere med en tidsbegrænset eller en tidsbegrænset kontrakt omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger, fordi dette antages at være mere relevant for regnskabsbrugerne. Tallene for 2006 er blevet justeret, så de afspejler denne ændring.

31 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDELPRODUKTION

Disse udgifter vedrører udgifter til transport af eurosedler mellem de nationale centralbanker, således at uventede udsving i efterspørgslen kan imødegås. Omkostningerne dækkes centralt af ECB.

NOTE OM FORDELING AF OVERSKUD OG TAB

Denne note er ikke en del af ECBs årsregnskab for 2007.

INDTÆGT FRA ECBs ANDEL AF DET SAMLEDE SEDDELOMLØB

For 2006 besluttede Styrelsesrådet at tilbageholde 1.319 mio. euro svarende til indtægten fra ECBs andel af det samlede seddelomløb for at sikre, at den samlede resultatfordeling for året ikke oversteg ECBs nettooverskud for året. Tilsvarende er det for 2007 blevet besluttet at tilbageholde 2.004 mio. euro. Begge beløb svarer til hele indtægten fra ECBs andel fra det samlede seddelomløb i de pågældende år.

FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

I henhold til artikel 33 i ESCB-statutten overføres ECBs nettooverskud på følgende måde:

- a) Et beløb, hvis størrelse fastsættes af Styrelsesrådet, og som ikke må overstige 20 pct. af nettooverskuddet, overføres til den almindelige reservefond inden for en grænse på 100 pct. af kapitalen.
- b) Det resterende nettooverskud fordeles til indehaverne af kapitalandele i ECB i forhold til deres andel i den indskudte kapital.

Hvis ECB lider et tab, kan dette udlignes af ECBs almindelige reservefond og om nødvendigt efter en beslutning truffet af Styrelsesrådet af de monetære indtægter i det pågældende regnskabsår i forhold til og op til de beløb, der fordeles mellem de nationale centralbanker i overensstemmelse med statuttens artikel 32.5.¹⁸

Der blev for 2007 hensat 286 mio. euro til dækning af valuta-, rente- og guldprisrisici, hvorved nettoresultatet blev lig nul. Følgelig er der i lighed med både 2005 og 2006 hverken overført et beløb til den almindelige reservefond eller fordelt overskud til indehaverne af kapitalandele i ECB. Det har heller ikke været nødvendigt at udligne et tab.

¹⁸ I henhold til artikel 32.5 i ESCB-statutten fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem dem indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2007, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2007 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen.
Kun den engelske udgave med KPMGs underskrift er autentisk.**

De uafhængige revisorerers påtegning

Formanden og Styrelsesrådet
for Den Europæiske Centralbank

Frankfurt am Main

Vi har revideret vedlagte årsregnskab fra Den Europæiske Centralbank. Årsregnskabet omfatter balancen pr. 31. december 2007, resultatopgørelsen for perioden 1. januar 2007 – 31. december 2007 og et sammendrag af den anvendte regnskabspraksis samt forklarende noter.

Den Europæiske Centralbanks direktion er ansvarlig for årsregnskabet

Direktionen har ansvaret for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Dette skal ske i overensstemmelse med de principper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af ECBs afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2006/17), med senere ændringer. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl, samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige under omstændighederne.

Revisorernes ansvar

Vort ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vor revision. Vi har tilrettelagt og udført vor revision i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå en høj grad af sikkerhed for, at årsregnskabet ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsregnskabet. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for fejlinformation i regnskabet, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for Den Europæiske Centralbanks udarbejdelse og aflæggelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at afgive konklusion om effektiviteten af Den Europæiske Centralbanks interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsregnskabet.

Det er vor opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vor konklusion.

Konklusion

Det er vor opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2007 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2007 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af ECBs afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2006/17), med senere ændringer.

Frankfurt am Main, 26. februar 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2007

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2007 ¹	31.12.2006
1 Guld og tilgodehavender i guld	201.545	176.768
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	135.133	142.288
2.1 Tilgodehavender hos IMF	9.058	10.658
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	126.075	131.630
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	41.973	23.404
4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	13.835	12.292
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	13.835	12.292
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	637.175	450.541
5.1 Primære markedsoperationer	368.606	330.453
5.2 Langfristede markedsoperationer	268.476	120.000
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	91	88
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	2	0
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	23.898	11.036
7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet	96.044	77.614
8 Den offentlige gæld i euro	37.063	39.359
9 Andre aktiver	321.315	216.728
Aktiver i alt	1.507.981	1.150.030

Evt. uoverensstemmelse i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

¹ De konsoliderede tal pr. 31.12.2007 omfatter også Banka Slovenije, der har været medlem af eurosystemet siden 1. januar 2007.

PASSIVER	31.12.2007	31.12.2006
1 Seddelomløb	676.678	628.238
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	379.181	174.051
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	267.335	173.482
2.2 Indlånsfacilitet	8.831	567
2.3 Indskud med fast løbetid	101.580	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	1.435	2
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	126	65
4 Udstedte gældsbeviser	0	0
5 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet	46.183	53.374
5.1 Offentlig forvaltning og service	38.116	45.166
5.2 Andre forpligtelser	8.067	8.208
6 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet	45.095	16.614
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i euroområdet	2.490	89
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider uden for euroområdet	15.552	12.621
8.1 Indlån og andre forpligtelser	15.552	12.621
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF	5.278	5.582
10 Andre forpligtelser	123.174	71.352
11 Revalueringskonti	147.122	121.887
12 Kapital og reserver	67.102	66.157
Passiver i alt	1.507.981	1.150.030

BILAG

RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Oversigten indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2007 og begyndelsen af 2008 og offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende (EUT). Kopier af EUT kan fås ved henvendelse til Kontoret for De Europæiske

Fællesskabers Officielle Publikationer. På ECBs websted (under "Legal Framework") findes en oversigt over alle de retlige instrumenter, som er blevet vedtaget af ECB siden bankens etablering og offentliggjort i EUT.

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2007/1	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 17. april 2007 om vedtagelse af gennemførelsesbestemmelser vedrørende databeskyttelse i Den Europæiske Centralbank	EUT L 116, 4.5.2007, s. 64
ECB/2007/2	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 26. april 2007 om Target2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	EUT L 237, 8.9.2007, s. 1
ECB/2007/3	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 31. maj 2007 om ændring af retningslinje ECB/2004/15 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet samt opgørelse af internationale valutaeserver	EUT L 159, 20.6.2007, s. 48
ECB/2007/4	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 31. maj 2007 om ændring af henstilling ECB/2004/16 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet samt opgørelse af internationale valutaeserver	EUT C 136, 20.6.2007, s. 6
ECB/2007/5	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 3. juli 2007 til fastsættelse af regler om offentligt udbud	EUT L 184, 14.7.2007, s. 34
ECB/2007/6	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 20. juli 2007 om ændring af retningslinje ECB/2006/28 om de nationale centralbankers forvaltning af Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver samt den juridiske dokumentation for transaktioner vedrørende disse aktiver	EUT L 196, 28.7.2007, s. 46
ECB/2007/7	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 24. juli 2007 om de nærmere vilkår for Target2-ECB	EUT L 237, 8.9.2007, s. 71

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2007/8	Den Europæiske Centralbanks forordning af 27. juli 2007 om statistik vedrørende investeringsforeningers aktiver og passiver	EUT L 211, 11.8.2007, s. 8
ECB/2007/9	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 1. august 2007 om monetær statistik og statistik over finansielle institutioner og markeder (omarbejdet)	EUT L 341, 27.12.2007, s. 1
ECB/2007/10	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 20. september 2007 om ændring af bilag I og II til retningslinje ECB/2000/7 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 284, 30.10.2007, s. 34
ECB/2007/11	Den Europæiske Centralbanks forordning af 9. november 2007 om overgangsbestemmelser for Den Europæiske Centralbanks anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euro i Cypern og i Malta	EUT L 300, 17.11.2007, s. 44
ECB/2007/12	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 15. november 2007 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Central Bank of Cyprus	EUT C 277, 20.11.2007, s. 1
ECB/2007/13	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 15. november 2007 om ændring af retningslinje ECB/2002/7 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for kvartalsvise finansielle sektorkonti	EUT L 311, 29.11.2007, s. 47
ECB/2007/14	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 15. november 2007 om ændring af retningslinje ECB/2005/5 om Den Europæiske Centralbanks rapporteringskrav med hensyn til statistik over offentlige finanser samt fremgangsmåden ved informationsudveksling på dette område inden for Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 311, 29.11.2007, s. 49
ECB/2007/15	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 22. november 2007 om ændring af afgørelse ECB/2001/16 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002	EUT L 333, 19.12.2007, s. 86
ECB/2007/16	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 23. november 2007 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2008	EUT L 317, 5.12.2007, s. 81

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2007/17	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 29. november 2007 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	EUT C 304, 15.12.2007, s. 1
ECB/2007/18	Den Europæiske Centralbanks forordning af 29. november 2007 om ændring af forordning ECB/2001/13 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære finansielle institutioner)	EUT L 330, 15.12.2007, s. 20
ECB/2007/19	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 7. december 2007 om ændring af afgørelse ECB/2001/15 af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler	EUT L 1, 4.1.2008, s.7
ECB/2007/20	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 17. december 2007 om ændring af retningslinje ECB/2006/16 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 42, 16.2.2008, s. 85
ECB/2007/21	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 17. december 2007 om ændring af afgørelse ECB/2006/17 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab	EUT L 42, 16.2.2008, s. 83
ECB/2007/22	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 31. december 2007 om indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til ECBs reserver og hensættelser fra Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	EUT L 28, 1.2.2008, s. 36
ECB/2008/1	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 28. januar 2008 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Suomen Pankki	EUT C 29, 1.2.2008, s. 1

UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de udtalelser, som blev vedtaget af ECB i 2007 og begyndelsen af 2008 i henhold til artikel 105, stk. 4, i traktaten og artikel 4 i statuten for ESCB, artikel 112, stk. 2, litra b, i traktaten og artikel 11.2 i statuten. På ECBs websted findes en oversigt over alle de udtalelser, som ECB har vedtaget siden bankens etablering.

a) ECBs udtalelser efter høring i et medlemsland¹

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2007/1	Cypern	Det retlige grundlag for indførelse af euroen og en smidig overgang
CON/2007/2	Ungarn	Indførelse af et system til direkte indberetning af betalingsbalancestatistik
CON/2007/3	Irland	Værdipapirer af asset-backed typen
CON/2007/5	Slovenien	Udstedelse af erindringsmønter og euromønter til samlerbrug
CON/2007/6	Tyskland	Ændring af Deutsche Bundesbanks statutter vedrørende antallet og udnævnelsen af medlemmerne af bankens direktion
CON/2007/7	Holland	Overvågning af clearing- og afviklingstjenester
CON/2007/8	Tjekkiet	Visse opgaver for Česká národní banka inden for forbrugerbeskyttelse
CON/2007/10	Ungarn	Ændring af lov om forebyggelse og bekæmpelse af hvidvask med hensyn til sanktions- og tilsynsforanstaltninger og deres anvendelse på nationale centralbanker
CON/2007/12	Letland	Pengepolitiske instrumenter og Letlands Bankas værdipapirafviklingssystemer
CON/2007/13	Grækenland	Ændringer af statutterne for Bank of Greece med henblik på tilpasning til eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse og for at sikre betalingssystemers smidige funktion
CON/2007/14	Ungarn	Ændring af statutterne for Magyar Nemzeti Bank med hensyn til Magyar Nemzeti Banks struktur og ledelse
CON/2007/15	Grækenland	Tilsyn med kreditinstitutter og finansielle institutter og om godkendt sikkerhed vedrørende pengepolitiske operationer
CON/2007/16	Malta	Beregning af mindstereservekrav og hermed forbundne procedurer
CON/2007/17	Italien	Markedsregulering og -tilsyn og de kompetente uafhængige myndigheders funktion

¹ I december 2004 besluttede Styrelsesrådet, at ECBs udtalelser udarbejdet på anmodning fra de nationale myndigheder som hovedregel offentliggøres umiddelbart efter, at de er vedtaget og efterfølgende videresendt til den rådgivende myndighed.

² Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2007/18	Slovenien	Ændring af loven om betalingstransaktioner med hensyn til adgang til data fra transaktionskontoregistret
CON/2007/21	Tyskland	Indførelse af nye lov- og tilsynsrammer med henblik på forbedring af investeringsforeningsbranchens internationale konkurrenceevne, hvorved lovgivningen harmoniseres med Rådets direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)
CON/2007/22	Rumænien	Reglement om mindstereserver
CON/2007/23	Rumænien	Centralbankens regulering af finansielle institutioner, som ikke er banker
CON/2007/24	Rumænien	Indberetning af balancestatistik med hensyn til aktiver og passiver for finansielle institutioner, som ikke er banker
CON/2007/25	Spanien	Ændring af lovgivningen om betalings- og afviklingssystemer som led i forberedelsen af Target2
CON/2007/26	Polen	Ændring af ledelse, tilsyn og finansiering vedrørende indskydergarantiordningen, især så vidt angår Narodowy Bank Polskis rolle
CON/2007/27	Rumænien	Banca Națională a Românieis overvågning af betalingssystemer, værdipapirafviklingssystemer og betalingsinstrumenter
CON/2007/28	Polen	Regler for sortering og pakning af sedler og mønter
CON/2007/29	Portugal	Indførelse af et forbrugerbeskyttelsessystem inden for rammerne af Banco de Portugals tilsynsfunktion
CON/2007/31	Polen	Reform af det finansielle tilsyn, især med hensyn til Narodowy Bank Polskis opgaver
CON/2007/32	Tyskland	Modernisering af tilsynsstrukturen for Forbundsfinanstilsynet (BaFin)
CON/2007/33	Østrig	Reform af det finansielle tilsyn
CON/2007/34	Polen	Ændringer af reservekravsordningen i forbindelse med spaltning af banker
CON/2007/36	Slovenien	Nye opgaver for Banka Slovenije i forbindelse med forebyggende foranstaltninger mod hvidvask
CON/2007/37	Belgien	Gennemførelse af afskaffelse af ihænde haverværdipapirer for aktier udstedt af Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2007/38	Slovenien	Tilsynet med valutaveksling

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2007/39	Cypern	Rækkevidden af beskyttelsen af lovlige betalingsmidler mod falskmøntneri og andre ulovligheder
CON/2007/40	Bulgarien	Udtalelse om nye opgaver for Българска народна банка (Bulgarian National Bank) angående tilsyn med pengeoverførselstjenester
CON/2007/41	Tyskland	Indberetningsbestemmelser vedrørende betalinger og indenlandske og udenlandske direkte investeringer i forbindelse med oprettelse af et fælles eurobetalingsområde
CON/2007/43	Slovakiet	Retsgrundlaget som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2008/1	Cypern	Kontrollen med gengivelse af eurosedler og -mønter i Cypern
CON/2008/2	Tjekkiet	Kompetencefordelingen mellem Česká národní banka og finansministeriet med hensyn til forberedelse og forelæggelse af visse lovforslag for regeringen
CON/2008/3	Tyskland	Tysk lovgivning om mønter
CON/2008/4	Sverige	Ændring af Sveriges Riksbanks statutter vedrørende embedsperioden for medlemmerne af direktionen
CON/2008/5	Polen	Ændring af ledelse, tilsyn og finansiering vedrørende indskydergarantiordningen, især for så vidt angår Narodowy Bank Polskis rolle
CON/2008/6	Portugal	Principperne, reglerne og strukturen for det nationale statistiske system og Banco de Portugals rolle i forbindelse hermed
CON/2008/7	Rumænien	Ændring af lov om check og veksler og egenveksler
CON/2008/8	Frankrig	Konsekvenserne for Saint-Martins og Saint-Barthélemys pengepolitiske system som følge af ændringen i deres status under fransk lov

b) ECBs udtalelser efter høring i en europæisk institution³

Nummer⁴	Forslags- stiller	Emne	EUT- henvisning
CON/2007/4	Rådet	Indførelse af en ny udvalgsprocedure (komitologi-) i otte direktiver omfattet af Den Finansielle Handlingsplan	EUT C 39, 23.2.2007, s. 1
CON/2007/9	Rådet	Forordning om statistik over ledige stillinger i Fællesskabet	EUT C 86, 20.4.2007, s. 1
CON/2007/11	Rådet	Indkredsning og klassifikation af europæisk kritisk infrastruktur og vurdering af behovet for at beskytte den	EUT C 116, 26.5.2007, s. 1
CON/2007/19	Rådet	Indførelse af euroen i Cypern og Malta og omregningskursen mellem euroen og det cypriske pund og den maltesiske lira	EUT C 160, 13.7.2007, s. 1
CON/2007/20	Rådet	Mandatet for regeringskonferencen til udarbejdelse af en traktat om ændring af de nuværende traktater	EUT C 160, 13.7.2007, s. 2
CON/2007/30	Rådet	Stikprøvetagning, substitution og kvalitetskorrektion vedrørende det harmoniserede indeks over forbrugerpriser	EUT C 248, 23.10.2007, s. 1
CON/2007/35	Rådet	Et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske statistikker	EUT C 291, 5.12.2007, s. 1
CON/2007/42	Rådet	Tilladelse til transport af falske mønter og sedler mellem kompetente nationale myndigheder og Den Europæiske Unions institutioner og organer med henblik på afsløring af falskmønteri	EUT C 27, 31.1.2008, s. 1

³ Også offentliggjort på ECBs websted.

⁴ Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG¹

12. JANUAR OG 2. FEBRUAR 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,25 pct., 3,25 pct. og 1,25 pct.

2. MARTS 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 2,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 8. marts 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 3,50 pct. og 1,50 pct. med virkning fra 8. marts 2006.

6. APRIL OG 4. MAJ 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet uændret på henholdsvis 2,50 pct., 3,50 pct. og 1,50 pct.

8. JUNI 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 2,75 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 15. juni 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 3,75 pct. og 1,75 pct. med virkning fra 15. juni 2006.

6. JULI 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet uændret på henholdsvis 2,75 pct., 3,75 pct. og 1,75 pct.

3. AUGUST 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,0 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 9. august 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,0 pct. og 2,0 pct. med virkning fra 9. august 2006.

31. AUGUST 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet uændret på henholdsvis 3,0 pct., 4,0 pct. og 2,0 pct.

5. OKTOBER 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 11. oktober 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,25 pct. og 2,25 pct. med virkning fra 11. oktober 2006.

2. NOVEMBER 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet uændret på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct.

¹ Den kronologiske oversigt over eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2005 findes i ECBs årsberetning for de respektive år.

7. DECEMBER 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 13. december 2006. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,50 pct. og 2,50 pct. med virkning fra 13. december 2006.

21. DECEMBER 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje tildelingsbeløbet for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2007, fra 40 mia. euro til 50 mia. euro. Sidstnævnte beløb tager højde for, at likviditetsbehovet i euroområdet banksektor er øget kraftigt i de seneste år og forventes at vokse yderligere i 2007. Derfor har eurosystemet vedtaget en mindre øgning af den del af likviditetsbehovet, der tilvejebringes gennem de langfristede markedsoperationer. Eurosystemet vil dog fortsat tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet kan beslutte at justere tildelingsbeløbet igen i begyndelsen af 2008.

11. JANUAR OG 8. FEBRUAR 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,50 pct., 4,50 pct. og 2,50 pct.

8. MARTS 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,75 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 14. marts 2007. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,75 pct. og 2,75 pct. med virkning fra 14. marts 2007.

12. APRIL OG 10. MAJ 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,75 pct., 4,75 pct. og 2,75 pct.

6. JUNI 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 4,0 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 13. juni 2007. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 5,0 pct. og 3,0 pct. med virkning fra 13. juni 2007.

5. JULI, 2. AUGUST, 6. SEPTEMBER, 4. OKTOBER, 8. NOVEMBER, 6. DECEMBER 2007, 10. JANUAR, 7. FEBRUAR OG 6. MARTS 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,0 pct., 5,0 pct. og 3,0 pct.

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN 2007

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank siden januar 2007. Hvad angår Working Papers, viser oversigten kun publikationer udgivet mellem december 2007 og februar 2008. Medmindre andet angives, kan interesserede også gratis bestille publikationerne i trykt udgave, så længe lager haves, eller bestille et gratis abonnement på info@ecb.europa.eu.

En komplet oversigt over Den Europæiske Centralbanks og Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på ECBs websted (<http://www.ecb.europa.eu>).

ÅRSBERETNING

"Årsberetning 2006", april 2007.

KONVERGENSRAPPORT

"Konvergensrapport maj 2007".

ARTIKLER I MÅNEDSOVERSIGTEN

"The enlarged EU and euro area economies", januar 2007.

"Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade", januar 2007.

"Putting China's economic expansion in perspective", januar 2007.

"Challenges to fiscal sustainability in the euro area", februar 2007.

"The EU arrangements for financial crisis management", februar 2007.

"Migrant remittances to regions neighbouring the EU", februar 2007.

"Communicating monetary policy to financial markets", april 2007.

"Output growth differentials in the euro area: sources and implications", april 2007.

"From government deficit to debt: bridging the gap", april 2007.

"Measured inflation and inflation perceptions in the euro area", maj 2007.

"Competition in and economic performance of the euro area services sector", maj 2007.

"Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe", maj 2007.

"Share buybacks in the euro area", maj 2007.

"Interpreting monetary developments since mid-2004", juli 2007.

"Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling", juli 2007.

"Adjustment of global imbalances in a financially integrating world", august 2007.

"The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area", august 2007.

"Leveraged buyouts and financial stability", august 2007.

"Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants", oktober 2007.

"The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem", oktober 2007.

"Circulation and supply of euro banknotes and preparations for the second series of banknotes", oktober 2007.

"The stock market's changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy", november 2007.

"The introduction of quarterly sectoral accounts statistics for the euro area", november 2007.

"Productivity developments and monetary policy", januar 2008.

"Globalisation, trade and the euro area macroeconomy", januar 2008.

"The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves", januar 2008.

"The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective", februar 2008.

"Securitisation in the euro area", februar 2008.

"The new euro area yield curves", februar 2008.

STATISTICS POCKET BOOK

Tilgængelig hver måned siden august 2003.

LEGAL WORKING PAPERS

4 "Privileges and immunities of the European Central Bank" af G. Gruber og M. Benisch, juni 2007.

5 "Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States" af K. Drēviņa, K. Laurinavičius og A. Tupits, juli 2007.

OCCASIONAL PAPERS

55 "Globalisation and euro area trade: interactions and challenges" af U. Baumann og F. di Mauro, februar 2007.

56 "Assessing fiscal soundness: theory and practice" af N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother og J.-P. Vidal, marts 2007.

57 "Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe" af S. Herrmann og E. K. Polgar, marts 2007.

58 "Long-term growth prospects for the Russian economy" af R. Beck, A. Kamps og E. Mileva, marts 2007.

59 "The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience" af C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler og T. Rautanen, april 2007.

60 "Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa" af U. Böwer, A. Geis og A. Winkler, april 2007.

61 "Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach" af O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini og T. Zumer, april 2007.

62 "Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective" af J. A. Garcia og A. Van Rixtel, juni 2007.

63 "Corporate finance in the euro area – including background material" at the Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, juni 2007.

64 "The use of portfolio credit risk models in central banks" af the Task Force of the Market Operations Committee of the ESCB, juli 2007.

65 "The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations" af F. Coppens, F. González og G. Winkler, juli 2007.

66 "Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature" af N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert og G. Vitale, juli 2007.

67 "Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers" af J.-M. Israël og C. Sánchez Muñoz, juli 2007.

68 "The securities custody industry" af D. Chan, F. Fontan, S. Rosati og D. Russo, august 2007.

69 "Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy" af M. Sturm og F. Gurtner, august 2007.

- 70 "The search for Columbus' egg: finding new formula to determine quotas at the IMF" af M. Skala, C. Thimann og R. Wölfinger, august 2007.
- 71 "The economic impact of the Single Euro Payments Area" af H. Schmiedel, august 2007.
- 72 "The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe" af P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou og M. Lo Duca, september 2007.
- 73 "Reserve accumulation: objective or by-product?" af J. O. de Beaufort Wijnholds og L. Søndergaard, september 2007.
- 74 "Analysis of revisions to general economic statistics" af H. C. Dieden og A. Kanutin, oktober 2007.
- 75 "The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area" redigeret af P. Moutot og koordineret af D. Gerdesmeier, A. Lojschová og J. von Landesberger, oktober 2007.
- 76 "Prudential and oversight requirements for securities settlement" af D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou og S. Rosati, november 2007.
- 77 "Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing" af E. Mileva og N. Siegfried, november 2007.
- 78 "A framework for assessing global imbalances" af T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora og R. Straub, januar 2008.
- 79 "The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues" af P. Moutot, A. Jung og F. P. Mongelli, januar 2008.
- 80 "China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?" af M. Bussière og A. Mehl, januar 2008.

RESEARCH BULLETIN

"Research Bulletin, No. 6", juni 2007.

WORKING PAPERS

- 836 "Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters" af J. A. García og A. Manzanares, december 2007.
- 837 "Monetary policy and core inflation" af M. Lenza, december 2007.
- 838 "Securitisation and the bank lending channel" af Y. Altunbas, L. Gambacorta og D. Marqués, december 2007.
- 839 "Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries" af M. M. Habib og M. Manolova Kalamova, december 2007.
- 840 "Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure" af P. Du Caju, C. Fuss og L. Wintr, december 2007.
- 841 "Should we take inside money seriously?" af L. Stracca, december 2007.
- 842 "Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies" af G. Ferrucci og C. Miralles, december 2007.
- 843 "Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges" af T. Leal, J. J. Pérez, M. Tujula og J.-P. Vidal, december 2007.
- 844 "Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU" af A. Afonso og D. Fureri, december 2007.
- 845 "Run-prone banking and asset markets" af M. Hoerova, december 2007.
- 846 "Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data" af C. Altavilla og M. Ciccarelli, december 2007.
- 847 "Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union" af G. Ottaviano, D. Taglioni og F. di Mauro, december 2007.

- 848 "Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU" af A. Afonso og J. González Alegre, januar 2008.
- 849 "Government size, composition, volatility and economic growth" af A. Afonso og D. Furceri, januar 2008.
- 850 "Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling" af G. Camba-Méndez og G. Kapetanios, januar 2008.
- 851 "Investigating inflation persistence across monetary regimes" af L. Benati, januar 2008.
- 852 "Determinants of economic growth: will data tell?" af A. Ciccone og M. Jarocinski, januar 2008.
- 853 "The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited" af M. Hagedorn og I. Manovskii, januar 2008.
- 854 "How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins" af C. Fuss, januar 2008.
- 855 "Assessing the factors behind oil price changes" af S. Déés, A. Gasteuil, R. K. Kaufmann og M. Mann, januar 2008.
- 856 "Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors" af R. Christopoulou og P. Vermeulen, januar 2008.
- 857 "Housing and equity wealth effects of Italian households" af C. Grant and T. Peltonen, januar 2008.
- 858 "International transmission and monetary policy cooperation" af G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets og R. Straub, januar 2008.
- 859 "Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives" af F. Fornari, januar 2008.
- 860 "Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model" af M. Sánchez, januar 2008.
- 861 "Income distribution determinants and public spending efficiency" af A. Afonso, L. Schuknecht og V. Tanzi, januar 2008.
- 862 "Stock market volatility and learning" af K. Adam, A. Marcet og J. P. Nicolini, februar 2008.
- 863 "Population ageing and public pension reforms in a small open economy" af C. Nickel, P. Rother og A. Theophilopoulou, februar 2008.
- 864 "Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects" af A. Afonso og M. St. Aubyn, februar 2008.
- 865 "Explaining the Great Moderation: it is not the shocks" af D. Giannone, M. Lenza og L. Reichlin, februar 2008.
- 866 "VAR analysis and the Great Moderation" af L. Benati og P. Surico, februar 2008.
- 867 "Do monetary indicators lead euro area inflation?" af B. Hofmann, februar 2008.
- 868 "Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings" af M. Ehrmann og M. Fratzscher, februar 2008.
- 869 "The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data" af N. Cassola, februar 2008.
- 870 "Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty" af P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman og R. Pierse, februar 2008.
- 871 "The impact of capital flows on domestic investment in transition economies" af E. Mileva, februar 2008.
- 872 "Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis" af H. Buddelmeyer, G. Mourre og M. Ward, februar 2008.
- 873 "The Feldstein-Horioka fact" af D. Giannone og M. Lenza, februar 2008.
- 874 "How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?" af L. Coroneo, K. Nyholm og R. Vidova-Koleva, februar 2008.

- 875 "Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area" af O. Castrén, S. Déés og F. Zaher, februar 2008.
- 876 "Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?" af M. Andersson og A. D'Agostino, februar 2008.

ANDRE PUBLIKATIONER

- "Government Finance Statistics Guide", januar 2007.
- "Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament", januar 2007.
- "Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament", januar 2007.
- "Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", februar 2007.
- "List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves", februar 2007 (online).
- "Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics", februar 2007.
- "Euro Money Market Study 2006", februar 2007 (online).
- "Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament," februar 2007.
- "Monetary financial institutions and markets statistics sector manual", marts 2007.
- "Financial integration in Europe", marts 2007.
- "TARGET2-Securities – The blueprint", marts 2007 (online).
- "TARGET2-Securities – Technical feasibility", marts 2007 (online).
- "TARGET2-Securities – Operational feasibility", marts 2007 (online).
- "TARGET2-Securities – Legal feasibility", marts 2007 (online).
- "TARGET2-Securities – Economic feasibility", marts 2007 (online).
- "Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In co-operation with the Committee on the Global Financial System", april 2007.
- "How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins", april 2007.
- "Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU", april 2007.
- "TARGET Annual Report 2006", maj 2007 (online).
- "European Union balance of payments: international investment position statistical methods", maj 2007.
- "Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables", maj 2007 (online).
- "The euro bonds and derivatives markets", juni 2007 (online).
- "Review of the international role of the euro", juni 2007.
- "Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications", juni 2007.
- "Financial Stability Review", juni 2007.
- "Monetary policy: A journey from theory to practice", juni 2007.
- "Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet", juni 2007 (online)
- "The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions", juli 2007 (online).
- "Fifth SEPA progress report", juli 2007 (online).
- "Potential impact of Solvency II on financial stability", juli 2007.
- "The role of central counterparties – issues related to central counterparty clearing", ECB-Fed Chicago conference, 3.-4. april 2006, juli 2007.

"European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions", juli 2007.

"Payment and securities settlement systems in the European Union" (Blue Book), Vol 1: euro area countries, Vol.2: non-euro area countries, august 2007.

"EU banking structures", oktober 2007 (online).

"TARGET2-Securities progress report", oktober 2007 (online).

"Fifth progress report on TARGET2" med bilag 1 "Information guide for TARGET2 users (version 1.0)", bilag 2 "User information guide to TARGET2 pricing" og bilag 3 "TARGET2 compensation scheme, claim form", oktober 2007 (online).

"EU banking sector stability", november 2007 (online).

"Euro money market survey", november 2007 (online).

"Review of Lamfalussy framework: Eurosystem contribution", november 2007 (online).

"Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties", december 2007.

"Financial Stability Review", december 2007.

"Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union", januar 2008 (online).

"Oversight framework for card payment schemes – standards", januar 2008 (online).

"The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006", februar 2008.

INFORMATIONSBROCHURER

"A single currency: an integrated market infrastructure", september 2007.

ORDLISTE

Denne ordliste indeholder udvalgte begreber, der anvendes i Årsberetningen. En mere udførlig og detaljeret ordliste findes på ECBs websted.

Afviklingsrisiko: En generel betegnelse for risikoen for, at afvikling i et system til overførsel af betalinger eller værdipapirer ikke bliver udført som forventet. Denne risiko kan omfatte både **kreditrisiko** og **likviditetsrisiko**.

Aktiemarked: Marked, hvor **ejerandelsbeviser** udstedes og handles.

Andre finansielle formidlere: Selskaber eller kvasi-selskaber, undtagen forsikringsselskaber og pensionskasser, der hovedsagelig beskæftiger sig med finansiell formidling ved at indgå forpligtelser, undtagen i form af penge, indlån og/eller indlånsnignende indskud fra andre institutionelle enheder end monetære finansielle institutioner, især dem, der hovedsagelig er beskæftiget med langfristet finansiering, som fx selskaber, der beskæftiger sig med finansiell leasing, kreditformidlende selskaber oprettet med henblik på at eje værdipapirbaserede aktiver, finansielle holdingselskaber, forhandlere af værdipapirer og derivater (for egen regning), venture- og udviklingselskaber.

Benchmarkportefølje: I forbindelse med investeringer er en benchmarkportefølje en referenceportefølje eller et referenceindeks udarbejdet på baggrund af målene for investeringernes likviditet, risiko og afkast. Benchmarkporteføljen fungerer som sammenligningsgrundlag for udviklingen i den faktiske portefølje.

Betalingsbalancen: En statistisk opgørelse, der for en given periode viser en økonomis økonomiske transaktioner med resten af verden. De omfatter transaktioner vedrørende varer, tjenesteydelser samt løn- og formueindkomst, transaktioner vedrørende finansielle krav og passiver over for resten af verden samt transaktioner (fx gældseftergivelse), der klassificeres som overførsler.

Bruttooverskud af produktionen: Gevinsten (eller tabet) på værdien af produktionsoutputtet, efter at produktionsomkostninger, lønomkostninger og skatter minus subsidier til produktionen er blevet fratrukket, men før udgifter og indtægter forbundet med lån/leje eller ejerskab af finansielle og ikke-producerede aktiver indregnes.

Central modpart: En enhed, der fungerer som mellemmand for **modparterne** i en handel på et eller flere finansielle markeder, dvs. som køber for alle sælgere og sælger for alle købere.

Corporate governance: De regler, procedurer og processer, hvormed selskaber ledes og kontrolleres. Corporate governance-strukturen fastlægger fordelingen af rettigheder og ansvar mellem organisationens forskellige parter, såsom bestyrelsen, direktionen, aktionærerne og de øvrige interessenter, og detaljerede regler og beslutningsprocedurer.

Direkte investeringer: Grænseoverskridende investeringer med det formål at opnå en varig kapitalinteresse i en virksomhed i en anden økonomi (i praksis en andel svarende til mindst 10 pct. af de ordinære aktier eller stemmerettighederne).

Direktionen: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Den omfatter formanden og næstformanden for ECB og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst af stats- og regeringscheferne i de EU-lande, der har indført euroen.

ECBs officielle renter: De renter, der afspejler **Den Europæiske Centralbanks** pengepolitik, og som fastsættes af **Styrelsesrådet**. ECBs officielle renter er **minimumsbudrenten** for de **primære markedsoperationer**, renten for den **marginale udlånsfacilitet** og renten for **indlånsfaciliteten**.

Ecofin-Rådet: Rådet i sammensætningen økonomi- og finansministre.

Effektive eurokurser (EER) (nominelle/reale): Vægtede gennemsnit af bilaterale eurokurser over for **euroområdets** vigtige handelspartners valutaer. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for to grupper handelspartnere, nemlig EER-22 (der omfatter de 12 EU-lande uden for euroområdet og 10 vigtige handelspartnere uden for EU) og EER-42 (som består af EER-22 og 20 andre lande). De anvendte vægte afspejler den enkelte handelspartners andel af euroområdets handel og konkurrencen på tredjemarkeder. De reale effektive eurokurser fremkommer ved at deflatere de nominelle effektive valutakurser med et vægtet gennemsnit af udenlandske priser eller omkostninger i forhold til de indenlandske. De er således udtryk for pris- eller omkostningskonkurrenceevne.

Ejerandelsbeviser: Repræsenterer ejerskab af en interesse i en virksomhed. Omfatter aktier, der handles på børsen (børsnoterede aktier), unoterede aktier og andre former for ejerandelsbeviser. Ejerandelsbeviser giver normalt en indtægt i form af udbytte.

Eonia (euro overnight index average): Et mål for den effektive rente på dag-til-dag eurointerbankmarkedet. Eonia beregnes som et vægtet gennemsnit af renterne for usikrede dag-til-dag udlån i euro. Renterne indberettes af et panel af deltagende banker.

ERM2 (exchange rate mechanism II): Valutakursmekanisme, som fastlægger rammerne for det valutakurspolitiske samarbejde mellem eurolandene og EU-landene uden for **euroområdet**. ERM2 er en multilateral ordning med faste, men justerbare, centralkurser og et standardudsvingsbånd på $\pm 15\%$. Beslutninger vedrørende centralkurser og mulige smallere udsvingsbånd træffes i fællesskab af de pågældende EU-lande, eurolandene, **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de øvrige EU-lande, som er med i ordningen. Alle deltagere i ERM2, inkl. ECB, er berettiget til at iværksætte en fortrolig procedure med henblik på at ændre centralkurserne (justering).

Euribor (euro interbank offered rate): Den rente, hvortil en kreditværdig bank er villig til at låne euro til en anden kreditværdig bank. Renten er baseret på indberetninger fra et panel af deltagende banker. Euribor beregnes dagligt for interbankindskud med forskellige løbetider på op til 12 måneder.

Euroområdet: Euroområdet består af de EU-lande, der i overensstemmelse med **traktaten** har indført euroen som valuta, og som fører en fælles pengepolitik under **Den Europæiske Centralbanks styrelsesråds** ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Cypern, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Portugal, Slovenien, Spanien, Tyskland og Østrig.

Europæiske Centralbank (ECB), Den: ECB udgør kernen i **eurosystemet** og **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)** og er en juridisk person i henhold til traktaten (artikel 107, stk. 2). Banken sikrer, at de opgaver, der er pålagt eurosystemet og ESCB, gennemføres enten via egne eller de nationale centralbankers aktiviteter i henhold til statuten for ESCB. ECB er underlagt **Styrelsesrådet** og **Direktionen** og, som et tredje besluttende organ, **Det Generelle Råd**.

Europæiske Monetære Institut (EMI), Det: En midlertidig institution, som blev etableret ved starten af anden fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** 1. januar 1994. EMI ophørte med at eksistere, da **Den Europæiske Centralbank** blev oprettet 1. juni 1998.

Europæiske nationalregnskabssystem 1995, det (ENS95): Et omfattende og sammenhængende system af makroøkonomiske konti, som er baseret på et sæt internationalt anerkendte statistiske begreber, definitioner, klassifikationer og regnskabsregler med henblik på en harmoniseret kvantitativ beskrivelse af medlemslandenes økonomier. ENS95 er Fællesskabets udgave af det internationale nationalregnskabssystem SNA93.

Europæiske System af Centralbanker (ESCB), Det: består af **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker i alle 27 EU-lande, dvs. at systemet ud over **eurosystemets** medlemmer omfatter de nationale centralbanker i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen. ESCB er underlagt ECBs **styrelsesråd** og **direktion** og, som et tredje besluttende organ i ECB, **Det Generelle Råd**.

Eurosystemet: Euroområdet centralbanksystem. Omfatter **Den Europæiske Centralbank** og de nationale centralbanker i de medlemslande, der har indført euroen.

Eurosystemets rammer for kreditvurdering: Et sæt procedurer, regler og teknikker, der sikrer, at alle belånbare aktiver overholder **eurosystemets** høje kreditstandarder.

Finansiell stabilitet: En tilstand, hvor det finansielle system – dvs. finansielle formidlere, markeder og markedsinfrastruktur – er i stand til at modstå stød og udjævne finansielle balanceproblemer, hvorved sandsynligheden for, at der opstår så alvorlige forstyrrelser af den finansielle formidlingsproces, at de udgør en væsentlig hindring for profitabel investering af opsparede midler, mindskes.

Finjusterende operation: En **markedsoperation**, som udføres af **eurosystemet**, for at klare uventede likviditetsudsving i markedet. De finjusterende operationers hyppighed og løbetid er ikke standardiserede.

Fremskrivninger: Resultatet af undersøgelser, der udføres fire gange om året med henblik på at forudsige den fremtidige makroøkonomiske udvikling i **euroområdet**. **Eurosystemets** stabs makroøkonomiske fremskrivninger offentliggøres i juni og december, mens **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** stabs fremskrivninger offentliggøres i marts og september. De indgår i den **økonomiske analyse** i ECBs pengepolitiske strategi og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af de faktorer, der udgør en risiko for **prisstabiliteten**.

Generelle Råd, Det: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Det omfatter formanden og næstformanden for ECB og cheferne for alle de nationale centralbanker, der er med i **Det Europæiske System af Centralbanker**.

Genkøbsforretning: En aftale om at sælge og derefter tilbagekøbe værdipapirer på et givet tidspunkt og til en aftalt pris. Kaldes også "repo".

Gældsinstrument: Udsteders (dvs. låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændebarer (långiver) på et eller flere givne tidspunkter i fremtiden. De forrentes normalt til en bestemt sats (kuponrente) og/eller sælges til et lavere beløb end det, som tilbagebetales ved forfald (underkurs). Gældsinstrumenter med en oprindelig løbetid på over 1 år klassificeres som langfristede.

Harmoniserede forbrugerprisindeks, det (HICP): Et mål for forbrugerpriserne, som udarbejdes af Eurostat og harmoniseres for alle EU-lande.

Ikke-finansielle selskabers finansieringsgab: Finansieringsgabets kan defineres som balancen mellem virksomhedernes opsparing (via indeholdt overskud og afskrivninger) og ikke-finansielle selskabers ikke-finansielle investeringer. Finansieringsgabets kan på baggrund af de finansielle konti ligeledes defineres som balancen mellem ikke-finansielle selskabers nettoanskaffelse af finansielle aktiver og nettoindgåelse af forpligtelser. Der er statistiske afvigelser mellem de to metoder på grund af forskelle i kildestatistikkerne.

Implicit volatilitet: Den forventede volatilitet (dvs. standardafvigelse) i prisen på et aktiv (fx en aktie eller obligation). Implicit volatilitet kan enten udledes af aktivets pris, forfaldsdag, strike-pris på dets optioner eller ud fra en risikofri afkastningsgrad ved hjælp af fx Black-Scholes-modellen til prisfastsættelse af optioner.

Indlånsfacilitet: En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparter** kan anvende til indlån på anfordring i en national centralbank, som forrentes til en på forhånd fastsat rente (se **ECBs officielle renter**).

Kandidatlande: Lande, for hvilke EU har accepteret en ansøgning om EU-medlemskab. Tiltrædelsesforhandlingerne med Kroatien og Tyrkiet blev indledt den 3. oktober 2005, mens forhandlingerne med Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien endnu ikke er indledt.

Kapitalbalancen over for resten af verden: Værdien og sammensætningen af en økonomis finansielle nettofordringer på (eller finansielle passiver over for) resten af verden.

Korrespondentcentralbankmodellen (CCBM): En mekanisme indført af **eurosystemet** med det formål at gøre det muligt for **modparter** at anvende belånbare aktiver på tværs af grænserne. I CCBM fungerer de nationale centralbanker som depotbanker for hinanden. I alle nationale centralbanker findes der en konto i værdipapiradministrationen for hver af de andre nationale centralbanker (og for **Den Europæiske Centralbank**).

Kreditderivat: Et finansielt instrument, der adskiller kreditrisikoen fra en underliggende finansiell transaktion, hvorved kreditrisikoen kan prissættes og overføres separat.

Kreditinstitut: i) Et foretagende, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning, eller ii) et foretagende og enhver anden juridisk person, der udsteder betalingsmidler i form af elektroniske penge, ud over kreditinstitutter som defineret under i).

Kreditrisiko: Risikoen for, at en **modpart** ikke til fulde overholder sin forpligtelse til tiden eller til enhver tid derefter. Kreditrisiko omfatter genplaceringsrisiko og hovedstolsrisiko samt risikoen for, at afviklingsbanken ikke overholder sine forpligtelser.

Langfristet markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De langfristede markedsoperationer udføres som månedlige standardauktioner, normalt med en løbetid på tre måneder.

Likviditetsrisiko: Risikoen for, at en **modpart** ikke afvikler en forpligtelse til fuld værdi, når den forfalder. Likviditetsrisiko indebærer ikke, at en modpart eller deltager er insolvent, da forpligtelsen eventuelt kan afvikles på et senere ikke nærmere angivet tidspunkt.

Lissabon-strategien: Et omfattende program, der har som mål at gøre EU til den mest dynamiske og konkurrencedygtige videnbaserede økonomi i verden. Strategien blev iværksat i 2000 på Det Europæiske Råds møde i Lissabon.

Lønsomhed: Et mål for en virksomheds indtjening set i forhold til især dens salg, aktiver eller egenkapital. Der er en række forskellige mål for lønsomheden, som er baseret på virksomhedens årsregnskab, fx driftsresultat (omsætning fratrukket driftsomkostninger), overskudsgrad (resultat af primær og sekundær drift efter skat, afskrivninger og ekstraordinære poster), afkastningsgrad (sammenligning af det primære resultat med virksomhedens samlede aktiver) og egenkapitalforrentning (ordinært overskud efter renter i forhold til egenkapitalen). I makroøkonomiske sammenhænge anvendes **bruttooverskud af produktionen** ofte til at måle lønsomheden baseret på nationalregnskabet, fx i relation til BNP eller værditilvækst.

M1: Et snævert pengemængdemål, som omfatter seddel- og møntomløbet plus indlån på anfordring hos **MFIerne** og **staten** (fx postvæsenet eller finansministeriet).

M2: Et mellembredt pengemængdemål, som omfatter **M1** plus indlån med et opsigelsesvarsel på til og med 3 måneder (dvs. kortfristede opsparingsindskud) samt tidsindskud med en løbetid på til og med 2 år (dvs. kortfristede tidsindskud) hos **MFIerne** og **staten**.

M3: Det brede pengemængdemål, som omfatter **M2** plus omsættelige instrumenter, især **genkøbsforretninger**, andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af **MFIer**.

Marginale udlånsfacilitet, den: En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparterne** kan anvende til at opnå dag-til-dag kredit fra en national centralbank til en på forhånd fastsat rentesats mod belånbare aktiver (se **ECBs officielle renter**).

Markedsoperation: En operation, der udføres på initiativ af centralbanken i det finansielle marked. Med hensyn til formål, regelmæssighed og procedurer kan **eurosystemets** markedsoperationer inddeles i fire kategorier: **primære markedsoperationer**, **langfristede markedsoperationer**, **finjusterende markedsoperationer** og strukturelle markedsoperationer. Som instrument i forbindelse med markedsoperationerne anvender eurosystemet primært **tilbageførselsforretninger**, som kan benyttes til alle fire kategorier. Desuden kan udstedelse af gældsbeviser og egentlige købs- eller salgsforretninger benyttes til strukturelle operationer, mens egentlige købs- eller salgsforretninger, **valutaswaps** og modtagelse af tidsindskud fra modparter benyttes til finjusterende markedsoperationer.

Markedsrisiko: Risikoen for tab (både på balanceførte og ikke-balanceførte poster) som følge af bevægelser i markedspriserne.

MFIer (monetære finansielle institutioner): De finansielle institutioner, der udgør **eurområdets** pengeudstedende sektor. De omfatter **eurosystemet**, residente **kreditinstitutter** (som defineret i fællesskabslovgivningen) samt alle andre residente finansielle institutioner, som modtager indlån og/eller indlånslignende indskud fra enheder, undtagen MFIer, og som for egen regning (i det mindste i

økonomisk henseende) yder lån og/eller investerer i værdipapirer. Sidstnævnte gruppe omfatter hovedsagelig pengemarkedsforeninger.

MFIernes kreditgivning til residerter i euroområdet: MFIernes udlån til residerter i **eurområdet** (herunder den **offentlige sektor** og den private sektor) og MFIernes beholdninger af værdipapirer (aktier, andre ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter**) udstedt af ikke-MFIer i euroområdet.

MFIernes langfristede finansielle passiver: Tidsindskud med en løbetid på over 2 år, indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder, **gældsinstrumenter** med en oprindelig løbetid på over 2 år udstedt af **MFIer i euroområdet** samt euroområdets MFI-sektors egenkapital.

MFIernes nettofordringer på udlandet: MFIer i **eurområdets** fordringer på udlandet (fx guld, beholdninger af pengesedler og mønter i fremmed valuta, beholdninger af værdipapirer udstedt af residerter uden for euroområdet og udlån til residerter uden for euroområdet) minus euroområdets MFI-sektors eksterne passiver (fx indskud fra residerter uden for euroområdet, deres **genkøbsforretninger** samt deres andele i pengemarkedsforeninger og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af MFIer).

MFIernes rentesatser: De rentesatser, som residerter **kreditinstitutter** og andre **MFIer**, ekskl. centralbanker og pengemarkedsforeninger, anvender for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, der er residerter i **eurområdet**.

MFI-sektorens konsoliderede balance: Balance, der fås ved at modregne inter-MFI-positioner (fx ud- og indlån mellem MFIer) på den aggregerede MFI-balance. Den giver statistisk information om MFI-sektorens aktiver og passiver over for residerter i **eurområdet**, som ikke hører til denne sektor (dvs. den **offentlige sektor** og andre residerter i euroområdet), og over for residerter uden for euroområdet. Balancen er den vigtigste statistikkilde til beregning af pengemængdemål, og den danner grundlag for den regelmæssige analyse af **M3s** modposter.

Minimumsbudrente: Den nedre grænse for den rente, til hvilken **modparterne** kan afgive bud ved de **primære markedsoperationer**, der udføres som auktioner til variabel rente. Det er en af **ECBs officielle renter** og afspejler pengepolitikens stramhed.

Modpart: Den anden part i en finansiell transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

Monetær analyse: En af søjlerne i **Den Europæiske Centralbanks** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den monetære analyse hjælper med at vurdere tendenserne i inflationsudviklingen på mellemlangt til langt sigt i lyset af den tætte sammenhæng mellem pengemængde og prisniveau over længere tidshorisoner. Den monetære analyse tager højde for udviklingen i en lang række monetære indikatorer, herunder **M3** og dets komponenter og modposter, især udlån, og forskellige mål for overskudslikviditet (se også **økonomisk analyse**).

Monetær indkomst: De indtægter, som de nationale centralbanker i forbindelse med deres udførelse af **eurosystemets** pengepolitiske opgaver har af aktiver, som de besidder som modværdi for sedler i omløb og forpligtelserne i forbindelse med **kreditinstitutternes** indlån. Aktiverne er øremærket i overensstemmelse med **Styrelsesrådets** retningslinjer.

Obligationsmarked: Marked, hvor mellem- og langfristede **gældsinstrumenter** udstedes og handles.

Offentlige sektor, den (offentlig forvaltning og service): En sektor, der er defineret i det **europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**, og som omfatter residente enheder, der hovedsagelig beskæftiger sig med produktion af ikke-markedsmæssige varer og tjenester bestemt for individuelt og kollektivt konsum og/eller omfordeling af nationalindkomst og -formue. Sektoren består af statslig forvaltning og service, offentlig forvaltning og service på delstatsniveau, kommunal forvaltning og service samt sociale kasser og fonde. Offentligt ejede enheder, der driver erhvervsvirksomhed, fx offentlige virksomheder, indgår ikke i den offentlige sektor.

Omkostninger ved ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering (reale): Ikke-finansielle selskabers omkostninger, når de optager nye lån. For ikke-finansielle selskaber i **euroområdet** udregnes disse som et vægtet gennemsnit af omkostningerne ved låntagning, omkostningerne ved **gældsinstrumenter** og omkostningerne ved aktier baseret på det udestående beløb (justeret for værdiansættelseeffekter) og deflateret ud fra inflationsforventningerne.

Option: Et finansielt instrument, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et specifikt aktiv (fx en obligation eller en aktie) til en på forhånd aftalt pris (strike-pris) på eller indtil et aftalt tidspunkt (forfaldsdato).

Pengemarked: Marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt til og med 1 år.

Porteføljeeinvesteringer: Euroområdets residenters nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residenter uden for euroområdet ("aktiver") og disses nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residenter i euroområdet ("passiver"). Omfatter ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter** (obligationer og pengemarkedsinstrumenter) ekskl. beløb bogført under **direkte investeringer** eller reserveaktiver.

Primær markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De primære markedsoperationer udføres som ugentlige standardauktioner, normalt med en løbetid på en uge.

Primær saldo: Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

Prisstabilitet: Eurosystemets hovedmål er at fastholde prisstabilitet. **Styrelsesrådet** definerer prisstabilitet som en år-til-år stigning på under 2 pct. i det **harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)** for **euroområdet**. Styrelsesrådet har også meddelt, at det med henblik på prisstabilitet agter at fastholde en inflation på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud: I traktatens artikel 104 og protokollen om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud kræves det, at EU-landene overholder budgetdisciplin, og der opstilles kriterier for, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud. Endvidere beskrives de foranstaltninger, der skal træffes, hvis det konstateres, at kravene i forbindelse med budgetstillingen og den offentlige gæld ikke er opfyldt. Artikel 104 suppleres af Rådets forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud (som ændret

ved Rådets forordning (EF) nr. 1056/2005 af 27. juni 2005), der er en del af **stabilitets- og vækstpagten**.

Realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS-system): Et afviklingssystem, hvor betalingsinstrukser behandles, efterhånden som de opstår (uden netting), og afvikles i realtid (kontinuerligt). Se også **Target**.

Referenceværdi for M3-vækst: Den årlige vækst i **M3** på mellemlangt sigt, der er i overensstemmelse med fastholdelse af **prisstabilitet**. Referenceværdien for den årlige M3-vækst er p.t. 4½ pct.

Reservekrav: De mindstereserver, som et **kreditinstitut** skal holde på konti hos **eurosystemet**. Opfyldelse af reservekravet vurderes på grundlag af den gennemsnitlige daglige saldo i løbet af en **reservekravsperiode**.

Reservekravsgrundlag: Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregning af et **kreditinstituts reservekrav**.

Reservekravskoefficient: En koefficient, som centralbanken fastsætter for hver enkelt kategori af balanceposter i **reservekravsgrundlaget**. Koefficienten bruges til beregning af **reservekravene**.

Reservekravsperiode: Den periode, for hvilken **kreditinstitutternes** overholdelse af **reservekravene** beregnes. Reservekravsperioden starter på afviklingsdagen for den første **primære markedsoperation** efter det møde i **Styrelsesrådet**, hvor den månedlige vurdering af pengepolitikken normalt finder sted. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør en kalender over reservekravsperioderne mindst tre måneder inden årets begyndelse.

Sikkerhed: Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af lån (fx af **kreditinstitutter** over for centralbanker), samt aktiver solgt (fx af kreditinstitutter til centralbanker) i forbindelse med **genkøbsforretninger**.

Stabilitets- og vækstpagten: Hensigten med stabilitets- og vækstpagten er, at den skal fungere som middel til at sikre sunde offentlige finanser i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union** med henblik på at styrke betingelserne for **prisstabilitet** og for kraftig, holdbar vækst, der fremmer jobskabelsen. Med henblik herpå foreskriver pagten, at medlemslandene specificerer mellemfristede budgetmålsætninger. Den indeholder også en række konkrete bestemmelser vedrørende **proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud**. Pagten består af Det Europæiske Råds resolution om stabilitets- og vækstpagten, der blev vedtaget i Amsterdam 17. juni 1997, og to rådsforordninger, nemlig i) forordning (EF) nr. 1466/97 af 7. juli 1997 om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker som ændret ved forordning (EF) nr. 1055/2005 af 27. juni 2005 og ii) forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud som ændret ved forordning (EF) nr. 1056/2005 af 27. juni 2005. Stabilitets- og vækstpagten suppleres af **Ecofin-Rådets** rapport med titlen "En bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten", som blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Bruxelles 22.-23. marts 2005. Pagten suppleres ligeledes af en ny adfærdskodeks vedrørende specifikationer om gennemførelsen af stabilitets- og vækstpagten og retningslinjerne for indhold og form af stabilitets- og konvergensprogrammerne (Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes), som Ecofin-Rådet godkendte 11. oktober 2005.

Staten (statslig forvaltning og service): Statslig forvaltning og service som defineret i det **europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)** men ekskl. offentlig forvaltning og service på delstatsniveau og kommunal forvaltning og service (se også den **offentlige sektor**).

Straight-through processing (STP): Automatiseret behandling af handler/betalingsoverførsler fra afsender til endelig modtager, herunder automatiseret bekræftelse, match, generering, clearing og afvikling af ordrer.

Styrelsesrådet: Den Europæiske Centralbanks (ECBs) øverste besluttende organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **direktion** og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har indført euroen.

Stående facilitet: En centralbankfacilitet, som **modparter** har adgang til på eget initiativ. **Euro-systemet** kan tilbyde to stående faciliteter: den **marginale udlånsfacilitet** og **indlånsfaciliteten**.

Systemisk risiko: Risikoen for, at en institutions manglende evne til at opfylde sine forpligtelser rettidigt vil medføre, at andre institutioner ikke er i stand til at opfylde deres forpligtelser rettidigt. Det kan medføre betydelige likviditets- eller kreditproblemer, som kan true de finansielle markeders stabilitet eller tilliden til markederne.

Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): Et **realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS)** for euroen. Target-systemet er et decentraliseret system bestående af 17 nationale RTGS-systemer, ECBs betalingsmekanisme (EPM) og interlinking-mekanismen.

Target2: En ny generation af **Target**-systemet, hvis nuværende decentraliserede tekniske opbygning erstattes af en fælles platform med en række harmoniserede ydelser og en ensartet prisstruktur.

Tilbageførselsforretning: En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver i en **genkøbsforretning** eller foretager udlån mod **sikkerhed**.

Traktaten: Refererer til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab ("Rom-traktaten"). Traktaten er blevet ændret ved flere lejligheder, navnlig ved traktaten om Den Europæiske Union ("Maastricht-traktaten"), som udgør grundlaget for **Den Økonomiske og Monetære Union** og indeholder statuten for **ESCB**.

Valutaswap: En samtidig spot- og terminsforretning, hvor én valuta handles mod en anden.

Værdipapirafviklingssystem: Et system, der gør det muligt at besidde og overføre værdipapirer, enten uden betaling eller mod betaling (delivery versus payment) eller modtagelse af et andet aktiv (delivery versus delivery). Det omfatter alle institutionelle og tekniske rammer for afvikling af værdipapirhandel og deponering af værdipapirer. Der kan være tale om et system til realtidsbruttoafvikling, bruttoafvikling eller nettoafvikling. Afviklingssystemer gør det muligt at beregne (clear) deltagernes forpligtelser.

Værdipapircentral: En enhed, som i) muliggør værdipapirhandel i elektronisk form og ii) spiller en aktiv rolle i sikringen af integriteten i værdipapiranligger. Værdipapirer kan enten være fysiske papirer (der opbevares i værdipapircentralen) eller dematerialiserede værdipapirer (dvs. kun som elektroniske registreringer).

Økonomisk analyse: En af søjlerne i **Den Europæiske Centralbanks** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den økonomiske analyse fokuserer primært på vurderingen af den aktuelle økonomiske og finansielle udvikling og de risici for prisstabiliteten, som udviklingen indebærer på kort til mellemlangt sigt, hvor perspektivet er samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer og tjenesteydelser og faktormarkederne på netop kort til mellemlangt sigt. Der lægges vægt på behovet for at identificere de stød, der rammer økonomien, deres indvirkning på omkostninger og priser og udsigterne på kort til mellemlangt sigt til, at de breder sig til andre dele af økonomien (se også **monetær analyse**).

Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC), Det: Et rådgivende fællesskabsorgan, som bidrager til forberedelsen af **Ecofin-Rådets** og Europa-Kommissionens arbejde. Udvalget har bl.a. til opgave at følge medlemslandenes og Fællesskabets økonomiske og finansielle situation samt budgetovervågning.

Økonomiske og Monetære Union (ØMU), Den: Processen, der førte til indførelsen af den fælles valuta, euroen, og den fælles pengepolitik i **euroområdet** samt samordningen af den økonomiske politik i EU-landene. Processen blev i overensstemmelse med **traktatens** bestemmelser gennemført i tre faser. Tredje og sidste fase begyndte 1. januar 1999 med afgivelse af den pengepolitiske kompetence til **Den Europæiske Centralbank** og indførelse af euroen. Med indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002 blev ØMU fuldført.

ISSN 1561-4506



9 771561 450009