



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

ÅRSBERETNING
2011

ÅRSBERETNING 2011

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011





DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET



I 2012 vil alle ECB-publikationer bære et motiv taget fra en 50-euroseddel

ÅRSBERETNING
2011

© Den Europæiske Centralbank, 2012

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:

*Andreas Böttcher
Europæiske Centralbank/Robert Metsch
ISOCHROM.com*

*Skæringsdato for statistik i denne
årsberetning var den 2. marts 2012*

ISSN 1561-4506 (print)
ISSN 1725-2830 (online)

INDHOLD

FORORD

KAPITEL I

DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG Pengepolitikken

I Pengepolitiske Beslutninger 14

Boks 1 Ekstraordinære tiltag i 2011 14

2 Den monetære, finansielle og økonomiske udvikling 20

2.1 De globale makroøkonomiske forhold 20

2.2 Den monetære og finansielle udvikling 25

Boks 2 Pengemængden og kreditgivningen som tidlige advarselsindikatorer for en skæv udvikling i aktiv-priserne 28

Boks 3 Den seneste udvikling i euroområdet finansielle poster 33

Boks 4 Target2-saldi i Eurosystemet i en situation, hvor pengemarkederne fungerer dårligt 35

Boks 5 Turbulens på euroområdet statsgældsmarkeder og afsmitningen på den finansielle sektor i 2011 40

2.3 Udviklingen i priser og omkostninger 48

Boks 6 Udviklingen i råvarepriserne og HICP-inflationen i euroområdet: sammenligning af de kraftige stigninger i 2008 og 2011 50

2.4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked 55

Boks 7 Tilpasning af arbejdsstyrken i euroområdet og USA siden krisens begyndelse 56

2.5 Udviklingen i de offentlige finanser 61

Boks 8 Offentlige finansielle aktiver og passiver i euroområdet 64

3 Den økonomiske og monetære udvikling i EU-lande uden for Euroområdet 69

KAPITEL 2 Centralbankoperationer og -aktiviteter

I Pengepolitiske operationer, valutaoperationer og investeringsaktiviteter 78

1.1 Pengepolitiske operationer 78

1.2 Valutaoperationer og operationer med andre centralbanker 85

1.3 Investeringsaktiviteter 86

2 Betalings- og værdipapirafviklingssystemer 88

2.1 Target2-systemet 88

2.2 Target2-Securities 89

2.3 Afviklingsprocedurer for sikkerhed 91

3 Sedler og mønter 92

3.1 Cirkulation af sedler og mønter 92

3.2 Forfalskning af eurosedler og beskyttelse mod forfalskning 93

3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler 94

4 Statistik 96

4.1 Nye eller forbedrede statistikker for euroområdet 96

4.2 Øvrig statistisk udvikling 96

5 Økonomisk forskning 98

5.1 Forskningsprioriteter og -resultater 98

5.2 Formidling af forskning: publikationer og konferencer 98

6	ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER	100	KAPITEL 4	
	6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	100	EUROPÆISKE SPØRGSMÅL	
	6.2 Rådgivende funktioner	100	1 POLITKSPØRGSMÅL OG INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL	130
	Boks 9 Centralbankens uafhængighed i Ungarn	102	2 UDVIKLINGEN I OG FORHOLDET TIL EU-KANDIDATLANDENE	133
	6.3 Forvaltning af låneoptagelses- og långivningstransaktioner	104	KAPITEL 5	
	6.4 Eurosystemets tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver	105	INTERNATIONALE SPØRGSMÅL	
			1 VIGTIGE TENDENSER I DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM	136
	KAPITEL 3		2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU	138
	FINANSIEL STABILITET, ESRB-OPGAVER OG FINANSIEL INTEGRATION		KAPITEL 6	
I	FINANSIEL STABILITET	108	EKSTERN KOMMUNIKATION OG ANSVARLIGHED	
	1.1 Overvågning af finansiel stabilitet	108	1 ANSVARLIGHED OG KOMMUNIKATIONSPOLITIK	142
	1.2 Ordninger vedrørende finansiel stabilitet	110	2 ANSVARLIGHED OVER FOR EUROPA-PARLAMENTET	143
2	OPGAVER I RELATION TIL DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICIS (ESRB) FUNKTIONSMÅDE	112	3 KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER	145
	2.1 Institutionelle rammer	112	KAPITEL 7	
	2.2 Analytisk, statistisk, logistisk og organisatorisk støtte til ESRB	112	INSTITUTIONELLE RAMMER OG ORGANISATION	
	Boks 10 ESCB's netværk vedrørende makroprudentiel forskning	113	1 ECB'S BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE	150
3	FINANSIEL REGULERING OG TILSYN	116	1.1 Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	150
	3.1 Bankvirksomhed	116	1.2 Styrelsesrådet	151
	3.2 Værdipapirer	117	1.3 Direktionen	151
	3.3 Regnskabsprincipper	118	1.4 Det Generelle Råd	153
4	FINANSIEL INTEGRATION	119	1.5 Eurosystemet/ESCB-komiteer, Budgetkomiteen, Personalechefkredsen (HRC) og Eurosystemets it-styringskomite	155
5	OVERVÅGNING AF BETALINGSSYSTEMER OG MARKEDETS INFRASTRUKTUR	123	1.6 Corporate governance	156
	5.1 Systemer for store betalinger og infrastrukturudbydere	123	2 ORGANISATORISK UDVIKLING	160
	5.2 Detailbetalingssystemer og -instrumenter	124	2.1 Personaleforvaltning	160
	5.3 Clearing og afvikling af værdipapirer og derivater	125		

2.2 Forholdet til medarbejderne og den sociale dialog	161
2.3 ESCB's sociale dialog	162
2.4 Eurosystemets kontor til koordinering af indkøb	162
2.5 ECB's nye hovedsæde	162
2.6 Miljø	163
2.7 It-serviceledelse	163

ÅRSREGNSKAB	166
Ledelsens beretning for regnskabsåret 2011	166
Balance pr. 31. december 2011	170
Resultatopgørelse for perioden 1. januar til 31. december 2011	172
Anvendt regnskabspraksis	173
Noter til balancen	178
Noter til resultatopgørelsen	192
Revisionspåtegning	196
Note om fordeling af overskud/dækning af tab	199
Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2011	200

BILAG

RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF ECB	204
UDTALELSER VEDTAGET AF ECB	207
KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG	213
OVERSIGT OVER ECB'S KOMMUNIKATION VEDRØRENDE TILFØRSEL AF LIKVIDITET	215
ECB'S PUBLIKATIONER	216
ORDLISTE	217

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
BNP	Bruttonationalprodukt
CPI	Forbrugerprisindeks
EBA	European Banking Authority
ECB	Den Europæiske Centralbank
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ENS95	Det europæiske nationalregnskabssystem 1995
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Den Europæiske Union
EUR	Euro
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde
HICP	Harmoniseret forbrugerprisindeks
ILO	Den Internationale Arbejdsorganisation
IMF	Den Internationale Valutafond
MFI	Monetær finansiel institution
NCB	National centralbank
OECD	Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling
PPI	Producentprisindeks
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union

I overensstemmelse med EU's praksis anføres EU-landenes navne i denne oversigt i alfabetisk rækkefølge efter det nationale sprog.

Medmindre andet er anført, vedrører alle henvisninger i denne Årsberetning til artikler i traktaten de artikelnumre, der har været gældende, siden Lissabontraktaten trådte i kraft den 1. december 2009.

FORORD



2011 var et usædvanligt år med udfordringer som følge af den økonomiske og finansielle situation. Under disse omstændigheder fungerede Den Europæiske Centralbank fortsat som et anker for stabilitet og tillid. Dette bekræftedes af, at inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt forblev fast forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. I betragtning af den negative udvikling er dette et bemærkelsesværdigt godt resultat og et tegn på ECB's pengepolitik's store troværdighed.

Prisudviklingen var i hele 2011 betydeligt påvirket af stigninger i energi- og råvarepriserne, som førte til højere inflation. Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation var 2,7 pct. I begyndelsen af året fortsatte det økonomiske opsving i euroområdet, understøttet af global vækst og en stigende indenlandsk efterspørgsel. Samtidig steg den samlede inflation betydeligt i begyndelsen af 2011, og risiciene forbundet med inflationsudsigterne, som fremgår af den økonomiske analyse, blev opadrettede. Den under-

liggende pengemængdevækst steg gradvis igen, samtidig med at der var rigelig likviditet, hvilket kan have akkommoderet et opadrettet pris-pres. For at sikre, at prisstabiliteten blev fastholdt, forhøjede Styrelsesrådet ECB's officielle renter i april og juli 2011, begge gange med 25 basispoint, efter at have holdt dem på et meget lavt niveau i næsten to år.

Fra medio juli intensiveredes spændingerne på de finansielle markeder, først og fremmest som følge af markedsdeltageres bekymringer over udviklingen i de offentlige finanser i flere eurolande. De strammere finansielle forhold og den faldende økonomiske tillid, som var resultatet heraf, lagde sammen med en lavere global efterspørgsel en dæmper på aktiviteten i euroområdet i 2. halvår 2011. Alt i alt steg realt BNP med 1,4 pct. i 2011. Den store usikkerhed på de finansielle markeder og presset på bankerne for at reducere balancen påvirkede også pengemængdevæksten, som faldt i slutningen af 2011. Den underliggende pengemængdevækst var fortsat afdæmpet. På denne baggrund nedsatte Styrelsesrådet ECB's officielle renter i november og december med i alt 50 basispoint.

Risiciene for den finansielle stabilitet i euroområdet tiltog væsentligt i løbet af 2011 med forværringen af statsgældskrisen og dens indvirkning på banksektoren. Især i 2. halvår blev den afsmittende effekt stærkere i store eurolande, hvor samspillet mellem sårbare offentlige finanser og den finansielle sektor var en forstærkende faktor. Hertil kom svækkede udsigter for den makroøkonomiske vækst, især i slutningen af året. Finansieringspresset på euroområdets banker tiltog markant i flere markedssegmenter, bl.a. inden for usikret langfristet finansiering og kortfristet finansiering i amerikanske dollar. Herved blev presset på bankerne for at reducere balancen forstærket i slutningen af 2011 med risiko for negative virkninger på adgangen til kredit. Dette pres på bankerne, som skyldtes udfordringerne med hensyn til kort- til mellemlangsigtet bankfinansiering, blev holdt passende nede af rettidige centralbanktiltag.

Da spændingerne på de finansielle markeder havde en negativ effekt på den pengepolitiske transmissionsmekanisme, vedtog Styrelsesrådet en række ekstraordinære pengepolitiske tiltag fra august 2011. Blandt disse tiltag var reaktivering af Securities Markets Programme, indførelsen af det andet program til opkøb af covered bonds og foranstaltninger med henblik på at tilvejebringe likviditet i fremmed valuta. Desuden besluttede Eurosystemet at fortsætte med at udføre alle primære markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling i hvert fald indtil udgangen af juni 2012. I december vedtog Styrelsesrådet yderligere udvidede foranstaltninger for at støtte kreditgivningen, bl.a. to langfristede markedsoperationer med en løbetid på tre år, øget adgang til sikkerhedsstillelse og en nedsættelse af reservekravskoefficienten til 1 pct. Det primære formål med disse tiltag var at dæmpe effekten på kreditgivningen til husholdninger og virksomheder af spændingerne på de finansielle markeder ved at sikre, at bankerne ikke manglede likviditet.

Den bredt baserede stigning i risiciene for den finansielle stabilitet afslørede et klart behov for modige og resolute tiltag både i og uden for euroområdet. Den pakke af foranstaltninger, som blev annonceret og vedtaget af Det Europæiske Råd og euroområdet stats- og regeringschefer, tog fat på flere centrale områder med det formål at genoprette stabiliteten i euroområdet. Blandt pakkens hovedelementer var en ny finanspolitisk pagt og en styrkelse af stabiliseringsværktøjer for euroområdet, herunder en mere effektiv europæisk finansiel stabilitetsfacilitet, en hurtigere gennemførelse af den europæiske stabilitetsmekanisme og foranstaltninger til imødegåelse af de særlige udfordringer i Grækenland.

Den 27. januar 2012 vedtog stats- og regeringscheferne finanspagten i form af traktaten om stabilitet, samordning og styring i Den Økonomiske og Monetære Union. Traktaten bidrager til styrkelsen af de eksisterende finanspolitiske rammer, især med indførelsen i de nationale retssystemer af en regel om strukturel budgetbalance, som er underlagt EU-Domstolens kontrol.

Konstaterede afvigelser fra reglen og den relaterede samlede virkning på statsgælden vil automatisk blive korrigeret. En effektiv gennemførelse og håndhævelse af den nye finanspolitiske regel forventes at forbedre de offentlige financers holdbarhed i euroområdet.

Hvad angår banksektoren, vedtog Den Europæiske Banktilsynsmyndighed og nationale tilsynsmyndigheder foranstaltninger, som skal sikre en varig styrkelse af EU-bankers kapital på grundlag af stresstest, som blev gennemført i hele EU i juli. For at imødekomme bankernes finansieringsbehov blev det gjort lettere at få adgang til langfristet finansiering med genindførelsen af statslige garantiordninger, som blev koordineret på EU-plan med hensyn til adgang og vilkår.

På lovgivningsområdet skred reformdagsordenen fortsat frem i 2011. Et vigtigt skridt i håndteringen af risiciene for det globale finansielle system var G20-landenes vedtagelse af en samlet række politiske foranstaltninger vedrørende systemisk vigtige finansielle institutioner. ECB giver sin fulde støtte til disse nye internationale standarder, som tager sigte på at håndtere negative eksternaliteter og "moral hazard", der skyldes systemisk vigtige institutioner. De er et nødvendigt skridt, som vil bidrage til at mindske sandsynligheden for og alvoren af finansiel ustabilitet og redningsaktioner. Som medlem af Rådet for Finansiell Stabilitet bidrog ECB aktivt til dette arbejde.

Et andet vigtigt emne var opfølgningen på revideringen og færdiggørelsen af visse elementer af de nye kapital- og likviditetsstandarder (Basel III). ECB bidrog også til gennemførelsen af Basel III-standarderne i Europa og glædede sig over Europa-Kommissionens forslag af 20. juli 2011 om et direktiv og en forordning, som gennemfører Basel III-rammen i EU-retten. I en udtalelse, der blev offentliggjort den 27. januar 2012, gav ECB udtryk for sin fulde støtte til EU's stærke engagement i gennemførelsen af internationale standarder og aftaler inden for finansiel lovgivning under hensyntagen til visse særlige egenskaber ved EU's finansielle system og retssystem, hvor dette er relevant.

2011 var Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) første år. ESRB er et EU-organ, som fører makrotilsyn og identificerer og vurderer systemiske risici samt udsender advarsler og retter henstillinger. ECB fungerer som sekretariat for ESRB. I 2011 indledte ESRB en regelmæssig udveksling af synspunkter om systemiske risici mod EU's finansielle system. Et centralt spørgsmål i denne forbindelse har været samspillet mellem europæiske staters kreditværdighed, bankernes øgede vanskeligheder med at rejse midler og en aftagende økonomisk vækst. ESRB vedtog tre offentlige henstillinger om i) långivning i udenlandsk valuta, ii) kreditinstitutters finansiering i amerikanske dollar og iii) nationale myndigheders makroprudentielle mandat, og ESRB arbejder nu på at indføre den relevante opfølgingsmekanisme ud fra princippet om "handling eller forklaring". Endelig arbejdede ESRB i løbet af året på udviklingen af grundlaget for makrotilsynspolitikken i EU og gennemgik i dette øjemed de makroprudentielle aspekter af forslag til EU-lovgivning – især om bankers kapitalkrav og om markedsinfrastruktur – og informerede EU's lovgivende organer om sine makroprudentielle bekymringer.

ECB fortsatte med at bidrage til de vigtigste politiske og reguleringsmæssige initiativer, som skal forbedre stabiliteten i de finansielle markedsinfrastruktur, herunder lovgivningsinitiativer på EU-plan. ECB bidrog endvidere til arbejdet i Betalings- og Værdipapirafviklingsudvalget og Den Internationale Børstilsynsorganisation, især med hensyn til principperne for finansielle markedsinfrastrukturer og arbejdet inden for OTC-derivatmarkedets infrastruktur. I maj 2011 godkendte Styrelsesrådet desuden mandatet for det europæiske forum for sikkerhed ved detailbetalinger. Endelig fandt der i 2011 en omfattende foreløbig gennemgang af den foreliggende dokumentation vedrørende Target2-Securities' design sted med deltagelse af alle relevante myndigheder.

Inden for centralbankopgaver driver Eurosystemet Target2, der er et system for store betalinger. Enkeltplatformssystemet Target2 mulig-

gør realtidsbruttoafvikling i euro og giver 24 centralbanker i EU og deres respektive brugere mulighed for at benytte sig af den samme omfattende og avancerede tjeneste. I 2011 skete der store fremskridt med Eurosystemets Target2-Securities-program (T2S), en ny værdipapirafviklingsløsning, der kan håndtere flere valutaer. Efter mere end to års forhandlinger blev den juridiske dokumentation godkendt af Styrelsesrådet, hvorved vejen blev banet for, at værdipapircentraler og Eurosystemet kan indgå en aftale i 2012. Forhandlingerne med de centralbanker uden for euroområdet, som gerne vil stille deres valutaer til rådighed for T2S til afvikling af værdipapirtransaktioner, blev også afsluttet. Der skete ligeledes fremskridt på det tekniske område, bl.a. med offentliggørelsen af funktionsspecifikationerne ("user detailed functional specifications") og udvælgelsen af netværksleverandører. Også arbejdet med de kommende forbedringer af Eurosystemets forvaltning af sikkerhedsstillelse skred frem med fjernelsen af kravet om at trække aktiver hjem og støtten til grænseoverskridende trepartsforvaltning af sikkerhed i korrespondentcentralbankmodellen.

For så vidt angår det organisatoriske, var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til fuldtidsstillinger 1.440,5 ved udgangen af 2011 mod 1.421,5 ved udgangen af 2010. Stigningen skyldtes først og fremmest øgede forretningsmæssige behov som følge af den finansielle krise. ECB's medarbejdere kommer fra alle 27 EU-lande. De ansættes – efter en åben udvælgelseskampagne – i ledige stillinger, som bliver opslået på ECB's websted. I overensstemmelse med ECB's mobilitetspolitik flyttede 237 medarbejdere i 2011 til andre stillinger internt i organisationen, mens seks medarbejdere blev udstationeret i andre organisationer, og 54 fik bevilget orlov uden løn for at studere, for at arbejde i en anden organisation eller af private årsager. En af hjørnestenene i ECB's personalestrategi er fortsat en kontinuerlig udvidelse og udvikling af medarbejdernes kvalifikationer og kompetencer. De vigtigste ændringer inden for personalestrategien var indførelsen af mere familievenlige regler om arbejdstid og orlov, oprettelsen af et udvalg for

sundhed og sikkerhed på arbejdspladsen og indførelsen af coachingydelser til personalet.

Arbejdet på ECB's nye hovedsæde skred i 2011 frem i overensstemmelse med tidsplanen og budgettet. Det dobbelte kontortårn voksede med i gennemsnit en etage hver sjette dag, og byggeriet forventes fortsat at stå færdigt i slutningen af 2013.

ECB's regnskab viste i 2011 et overskud på 1,89 mia. euro. Til sammenligning var overskuddet i 2010 på 1,33 mia. euro. Styrelsesrådet besluttede pr. 31. december 2011 at overføre 1,17 mia. euro til hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici. Herved steg hensættelsen til 6,36 mia. euro, hvilket var det maksimalt tilladte beløb og svarede til værdien af den kapital, som de nationale centralbanker i euroområdet havde indbetalt pr. denne dag. ECB's nettoresultat for 2011 var 728 mio. euro efter hensættelser. Dette beløb blev fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele af ECB's kapital.

Frankfurt am Main, marts 2012



Mario Draghi



ECB's nye hovedsæde set fra øst. Det nye hovedsæde, som er tegnet af arkitektfirmaet COOP HIMMELB(L)AU, skal ifølge planen stå færdigt ved udgangen af 2013. Hele komplekset består af tre centrale bygningsdele, nemlig de to kontortårne, den tidligere torvehal Grossmarkthalle og indgangspartiet.

KAPITEL I

**DEN ØKONOMISKE
UDVIKLING OG
PENGEPOLITIKKEN**

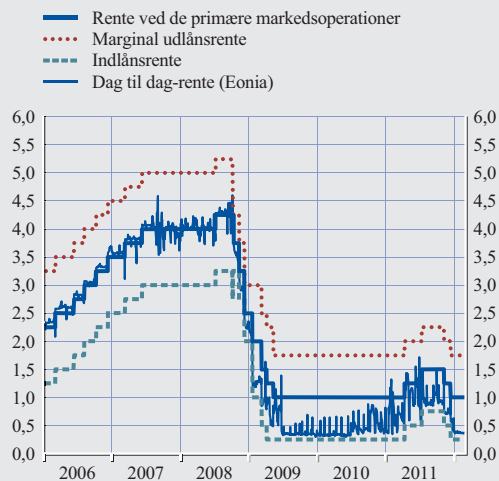
I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER

Igen i 2011 var forholdene for Eurosystemet ekstremt krævende. Frem til sommeren 2011 tiltog inflationspresset som følge af stigende råvarepriser, hvilket kunne have udløst en bredt funderet inflationsproces i sammenhæng med et konjunkturopsving. Samtidig blev der i den økonomiske analyse identificeret ændrede risici for inflationsudsigterne for den politikrelevante horisont. Risiciene blev således opadrettede. Selv om den monetære analyse pegede på en moderat stigning i pengemængden, var der dog rigelig monetær likviditet, som kunne have bidraget til at underbygge prispress. Med henblik på at imødegå disse risici forhøjede Styrelsesrådet ECB's officielle renter med i alt 50 basispoint i to trin i henholdsvis april og juli. I 2. halvår lagde de intensiverede spændinger på de finansielle markeder en betydelig dæmper på den økonomiske aktivitet i euroområdet. For at fastholde pristabiliteten nedsatte Styrelsesrådet ECB's officielle renter med 50 basispoint i to tempi i henholdsvis november og december. Ultimo 2011 var renten ved de primære markedsoperationer 1,00 pct., renten på indlånsfaciliteten 0,25 pct. og renten på den marginale udlånsfacilitet 1,75 pct. (se figur 1).

De kraftige spændinger på de finansielle markeder fra sommeren og fremefter kunne hindre

Figur 1. ECB-renter og Eonia-renten

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



Kilder: ECB, Bloomberg og Thomson Reuters.

den pengepolitiske transmission til økonomien. For at sikre en smidig og ensartet transmission traf ECB afgørelse om en række ekstraordinære pengepolitiske tiltag mellem august og december 2011 (se boks 1).

I 2010 var væksten i realt BNP i euroområdet 1,8 pct., og i 2011 fortsatte væksten, dog mere

Boks 1

EKSTRAORDINÆRE TILTAG I 2011¹

Som reaktion på betydelige forværringer i flere segmenter på de finansielle markeder i euroområdet indførte ECB en række ekstraordinære pengepolitiske tiltag i 2. halvår 2011. Spændingerne på statsobligationsmarkederne, som ellers stort set havde været begrænset til Grækenland, Irland og Portugal, spredte sig efterhånden til Italien og Spanien og derefter også til andre eurolande (se figuren). Udviklingen afspejlede bl.a. problemer med de offentlige finansers holdbarhed, navnlig i forbindelse med visse eurolande, bekymringer vedrørende de globale økonomiske udsigter og usikkerhed om udformningen af europæiske finansielle hjælpepakker til de eurolande, der er hårdest ramt af statsgældskrisen, herunder muligheden for at involvere den private sektor. Den alvorlige stress på statsobligationsmarkederne i 2. halvår 2011 påvirkede også pengemarkedet i euroområdet.

¹ Yderligere oplysninger om ECB's reaktion på den finansielle krise i 2. halvår 2011 findes i boksene "Financial markets in early August 2011 and the ECB's monetary policy measures", *Månedsoversigt*, ECB, september 2011, og "Additional non-standard monetary policy measures decided by the Governing Council on 8 December 2011", *Månedsoversigt*, ECB, december 2011.

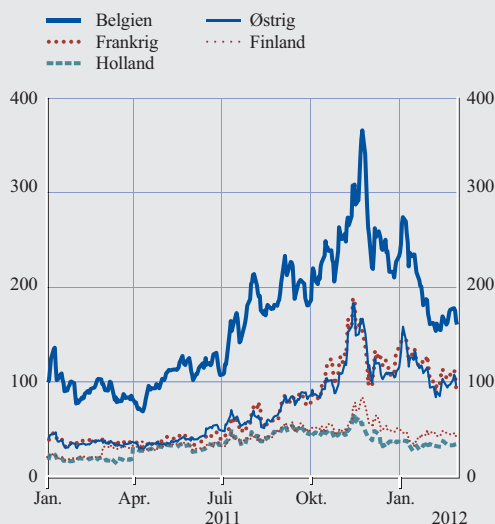
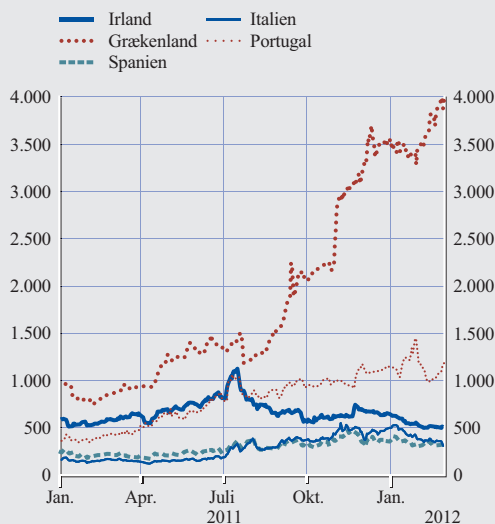
Som reaktion på denne udvikling vedtog ECB's styrelsesråd en række ekstraordinære tiltag fra august 2011 med sigte på at forebygge sammenbrud på de finansielle markeder som dem, der sås i kølvandet på Lehman Brothers' konkurs i september 2008. Uden sådanne tiltag kunne markedsudviklingen have påvirket den pengepolitiske transmission negativt og dermed i sidste ende have haft negative konsekvenser for fastholdelsen af prisstabilitet i euroområdet som helhed på mellemlangt sigt.

I august 2011 meddelte Styrelsesrådet, at Eurosystemet ville fortsætte med at tilføre likviditet til bankerne via auktioner til fast rente med fuld tildeling i hvert fald indtil begyndelsen af 2012. Endvidere lanceredes en langfristet markedsoperation med en løbetid på ca. 6 måneder.

Desuden meddelte ECB, at den ville reaktivere Securities Markets Programme (SMP). SMP, som blev indført i maj 2010, har til formål at understøtte transmissionen af pengepolitiske beslutninger i sammenhæng med dysfunktionelle segmenter på de finansielle markeder med henblik på at sikre prisstabiliteten for euroområdet som helhed. Der var ikke foretaget køb under SMP-programmet siden ultimo marts, men fra august opstod der betydelige risici for, at visse statsobligationsmarkeder ville blive dysfunktionelle, og at spændingerne ville sprede sig til andre markeder. Hvis disse risici havde gjort sig gældende, ville adgangen til finansiering i euroområdets økonomi være blevet alvorligt ramt. Baggrunden for Styrelsesrådets beslutning om at genoptage SMP-interventioner var bl.a. eurolandenes forpligtelse til at nå deres budgetmål og meddelelser fra nogle regeringer om, at de ville gennemføre finanspolitiske og strukturpolitiske reformer og tiltag. SMP's karakteristika var uændrede: Eurosystemets køb af statsobligationer er udelukkende begrænset til de sekundære markeder, de likviditetstilførende effekter af obligationskøb under SMP er alene steriliserede gennem specifikke likviditetsopsugende markedsoperationer, og som alle andre ekstraordinære pengepolitiske tiltag er SMP midlertidigt. Ultimo 2011 udgjorde udestående obligationer afviklet under SMP, 211,4 mia. euro ifølge Eurosystemets balance.

Rentespænd for statsobligationer

(1 basispoint)



Kilde: Thomson Reuters.

Anm.: Spændene afspejler renten på 10-årige statsobligationer over for renten på en 10-årig tysk statsobligation. Der foreligger ingen sammenlignelige oplysninger for de eurolande, der ikke vises på figurene.

Som reaktion på finansieringspres i amerikanske dollar annoncerede Styrelsesrådet den 15. september tre likviditetstilførende markedsoperationer i amerikanske dollar med en løbetid på omkring 3 måneder hen over årsskiftet. Dette tiltag blev vedtaget i samarbejde med andre større centralbanker. Disse operationer var i form af genkøbsforretninger mod passende sikkerhedsstillelse.

Den 6. oktober blev yderligere to langfristede markedsoperationer annonceret: en i oktober 2011 med en løbetid på ca. 12 måneder og en i december 2011 med en løbetid på ca. 13 måneder. Endvidere meddelte Styrelsesrådet i oktober, at alle markedsoperationer med tildeling indtil mindst ultimo 1. halvår 2012 fortsat ville blive udført som auktioner til fast rente med fuld tilde-ling. Formålet med disse tiltag var at understøtte bankernes finansiering og dermed tilskynde dem til at fortsætte med at låne penge til husholdninger og ikke-finansielle selskaber. Desuden blev et nyt opkøbsprogram for covered bonds annonceret, som gjorde det muligt for Eurosystemet at købe covered bonds for et planlagt beløb på 40 mia. euro på det primære og sekundære marked mellem november 2011 og oktober 2012. Ultimo 2011 beløb udestående obligationer afviklet under dette program sig til 3,1 mia. euro.

Den 30. november annoncerede ECB en samordnet aktion med andre centralbanker med sigte på at øge deres kapacitet til at tilføre likviditet til det globale finansielle system via likviditets-swapordninger. Desuden blev prisen på de eksisterende midlertidige likviditetsswapordninger i amerikanske dollar nedsat med 50 basispoint. I sidste ende var formålet med dette tiltag at af-bøde virkningerne af spændinger på de finansielle markeder på kreditgivningen til husholdninger og virksomheder.

Den 8. december annoncerede Styrelsesrådet yderligere tiltag vedrørende udvidet kreditstøtte for at understøtte bankernes udlån og likviditeten på euroområdet. Særligt besluttede Styrelsesrådet at udføre to langfristede markedsoperationer med en løbetid på 3 år og mulighed for førtidig indfrielse efter 1 år. Mulighederne for sikkerhedsstillelse blev øget ved at reducere rating-kravet for visse asset-backed securities og ved at gøre det muligt for de nationale centralbanker midlertidigt at godkende yderligere kreditfordringer som sikkerhed (dvs. banklån), der opfylder specifikke kriterier for belånbarhed. Endvidere blev reservekravskoefficienten nedsat fra 2 pct. til 1 pct. Endelig ophørte de finjusterende markedsoperationer på den sidste dag i hver reservekravsperiode. I den første 3-årige langfristede markedsoperation, der blev udført den 21. december, blev der tilført 489,2 mia. euro til bankerne, mens der i den anden, som blev udført den 29. februar 2012, blev tilført 529,5 mia. euro.

afdæmpet. Den kvartalsvise vækst i realt BNP i 1. kvartal 2011 var kraftig, men skyldtes til dels særlige faktorer som fornyet aktivitet i byggesektoren efter lav aktivitet på grund af dårlige vejrforhold i slutningen af 2010. Da disse særlige faktorer ikke længere gjorde sig gældende, aftog den kvartalsvise vækst i realt BNP især i 2. kvartal, hvilket bl.a. afspejler de negative effekter af jordskælvet i Japan. I 2. halvår var væksten i realt BNP meget svag.

Inflationen var høj i hele 2011, dvs. gennemsnitligt 2,8 pct. i forhold til 1,6 pct. i 2010. Hvad angår den månedlige udvikling i den årlige HICP-inflation, steg den gradvis fra 2,3 pct. i januar til højdepunktet på 3,0 pct. fra september til november og aftog derefter lidt til 2,7 pct. i december. Det afspejlede hovedsagelig udviklingen i energipriserne og andre råvarepriser. Inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt er fortsat fast forankrede på et niveau,

der er i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning om at holde inflationen under, men tæt på, 2 pct. på mellemlangt sigt.

Efter en forholdsvis lav M3-vækst på 1,7 pct. i 2010 tiltog pengemængdevæksten i euroområdet gradvis i de første tre kvartaler af 2011, idet den årlige pengemængdevækst kom op på 2,9 pct. i september 2011. Spændinger på de finansielle markeder og pres på bankerne for balancejustering – navnlig i forhold til kapitalkravene – lagde en dæmper på udviklingen i pengemængden i efteråret, så den årlige M3-vækst faldt til 1,5 pct. i december. Den månedlige udvikling i M3-væksten i 2011 var betydeligt påvirket af interbanktransaktioner via centrale modparter, som er en del af den pengeholdende sektor. Alt i alt var den underliggende pengemængdevækst moderat året igennem.

VOKSENDE INFLATIONSPRES I DEN FØRSTE DEL AF 2011

Et nærmere blik på de pengepolitiske beslutninger i 2011 viser, at euroområdet økonomi begyndte året med positiv underliggende vækst og stort set afbalancerede risici i lyset af øget usikkerhed. Det var forventningen, at euroområdets eksport ville blive understøttet af vækst i verdensøkonomien. Ifølge forventningerne ville efterspørgslen fra den private sektor også i stigende grad bidrage til væksten i lyset af den gunstige erhvervstillid, den ekspansive pengepolitik og tiltagene til forbedring af det finansielle systems funktion. Disse forventninger afspejlede også i de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab i marts 2011, som viste en årlig vækst i realt BNP på 1,3-2,1 pct. i 2011 og 0,8-2,8 pct. i 2012.

Samtidig var der tegn på et opadrettet pres på den samlede inflation, der hovedsagelig skyldtes råvarepriserne, og som også kunne ses i de tidlige stadier af produktionsprocessen. I betragtning af den gunstige underliggende vækst kunne dette have givet anledning til anden runde-efekter og mere bredt funderede inflationspres. De makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab i marts 2011 viste en årlig HICP-inflation på 2,0-2,6 pct. i 2011 og 1,0-2,4

pct. i 2012, dvs. højere end i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2010, hovedsagelig som følge af højere energi- og fødevarerpriser.

Derfor bemærkede Styrelsesrådet i marts, at risiciene for udsigterne for prisstabilitet på mellemlangt sigt var opadrettede, efter at Styrelsesrådet havde betragtet dem som stort set afbalancerede, men sandsynligvis med en opadrettet tendens i løbet af de første to måneder af 2011. I den sammenhæng understregede Styrelsesrådet, at det var parat til at handle hurtigt og beslutsomt for at sikre, at der ikke ville opstå opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt. Risiciene vedrørte især stærkere stigninger i råvarepriserne end forventet, men også kraftigere stigninger end forventet i indirekte skatter og administrativt fastsatte priser på grund af de kommende års behov for budgetkonsolidering samt et stærkere indenlandsk prispres end forventet i forbindelse med det igangværende økonomiske opsving.

Krydstjekket mellem resultatet af den økonomiske analyse og den monetære analyse bekræftede, at den underliggende pengemængdevækst stadig var moderat. Samtidig har den lave vækst i pengemængden og kreditgivningen hidtil kun ført til et delvist fald i de store mængder monetær likviditet, der var blevet opbygget i økonomien forud for perioden med finansielle spændinger. Det kunne fremme afhjælpningen af det prispres, der på det tidspunkt var ved at opstå på råvaremarkederne som følge af den kraftige vækst i verdensøkonomien og rigelig likviditet i forbindelse med en ekspansiv pengepolitik på globalt plan.

I lyset af de opadrettede risici for prisstabiliteten, som blev identificeret i den økonomiske analyse, og med henblik på at sikre en fast forankring af inflationsforventningerne på et niveau, der er foreneligt med prisstabilitet, besluttede Styrelsesrådet at forhøje ECB's officielle renter med 25 basispoint på mødet den 7. april 2011 efter at have fastholdt dem på et historisk lavt niveau i næsten to år. Det blev betragtet som afgørende at sikre, at stigningen i HICP-

inflationen ikke medførte anden runde-effekter og derved gav anledning til bredt funderede inflationspres på mellemlangt sigt. Da renterne stadig var lave over hele løbetidsspektret, var pengepolitikken fortsat lempelig og understøttede således stadig i betydeligt omfang den økonomiske aktivitet og jobskabelsen.

Længere fremme i 2. kvartal forventedes en vis svækkelse af den økonomiske aktivitet efter 1. kvartals stærke stigning i realt BNP i euroområdet, men vurderingen var, at den underliggende økonomiske vækst i euroområdet var uændret. Det stærke 1. kvartal 2011 medførte en opjustering af væksten i realt BNP i 2011 til 1,5-2,3 pct. i de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab i juni 2011, mens vækstintervallet stort set var uændret for 2012. Det opadrettede inflationspres fra råvarepriserne fortsatte, også i de tidlige stadier af produktionsprocessen. Det medførte en opjustering af Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger i juni 2011 af intervallet for den årlige HICP-inflation til 2,5-2,7 pct. for 2011, mens intervallet for 2012 blev nedjusteret i forhold til fremskrivningerne i marts 2011 til 1,1-2,3 pct. Uanset volatiliteten på kort sigt fortsatte M3-væksten med at tiltage gradvis i 2. kvartal, og den årlige vækst i udlån til den private sektor styrkedes også en smule i kvartalet, hvilket tyder på en gradvis genopretning af den underliggende pengemængdevækst. Samtidig var der stadig rigelig monetær likviditet, som kunne afbøde prispres i euroområdet.

I lyset af disse tendenser besluttede Styrelsesrådet at forhøje ECB's officielle renter med 25 basispoint på mødet den 7. juli 2011. Endvidere var Styrelsesrådets synspunkt, at pengepolitikken fortsat var lempelig i lyset af de lave renter for hele løbetidsspektret.

FORVÆRRINGEN AF STATSGÆLDSCRISEN FRA AUGUST 2011

De makroøkonomiske forhold i euroområdet forværredes fra sommeren 2011, idet de øgede spændinger på euroområdets statsobligationsmarkeder hovedsagelig kunne tilskrives mar-

kedsdeltagernes bekymringer om flere forhold, herunder udsigterne for den globale økonomiske vækst, de offentlige finansers holdbarhed i flere eurolande og det, som generelt betragtedes som flere regeringers utilstrækkelige reaktion på statsgældskrisen. Rentspændene på nogle markeder for statsobligationer i euroområdet steg brat til et niveau, der ikke er set siden 1999. Andre markeder, især pengemarkedet, var også påvirkede.

Det havde en klar negativ indvirkning på finansieringsforholdene og opfattelsen af den økonomiske situation, og sammen med en afdæmpning af den globale økonomiske vækst og balancetilpasningen i den finansielle og ikke-finansielle sektor lagde denne negative indvirkning en dæmper på den underliggende vækst i euroområdet fra og med 4. kvartal 2011. Som følge heraf blev forventningerne til væksten i realt BNP i 2012 gradvis nedjusteret i løbet af efteråret 2011. De makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af ECB's stab i september 2011 forventede en årlig vækst i realt BNP på 0,4-2,2 pct. i 2012, mens Eurosystemets makroøkonomiske fremskrivninger i december 2011 viste et langt lavere interval på -0,4-1,0 pct. Efter Styrelsesrådets mening var de økonomiske udsigter for euroområdet forbundet med betydelige nedadrettede risici på baggrund af væsentlig usikkerhed.

Mens inflationen fortsat var høj i 2. halvår 2011, forventedes den at falde til under 2 pct. i 2012, efterhånden som omkostnings-, løn- og prispres i euroområdet ville aftage i en situation med svagere vækst i euroområdet og globalt. De makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab i december 2011 forventede en årlig HICP-inflation på 1,5-2,5 pct. i 2012 og 0,8-2,2 pct. i 2013. Intervallet for 2012 var en del højere end i ECB's stabs fremskrivninger i september 2011, hvor det var 1,2-2,2 pct. for 2012. Dette skift opad afspejlede højere oliepriser målt i euro og et større bidrag fra indirekte skatter, som mere end opvejede den afdæmpende effekt af lavere aktivitet. Risiciene for infla-

tionsudsigterne blev vurderet til at være stort set afbalancerede.

Øget usikkerhed på de finansielle markeder påvirkede også udviklingen i pengemængden, og M3-væksten aftog mod slutningen af 2011. Samtidig var der tegn på en mindre gunstig udvikling i kreditgivningen, navnlig hvad angår udlån til den ikke-finansielle private sektor. Da effekter på kreditgivningen kan gøre sig gældende med en vis forsinkelse, blev det skønnet, at der var behov for en grundig gennemgang af kreditudviklingen. Alt i alt var den underliggende vækst i pengemængden og kreditgivningen fortsat moderat.

Styrelsesrådet besluttede at nedsætte ECB's officielle renter med 25 basispoint på møderne den 3. november og 8. december 2011. Det blev vurderet som afgørende for at sikre en fast forankring af inflationsforventningerne i euroområdet i overensstemmelse med Styrelsesrådets mål om at fastholde inflationen under, men tæt på, 2 pct. på mellemlangt sigt.

2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

2.1 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

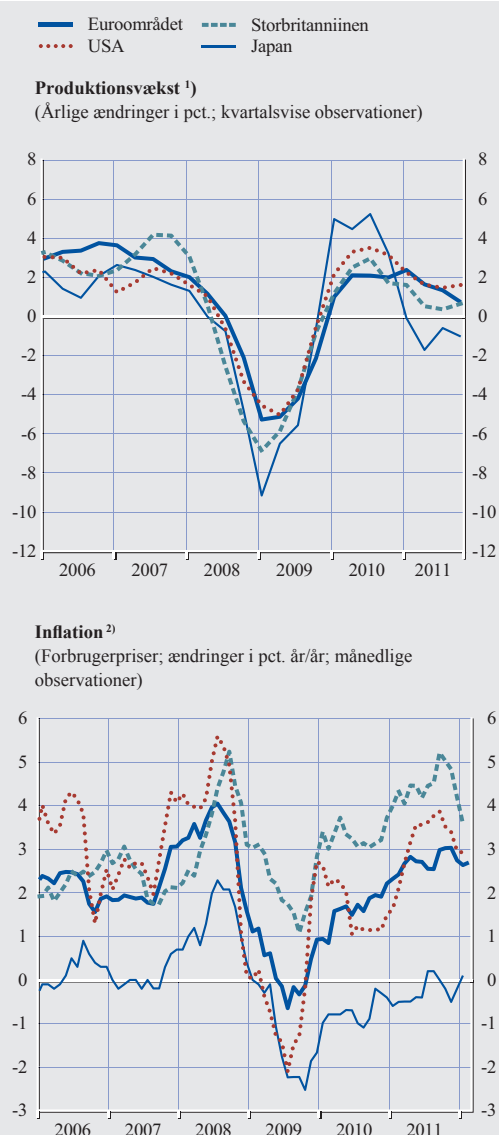
DEN GLOBALE VÆKST AFTOG I 2011

I begyndelsen af 2011 viste konjunkturbarometrene, at stabiliseringen i den globale økonomiske vækst i 4. kvartal 2010 fortsatte ind i 1. kvartal 2011, og det globale sammensatte Purchasing Managers' Index (PMI) nåede for første gang siden finanskrisen op på 59,4 i februar. Imidlertid indtraf der en række uforudsete ugunstige begivenheder, som lagde en dæmper på den globale vækst i løbet af 1. halvår 2011. Det voldsomme jordskælv i Østjapan havde ikke blot en direkte effekt på den økonomiske aktivitet i Japan, men påvirkede også resten af verden i form af forstyrrelse af de globale forsyningskæder. Samtidig havde stigende råvarepriser en afdæmpende effekt på realindkomsterne i de større udviklede økonomier. De uensartede vækstmønstre fortsatte ikke alene mellem udviklede økonomier og vækstøkonomierne, men også indbyrdes blandt de udviklede økonomier. I vækstøkonomierne var væksten fortsat relativt robust, men aftog dog noget mod slutningen af året, hvilket bidrog til at mindske overophedningspresset. I de udviklede økonomier lagde den offentlige og private sektors fortsatte genopretning af balancerne samt de svage arbejds- og boligmarkeder fortsat en dæmper på væksten (se figur 2). Trods forskelle i udviklingen på arbejdsmarkederne i de udviklede økonomier forblev arbejdsløsheden i OECD-området hårdnakkert høj.

I 2. halvår 2011 svækkedes tilliden yderligere blandt forbrugerne og i erhvervslivet på baggrund af øget usikkerhed og voksende spændinger på de finansielle markeder kombineret med den forværrede statsgældskrise i euroområdet og de langtrukne forhandlinger om det amerikanske gældsloft. Denne udvikling udlignede i nogen grad den positive effekt af, at forsyningskæderne blev genoprettet efter forstyrrelserne, der fulgte i kølvandet på det japanske jordskælv i marts. Samlet set svækkedes den underliggende vækst i den globale økonomi. Mod årets slutning viste økonomiske nøgletal og konjunkturbarometre dog spæde tegn på, at aktiviteten i den globale økonomi var begyndt at stabilisere sig.

I overensstemmelse med udviklingen i den globale økonomiske aktivitet steg varehandelen på verdensplan i 4. kvartal 2010, og denne stigning fortsatte i 1. kvartal 2011. I 2. kvartal førte forstyrrelser i de globale forsyningskæ-

Figur 2. Udviklingstendenser i de største udviklede økonomier



Kilder: Nationale tal, BIS, Eurostat og ECB's beregninger.

1) Observationer fra Eurostat anvendes for euroområdet og Storbritannien; nationale observationer anvendes for USA og Japan. BNP-tallene er sæsonkorrigerede.

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

der som følge af naturkatastrofen i Japan til en nedgang i verdenshandlen for første gang siden medio 2009. Opbremsningen var bredt funderet på tværs af regionerne, men den mest markante nedgang i eksporten sås i Japan og de nyindustrialiserede lande i Asien. Selv om verdenshandlen i 3. kvartal 2011 blev understøttet af en gradvis genopretning af forsyningskæderne, var udviklingen i verdenshandlen – ligesom den globale aktivitet – svag i 2. halvår 2011. Oversvømmelserne i Thailand havde også en negativ indvirkning på handlen. Ved årets slutning viste det globale PMI for nye eksportordrer dog tegn på en vis stabilisering i verdenshandlen.

Hvad angår prisudviklingen, steg den årlige inflation i de udviklede økonomier gradvis i løbet af 2011, men faldt en smule i 4. kvartal. Samlet set var det underliggende inflationspres i de udviklede økonomier fortsat relativt begrænset. I OECD-landene lå den gennemsnitlige stigning i forbrugerpriserne på 2,9 pct. i 2011 mod 1,9 pct. i 2010. Den gennemsnitlige stigning i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi lå på 1,7 pct. mod 1,3 pct. i 2010. I vækstøkonomierne faldt den årlige inflation en smule i 4. kvartal 2011, hvilket fik nogle centralbanker til at ophøre med at stramme pengepolitikken. Der var dog stadig et underliggende inflationspres.

USA

I USA fortsatte den økonomiske fremgang i 2011, men i et langsommere tempo end i 2010. Væksten i realt BNP lå på 1,7 pct. mod 3,0 pct. året før. Væksten i 1. halvår 2011 var træg som følge af lavere offentligt forbrug på både føderalt og delstatsniveau samt de midlertidige ugunstige eksterne forhold, der er nævnt tidligere. I 2. halvår tiltog den økonomiske vækst, da privatforbruget steg på trods af svækket forbrugertillid og svag vækst i den disponible indkomst. Investeringer ekskl. boliginvesteringer bidrog fortsat betydeligt til væksten og blev hjulpet på vej af virksomhedernes solide indtjening og meget lave renter. Desuden havde boliginvesteringerne tilsyneladende nået bunden og begyndte at bidrage positivt til BNP-væksten i 2. kvartal 2011. Nettohandlen gav også et lille positivt bidrag til væksten. Underskuddet på

de løbende poster lå på ca. 3,2 pct. af BNP i de første tre kvartaler af 2011 (stort set uændret i forhold til 2010). På arbejdsmarkedet var stigningen i beskæftigelsen ikke tilstrækkelig til at opveje tabet af arbejdspladser i løbet af 2008 og 2009 og for alvor nedbringe arbejdsløsheden, som i gennemsnit lå på 8,9 pct. i 2011 mod 9,6 pct. i 2010.

På trods af afmatningen på produkt- og arbejdsmarkedet steg den samlede inflation i 2011, primært som følge af stigende fødevarer- og energipriser. Den årlige stigning i forbrugerpriserne nåede i 2011 op på 3,1 pct. i forhold til 1,6 pct. året før. Den gennemsnitlige stigning i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi lå på 1,7 pct. mod 1 pct. året før, og dermed vendte den nedadgående udvikling, der begyndte i forbindelse med den økonomiske afmatning i 2008.

Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) fastholdt målet for federal funds-renten uændret på mellem 0 pct. og 0,25 pct. i hele 2011 med henvisning til lav resurseudnyttelse og udsigt til afdæmpet inflation på mellemlangt sigt. Hvad angår udsigterne for federal funds-renten, blev FOMC mere eksplisit i sin erklæring i august og meddelte, at de forventede økonomiske forhold sandsynligvis ville medføre et usædvanligt lavt niveau for renten "i hvert fald indtil medio 2013", efter tidligere at have refereret til "en længere periode". I juni 2011 afsluttede FOMC et program til opkøb af lange statsobligationer for 600 mia. dollar, som var påbegyndt i november 2010. I lyset af den svage økonomiske vækst og fortsatte svækkelse på arbejdsmarkedet besluttede FOMC i september at forlænge den gennemsnitlige løbetid for sin beholdning af værdipapirer med to formål, nemlig at lægge et nedadrettet pres på de lange renter og at bidrage til at gøre de brede finansielle forhold lempeligere.

Hvad angår finanspolitikken, faldt underskuddet på den føderale budgetsaldo en smule til 8,7 pct. af BNP i 2011 i forhold til 9,0 pct. året før. Det medførte en yderligere stigning i den amerikanske statsgælds niveau til 68 pct. af BNP ved

udgangen af 2011 (i forhold til 63 pct. ultimo 2010). Efter voksende spændinger som følge af politisk uenighed og risiko for, at landet ville misligholde sin gæld, lykkedes det medio 2011 at indgå en fællespolitisk aftale om at hæve det amerikanske gældsloft. Aftalen er betinget af et program til nedbringelse af underskuddet med ca. 2,1 billioner dollars over 10 år. Der herskede dog stadig stor uenighed mellem de to partier om, hvilke tiltag der var nødvendige for at nedbringe underskuddet, og det bidrog til at øge usikkerheden om de globale udsigter.

JAPAN

Japans vækstmønster var i 2011 kraftigt påvirket af jordskælvet i marts og den deraf følgende atomkatastrofe. Umiddelbart efter disse begivenheder dykkede produktionen og eksporten kraftigt, og den indenlandske private efterspørgsel svækkedes betydeligt. Det medførte en markant nedgang i realt BNP i 1. halvår 2011. De udbudsbegrænsninger, der fulgte i kølvandet på jordskælvet, aftog hurtigere end oprindeligt forventet, og det satte atter skub i den økonomiske aktivitet i 3. kvartal. I 4. kvartal faldt realt BNP dog igen som følge af faldende global efterspørgsel og forstyrrelser i den asiatiske handel efter oversvømmelserne i Thailand. En svag eksport, som delvis skyldtes apprecieringen af den japanske yen, kombineret med stigende import af råvarer efter jordskælvet medførte det første årlige underskud på handelsbalancen siden 1980. Økonomien var fortsat præget af deflation. Forbrugerpriserne faldt således stadig i det meste af 2011.

Efter katastroferne tilførte Bank of Japan øjeblikkeligt kortfristet likviditet, udvidede sit opkøbsprogram og indførte et støtteprogram i form af af udlån til finansielle institutioner i de berørte områder. I hele 2011 førte Bank of Japan en ekspansiv pengepolitik med henblik på at stimulere økonomien og bekæmpe deflation, og banken fastholdt målet for sin pengepolitiske rente – uncollateralised overnight call rate – på mellem 0,0 pct. og 0,1 pct. Derudover intervernerede de japanske myndigheder sporadisk på valutamarkedet for at forebygge en hurtig appreciering af yennen. Hvad angår finanspolitik-

ken, vedtog regeringen fire tillægsbudgetter til et samlet beløb på 20,7 billioner japanske yen (omkring 4,4 pct. af BNP) i vid udstrækning med henblik på at støtte nødhjælps- og genopbygningsarbejdet.

VÆKSTØKONOMIERNE I ASIEN

Den økonomiske vækst i Asiens vækstøkonomier aftog i 2011 efter en usædvanligt kraftig vækst året før. Eksportvæksten faldt markant i 2. halvår som følge af den mere afdæmpede globale vækst. Samtidig bidrog bekymringer om de globale økonomiske udsigter til volatilitet på de finansielle markeder og udløste en betydelig kapitaludstrømning fra regionen mod årets slutning. Trods dette var den indenlandske efterspørgsel fortsat robust, om end den aftog noget som følge af den gradvise tilbagetrækning af de politiske stimuli. Den årlige BNP-vækst lå på 7,3 pct., hvilket var tæt på det langsigtede gennemsnit.

Inflationspresset i regionen var fortsat kraftigt i 2011. Inflationen steg i de første to kvartaler, først som følge af højere fødevarer- og andre råvarepriser, men stigningen blev senere mere bredt funderet. I 3. kvartal nåede inflationen et toppunkt, da både den importerede inflation og presset fra den indenlandske efterspørgsel aftog. I lyset af aftagende inflation og mindre gunstige vækstudsigter satte centralbankerne i 4. kvartal det pengepolitiske strammingsprogram, de havde indledt i 2. halvår 2010, på hold. Selv om overophedningspresset aftog markant, var det dog ikke helt forsvundet ved årets slutning.

Hvad angår den kinesiske økonomi, faldt væksten i realt BNP fra 10,3 pct. i 2010 til 9,2 pct. i 2011. Væksten kunne primært tilskrives den indenlandske efterspørgsel, mens nettoeksportens bidrag blev negativt. Den indenlandske efterspørgsel blev drevet af rigelig likviditet, som var opbygget i de foregående år. Byggeriet blev understøttet af, at regeringen i 2011 satte gang i et program til opførelse af 36 millioner nye sociale boliger inden udgangen af 2015. Inflationen var høj året igennem, hvilket primært skyldtes høje råvarepriser og ugunstige stød til den indenlandske fødevarerforsyning, men

faldt til 3,1 pct. mod årets slutning. Som følge af de forværrede økonomiske udsigter nedsatte myndighederne reservekravet for bankerne med et halvt procentpoint i december 2011 og gennemførte finans- og pengepolitiske tiltag med henblik på at støtte små og mellemstore virksomheder. Eksportvæksten aftog markant i 2. halvår, hovedsagelig som følge af afdæmpningen af den globale vækst. Importvæksten holdt sig på et pænt niveau, understøttet af en robust indenlandsk efterspørgsel. Som følge heraf faldt handelsoverskuddet til 155 mia. amerikanske dollars i 2011 fra 181 mia. dollars det foregående år. Den nominelle effektive renminbikurs apprecierede med 5,5 pct. i 2011. Ved udgangen af 2011 var Kinas valutareserver nået op på 3,2 billioner amerikanske dollar.

LATINAMERIKA

I Latinamerika fortsatte den økonomiske aktivitet med at stige kraftigt i 1. halvår 2011, dog i et lidt lavere tempo end i 2010. For regionen som helhed aftog væksten år til år til 4,9 pct. i 1. halvår 2011 i forhold til 6,3 pct. i 2010. Svagere vækst i den indenlandske efterspørgsel – som følge af den strammere pengepolitik i de fleste lande i regionen – var hovedårsagen til faldet i væksten i realt BNP. Dette blev til dels opvejet af et mindre negativt bidrag fra den udenlandske efterspørgsel. Privatforbruget var fortsat den primære drivkraft bag væksten, da forholdene på arbejdsmarkedet forblev gunstige, og kreditstandarderne var lempelige. Investeringerne var dog den mest dynamiske komponent i den indenlandske efterspørgsel. Ser man på den landespecifikke udvikling, var det især de råvareeksporterende lande, der fortsat havde den mest dynamiske vækst. Den solide vækst i den latinamerikanske region kombineret med stigende fødevarerpriser medførte en udbredt stigning i inflationspresset. Den samlede inflation lå på 6,7 pct. i 1. halvår 2011 (0,3 procentpoint højere end i 2010), og det fik en række centralbanker til at forhøje den pengepolitiske rente i denne periode.

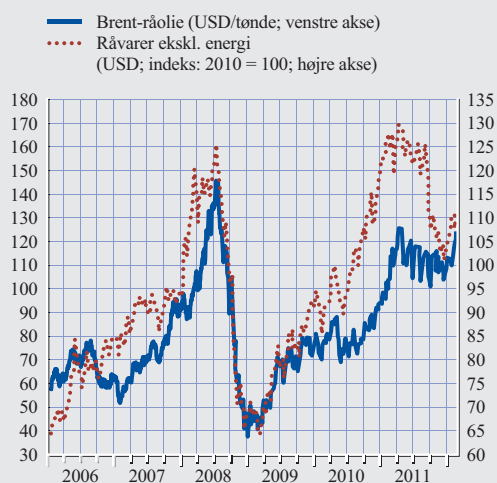
I 2. halvår 2011 forværredes de eksterne forhold hurtigt i takt med, at spændingerne på de finansielle markeder tog til, og udsigterne til en

global økonomisk bedring blev nedjusteret betydeligt. På den baggrund skete der et betydeligt skift, så kapital strømmede ud af Latinamerika, hvilket medførte et kraftigt valutakursfald og en forværring af de finansielle nøgletal som fx aktiekurser og statsobligationsspænd. Denne udvikling medførte også en yderligere svækkelse af den økonomiske aktivitet i de fleste lande i regionen, mens inflationspresset fortsat var højt. De pengepolitiske stramninger blev afbrudt i de fleste lande i regionen som følge af den øgede usikkerhed. I Brasilien nedsatte centralbanken sin pengepolitiske rente med 150 basispoint i 2. halvår 2011 efter en samlet stigning på 175 basispoint i 1. halvår.

RÅVAREPRISERNE UDVIKLEDE SIG FORSKELLIGT I 2011

Prisen på Brent-råolie lå i gennemsnit på 111 dollar pr. tønde i 2011. Det var 38 pct. over gennemsnittet i 2010. Stigningen i det årlige gennemsnit var den største siden 2005. Efter at være steget voldsomt til et toppunkt på 126 dollar pr. tønde den 2. maj 2011 begyndte oliepriserne at falde, så de lå på 108 dollar pr. tønde ultimo december 2011 sammenlignet med 93 dollar pr. tønde primo januar 2011.

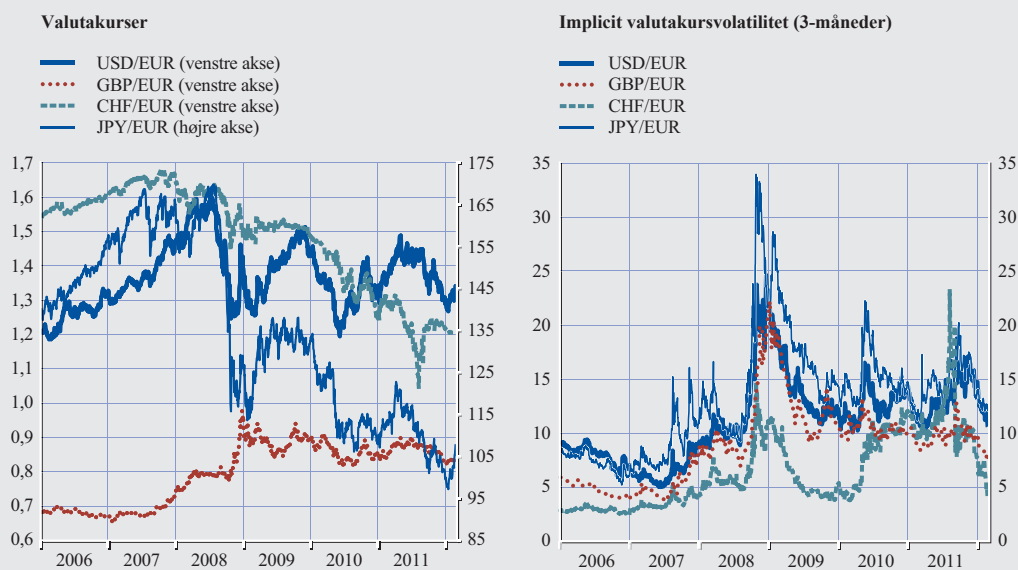
Figur 3. Udviklingstendenser i råvarepriserne



Kilder: Bloomberg og Hamburg Institute of International Economics.

Figur 4. Valutakursbevægelser og implicit volatilitet

(Daglige observationer)



Kilder: Bloomberg og ECB.

Anm.: De seneste observationer vedrører 2. marts 2012.

Den markante stigning i oliepriserne, der var begyndt i september 2010, fortsatte indtil primo maj 2011 – en udvikling, der mindede meget om den kraftige stigning, der sås fra 2007 til medio 2008. Stigningen blev understøttet af en fremgang i den globale efterspørgsel efter olie og den alvorlige forstyrrelse af olieforsyningen fra Libyen som følge af den politiske uro i regionen. Derudover var problemerne med olieforsyningen fra lande uden for OPEC mere alvorlige end først antaget, og det forværrede yderligere den allerede stramme situation i forhold til udbud og efterspørgsel, der prægede det meste af året. Det var hovedårsagen til, at oliepriserne forblev robuste i 2. halvår 2011 trods en nedgang i den globale vækst. Mod årets slutning blev oliepriserne understøttet af stigende bekymring om en eventuelt større forstyrrelse af olieforsyningen fra Iran.

I modsætning hertil faldt priserne på råvarer ekskl. energi, navnlig ikke-jernholdige metaller, markant i 2011 (se figur 3). Denne udvikling afspejlede især usikkerheden om de globale øko-

nomiske udsigter og relativt lempelige forhold på udbudssiden. Samlet set var priserne på råvarer ekskl. energi (i amerikanske dollar) ca. 15 pct. lavere i slutningen af december 2011 end ved årets begyndelse.

DEN EFFEKTIVE EUROKURS FALDT EN SMULE I LØBET AF ÅRET, MEN VOLATILITETEN VAR HØJ

Udviklingen i eurokursen i 2011 afspejler stort set markedsopfattelsen af de økonomiske udsigter for euroområdet og medlemslandenes finanspolitiske udsigter i forhold til andre større økonomier. Den beskedne depreciering af euroen var derfor, som i året før, præget af høj implicit volatilitet (se figur 4). I perioden indtil april 2011 apprecierede euroen generelt, men fulgte derefter en nedadgående tendens, der blev stejlere i løbet af sensommeren. Denne tendens blev dog i oktober afløst af en markant appreciering af euroen over for den amerikanske dollar og japanske yen, og volatiliteten aftog midlertidigt. Den efterfølgende svækkelse af euroen i forhold til disse valutaer blev delvis opvejet af en styrkelse i forhold til andre valutaer, navn-

lig de central- og østeuropæiske. Dermed faldt den nominelle effektive eurokurs i årets løb med 2,2 pct. i forhold til 20 af eurolandenes vigtigste handelspartners valutaer (se figur 5). Ultimo 2011 lå den nominelle effektive eurokurs 4,0 pct. under gennemsnittet i 2010, hvilket er tæt på det gennemsnitlige niveau siden 1999.

Efter en appreciering i perioden indtil april 2011 deprecierede euroen samlet set over for dollaren i 2. halvår. Det afspejlede en ændret opfattelse af udsigterne for de offentlige finanser i nogle eurolande og i USA samt udviklingen i rentespændene mellem de to økonomier. Den 30. december 2011 blev euroen handlet til 1,29 dollar, hvilket var 3,2 pct. lavere end ved årets begyndelse og 2,4 pct. under gennemsnittet i 2010.

Euroen deprecierede også over for den japanske yen og det britiske pund i løbet af 2011. Den 30. december 2011 lå euroen på 100,20 yen, hvilket var 7,8 pct. lavere end ved årets begyndelse og 13,9 pct. under gennemsnittet for 2010. Samme

dag lå den på 0,84 pund, hvilket var 3,0 pct. under niveauet ved årets begyndelse og 2,7 pct. lavere end gennemsnittet i 2010.

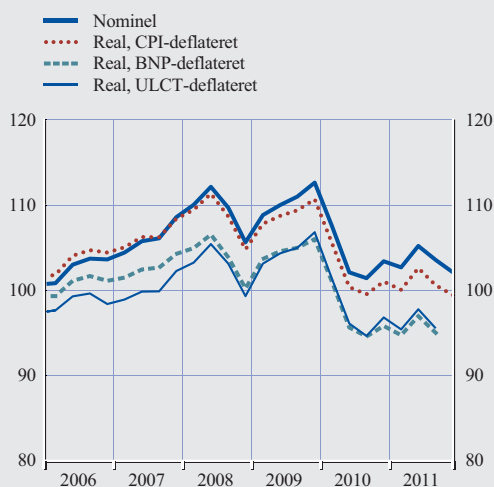
Eurokursen svingede betydeligt over for schweizerfrancen i 2011 og nåede et historisk lavpunkt i august. Derefter apprecierede den indtil primo september, hvor Schweizerische Nationalbank meddelte, at den ensidigt ville fastholde en minimumskurs på 1,20 franc. Den 30. december 2011 lå euroen på 1,22 franc, 2,8 pct. under niveauet ved årets begyndelse og 12,0 pct. under gennemsnittet i 2010.

I forhold til andre større valutaer svækkedes euroen i 2011 over for den australske dollar (med 3,1 pct.), den canadiske dollar (med 0,8 pct.) og den norske krone (med 0,6 pct.). Euroen deprecierede også over for de asiatiske valutaer, der er knyttet til den amerikanske dollar – herunder den kinesiske renminbi (med 7,5 pct.) og Hongkong-dollaren (med 3,2 pct.) – men blev uændret over for den koreanske won.

Den reale effektive eurokurs baseret på forskellige omkostnings- og prismål steg i 1. halvår 2011 og deprecierede derefter til et niveau på linje med niveauet ultimo 2010 (se figur 5). Den reale effektive CPI-deflaterede valutakurs var i gennemsnit svagere i 2011 end i det foregående år og lå ultimo 2011 tæt på gennemsnittet siden 1999.

Figur 5. Nominelle og reale effektive eurokurser (EER-20)¹⁾

(Kvartalsvise observationer; indeks: 1. kv. 1999 = 100)



Kilde: ECB.

1) En stigning i EER-20-indekset indikerer en appreciering af euroen. De seneste observationer vedrører 4. kvartal 2011 for så vidt angår "Nominal" og "Real, CPI-deflateret" og 3. kvartal 2011 for så vidt angår "Real, BNP-deflateret" og "Real, ULCT-deflateret" og er delvis baseret på skøn. ULCT står for enheds-lønomkostninger i den samlede økonomi.

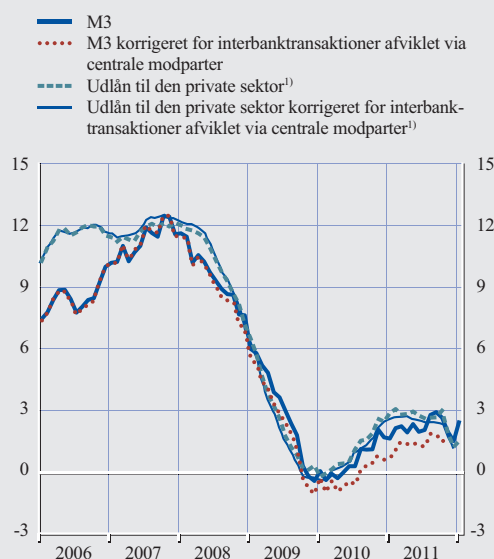
2.2 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

PENGEMÆNGDEVÆKSTEN VAR FORTSAT MODERAT

Efter den afdæmpede udvikling observeret i begyndelsen af 2010 var væksten i det brede pengemængdemål fortsat moderat i 2011. Den årlige vækst i M3, som var 1,7 pct. i december 2010, lå fortsat stabilt på omkring 2 pct. i 1. halvår 2011 i overensstemmelse med den moderate vækst i den samlede efterspørgsel. De voksende spændinger på de finansielle markeder og den økonomiske usikkerhed, der prægede 2. halvår, medførte porteføljeskift både til og fra monetære aktiver. Det gav anledning til en betydelig stigning i volatiliteten på kort sigt i den årlige M3-vækst (som nåede op på 2,9 pct.

Figur 6. M3 og udlån til den private sektor

(Årlig ændring i pct.; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

1) Justeret for salg og securitisering af lån.

i september 2011, hvorefter den aftog til 1,5 pct. i december og lå på 2,5 pct. i januar 2012). Transaktioner (hovedsagelig interbanktransaktioner) via centrale modparter, som indgår i den pengeholdende sektor, bidrog også til den øgede volatilitet i de månedlige tal for pengemængden og kreditgivningen (se figur 6).

Den årlige vækst i udlån til den private sektor (korrigeret for salg og securitisering af lån) blev også påvirket af sådanne faktorer. Efter at have ligget stabilt på lidt over 2,5 pct. i det meste af 2011 aftog væksten mod udgangen af året (til 1,2 pct. i december mod 2,4 pct. i december 2010). Tal for udlån for januar 2012 tyder på, at risikoen for en alvorlig kreditstramning er mindsket. I den forbindelse lavede de ekstraordinære tiltag, som ECB's styrelsesråd havde vedtaget i begyndelsen af december – navnlig de 3-årige langfristede markedsoperationer – MFI'ernes finansieringspres (se også beskrivelsen af disse tiltag i boks 1). Hvis man ser længere frem end til volatiliteten på kort sigt, tyder udviklingen i

pengemængden og kreditgivningen samlet set på, at den underliggende pengemængdevækst var beskeden i 2011.

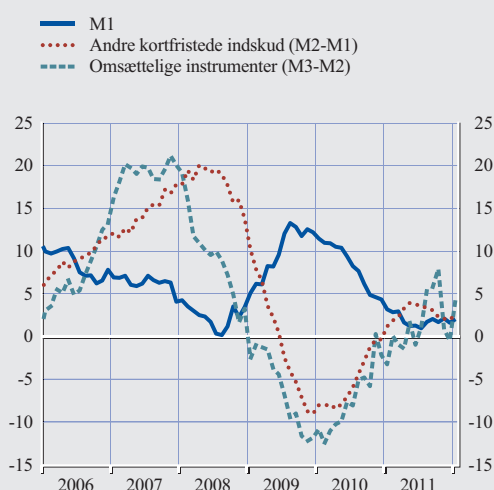
PORTEFØLJEØVERVEJELSER VAR DEN PRIMÆRE DRIVKRAFT BAG UDVIKLINGEN I M3'S KOMPONENTER

Porteføljeovervejelser vedrørende renten på de forskellige instrumenter i M3 var drivkraften bag udviklingen i M3's hovedkomponenter i 1. halvår 2011. Spændet mellem renten på dag til dag-indskud og renten på andre kortfristede indskud udvidedes i den periode, og det tilskyndede den pengeholdende sektor til at overføre kapital til andre kortfristede indskud. I takt med, at spændingerne på de finansielle markeder voksede, og den økonomiske usikkerhed tiltog, sås der i sensommeren et betydeligt porteføljeskift fra mere risikobetonede aktiver til M3. Denne præference for likviditet, kombineret med at spændet mellem renten på indlån på anfordring og andre kortfristede indskud ikke længere udvidedes på det tidspunkt (og endda så småt var begyndt at indsnævres), kan være med til at forklare, hvorfor størstedelen af indstrømningen til M3 blev placeret i dag til dag-indskud (se figur 7 og 8).

Den årlige vækst i omsættelige instrumenter, som steg til -0,5 pct. i december 2011 fra -2,3 pct. i december 2010, udviste stor volatilitet i løbet af året. Den mindre negative vækst skyldtes den lille forøgelse observeret i beholdningen af kortfristede MFI-gældsinstrumenter, samt at den noget mindre årlige udstømning af andele i pengemarkedsforeninger blev fuldstændigt udlignet af en tilsvarende årlig indstrømning af genkøbsforretninger. Den betydelige volatilitet måned til måned skyldtes i stor udstrækning strømme af genkøbsforretninger. Indstrømningen af disse instrumenter afspejlede som i 2010 en større søgning mod sikrede interbanktransaktioner afviklet gennem centrale modparter, som har den fordel, at de reducerer bankernes modpartsrisiko. Hvad angår monetære oplysninger, består disse transaktioner af to sider: i) et udlån fra den långivende MFI til den centrale modpart og ii) en genkøbsforretning mellem den låntagende MFI og den centrale modpart.

Figur 7. M3's hovedkomponenter

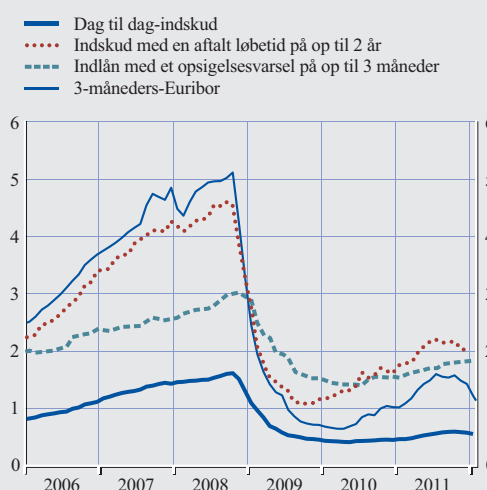
(Årlig ændring i pct.; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

Figur 8. MFI-renter for kortfristede indskud og en pengemarkedsrente

(1 pct. p.a.)



Kilde: ECB.

På grund af den volatilitet, der er forbundet med interbanktransaktioner, har stigningen i de sikrede interbankudlån via centrale modparter i løbet af den finansielle krise – navnlig siden Lehman Brothers' konkurs – resulteret i større volatilitet i de tilhørende monetære serier (se også afsnittene om sektorpengebeholdninger og udviklingen i udlån nedenfor). Derfor var de negative strømme for genkøbsforretninger ultimo 2011 en vigtig drivkraft bag pengemængdevæksten i denne periode, da disse transaktioner afspejlede de tiltagende spændinger vedrørende statsgældskrisen i en række eurolande og nedgangen i interbankudlån som følge af den tætte sammenhæng mellem risiciene ved statsobligationer og bankrisici.

VOLATILITET I DET SAMLEDE M3 AFSPEJLEDE HOVEDSAGELIG ANDRE FINANSIELLE FORMIDLERES BEHOLDNINGER AF INDSKUD

Den årlige vækst i M3-indskud – som består af kortfristede indskud og genkøbsforretninger og udgør det bredeste pengemængdemål, hvor der foreligger pålidelige oplysninger om sektorbeholdninger – faldt til 1,1 pct. i december 2011 fra 3,1 pct. i december 2010. Udviklingen

i M3-indskud var dog hovedsagelig drevet af bidrag fra ikke-monetære finansielle formidlere undtagen forsikringsselskaber og pensionskasser (dvs. "andre finansielle formidlere"). Den årlige vækst i andre finansielle formidlers beholdninger af M3-indskud, som lå på 10,4 pct. i december 2010, svingede mellem 6 pct. og 12 pct. det meste af året og faldt derefter til 3,4 pct. i november og 0,9 pct. i december 2011. Den steg igen til 5,7 pct. i januar 2012. Den høje volatilitet skyldtes primært interbanktransaktioner via centrale modparter (da centrale modparter indgår i andre finansielle formidlere), samt at institutionelle investorer ultimo 2011 reducerede deres beholdninger af M3-indskud, efterhånden som spændingerne på de finansielle markeder og bekymringen for bankrisici forværredes. Andre finansielle formidlers pengebeholdninger synes at være tæt knyttet til aktivpriserne. Se boks 2 for en analyse af betydningen af udviklingen i pengemængden og kreditgivningen for ubalancer i aktivpriserne.¹

¹ Se også artiklen "The interplay of financial intermediaries and its impact on monetary analysis", *Månedsoversigt*, ECB, januar 2012.

PENGEMÆNGDEN OG KREDITGIVNINGEN SOM TIDLIGE ADVARSELSINDIKATORER FOR EN SKÆV UDVIKLING I AKTIVPRISERNE

Aktivmarkederne spiller en stadig større rolle i mange økonomier, og de politiske beslutningstagere har fået øjnene op for, at større ændringer og korrektioner af aktivpriserne kan føre til finansiel – og i sidste ende makroøkonomisk – ustabilitet. Centralbankerne har derfor en interesse i at reducere de risici for prisstabiliteten, der opstår som følge heraf. Det fremgår af nyere undersøgelser, at pengemængde- og kreditindikatorer kan være særligt velegnede til at forudsige udsving i aktivpriserne. Det giver centralbankerne endnu en god grund til at følge disse variable nøje.¹

Sporing af udsving i aktivpriserne

Udarbejdelsen af et tidligt varslingsystem for ubalancer i aktivpriserne kan inddeles i tre trin. Det første trin består i at definere, hvad en skæv prisudvikling er (fx afvigelser fra den historiske prisudvikling eller de økonomiske konsekvenser). I litteraturen findes der eksempler på mange forskellige metoder til at definere en sådan skævvridning – fra rent statistiske metoder til mere modelbaserede metoder.² Da der er mange usikkerhedsmomenter forbundet med at definere perioderne korrekt i realtid, er der god grund til at krydstjekke de forskellige metoders resultater. På det andet trin skal der udvælges passende ledende indikatorer og udarbejdes modeller til at forbinde indikatorerne med perioden med skæv prisudvikling. Det tredje og sidste trin er en bedømmelse af hver indikators evne til at forudsige udviklingen over en prøveperiode og/eller et panel af lande. En indikators anvendelighed bedømmes typisk ved at sammenholde antallet af falske alarmer med antallet af korrekte signaler, som indikatoren giver. Der er i litteraturen blevet anvendt en række forskellige (og alternative) metoder til at forudsige en skæv udvikling i aktivpriserne, og to af dem er for nylig anvendt i ECB-undersøgelser. Den første er metoden "signalering", hvor der sendes et signal som advarsel om et kraftigt udsving i en given periode, når den valgte indikator overskrider en tærskel. Den anden er metoden "diskret valg", som anvender probit-/logit-baserede regressionsteknikker til at vurdere en indikators evne til at forudsige et kraftigt udsving ved at beregne sandsynligheden af, at en sådan situation forekommer inden for en given tidsramme. Der udsendes et advarselssignal, når sandsynligheden for dette overskrider en bestemt tærskel.

Pengemængden og kreditgivningen som tidlige advarselsindikatorer

En afgørende faktor for, at advarselsindikatorer fungerer, er udvælgelsen af indikatorvariable, som i forhold til historiske regulariteter udviser en usædvanlig adfærd før en kraftig stigning eller et fald. Udviklingen i pengemængden og kreditgivningen adskiller sig i den henseende, fordi en række teoretiske kanaler forbinder disse variable med aktivpriserne og, i sidste ende, forbrugerpriserne. For det første har aktivpriserne betydning for efterspørgslen efter penge som et led i overvejelser om porteføljeallokering, hvor afkastet på forskellige aktiver har indflydelse på monetære beholdninger. Derudover kan udviklingen i kreditgivningen blive påvirket af bevægelser i aktivpriserne, herunder bevægelser som følge af visse selvforstærkende mekanismer. Fx vil finansielle og ikke-finansielle selskabers balancer ved en kraftig stigning i aktivpriserne blive

1 Yderligere oplysninger findes i artiklen "Asset price bubbles and monetary policy", *Månedsoversigt*, ECB, april 2005.

2 Se artiklen "Asset price bubbles and monetary policy revisited", *Månedsoversigt*, ECB, november 2010.

forbedret, og værdien af sikkerhedsstillelse stiger. Dermed får bankerne mulighed for at yde yderligere kredit til finansiering af virksomheders investeringer. Bankernes gearing aftager, når aktivpriserne stiger, og det giver dem mulighed for at udstede nye forpligtelser.³ De finansielle og ikke-finansielle selskabers ekstra midler bliver måske til dels investeret i de stærkt stigende aktiver, hvilket igen fører til yderligere stigninger i aktivpriserne. I den sammenhæng kan den "finansielle accelerator" også være relevant. Virksomheder og husholdningers kreditmuligheder kan således være begrænset på grund af asymmetriske oplysninger i kreditmarkederne, og jo lavere nettoværdi de har, desto strammere vil kreditbegrænsningerne være, fordi de har ringere muligheder for at stille sikkerhed for deres lån.⁴

Samtidig trækker kausaliteten måske også i den modsatte retning. Fx kan øget efterspørgsel efter aktiver som følge af en stigning i gældsfinansieret investering presse aktivpriserne i vejret i en situation med finansielle spændinger.⁵ Derudover tyder stigende pengebeholdninger på, at der investeres store mængder likviditet i instrumenter med et potentielt større afkast. Det kan medvirke til dannelsen af en boble, når en tendens har bidt sig fast, og der er opstået en flokmentalitet. Kernen i dette kan være en real porteføljebalanceeffekt i forhold til ikke-monetære finansielle formidlere undtagen forsikringsselskaber og pensionskasser: Overskydende likviditet på deres balancer udløser et behov for at omlægge porteføljen og øge andelen af andre aktiver. En anden mulig forbindelse mellem pengemængde og kreditgivning på den ene side og aktivpriser på den anden side er risikovillighed som en pengepolitisk transmissionskanal. Mens lave renter normalt forbindes med en kraftig pengemængdevækst, er det påvist, at de også kan medvirke til en lem-

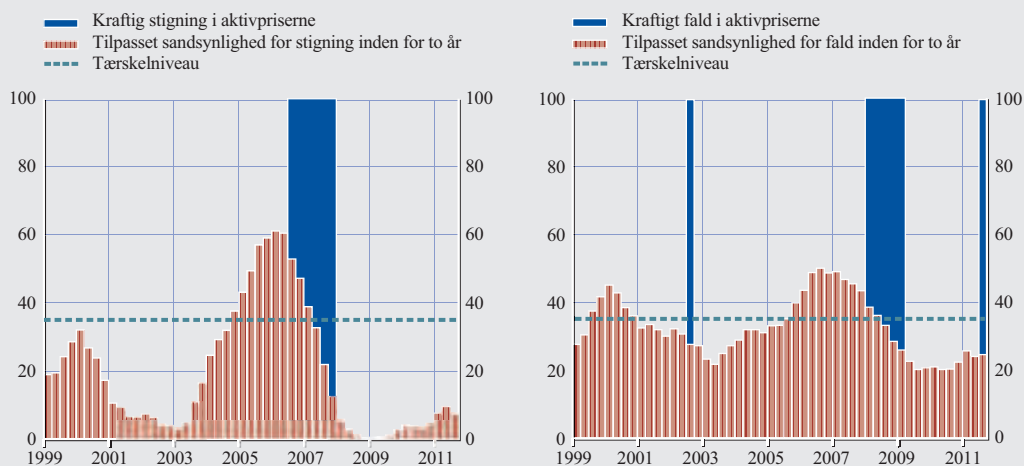
3 Se Adrian, T. og Shin, H.S., "Liquidity and leverage", *Staff Reports*, nr. 328, Federal Reserve Bank of New York, 2008.

4 Se Bermanke, B., Gertler, M. og Gilchrist, S., "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", *NBER Working Paper Series*, nr. 6455, National Bureau of Economic Research, 1998.

5 Se Allen, F. og Gale, D., "Bubbles and crises", *Economic Journal*, vol. 110, 2000, s. 236-255.

Figur A. Sandsynlighed for en kraftig stigning eller fald i aktivpriserne i euroområdet inden for de følgende to år

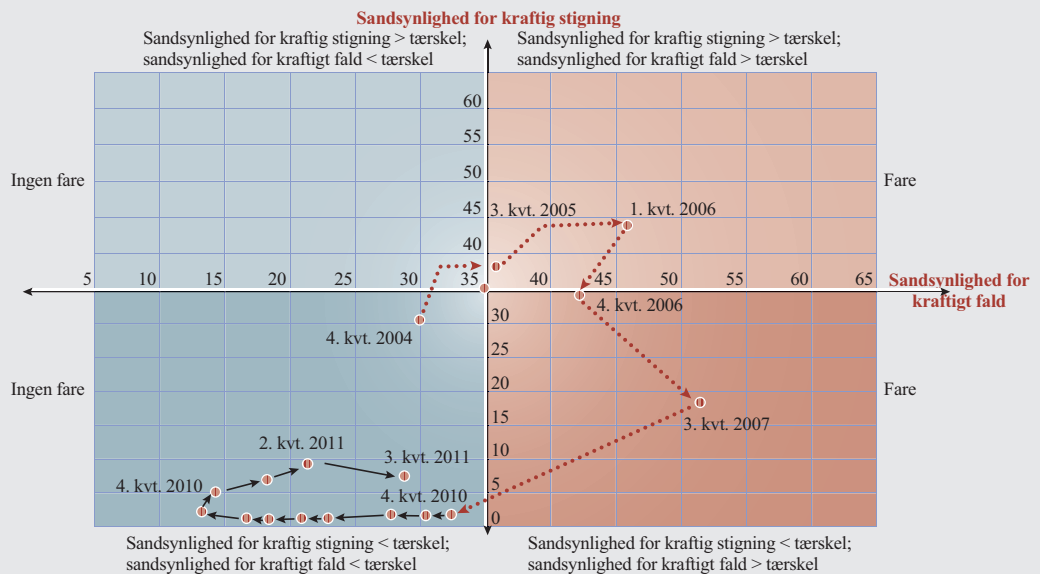
(I pct.)



Kilde: ECB (se de dokumenter, der henvises til i fodnote 9).

Figur B. Vurdering af risikoen for kraftig stigning eller fald i euroområdet inden for to år

(1 pct.)



Kilde: ECB (se de dokumenter, der henvises til i fodnote 9).

pelse af kreditstandarderne, som så giver mulighed for øget gældsfinansiering af investeringer, hvilket potentielt kan presse aktivpriserne opad.

Betragter man således empiriske regulariteter, synes op- og nedgangsperioder på aktivmarkederne historisk set at være tæt forbundet med store udsving i pengemængdemål og kreditmål, navnlig i perioder med enten i) et kraftigt fald i aktivpriserne eller ii) en kraftig stigning i aktivpriserne, der udmunder i finansiell uro.⁶ En fælles konklusion for en række nyere undersøgelser er, at der findes forskellige mål for en uforholdsmæssigt stor kreditskabelse, som er gode ledende indikatorer for, at finansielle ubalancer er under opbygning i økonomien. Undersøgelserne viser samtidig, at pengemængden er en god indikator for store udsving i aktivpriserne, da den udgør en summarisk indikator for bankernes balancer.⁷

Forudsigelse af op- og nedgangsperioder i aktivpriserne

Nyere undersøgelser foretaget af ECB's stab analyserer, hvordan store udsving opstår på aktivmarkedet. En undersøgelse af Alessi og Detken⁸ anvender en signaleringsmetode til sporing af (dyre) stigninger i aktivpriserne, der defineres som større stigninger efterfulgt af en treårig periode med en real BNP-vækst, der er mindst 3 procentpoint lavere end den potentielle vækst. Resultatet viser, at det globale private kreditgab og globale M1-gab er de bedste tidlige advarselsindikatorer for sådanne perioder.

6 Se Fisher, I., *Booms and depressions*, Adelphi, New York, 1932 samt Kindleberger, C., *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley, New York, 1978. De mulige bidrag fra uforholdsmæssig høj vækst i kreditgivning til en eventuel boble underbygges også i den østrigske skoles tidlige værker.

7 Se "Lessons for monetary policy from asset price fluctuations", kapitel 3, *World Economic Outlook*, IMF, Washington DC, oktober 2009; Detken, C. og Smets, F., "Asset price booms and monetary policy", i Siebert, H., (red.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlin, 2004; Adalid, R. og Detken, C., "Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles", *Working Paper Series*, nr. 732, ECB, 2007; Borio, C. og Lowe, P., "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, nr. 114, BIS, Basel, juli 2002 samt Helbling, T. og Terrones, M., "When bubbles burst", kapitel 2, *World Economic Outlook*, IMF, Washington DC, april 2003.

8 Se Alessi, L. og Detken, C., "'Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity", *Working Paper Series*, nr. 1039, ECB, 2009.

To andre undersøgelser, af Gerdesmeier, Reimers og Roffia, anvender en probit-model, som beregner sandsynligheden af store udsving i aktivpriserne inden for de kommende to år.⁹ Der opstår en kraftig stigning (et fald), når en sammensat indikator for aktivpriserne (beregnet som et vægtet gennemsnit af aktie- og husprisindekset) stiger (falder) til over (under) en bestemt tærskel. Den binære variabel for stigning/fald tildeles derefter en værdi på 1, hvis der sker et større udsving inden for de næste otte kvartaler. Probit-ligningerne afprøves på et panel af 17 OECD-lande. Den endelige definition af en kraftig stigning omfatter foruden forskelle i væksten i kreditgivningen og huspriserne også investeringer som andel af BNP og ændringer i aktiemarkedet og realt BNP (de sidste to erstattes af ændringer i de lange nominelle renter, hvis der er tale om et fald).

Resultaterne kan anvendes til at bedømme, hvorvidt der vil opstå store stigninger eller fald på euroområdet aktivmarkeder. For det første tyder den seneste udvikling i det globale kreditgab, vækstforskellen i den indenlandske kreditgivning og huspriserne samt investeringer som andel af BNP ikke entydigt på en kommende større stigning eller fald i euroområdet. For det andet udarbejdes probit-modellerne ved hjælp af de nyeste data, og der beregnes en tilpasset sandsynlighed (se figur A). Resultaterne viser, at sandsynligheden af et kommende fald steg yderligere til 28 pct. i 3. kvartal 2011, selv om den holdt sig under tærsklen på 35 pct. Samtidig er sandsynligheden for en kommende kraftig stigning forholdsvis lav (ca. 10 pct.).

Disse kvantitative oplysninger vises også i grafisk form i figur B. Den lodrette og vandrette akse angiver sandsynligheden af henholdsvis kraftige stigninger og fald, mens skæringspunktet mellem dem angiver tærsklen på 35 pct. De fire kvadranter repræsenterer de forskellige mulige kombinationer af sandsynligheder for kraftige stigninger og fald. Den seneste udvikling placerer fortsat euroområdet i den nederste venstre kvadrant, som er karakteriseret ved en sandsynlighed under de respektive tærskler for, at der enten sker en kraftig stigning eller et kraftigt fald i de kommende to år. For det kraftige fald synes sandsynligheden at være steget i de seneste par kvartaler og nærmer sig således situationen i den nederste højre kvadrant.

Samlet vurdering

De seneste ECB-undersøgelser viser, at det er muligt at udpege tidlige advarselsindikatorer for enkelte lande og landegrupper, som giver rimeligt gode resultater. Disse undersøgelser bekræfter også indirekte, at gearing er en af de vigtigste indikatorer for at kunne forudsige perioder med dyre stigninger og fald i aktivpriserne. De signaler, der gives med sådanne indikatorer, skal ses som ét element af det informationssæt, der anvendes af beslutningstagerne til at bedømme risici for makroøkonomisk stabilitet og mulige konsekvenser i forbindelse med risici for prisstabilitet.

⁹ Se Gerdesmeier, D., Reimers, H.-E. og Roffia, B., "Asset price misalignments and the role of money and credit", *International Finance*, vol. 13, 2010, s. 377-407, samt Gerdesmeier, D., Reimers, H.-E. og Roffia, B., "Early warning indicators for asset price booms", *Review of Economics & Finance*, vol. 3, 2011, s. 1-20.

I 1. halvår 2011 fortsatte den årlige vækst i husholdningernes M3-indskud den beskedne stigning. Derefter stabiliserede væksten sig på lidt over 2 pct., hvorefter den faldt og lå på 1,4 pct. i december 2011 som følge af en kraftig månedlig udstømning. Det vendte i januar 2012 efter yderligere ekstraordinære pengepolitiske tiltag. Husholdningernes beholdning udgjorde størstedelen af M3-indskud og er tættest knyttet til forbrugerpriserne. I modsætning til udviklingen i husholdningernes M3-indskud aftog den årlige vækst i ikke-finansielle selskabers indskud i

2011, navnlig i 2. halvår. Det var potentielt forbundet med en præference for interne (frem for eksterne) finansieringskilder.

NEDGANG I DEN ÅRLIGE VÆKST I KREDITGIVNINGEN TIL DEN PRIVATE SEKTOR

Hvad angår M3's modposter, aftog den årlige vækst i MFI'ernes kreditgivning til residerer i euroområdet til 1,4 pct. i december 2011 i forhold til 3,4 pct. i december 2010 (se figur 9). Det kunne tilskrives et markant fald i den årlige vækst i kreditgivningen til den offentlige sektor

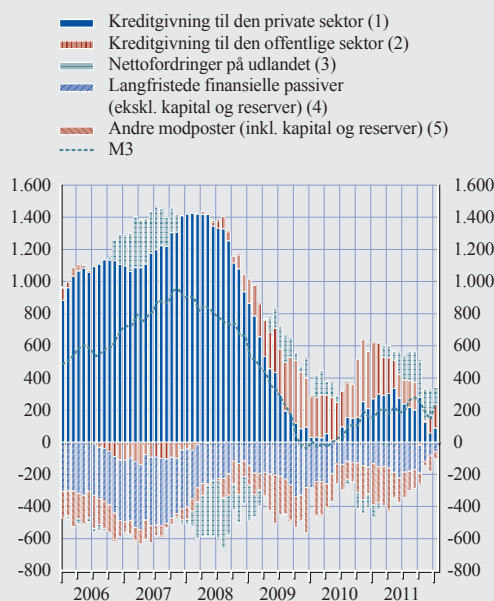
og en lille nedgang i den årlige vækst i kreditgivningen til den private sektor. Faldet i den årlige vækst i kreditgivningen til den offentlige sektor kunne tilskrives udviklingen i udlån, hvor den årlige vækst aftog i det meste af 2011 og blev klart negativ i 4. kvartal hovedsagelig som følge af en betydelig basiseffekt (vedrørende overførsel af aktiver til en afviklingsbankordning i oktober 2010).² Derimod lå den årlige vækst i gældsinstrumenter ved udgangen af 2011 en smule over niveauet ultimo 2010. Det afspejlede positive strømme i 2. halvår. Indstrømningen kunne dog næsten udelukkende tilskrives opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor under Securities Markets Programme. Til gengæld forblev MFI'ers eksponering for disse værdipapirer uden for Eurosystemet næsten uændret.

Vækstprofilen for kreditgivning til den private sektor fulgte vækstmønsteret for udlån, som er den vigtigste komponent. Den årlige vækst (på 0,4 pct. i december 2011 i forhold til 1,6 pct. i december 2010) lå dog stabilt en smule under væksten i udlån til den private sektor hvilket afspejlede en negativ årlig vækst i MFI'ernes beholdninger af både i) værdipapirer undtagen aktier udstedt af den private sektor og ii) aktier og andre ejerandelsbeviser. Nedgangen i MFI'ernes beholdninger af disse instrumenter afspejlede sandsynligvis en nedgearing hos euroområdet MFI'er i form af en reduktion af deres beholdninger af risikobetonede aktiver samt lav securitiseringsaktivitet.

Den årlige vækst i MFI-udlån til den private sektor (korrigeret for salg og securitisering) aftog betydeligt mod slutningen af 2011 (til 1,2 pct. i december i forhold til 2,4 pct. i december 2010) efter at have ligget over 2,5 pct. det meste af året (se figur 6). Denne profil er i tråd med den økonomiske aktivitet og udviklingen på de finansielle markeder i løbet af 2011, selv om nedgangen – der var særlig markant i årets sidste to måneder, navnlig december – især var koncentreret om udlån til ikke-finansielle selskaber. Alligevel var strømmen af udlån til den ikke-finansielle private sektor (dvs. husholdninger og ikke-finansielle selskaber) fortsat den primære

Figur 9. M3's modposter

(Årlige strømme; milliarder euro; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

Anm.: M3 vises kun til orientering ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$).

Langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) vises med omvendt fortegn, da de er passiver for MFI-sektoren.

drivkraft bag den årlige strøm af udlån til den private sektor. Udlån til andre finansielle formidlere steg yderligere i 2011 som procentdel af det samlede MFI-udlån til den private sektor. Som i 2010 skyldtes det primært MFI'ernes større søgning mod sikrede interbankhandler afviklet gennem centrale modparter. Som med pengemængdemål medførte volatiliteten forbundet med denne transaktionstype øget volatilitet både for udlån til andre finansielle formidlere – på baggrund af andelen af disse lån i hver enkelt serie – og for de øvrige mål for kreditgivningen.

Hvad angår udlån til den ikke-finansielle private sektor, er den årlige vækst i udlån til husholdninger (korrigeret for salg og securitisering), som lå på 3,1 pct. i december 2010, stort set uændret

² Yderligere oplysninger findes i boksen "Revisiting the impact of asset transfers to 'bad banks' on MFI credit to the euro area private sector", *Månedsoversigt*, ECB, januar 2011.

DEN SENESTE UDVIKLING I EUROOMRÅDETS FINANSIELLE POSTER

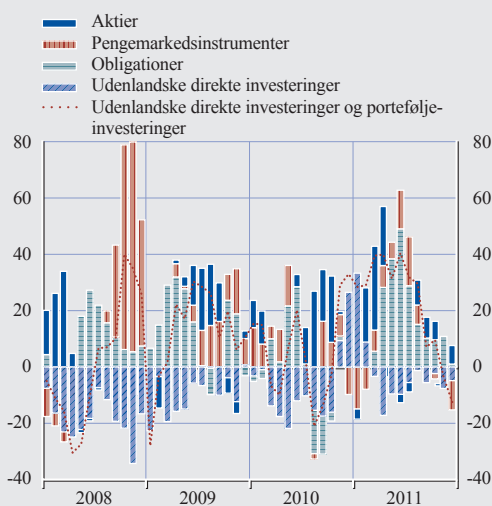
Nettoindstrømningen på euroområdet finansielle poster steg i 12-måneders-perioden frem til december 2011. Den vigtigste drivkraft var nettoindstrømningen af samlede direkte investeringer og porteføljeinvesteringer, som steg til 223,7 mia. euro fra 98,1 mia. året før. Dette skyldtes højere nettoindstrømning af porteføljeinvesteringer, som kun delvis blev opvejet af en noget højere nettoudstrømning af udenlandske direkte investeringer. Samtidig steg nettoindstrømningen af andre investeringer.

Den kvartalsvise udvikling i porteføljeinvesteringer var relativt volatil med bratte skift i stemningen på markedet og investeringsmønstret. Nærmere bestemt steg nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer kraftigt i 1. halvår 2011. I 1. kvartal skyldtes stigningen primært en forøgelse af udenlandske investorer købt af aktier udstedt i euroområdet og en nedgang i euroområdets investorer investeringer i udenlandske aktier. Nettoindstrømningen af gældsinstrumenter lå stabilt. I 2. kvartal 2011 skyldtes den højere nettoindstrømning af porteføljeinvesteringer derimod hovedsagelig, at udenlandske investorer foretog betydelige opkøb af gældsinstrumenter udstedt i euroområdet, og i mindre grad en vis afdæmpning i euroområdets investeringer i udenlandske gældsinstrumenter (se figuren). Den udenlandske efterspørgsel efter gældsinstrumenter udstedt af nogle eurolandes ikke-MFI-sektorer var relativt robust, hvilket synes at afspejle en søgning hen til sikre investeringer på baggrund af dalende forventninger til den globale vækst. Samtidig solgte udenlandske investorer ud af aktier udstedt i euroområdet. Samlet set peger denne udvikling i retning af, at udenlandske investorer omlagde deres porteføljer ved at reducere eksponeringen for aktier og i stedet foretage øgede investeringer i stærkt likvide værdipapirer med høj kreditværdighed. Da en stor andel af indstrømningen i porteføljeinvesteringer i euroområdet endvidere afspejler transaktioner inden for ikke-MFI-sektoren, bidrog den positivt til den likviditet, der var til rådighed i euroområdet, som det også fremgår af MFI'ernes nettofordringer på udlandet.¹

I 2. halvår 2011 faldt nettoindstrømningen af gældsinstrumenter markant i 3. kvartal og blev til en udstrømning i 4. kvartal, mens der sås en nettoindstrømning af aktier i begge kvartaler. Der skete en gensidig afhændelse af porteføljeinvesteringer, hvor udenlandske investorer

De vigtigste poster på de finansielle konti

(Nettostrømme; milliarder euro; 3-måneders glidende gennemsnit; månedlige observationer)



Kilde: ECB.

Anm.: De seneste observationer vedrører december 2011.

¹ I det omfang de afvikles via residente banker, har transaktioner, der udføres af den pengeholdende sektor, en indvirkning på banksektorens eksterne aktiver og passiver, som er en af M3's modposter. Den pengeholdende sektor omfatter husholdninger, ikke-finansielle selskaber, ikke-monetære finansielle formidlere og offentlig forvaltning og service undtagen statslig forvaltning og service. Yderligere oplysninger om den monetære opstilling af betalingsbalancen findes i Bè Duc, L., Mayerlen, F. og Sola, P., "The monetary presentation of the euro area balance of payments", *Occasional Paper Series*, nr. 96, ECB, september 2008. Se også artiklen "The external dimension of monetary analysis", *Månedsoversigt*, ECB, august 2008.

blev nettosælgere af værdipapirer udstedt i euroområdet, mens euroområdets investorer blev nettosælgere af udenlandske værdipapirer. En yderligere intensivning af spændingerne på de finansielle markeder samt stigende bekymring vedrørende statsgældskrisen førte til øget risikoaversion. Sidstnævnte synes samtidig at have udløst en tendens hos investorerne til at fokusere på hjemlandet og søge tilflugt i sikre aktiver. Blandt euroområdets investorer øgede MFI-sektoren sit nettosalg af udenlandske værdipapirer, hvilket er i tråd med den fortsatte indsats med at omstrukturere balancerne. Stigningen i nettosalget kan også have været en måde at mobilisere økonomiske midler på i lyset af udenlandske investoreres nettosalg af euroområdets MFI'ers værdipapirer. Begrænsningen var særligt udtalt for gældsinstrumenter – både obligationer og pengemarkedsinstrumenter – og bryder med mønstret for udenlandske investeringer.

i 1. halvår 2011. Den aftog derefter gradvis i 2. halvår til 1,9 pct. i december 2011. Det var generelt i overensstemmelse med den svagere økonomiske aktivitet og de forværrede udsigter på boligmarkedet, selv om udbudsfaktorer også spillede en rolle. (Udlån til husholdningerne er beskrevet nærmere i afsnittet om husholdningernes låntagning senere i dette kapitel). Den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber (korrigeret for salg og securitisering) lå på 1,2 pct. ultimo 2011, i forhold til 1,0 pct. i december 2010. Det dækkede imidlertid over en moderat pukkelformet vækstprofil, med en forvridding mod slutningen af året som følge af markante månedlige indfrielser i november og især i december. De forværrede økonomiske forhold og virksomhedernes lavere forventninger var de primære årsager til det relativt beskedne omfang af udlån til virksomheder i 2011. Andre faktorer kan dog også have spillet ind. På efterspørgselsiden var virksomhedernes gældsætning fortsat historisk høj. I et forsøg på at stabilisere deres gældsniveau har virksomhederne tøvet med at optage yderligere lån og har i stedet foretrukket at trække på interne midler. Det bekræftes af udviklingen i de ikke-finansielle selskabers beholdninger af M3-indskud. På udbudssiden tiltog finansieringspresset på kreditinstitutterne i euroområdet betydeligt i 2. halvår 2011. Presset forværredes i årets sidste to måneder som følge af den forværrede statsgældskrise samt forhøjede skøn for kreditinstitutternes kapitalmangel. Samlet set var der en del forskelle på tværs af landene, men data for januar 2012 viser, at de kraftige nettoindfrielser af lån i december 2011 ikke fortsatte.

Blandt M3's øvrige modposter faldt den årlige vækst i den pengeholdende sektors beholdninger af MFI'ernes langfristede passiver (ekskl. kapital og reserver) til 1,6 pct. i december 2011 fra 3,1 pct. ultimo 2010 efter at have vist samme mønster som udlån til den private sektor i løbet af året. Udstedelsen af langfristede værdipapirer var ret begrænset og aftog mod slutningen af 2011 som følge af det finansieringspres, kreditinstitutterne i euroområdet oplevede.

Endelig steg euroområdets MFI-sektors nettofordringer på udlandet med 162 mia. euro i 2011 i forhold til et fald på 85 mia. euro i 2010. Den største stigning skete i 1. halvår med en indstrømning af aktiver og en mindre udstømning af passiver. I 2. halvår 2011 reducerede MFI'erne deres eksterne passiver hurtigere. Det blev dog udlignet af en næsten tilsvarende reduktion i eksterne aktiver, til dels som følge af ikke-residenters opsigelse af indskud, samt de institutionelle investorers omfordeling af midler uden for euroområdet. I 2011 spillede euroområdets MFI-sektors nettofordringer på udlandet en afgørende rolle som modpost til ændringer i M3, navnlig i 2. halvår (se også boks 3).

PENGEMARKEDERNE VAR PRÆGET AF FORNYEDE SPÆNDINGER PÅ MARKEDERNE FOR STATSOBLIGATIONER UDSTEDT I EUROOMRÅDET

I 1. halvår 2011 forbedredes forholdene på pengemarkederne i euroområdet midlertidigt, og den overskydende likviditet (målt ved mængden af indskud hos Eurosystemet) faldt gradvis. Dette blev dog fulgt af en kraftig forværring i 2. halvår 2011 som følge af tilspidsningen af stats-

TARGET2-SALDI I EUROSYSTEMET I EN SITUATION, HVOR PENGEMARKEDERNE FUNGERER DÅRLIGT

Når en bank foretager en betaling til en bank i et andet land gennem Target2-betalingsystemet¹, afvikles transaktionen i centralbankpenge, hvorved bankernes saldi hos de respektive centralbanker ændres. Afviklingen af grænseoverskridende betalinger mellem banker i euroområdet via Target2 fører således til Eurosystem-interne mellemværender. Mellemværenderne aggregeres automatisk, og ved dagens slutning nettes de i hele Eurosystemet, så hver national centralbank har en enkelt bilateral nettoposition over for ECB. Det betyder, at nogle nationale centralbanker har et Target2-tilgodehavende hos ECB, mens andre har en forpligtelse.

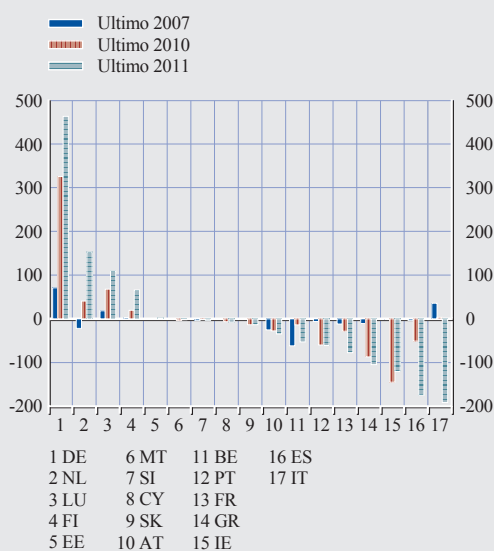
Inden finans- og statsgældskrisen lå de nationale centralbankers tilgodehavender og forpligtelser i Target2 forholdsvis stabilt. Det skyldes, at de grænseoverskridende betalingsstrømme i euroområdet nogenlunde udlignede hinanden. Et lands banksystem kunne dække udgående betalingsstrømme i forbindelse med nettoimport af varer og tjenesteydelser eller køb af aktiver i andre eurolande med indgående strømme, især ved at skaffe finansiering på det grænseoverskridende interbankmarked.

I forbindelse med krisen er Target2-forpligtelserne steget betragteligt for nogle nationale centralbanker (se figur A). Årsagen er, at banksystemerne i disse lande har oplevet udgående betalinger i euro, som ikke er blevet modsvaret af indgående betalinger i euro, selv ikke hvis der tages højde for offentlige pengestrømme (herunder i form af EU-IMF-lån, som i sidste ende havner i banksystemet). Det gælder Irland, Grækenland og Portugal og på det seneste også andre lande. Det er blevet betydeligt sværere at få adgang til interbankpengemarkedet, og for visse banksystemer er der helt lukket for grænseoverskridende lån, samtidig med at tidligere modtagne lån skal tilbagebetales. I nogle lande er finansierings-spændingerne for bankerne desuden blevet forværret af, at den private sektor hæver sine detailindskud.

Men de penge, en bank skal bruge til at gennemføre en betaling, skal opvejes af en indstrømning. I en situation, hvor interbankpengemarkederne fungerer dårligt, og hvor ECB derfor har indført ekstraordinære pengepolitiske tiltag, skaffes de i form af centralbanklikviditet: En bank kan låne hos centralbanken, hvis den kan stille tilstrækkelig sikkerhed. Det afspejles i en særdeles stor stigning i Eurosystemets likviditetstilførsel under krisen (se figur B). Ubalancen i de grænseoverskridende betalingsstrømme betyder, at banksystemerne i nogle lande har brug

Figur A. Target2-saldi for euroområdets nationale centralbanker

(Milliarder euro)



Kilde: Nationale centralbanker.

¹ Target2 er Eurosystemets realtidsbruttoafviklingsystem (se kapitel 2, afsnit 2). Det gør det muligt for forretningsbanker i Europa at gennemføre deres betalingstransaktioner i euro på en fælles platform og anvendes til afvikling af centralbankoperationer i euroområdet.

for mere centralbanklikviditet end banksystemerne i de lande, hvor forretningsbankerne oplever indstrømning. Derfor er tilførslen af likviditet heller ikke jævn i Eurosystemet: Nogle nationale centralbanker tilfører netto mere likviditet end andre (i forhold til banksystemets størrelse). De nationale centralbanker, der netto tilfører mere likviditet, er også dem, der har Target2-forpligtelser over for ECB. Omvendt gælder det, at de nationale centralbanker, der netto tilfører mindre likviditet, har Target2-tilgodehavender hos ECB (se figur C): Deres banksystemer oplever en nettoindstrømning af betalinger fra andre eurolande. (Tilførslen af centralbanklikviditet til disse banksystemer er ikke begrænset; i stedet er Target2-tilgodehavendet et tegn på, at der er rigelig banklikviditet til rådighed i disse banksystemer).

Figur B. Likviditetstilførsel til modparten i euroområdet i Eurosystemets pengepolitiske operationer

(Milliarder euro; observationer ultimo måneden)



Kilde: ECB.

Anm.: Seneste observationer vedrører ultimo december 2010.

Den store stigning i Target2-forpligtelserne for visse landes nationale centralbanker under finanskrisen afspejler således finansieringsspændinger i banksystemerne og Eurosystemets imødekommelse af de opståede likviditetsbehov. Følgelig afspejler de meget store grænseoverskridende nettobetalingstrømme den ekstraordinære støtte, som Eurosystemet har ydet for at sikre den fælles pengepolitikens effektivitet. Et centralt punkt i Eurosystemets ekstraordinære tiltag har været at sikre, at finansieringsforhold ikke begrænser likviditeten for solvente banker (se boks

Figur C. Stiliserede balancer for nationale centralbanker med negative, positive og neutrale Target2-saldi

Nationale centralbanker med negativ Target2-saldo		Nationale centralbanker med positiv Target2-saldo		Nationale centralbanker med neutral Target2-saldo	
Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver
Udlån	Eurosedler	Udlån	Eurosedler	Udlån	Eurosedler
	Anfordringskonti og indskud		Target2-tilgodehavende		Anfordringskonti og indskud
Andre (herunder finansielle aktiver)	Target2-forpligtelse	Andre (herunder finansielle aktiver)	Andre	Andre (herunder finansielle aktiver)	Anfordringskonti og indskud
	Andre		Andre		Andre

Kilde: ECB.

Anm.: Der er tale om en stiliseret gengivelse af de nationale centralbankers balancer, som ikke afspejler de faktiske data.

På aktivsiden omfatter kategorien "andre" navnlig finansielle aktiver, guldreserver og potentielle Eurosystem-interne tilgodehavender, som vedrører lavere udstedelse af eurosedler i forhold til den nationale centralbanks andel af ECB's kapital.

På passivsiden svarer "eurosedler" til cirkulerende eurosedler (i forhold til den nationale centralbanks andel af ECB's kapital). Kategorien "anfordringskonti og indskud" svarer til bankernes likviditetsbeholdninger på anfordringskonti hos deres respektive nationale centralbanker, primært for at overholde reservekravene, samt deres indskud på inlånsfaciliteten og likviditet i form af tidsindskud. Kategorien "andre" omfatter kapital og reserver, hensættelser og revalueringskonti samt andre passiver (herunder passiver over for resider i euroområdet såsom statslige indskud og Eurosystem-interne passiver, der vedrører højere udstedelse af eurosedler i forhold til den nationale centralbanks andel af ECB's kapital, som kun er betydelige for banker i det midterste felt i figuren).

1). Det bidrager til en effektiv pengepolitisk transmission til euroområdet økonomi i bredere forstand, hvorved prisstabiliteten i euroområdet fastholdes på mellemlangt sigt.

I den monetære union hænger den risiko, som Eurosystemets centralbanker (ECB og euroområdets nationale centralbanker) står over for, sammen med gennemførelsen af selve de pengepolitiske operationer, ikke de tilhørende Target2-saldi. En centralbank har altid modpartsrisiko, når den gennemfører sin pengepolitik. Risikoen kan imidlertid begrænses gennem rammer for risikostyring. I forbindelse med centralbankers likviditetstilførsel til banker omfatter det bl.a. et krav om tilstrækkelig sikkerhed værdiansat til markedspris med fradrag af haircuts. Ud over at stille sikkerhed er bankerne fuldt ansvarlige for de lån, de optager hos Eurosystemet (se kapitel 2, afsnit 1). Den tilbageværende risiko, når der er taget forholdsregler for at begrænse risiciene, fordeles som hovedregel på de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres kapitalandele i ECB og har ikke noget at gøre med de enkelte centralbankers Target2-saldi.

Forpligtelser og tilgodehavender vedrørende Target2 offentliggøres regelmæssigt af alle Eurosystemets centralbanker som en del af balancen. Hvad angår Eurosystemets konsoliderede balance, fremgår Eurosystem-interne saldi (såsom dem, der vedrører Target2) ikke, da deres sum er nul. Men summen af euroområdets nationale centralbankers Target2-forpligtelser og Target2-tilgodehavender dokumenteres i afsnit 6.2 i noterne til balancen.

gældskrisen. De fornyede spændinger i august 2011 på markeder for statsobligationer udstedt af visse eurolande medførte en stigning i den opfattede likviditets- og kreditrisiko, hvilket påvirkede den pengepolitiske transmissionsmekanisme negativt. Med henblik på at afhjælpe problemerne på værdipapirmarkedene og genoprette en passende pengepolitisk transmissionsmekanisme genoplivede Eurosystemet sit Securities Markets Programme og udvidede de ekstraordinære tiltag. Boks 1 beskriver de ekstraordinære tiltag, der blev anvendt i 2011, og som var nødvendige for at begrænse smitte mellem pengemarkedsrenter. Boks 4 viser, hvordan Eurosystemets imødekommelse af bankernes likviditetsbehov i en situation, hvor pengemarkederne fungerer dårligt, afspejles i nationale centralbankers opbygning af store positioner i Target2-betalingsystemet.

Figur 10 viser udviklingen i en usikret rente (3-måneders-Euribor) og sikrede renter (3-måneders-Eurepo og -OIS-renten) i 2011. Alle pengemarkedsrenter steg støt i 1. halvår. Da spændingerne på euroområdets statsgældsmarkeder igen tog til i 2. halvår 2011, udvidedes

spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter igen markant. Højere modpartsrisiko og fortsat begrænset aktivitet på de lange pengemarkeder er de mest sandsynlige forklaringer på denne udvikling.

Rettes blikket mod de meget korte pengemarkedsrenter, afspejler udviklingen i Eonia i 2011 hovedsagelig, at Eurosystemet fortsatte med at tilføre bankerne i euroområdet rigelig likviditetsstøtte, som det har gjort siden oktober 2008. I april og juli forhøjede Styrelsesrådet ECB's officielle renter med i alt 50 basispoint. I 1. halvår, hvor den overskydende likviditet efterhånden aftog, kom Eonia tættere på renten ved de primære markedsoperationer, om end den var noget volatil (se figur 11). Ligesom i 2. halvår 2010, hvor den overskydende likviditet også mindskedes, sås der et mere markant udviklingsmønster for Eonia inden for de enkelte reservekravsperioder, idet den var højere ved periodens begyndelse for så at falde gradvis hen imod slutningen af perioden. Det kan generelt begrundes med, at bankerne foretrækker at opfylde deres reservekrav tidligt i perioden, som

det har været tilfældet, siden uroen begyndte i august 2007.

I 2. halvår, hvor den fornyede tilspidsning af statsgældskrisen i euroområdet fik bankerne til igen at kræve høj likviditet, lå Eonia hele tiden et godt stykke under den faste rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer og langfristede markedsoperationer og tæt på renten på indlånsfaciliteten. Styrelsesrådet besluttede at nedsætte ECB's officielle renter med 25 basispoint i både november og december. I hele 2011 sås der fra tid til anden bratte stigninger i Eonia mod slutningen af en reservekravs- eller likviditetsstyringsperiode (fx ultimo året).

VOKSENDE SPÆNDINGER PÅ EUROOMRÅDETS STATSOBLIGATIONSMARKEDER I 2011

Renterne på lange AAA-ratede statsobligationer faldt generelt i 2011, både i euroområdet og i USA. Fra et niveau på ca. 3,3 pct. i begge økonomier primo januar faldt de til 2,0 pct. i USA

og 2,6 pct. i euroområdet ultimo december (se figur 12).

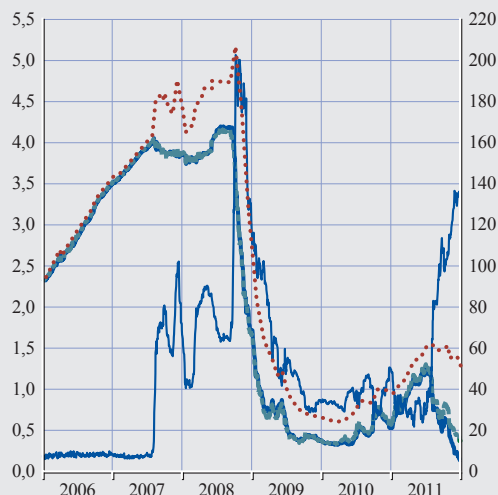
I de første tre kvartaler af 2011 fulgtes de 10-årige statsobligationsrenter i euroområdet og USA stort set ad, som de havde gjort fra omkring midten af 2010. Resten af året sås der dog en divergerende udvikling, primært fordi udviklingen i statsgældskrisen førte til hurtige stemningsskift på markedet, hvilket afspejledes i renterne i euroområdet.

Hvad udviklingen i statsobligationsrenterne i 2011 angår, kan året inddeles i to skarpt adskilte faser. I januar og februar steg de 10-årige statsobligationsrenter i euroområdet og USA, idet økonomiske nøgletal fortsat pegede i retning af et solidt økonomisk opsving. I euroområdet bidrog markedsstemningen også til denne udvikling, fordi forholdene forbedredes på statsgældsmarkederne i de lande, hvor der var finanspolitiske spændinger som følge af

Figur 10. 3-måneders-Eurepo, -Euribor og -OIS-rente

(1 pct. p.a.; spænd i basispoint; daglige observationer)

- 3-måneders-Eurepo (venstre akse)
- 3-måneders-Euribor (venstre akse)
- - - 3-måneders-OIS (venstre akse)
- Spænd mellem 3-måneders-Euribor og 3-måneders-Eurepo (højre akse)

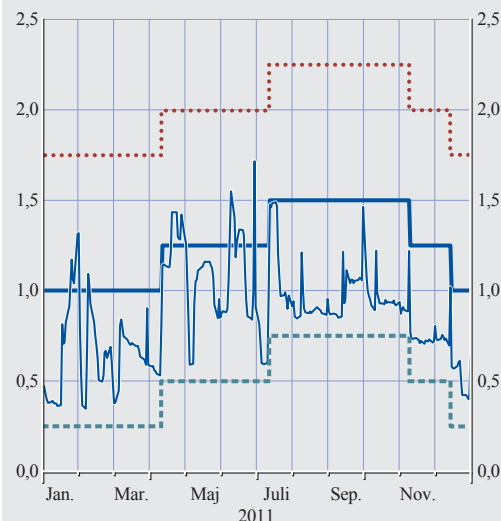


Kilder: ECB, Bloomberg og Thomson Reuters.

Figur 11. ECB's renter og dag til dag-renten

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

- Rente ved de primære markedsoperationer
- Marginal udlånsrente
- - - Dag til dag-rente (Eonia)
- Indlånsrente



Kilder: ECB, Bloomberg og Thomson Reuters.

forventninger om, at den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF) ville få tilført flere ressourcer og få udvidet sine handlemuligheder. I USA bidrog de skatteplaner, Obama-regeringen annoncerede i december 2010, til udviklingen på statsobligationsmarkederne.

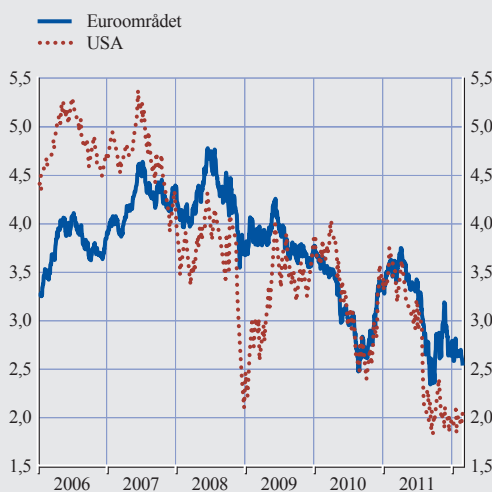
Den anden fase begyndte i marts, hvor den opadgående tendens i statsobligationsrenterne standsede i både euroområdet og USA og blev afløst af et længerevarende fald. Skiftet blev udløst af politiske spændinger i Nordafrika og Mellemøsten og af jordskælvet i Japan, som fik investorer til generelt at søge mod sikre investeringer, frem for alt dollar- og eurodenominerede aktiver. Rentefaldene skyldtes også delvis en mindre positiv vurdering af væksten i USA, samtidig med at pengepolitikken blev strammet i Kina, og råvarepriserne faldt, hvilket markedsdeltagerne opfattede som tegn på en opbremsning i verdensøkonomien. I euroområdet førte en genoplussen af spændingerne på statsgældsmarkederne og stigende bekymring vedrørende en mulig omstrukturering af den græske statsgæld til en nedgang i obligationsrenterne i AAA-ratede lande på baggrund af høje likviditetspræmier.

Fra juli bredte statsgældskrisen i euroområdet sig fra en række mindre økonomier til nogle af de større lande. Det fik renterne på 10-årige AAA-ratede statsobligationer til at falde yderligere, fordi investorerne i endnu højere grad søgte mod sikre obligationer. Primo august nedgraderede et af de tre store kreditvurderingsbureauer den amerikanske statsgæld på et tidspunkt, hvor amerikanerne drøftede et gældsloft, hvilket fik usikkerheden på markedet til at stige. Alligevel fortsatte rentenedgangen som følge af flugten til sikre aktiver, idet yderligere observationer pegede i retning af svagere økonomiske udsigter, og markederne revurderede den fremtidige udvikling i de korte renter.

I 4. kvartal steg renten på 10-årige AAA-ratede statsobligationer udstedt i euroområdet moderat til et toppunkt på lidt over 3 pct. ultimo november, hvorefter den faldt til ca. 2,7 pct. ved årets udgang. I USA fortsatte de tilsvarende obligati-

Figur 12. 10-årige statsobligationsrenter

(1 pct. p.a.; daglige observationer: 1. jan. 2006 til 2. mar. 2012)



Kilder: Thomson Reuters og ECB.

Anm.: Den 10-årige rente for euroområdet omfatter kun de lande, der har en AAA-rating hos Fitch.

onsrenter derimod den nedadgående tendens og faldt med ca. 20 basispoint til 2 pct. som følge af internationale investorers fortsat kraftige efterspørgsel efter dollaraktiver samt Federal Open Market Committees meddelelse om, at den ville forlænge den gennemsnitlige løbetid på sin beholdning af statspapirer. Stigningen i renterne på AAA-ratede obligationer udstedt i euroområdet i denne del af året kan tilskrives en uensartet udvikling i de AAA-ratede eurolande. Mens de tyske og franske statsobligationsrenter havde udviklet sig nogenlunde ens i de første tre kvartaler af 2011, begyndte de at bevæge sig i forskellige retninger i oktober på grund af voksende forskelle i opfattelsen af statsgældsrisiko. Det var særligt tydeligt i første halvdel af november, hvor de tyske obligationsrenter fortsatte med at falde, ligesom renterne i USA, mens de franske obligationsrenter steg betydeligt.

Euroområdets statsobligationsmarkeder var i 2011 kendetegnet ved en uensartet udvikling i renterne i de forskellige lande som følge af deres respektive kreditvurderinger eller markedsopfattelsen af det enkelte lands finanspolitiske forhold. Samlet set kunne faldende lange renter

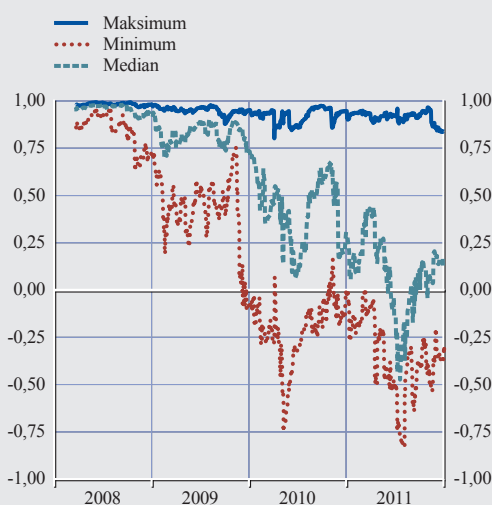
TURBULENS PÅ EUROOMRÅDETS STATSGÆLDSMARKEDER OG AFSMITNINGEN PÅ DEN FINANSIELLE SEKTOR I 2011

Efter euroens indførelse i 1999 fulgte de lange renter på statsgældsmarkederne samme mønster i de forskellige eurolande, og overordnet set nærmede de sig hinanden. Den dermed forbundne progressive stigning i den parvise korrelation mellem renterne afspejlede markedets opfattelse af, at risiciene var nogenlunde de samme for alle landene, og at landene udviklede sig mere eller mindre parallelt. Den finansielle turbulens, som begyndte i sommeren 2007 og for alvor tog til efter Lehman Brothers' konkurs omkring et år senere, førte imidlertid til væsentlige ændringer i dette mønster. Siden sommeren 2007 har korrelationerne mellem 10-årige statsobligationsrenter i euroområdet faktisk divergeret, primært som følge af markedsopfattelsen af landespecifikke finanspolitiske forhold. Ud over statsgældsmarkederne er også den finansielle sektor blevet ramt af den forhøjede risikoopfattelse siden sommeren 2007, og igen har der været markante forskelle på tværs af euroområdet. Denne boks opridser de ændrede relationer på euroområdets statsobligationsmarkeder samt de ændringer, der er sket i forholdet mellem statsgældsmarkederne og den finansielle sektor.

Indtil medio 2007 var divergensen inden for både statsobligationsrenter og statslige CDS-præmier inden for euroområdet ubetydelig. Siden da er der imidlertid opstået gab, som er vokset

Figur A. Maksimum-, minimum- og medianværdier for bilaterale korrelationer over for den 10-årige tyske statsobligationsrente

(Daglige observationer: 24. mar. 2008 til 6. jan. 2012)

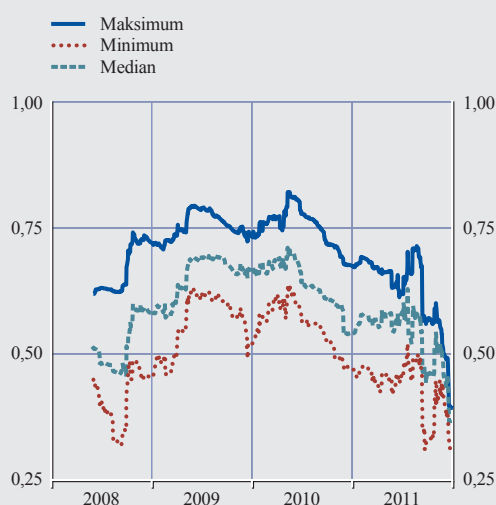


Kilder: Thomson Reuters og ECB.

Anm.: Maksimum, minimum og medianen for hver dag beregnes på grundlag af 10 bilaterale korrelationer for den 10-årige tyske obligationsrente over for de 10-årige obligationsrenter i Belgien, Irland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien, Holland, Østrig, Portugal og Finland.

Figur B. Maksimum-, minimum- og medianværdier for bilaterale korrelationer over for den 5-årige græske CDS-præmie

(Daglige observationer: 2. jun. 2008 til 6. jan. 2012)



Kilder: Thomson Reuters og ECB.

Anm.: Maksimum, minimum og medianen for hver dag beregnes på grundlag af 10 bilaterale korrelationer for den 5-årige græske CDS-præmie over for den 5-årige præmie for CDS'er i Belgien, Tyskland, Irland, Spanien, Frankrig, Italien, Holland, Østrig, Portugal og Finland.

til hidtil usete niveauer, navnlig for de lande, der oplevede akutte budgetproblemer, dvs. Irland, Portugal og Grækenland, selv om fænomenet har optrådt i flere eurolande siden 2010.

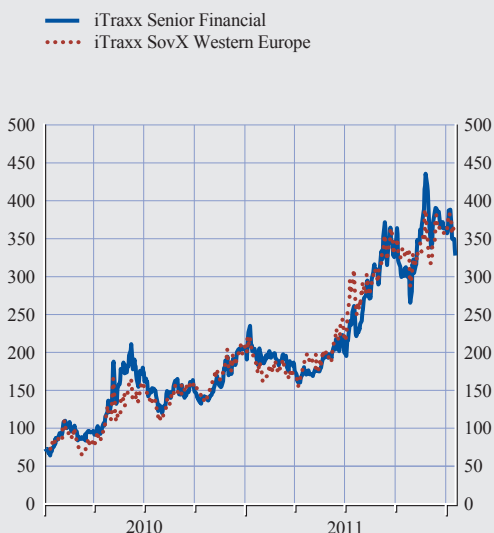
Ændringerne i de indbyrdes forhold mellem landenes statsobligationsrenter og statslige CDS-præmier kan tydeligt illustreres med tidsvarierende korrelationer baseret på estimering i en økonomisk model.¹ Figur A viser intervallet (beregnet som maksimum fratrukket minimum) og medianen for de bilaterale korrelationer mellem renterne på 10-årige statsobligationer over for den 10-årige tyske obligationsrente, mens figur B viser de tilsvarende værdier for CDS-præmier i de samme lande over for den græske 5-årige CDS-præmie.² Tilsammen viser de to figurer, at selv om rentekorrelationerne blev negative i slutningen af 2009, var CDS-korrelationerne generelt stadig positive trods markante udsving og en faldende tendens siden 2010. Årsagen til den uensartede udvikling i de to sæt korrelationer er, at CDS'er først og fremmest er mål for konkursrisiko, mens obligationsrente også påvirkes af ændringer i markedsdeltagernes likviditetspræferencer. Sidstnævnte har spillet en afgørende rolle i hele den seneste periode med spændinger på de finansielle markeder. Efterhånden som det finansielle pres intensiveredes og bredte sig inden

1 Tidsvarierende korrelationer beregnes ved hjælp af en multivariat Garch-model. De kunne i princippet også baseres på standardkorrelationer mellem ændringerne i renterne og CDS'erne, der beregnes inden for tidsintervaller af en given længde, men den modelbaserede estimering foretrækkes, da modellen vælger det optimale tidsinterval for beregning af korrelationer, og da de deraf følgende korrelationer i højere grad kan fortolkes som "lokale korrelationer" (dvs. med reference til de seneste punkter i den stikprøve, estimeringen foretages på) frem for gennemsnitlige korrelationer i den givne stikprøve.

2 Med 11 tidsserier består hver korrelationsmatrix af 55 tidsserier, hvilket ikke kan vises inden for en enkel figur. For at overvinde denne hindring beregnes fraktiler af de 55 bilaterale korrelationer for hver dag i stikprøven, nemlig 5- og 95-pct. fraktilen samt medianen. På den måde syntetiseres det store sæt tidsserier for korrelationskoefficienterne med blot tre tidsserier.

Figur C. De 5-årige iTraxx SovX Western Europe- og iTraxx Senior Financials-indeks

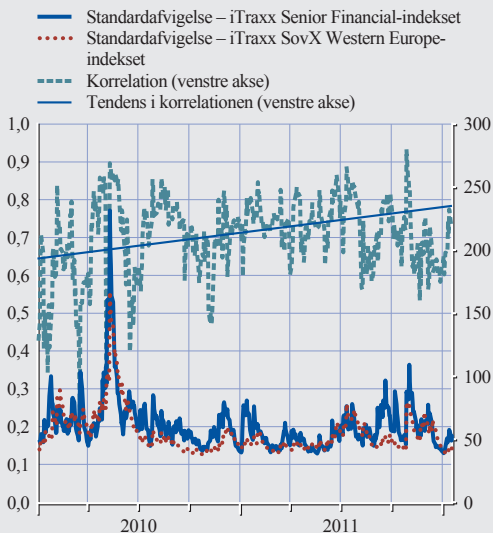
(Daglige observationer: 1. jan. 2010 til 18. jan. 2012)



Kilde: Bloomberg.

Figur D. Tidsvarierende standardafvigelser og korrelation for udvalgte iTraxx-indeks

(Daglige observationer: 1. jan. 2010 til 18. jan. 2012)



Kilder: Bloomberg og ECB.

Anm.: Højre akse er udtrykt i pct. på årsbasis. De tidsvarierende standardafvigelser og den tidsvarierende korrelation beregnes ved hjælp af bivariate Garch-modeller for ændringen i de to iTraxx-indeks.

for euroområdet, var investorerne tilbøjelige til primært at søge mod de obligationsmarkeder, der blev opfattet som forholdsvis likvide og sikre, ikke mindst det tyske obligationsmarked. De negative korrelationer mellem statsobligationsrenterne i euroområdet bør derfor ikke udelukkende fortolkes som et tegn på, at kreditrisikoen faldt i nogle lande og steg i andre. Faktisk indikerer de faldende, men generelt stadig positive bilaterale korrelationer mellem euroområdets statslige CDS-præmier og CDS-præmien på Grækenlands offentlige gæld siden medio 2010, at statsgældsrisiciene i euroområdet var indbyrdes afhængige, om end i varierende grad.

Hvad angår samspillet mellem risici for staten og den finansielle sektor, er der flere faktorer, som spiller ind. For det første har euroområdets banksystemers eksponering over for statsgældsrisiko været en kilde til direkte transmission af risiko. For det andet har de mange bånd mellem finansielle institutioner og deres komplekse indbyrdes eksponeringer muligvis betydet, at nogle finansielle institutioner har været indirekte eksponeret for statsgældsrisiko. For det tredje har markedet haft den opfattelse, at hvis banksystemet kollapsede, ville statslig indgriben have finanspolitiske omkostninger og medføre højere risiko for statsbankerot.

Samspillet mellem disse faktorer er i figur C vist ved udviklingen i to iTraxx-indeks med 5 års løbetid, nemlig iTraxx SovX Western Europe og iTraxx Senior Financials.³ Det første er en aggregering af statslige CDS'er for euroområdet som helhed, mens det andet omfatter CDS'er for 25 store finansielle institutioner i euroområdet (seniortrancher). Selv om disse finansielle institutioner generelt burde være upåvirket af udviklingen i statsgældsrisikoen, eftersom deres porteføljer er meget diversificerede, steg deres konkursrisiko, målt ved prisen på CDS'er, i takt med risikoen for statsbankerot, navnlig fra marts til oktober 2011. Tidsvarierende korrelationer mellem disse to CDS-indeks samt deres respektive volatiliteter har vist en let opadgående tendens siden april 2011 (figur D). I august 2011 førte genindførelse af ECB's Securities Market Programme sammen med resultatet af EU-topmødet den 21. juli til en mindskelse af korrelationen, som dog de første dage af 2012 steg brat igen mod niveauerne ultimo august. Den alt i alt opadgående tendens i korrelationen understreger den øgede risiko for, at der opstår kreditrelaterede kriser på samme tid i de to sektorer – statsgældssektoren og finanssektoren – fordi det finansielle system i stigende grad er eksponeret over for statsgældsrisiko.

3 iTraxx SovX Western Europe er en indeksskontrakt, der er baseret på vesteuropæiske CDS-præmier for en given løbetid. iTraxx Senior Financials er en indeksskontrakt, der er baseret på seniortranche-CDS-præmier for en given løbetid for 25 større finansielle institutioner i euroområdet. Nærmere oplysninger om indeksenes sammensætning findes på Markits hjemmeside.

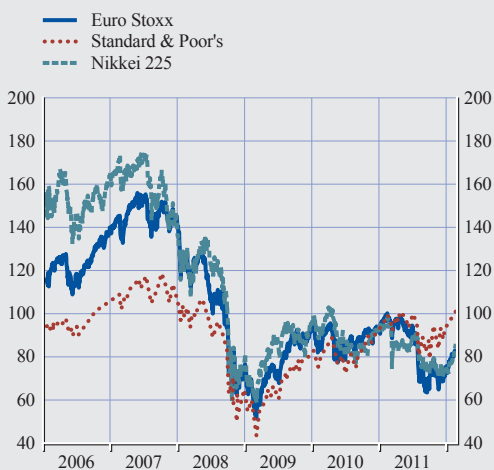
i nogle AAA-ratede eurolande og stigende renter i lavere ratede eurolande indikere en opfattelse af, at risikogabet mellem de to grupper lande voksede. Imidlertid tyder den positive samvariation mellem statslige CDS-præmier (credit default swaps) i alle eurolandene på, at statsgæld blev betragtet som mere risikobetonet i euroområdet som helhed, om end i varierende grad (se boks 5).

I Grækenland, Irland og Portugal begyndte det 10-årige statsobligationsrentespænd over for

Tyskland at vokse i marts som følge af nedgradering af disse landes statsgæld, og tendensen fortsatte i april og maj, hvor behovet for at omstrukturere Grækenlands offentlige gæld kom mere i fokus (se figuren i boks 1). Primo juni 2011 var spændet for Grækenland, Irland og Portugal i gennemsnit over 500 basispoint højere end i maj 2010, hvor spændingerne på statsgældsmarkederne begyndte at tage til. Fra juni 2011 begyndte de gældsrelaterede spændinger at påvirke større lande, navnlig Italien og Spanien, i lyset af drøftelser om og usikkerhed

Figur 13. Væsentlige aktieindeks

(Indeks: 4. januar 2011 = 100; daglige observationer: 1. januar 2006 til 2. marts 2012)



Kilde: Thomson Reuters.

vedrørende løsning af euroområdet statsgældskrise. Mod slutningen af året var de 10-årige obligationsrentespænd til tilsvarende tyske obligationer indsnævret betydeligt efter at have nået toppunktet i den sidste uge af november. Det skyldtes, at markederne vejrede morgenluft forud for mødet mellem euroområdets stats- og regeringschefer den 9. december, samt nedsættelsen af ECB's officielle renter og indførelsen af yderligere ekstraordinære pengepolitiske tiltag. Derudover bidrog de skridt, som en række centralbanker i de største økonomiske områder tog for bedre at kunne understøtte likviditeten i det globale finansielle system, til at mindske spændingerne på statsgældsmarkederne.

Efter en beskeden stigning i de første tre måneder af 2011 begyndte realrenterne at falde som følge af højere geopolitiske risici og forværrede globale udsigter. Primo juni var renten på 5-årige indekserede statsobligationer udstedt i euroområdet faldet til blot 0,5 pct., mens den for de 10-årige obligationer var 1,2 pct. Derefter faldt realrenterne yderligere, så de 5- og 10-årige spotrealrenter lå på henholdsvis 0,2 pct. og 0,8 pct. i december. Samlet set var udviklingen i realrenterne i årets løb i overensstemmelse med ob-

servationer af forværrede økonomiske udsigter, og nedgangen fandt generelt sted på baggrund af nogenlunde stabile inflationsforventninger. Ultimo 2011 lå den 5-årige "break even"-inflation på termin fem år frem på 2,4 pct., hvilket var 10 basispoint højere end året før, og samme mønster sås for inflationsswapkontrakter.

AKTIEKURSERNE I EUROOMRÅDET FALDT MARKANT I 2011

Alt i alt faldt aktiekurserne i euroområdet med ca. 20 pct. i 2011, mens de i USA lå nogenlunde stabilt i samme periode (se figur 13). Samtidig faldt de brede aktieindeks med 7 pct. i Storbritannien og med 19 pct. i Japan. Det mere markante fald i euroområdets indeks i forhold til det tilsvarende amerikanske indeks i 2011 skyldtes navnlig udviklingen i 2. halvår og afspejlede primært en forværring af euroområdets statsgældskrise samt lavere vækst i indtjeningen i euroområdet.

I slutningen af 2010 og de første tre måneder af 2011 steg aktieindeksene i euroområdet og USA på baggrund af offentliggørelse af gunstige økonomiske nøgletal, positive udmeldinger om indtjeningen og en lille stigning i risikovilligheden. Samlet set steg Dow Jones Euro Stoxx-indekset og Standard & Poor's 500-indekset med henholdsvis 9 pct. og 12 pct. fra ultimo november 2010 til ultimo marts 2011. I euroområdet steg finansaktierne kraftigere end det samlede indeks i denne periode, nemlig med ca. 15 pct. Samtidig steg kurserne i industrien og olie- og gassektoren også betydeligt på baggrund af en gunstig økonomisk udvikling.

I april 2011 standsede den positive tendens i aktiekurserne, hovedsagelig som følge af politiske spændinger i Nordafrika og Mellemøsten, de faktiske og forventede konsekvenser af jordskælvet i Japan og øgede spændinger på euroområdets statsgældsmarkeder. I løbet af 2. kvartal faldt aktiekurserne en smule i både USA og euroområdet, efterhånden som markedsdeltagere begyndte at indregne konsekvenserne af en revurdering af udsigterne for den globale vækst.

Faldet i aktiekurserne tog til i 3. kvartal, idet markedet reagerede negativt på, at et af de store kreditvurderingsbureauer nedgraderede USA's statsgæld på et tidspunkt, hvor der også var stigende usikkerhed om, hvor meget statsgældskrisen i euroområdet ville brede sig. Alt i alt faldt Dow Jones Euro Stoxx-indekset med ca. 23 pct. i de tre måneder frem til slutningen af september, mens Standard & Poor's 500-indekset tabte 14 pct. Samtidig faldt euroområdet's finansielle aktier med ca. 30 pct. i forhold til ultimo maj, mens forsynings- og industrivirksomheder også oplevede store tab. En lignende udvikling sås i USA, hvor finans- og industriaktier faldt med over 20 pct. i samme periode.

Ud over førnævnte faktorer skyldtes den negative udvikling i aktiekurserne i 3. kvartal 2011 også svage tal for virksomhedernes indtjening. Den årlige vækst i faktisk indtjening pr. aktie for de virksomheder i euroområdet, der indgår i Dow Jones Euro Stoxx-indekset, faldt fra 29 pct. i maj til 20 pct. i august. Den forventede vækst i indtjeningen pr. aktie på kort sigt faldt også, nemlig fra 12 pct. i maj til 10 pct. i august.

I 4. kvartal begyndte aktiekurserne igen at bevæge sig opad på begge sider af Atlanten trods en stigning i den implicite volatilitet i de brede aktieindeks, markante spændinger i en række markedssegmenter og usikkerhed om den globale økonomiske vækst. Det brede Dow Jones Euro Stoxx-indeks og Standard & Poor's 500-indekset steg med henholdsvis ca. 5 pct. og ca. 10 pct. i løbet af kvartalet. I hele perioden fortsatte stemningsskift på markedet som følge af statsgældskrisen med at påvirke aktiekurserne i euroområdet. Især i november og december blev aktierne imidlertid understøttet af amerikanske økonomiske nøgletal, der var bedre end forventet, en mere positiv stemning på markedet forud for møderne mellem euroområdet's stats- og regeringschefer den 26. oktober og 9. december, en koordineret indsats fra en række centralbanker rundt om i verden for bedre at kunne tilføre likviditet til det globale finansielle system, nedsættelsen af ECB's officielle renter samt vedtagelsen af yderligere ekstraordinære pengepolitiske tiltag.

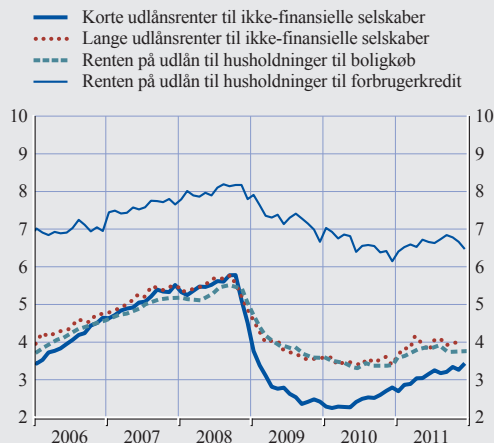
Sektorudviklingen i euroområdet's aktieindeks i den sidste del af året varierede noget, idet der primært sås en nedgang inden for finans, telekommunikation og forsyningsvirksomhed, mens kurserne steg i alle andre sektorer, navnlig olie- og gassektoren. Den negative udvikling i euroområdet's finansielle aktier afspejlede udviklingen i euroområdet's statsgældskrise og dens påvirkning af banksektorens soliditet gennem sektorens beholdninger af statsobligationer samt lavere kreditvurderinger og øgede spændinger på bankernes finansieringsmarkeder.

HUSHOLDNINGERNES LÅNTAGNING FORBLEV MODERAT

I 2011 faldt den årlige vækst i det samlede udlån til husholdningerne til et skøn på 1,5 pct. i december fra 2,5 pct. i december 2010. Det skyldtes et mindre bidrag fra udlån til husholdningerne (ikke korrigeret for salg eller securitisering), som blev næsten halveret i forhold til 2010, mens bidraget fra den årlige vækst i ikke-MFI'ers udlån steg brat og blev positivt (den årlige vækst i disse udlån var 2,3 pct. i december 2011 i forhold til -2,4 pct. i december 2010). Den forskellige udvikling i MFI'ers og ikke-MFI'ers udlån til husholdninger afspejler især, at størstedelen af udlån fra ikke-MFI'er ho-

Figur 14. Renter på udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber

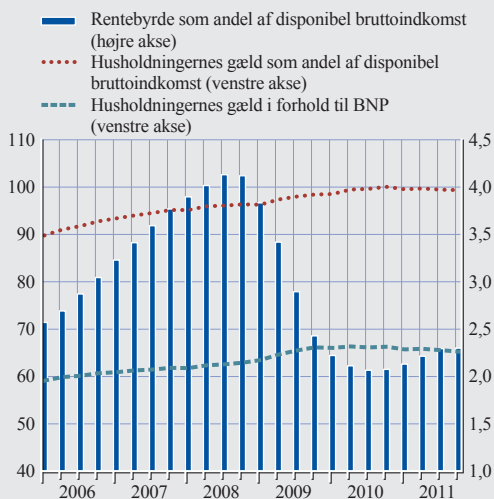
(I pct. p.a.; ekskl. gebyrer; renter for nye forretninger)



Kilde: ECB.

Figur 15. Husholdningernes gæld og rentebetalinger

(I pct.)

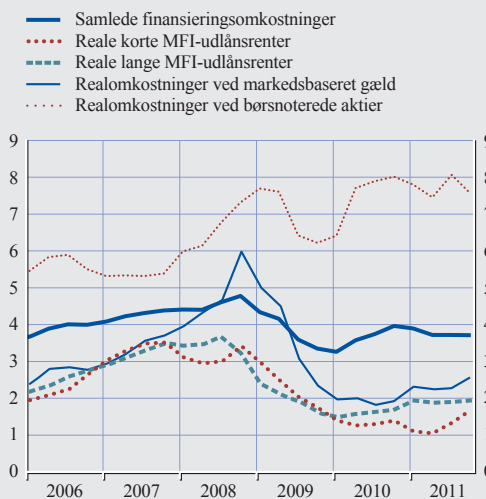


Kilder: ECB og Eurostat.

Anm.: Husholdningernes gæld omfatter det samlede udlån til husholdninger fra alle institutionelle sektorer, herunder resten af verden. Rentebetalinger omfatter ikke husholdningernes fulde finansieringsomkostninger, da de ikke inkluderer gebyrer for finansielle tjenesteydelser. Tallene for det seneste kvartal er delvis skøn.

Figur 16. Realomkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering

(I pct. p.a.)



Kilder: ECB, Thomson Reuters, Merrill Lynch og prognoser fra Consensus Economics.

Anm.: Realomkostningerne 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, Månedsoversigt, ECB, marts 2005).

vedsagelig er knyttet til securitiseringsstrømme. Disse strømme var betydelige i 2. halvår 2011 efter en meget begrænset securitiseringsaktivitet i 2010.

Lån til boligkøb var fortsat den primære drivkraft bag væksten i MFI'ernes udlån til husholdningerne. Den årlige vækst i lån til boligkøb, (korrigeret for salg af lån og securitisering), der var 3,1 pct. ultimo 2010, var stort set uændret i 1. halvår, hvorefter den faldt gradvist i 2. halvår til 1,9 pct. i december 2011. Vækstprofilen for udlån til husholdningerne til boligkøb afspejler sandsynligvis både udbuds- og efterspørgselsfaktorer. Nedgangen i den økonomiske aktivitet og de forværrede udsigter for boligmarkedet blev anført som den primære drivkraft bag det betydelige fald i nettoefterspørgslen efter boliglån navnlig i 2. halvår ifølge undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet. På udbudssiden viste undersøgelsen en stigning i nettoandelen af banker, der meldte om en stramning af kredit-

standarderne, især mod slutningen af året. Trods et fald i markedsrenterne steg bankernes udlånsrenter for lån til boligkøb moderat i 2011 (36 basispoint i gennemsnit). De største stigninger skete for lån med variabel rente eller en rentebindingsperiode på op til 1 år.

Den årlige vækst i forbrugerkredit forblev negativ i 2011, idet den faldt til -2,0 pct. i december i forhold til -1,2 pct. i december 2010. Den svage udvikling i forbrugerkredit kan i høj grad tilskrives efterspørgselsfaktorer og stemte overens med resultaterne af forbrugerundersøgelser, især hvad angår forbrugernes lave tilbøjelighed til at foretage større anskaffelser. Afdæmpet vækst i husholdningernes disponible realindkomst og husholdningernes fortsat meget høje gældsætning, har sandsynligvis lagt en dæmper på efterspørgslen efter forbrugerkredit. Undersøgelsen af bankernes udlån viste både faldende efterspørgsel og en stramning af kreditstandarderne for denne type udlån. Bankernes renter for for-

brugslån steg i gennemsnit med 36 basispoint i 2011 og opvejede dermed delvis faldet i 2010 (se figur 14).

HUSHOLDNINGERNES GÆLDSÆTNING FALDT EN SMULE, MEN VAR STADIG HØJ

I 2011 steg husholdningernes udestående gæld i euroområdet en smule, nemlig med 1,5 pct. nominelt, men stigningen i den nominelle indkomst var større, uanset om den måles i disponibel bruttoindkomst eller i BNP. Derfor skønnes husholdningernes gældskvoté at være faldet en smule i 2011 i forhold til niveauet ultimo 2010 (fra 100,1 pct. til 99,4 pct. som andel af disponibel bruttoindkomst og fra 66,3 pct. til 65,2 pct. som andel af BNP; se figur 15). Husholdningernes rentebyrde (rentebetalinger som andel af den disponible bruttoindkomst) steg en smule i 2011. Det skyldtes især den moderate stigning i bankernes udlånsrenter.

OMKOSTNINGERNE VED EKSTERN FINANSIERING FOR IKKE-FINANSIELLE SELSKABER VAR FORTSAT BEGRÆNSEDE I 2011

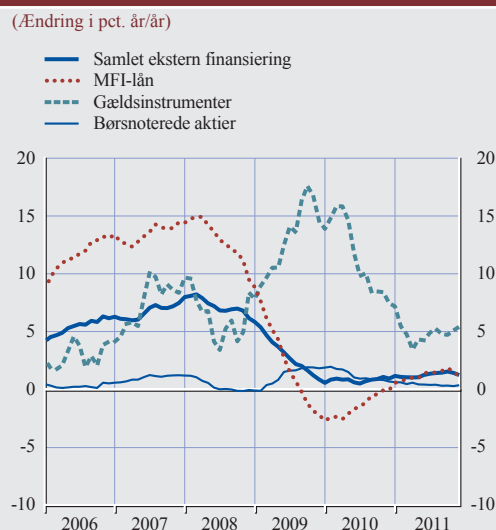
Ikke-finansielle selskabers realomkostninger ved ekstern finansiering var en smule lavere ultimo 2011 end ultimo 2010. Efter et fald i 1. halvår var de samlede realomkostninger ved ekstern finansiering stort set uændrede i 2. halvår på baggrund af øgede spændinger på de finansielle markeder som følge af statsgældskrisen. Den samlede udvikling dækker over visse forskelle mellem de enkelte finansieringskilder. Realomkostningerne både ved udstedelse af gældsinstrumenter og ved korte banklån steg markant i 2. halvår 2011, mens bankernes lange udlånsrenter stort set var uændrede i hele året, og realomkostningerne ved udstedelse af aktier lå omkring et historisk højt niveau (se figur 16). Alt i alt var realomkostningerne ved ekstern finansiering i 2011 fortsat begrænsede og lå lige under det historiske gennemsnit.

Hvad angår omkostningerne ved bankfinansiering, steg de reale korte MFI-udlånsrenter fra omkring 1,4 pct. i december 2010 til 1,7 pct. ultimo 2011. Bankernes korte udlånsrenter afspejlede primært udviklingen i pengemarkedsrenterne. 3-måneders-Euribor steg om-

kring 40 basispoint fra ultimo 2010 til ultimo 2011. Udviklingen i de korte udlånsrenter kan også have afspejlet den forringede kreditværdighed for selskaberne i visse retsområder og spændingerne i bankernes finansieringsforhold. Overordnet set var spændet i euroområdet mellem de korte MFI-udlånsrenter og 3-måneders-pengemarkedsrenten stort set stabilt i de første tre kvartaler af 2011, hvorefter det steg i 4. kvartal. Hvad angår lange løbetider, steg både de reale og de nominelle MFI-udlånsrenter med omkring 20 basispoint i 1. kvartal 2011 og var derefter stort set uændrede. Spændet mellem bankernes lange udlånsrenter og de lange renter for AAA-ratede statsobligationer blev indsnævret i begyndelsen af 2011, men blev udvidet i løbet af året, hvilket primært afspejlede udsving i statsobligationsrenterne som følge af flugt til sikre aktiver udstedt i Tyskland.

Udviklingen i MFI-udlånsrenterne i 2011 afspejlede måske ikke fuldt ud den fornyede intensivering af spændingerne på de finansielle markeder i 2. halvår. Ifølge undersøgelsen af bankernes udlån for euroområdet blev bankernes adgang til markedsbaseret finansiering og

Figur 17. Fordeling af de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering efter instrument



Kilde: ECB.

Anm.: Børsnoterede aktier denomineret i euro.

deres likviditetsstilling væsentligt forringet i 2. halvår 2011, og det bidrog til en markant stramning af kreditstandarderne for udlån til den private sektor.

Realomkostningerne ved markedsbaseret gældsfinansiering steg med omkring 70 basispoint fra december 2010 til december 2011, men lå dog stadig på et forholdsvis gunstigt niveau set i et historisk perspektiv. Den største stigning sås i 2. halvår 2011 på baggrund af spændinger på statsobligationsmarkederne, der bredte sig til andre segmenter på de finansielle markeder. Da de finansielle investorer søgte mod mere likvide og sikre aktiver, var der en vis stigning i erhvervsobligationsspændene (målt som forskellen mellem erhvervsobligationsrenten og den lange statsobligationsrente i euroområdet) for alle ratingkategorier, selv om stigningen var størst for højtforrentede obligationer.

Realomkostningerne ved at udstede børsnoterede aktier svingede en del i løbet af året og var i december 2011 ca. 50 basispoint lavere end i samme måned i 2010. I 2011 var de gennemsnitlige realomkostninger ved at udstede aktier tæt på de historiske toppunkter.

BEGRÆNSET ANVENDELSE AF EKSTERN FINANSIERING I 2011

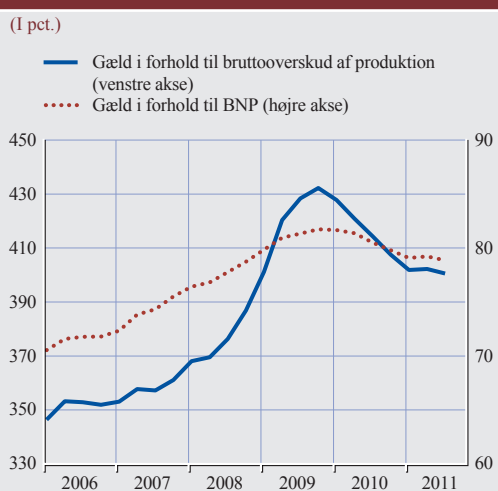
Den årlige vækst i euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering lå stort set uændret på et moderat niveau i 2011, da den fortsatte udfladning i MFI'ernes udlån for en stor dels vedkommende blev opvejet af faldende udstedelse af markedsbaseret gæld og vedvarende afdæmpet udstedelse af børsnoterede aktier (se figur 17). Processen med genformidling, der begyndte i starten af 2010, ser ud til at være gået i stå i 2. halvår 2011 på baggrund af generelt begrænset anvendelse af ekstern finansiering.

Efter det kraftige fald fra 2008 til 2010 skete normaliseringen af virksomhedernes bankfinansiering primært inden for kortfristede udlån. I 2011 steg den årlige vækst i kortfristede lån (lån med en initial løbetid på under 1 år) gennemsnitligt med omkring 10 procentpoint i forhold til året før, mens den årlige vækst i langfristede

lån (lån med en initial løbetid på over 5 år) faldt en smule. Hvad angår markedsbaseret finansiering, lå den gennemsnitlige årlige vækst i udstedelse af gældsinstrumenter i 2011 markant under niveauet for 2010. Samtidig var udstedelsen af børsnoterede aktier fortsat begrænset med en yderligere faldende tendens i 2011.

Den relativt lave samlede efterspørgsel efter ekstern finansiering kan til dels tilskrives stramme kreditforhold og afmatning i den økonomiske aktivitet i 2. halvår. Ifølge undersøgelsen af bankernes udlån for euroområdet blev efterspørgslen efter erhvervs lån stimuleret af et stigende behov for at finansiere investeringer og lagre i de to første kvartaler af 2011, men efterspørgslen faldt igen i 2. halvår. Den moderate udvikling inden for ekstern finansiering kan også skyldes interne midler, især hos store og mellemstore virksomheder. Bedømt ud fra regnskaberne for børsnoterede ikke-finansielle selskaber var lønsomheden – målt som nettoindtægter i forhold til salg – fortsat høj i de tre første kvartaler af 2011 og lå omkring niveauet fra 2010. Takket være den fortsat robuste udenrigshandel i 1. halvår 2011 fortsatte stigningen i virksomhedernes nettoomsætning, men i et

Figur 18. De ikke-finansielle selskabers gældskvoter



Kilder: ECB, Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: Gælden indrapporteres på grundlag af de kvartalsvise europæiske sektorkonti. Den omfatter lån, udstedte gældsinstrumenter og pensionskassereserver frem til 3. kvartal 2011.

langsommere tempo end året før. ECB's undersøgelser af euroområdet små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering tegnede et mere dystert billede af situationen for små virksomheder med svage indtjeningsforhold frem til 3. kvartal 2011, der kan være forringet yderligere i 4. kvartal.³

VIRKSOMHEDERNES GÆLD BLEV STABILISERET I 2011

Med afdæmpningen i den økonomiske aktivitet faldt virksomhedernes indtjening, ifølge aggregerede data, noget i 1. halvår 2011 i forhold til ultimo 2010, men i samme periode betød en generelt forsigtig udbyttepolitik, at opsparingskvoten for euroområdet ikke-finansielle selskaber blev stabiliseret på et forholdsvis højt niveau. Da anlægsinvesteringerne i stigende grad overvejende blev finansieret via store interne midler, var finansieringsgabene (dvs. ikke-finansielle selskabers generelle behov for at benytte eksterne finansieringskilder) moderat i 1. halvår 2011. I samme periode betød normaliseringen af virksomhedernes efterspørgsel efter lån dog, at virksomhederne benyttede eksternt finansiering i lidt højere grad. I 1. halvår 2011 blev den faldende tendens i virksomhedernes gæld, der sås i løbet af 2010, derfor brudt (se figur 18). I de første tre kvartaler var gælden i forhold til BNP og i forhold til bruttooverskud af produktionen generelt stabil på henholdsvis omkring 79 pct. og 400 pct. Selv om virksomhederne har forbedret deres finansielle stilling og balancer siden slutningen af 2009, er gældskvoterne stadig høje efter historisk målestok. Som følge heraf er virksomhederne i euroområdet fortsat følsomme over for stigende omkostninger ved eksternt finansiering eller en afdæmpning af den økonomiske aktivitet.

2.3 UDVIKLINGEN I PRISER OG OMKOSTNINGER

Den gennemsnitlige samlede HICP-inflation tiltog til 2,7 pct. i 2011 i forhold til 0,3 pct. i 2009 og 1,6 pct. i 2010. Fra ultimo 2010 har den årlige inflation ligget klart over 2 pct., hvilket hovedsagelig skyldtes høj årlig vækst i energi- og fødevarerpriserne som følge af store stigninger

i de globale råvarepriser. I nogle økonomier i euroområdet bidrog stigninger i indirekte skatter og administrativt fastsatte priser også til højere HICP-inflation.

Som det fremgår af udviklingen i producentpriserne i industrien og i konjunkturbarometrene, var det eksterne pres på priserne særlig kraftigt i løbet af 1. halvår 2011 som følge af stigningen i priserne på olie og andre råvarer. Derefter aftog presset tilsyneladende, hvilket primært skyldtes en afdæmpning i råvarepriserne.

Arbejdskraftsomkostningerne steg gradvist i 2011, hvilket afspejlede forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene i 1. halvår. Der var en markant stigning i lønvæksten, som dog ikke nåede op på niveauet fra 2008. Den årlige arbejdskraftsproduktivitet steg langsommere end i 2010 som følge af en betydelig afdæmpning i aktiviteten fra 2. kvartal 2011. Derfor steg enhedslønomsomkostningerne kraftigt efter negativ vækst i hele 2010.

Som følge af den højere inflation i 2011 fortsatte forbrugernes inflationsopfattelse og forventninger på kort sigt med at stige fra de meget lave niveauer i 2009. Ifølge konjunkturbarometrene var de langsigtede inflationsforventninger derimod meget stabile.

HICP-INFLATIONEN LÅ FORTSAT KLART OVER 2 PCT. I 2011

Råvarepriserne var en af de vigtigste drivkræfter bag inflationen i euroområdet i 2011. Råvarepriserne faldt kraftigt under den globale konjunkturedgang efter Lehman Brothers' konkurs i 2008, men var vendt tilbage til deres tidligere toppunkter i begyndelsen af 2011. I boks 6 sammenlignes råvareprisstigningerne i 2011 og 2008 og deres indflydelse på HICP-inflationen i euroområdet.

På grund af de høje oliepriser var den årlige ændring i energikomponenten i HICP – som udgør 10,4 pct. af det samlede HICP – fortsat tocifret

³ Se fx rapporten "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area - April to September 2011", ECB, december 2011.

Tabel I. Prisudviklingen

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

	2009	2010	2011	2010 4. kvrt.	2011 1. kvrt.	2011 2. kvrt.	2011 3. kvrt.	2011 4. kvrt.	2012 Jan.	2012 Feb.
HICP og dets komponenter										
Samlet indeks ¹⁾	0,3	1,6	2,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,9	2,6	2,7
Energi	-8,1	7,4	11,9	9,2	12,7	11,5	12,0	11,5	9,2	.
Uforarbejdede fødevarer	0,2	1,3	1,8	2,7	2,3	1,9	1,3	1,8	1,6	.
Forarbejdede fødevarer	1,1	0,9	3,3	1,3	2,1	3,0	3,7	4,2	4,1	.
Industrivarer ekskl. energi	0,6	0,5	0,8	0,8	0,5	1,0	0,4	1,2	0,9	.
Tjenesteydelser	2,0	1,4	1,8	1,3	1,6	1,9	2,0	1,9	1,9	.
Andre pris- og omkostningsindikatorer										
Producentpriser i industrien ¹⁾	-5,1	2,9	5,9	4,8	6,5	6,3	5,9	5,1	3,7	.
Oliepriser (EUR pr. tønde) ²⁾	44,6	60,7	79,7	64,4	77,3	81,3	79,3	80,7	86,2	89,7
Råvarepriser ³⁾	-18,5	44,6	12,2	48,6	42,9	11,6	3,8	-2,5	-4,6	.

Kilder: Eurostat, ECB og ECB's beregninger baseret på oplysninger fra Thomson Reuters.

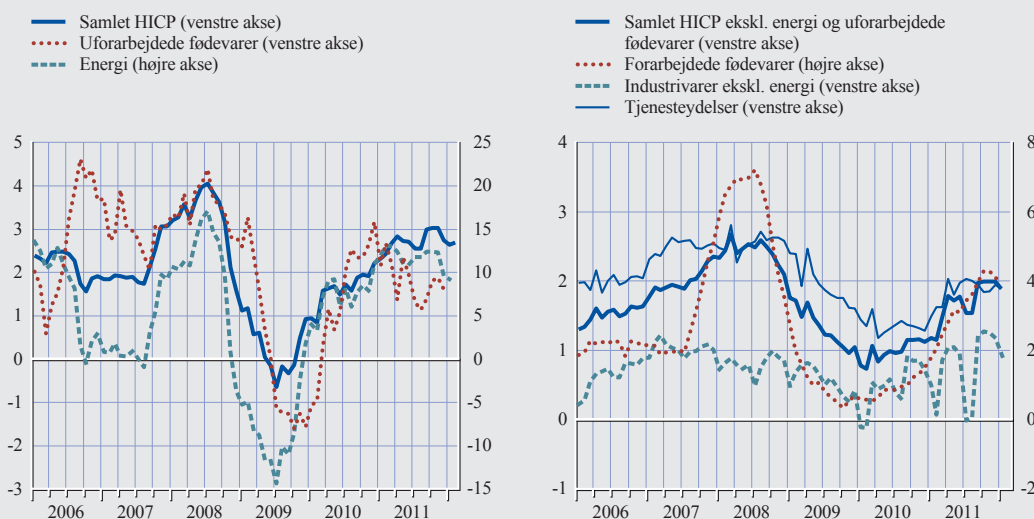
1) HICP-inflationen i februar 2012 er fra Eurostats foreløbige skøn.

i hele 2011 og nåede op på et 12-måneders-gennemsnit på 11,9 pct. Virkningen heraf var mest tydelig for priser med direkte tilknytning til oliepriserne som fx flydende brændsel samt brændstof og smøremidler til personlige transportmidler. Desuden sås en markant stigning i priserne på elektricitet, gas og fyringsolie.

Fødevarerpriserne i HICP steg yderligere parallelt med udviklingen i de internationale råvarepriser på fødevarer. Det gjaldt især priserne på forarbejdede fødevarer, der steg støt i løbet af 2011. Den gennemsnitlige årlige ændring i priserne på forarbejdede fødevarer udgjorde 3,3 pct. i 2011, hvilket var markant højere end i 2010 (0,9 pct.) og 2009 (1,1 pct.). Til sammenligning var der en nedadgående tendens for

Figur 19. De vigtigste komponenter i HICP-inflationen

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



Kilde: Eurostat.

UDVIKLINGEN I RÅVAREPRISERNE OG HICP-INFLATIONEN I EUROOMRÅDET: SAMMENLIGNING AF DE KRAFTIGE STIGNINGER I 2008 OG 2011

Råvarepriserne var en afgørende faktor for inflationen i euroområdet i 2011. Det kraftige fald i disse priser under den globale konjunkturedgang efter Lehman Brothers' konkurs vendte hurtigt, og i begyndelsen af 2011 var råvarepriserne næsten tilbage på deres tidligere topniveauer. Denne boks indeholder en sammenligning af den kraftige stigning i råvarepriserne i 2011 og stigningen i 2008, og indvirkningen på HICP-inflationen i euroområdet undersøges.

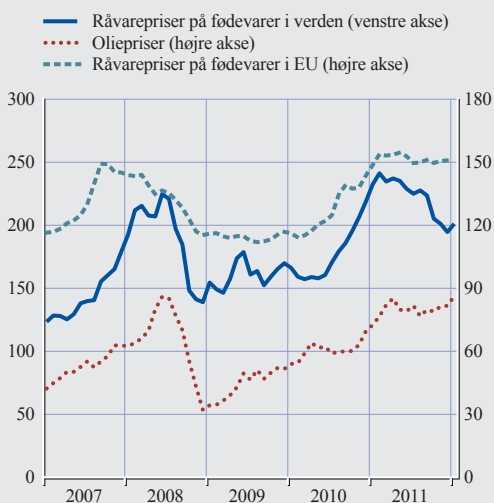
Råvarepriserne

De råvarepriser, der har den mest direkte indvirkning på stigningen i forbrugerpriserne, er råvarepriserne på olie og fødevarer.¹ Deres udvikling bestemmes i stor udstrækning af det globale konjunkturforløb, og de kraftige stigninger i både 2008 og 2011 afspejlede især stor efterspørgsel fra vækstøkonomierne. Samtidig blev råvarepriserne på olie og fødevarer påvirket af idiosynkratiske effekter på udbudssiden som fx geopolitiske spændinger eller ekstreme vejrforhold i de råvareproducerende lande. Et fælles træk for de to perioder, der sammenlignes, er, at forstyrrelserne på udbudssiden skete på et tidspunkt, hvor efterspørgslen allerede var meget kraftig. I 2008 blev det deraf følgende stramme oliemarked yderligere forværret pga. bekymring over de relativt små lagre.

1 Industrielle råvarepriser indgår ikke direkte i forbrugerpriserne, og de er derfor ikke medtaget i denne boks.

Figur A. Udviklingen i råvarepriserne

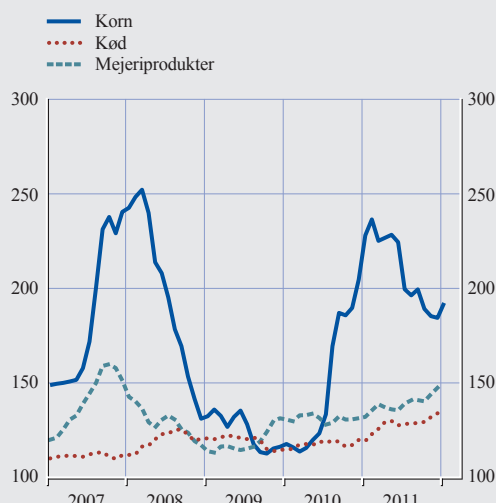
(Fødevarerindeks: 2005=100; oliepriser i euro)



Kilder: Hamburg Institute of International Economics, Europa-Kommissionens generaldirektorat for landbrug og udvikling af landdistrikter og ECB's beregninger.

Figur B. Udviklingen i råvarepriser på fødevarer i EU

(Indeks 2005 = 100)



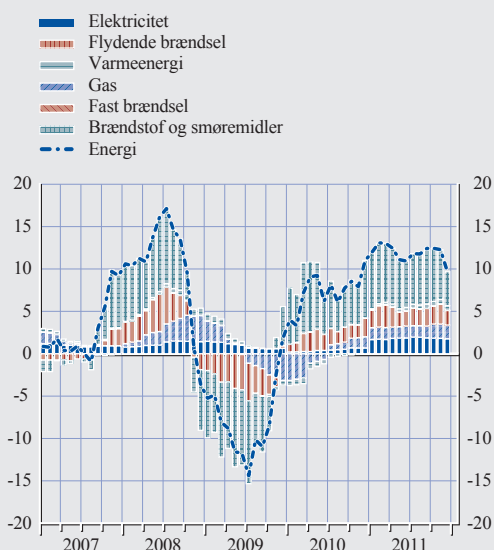
Kilde: Europa-Kommissionens generaldirektorat for landbrug og udvikling af landdistrikter.

For olieprisernes vedkommende var toppunktet for stigningen i 2011 lavere end for stigningen i 2008 målt i amerikanske dollar, men nogenlunde på samme niveau målt i euro, nemlig 85 euro pr. tønde (se figur A). For råvarepriserne på fødevarer målt i euro var toppunktet under stigningen i 2011 højere end under stigningen i 2008. I begge perioder kunne prisstigningerne tilskrives kraftig efterspørgsel fra vækstøkonomierne efter fødevarer med et højt proteinindhold, som fx kød og mejeriprodukter, og fra de industrialiserede lande efter korn og olieholdige frø på baggrund af den hurtigt voksende produktion af biobrændstof. Eftersom de globale udbudsforhold havde haft nogen tid til at omstille sig, kan den kraftige efterspørgsel i kølvandet på disse ændringer i kostvaner eller energipolitik dog have haft mindre indvirkning i 2011.

I forbindelse med råvarepriserne på fødevarer bemærkes det, at EU's fælles landbrugspolitik spiller en vigtig rolle i transmissionen af fødevarerprisstød i euroområdet. Selv om priserne fastsat på baggrund af denne politik nåede op på et højere niveau under stigningen i 2011 end i 2008, var forskellen mindre udtalt end for internationale råvarepriser. Det er vigtigt at bemærke, at de samlede fødevarerpriser i EU dækker over meget forskellige udviklingstendenser inden for visse kategorier (se figur B). For korn- og mejeriprodukter gælder det fx, at priserne i 2011 ikke nåede op på niveauerne i 2008, mens de var højere for de samlede priser. Desuden forekom de respektive topniveauer i priserne også på lidt forskellige tidspunkter. For mejeriprodukternes vedkommende toppede priserne fx allerede ultimo 2007, mens kødpriserne først toppede i starten af 2009. Disse forskelle er vigtige, da gennemslaget af råvarepriserne på forbrugerpriserne varierer fra fødevarer til fødevarer.

Figur C. Bidrag til energiprisstigningerne

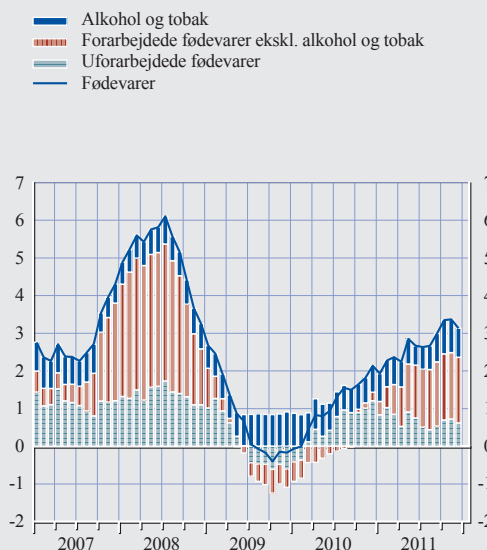
(I procentpoint; årlig ændring i pct.)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Figur D. Bidrag til fødevarerpriserne i euroområdet

(I procentpoint; årlig ændring i pct.)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Indvirkningen på HICP-inflationen

Den hurtigste og mest mærkbare effekt af råvareprisstigninger på HICP-inflationen sker via prisstigningernes direkte påvirkning af forbrugerpriserne på energi og fødevarer. Da råvarepriserne toppede i midten af 2008 og begyndelsen af 2011, tegnede disse to komponenter sig for omkring 60 pct. af den høje HICP-inflation, der sås i euroområdet.

I begyndelsen af 2011 var prisstigningerne på energi på ca. 12 pct. hvilket var lidt lavere end de gennemsnitlige stigninger i midten af 2008 (se figur C). Ændringer i olieprisen slår igennem på brændstofpriserne i HICP-energikomponenten næsten med øjeblikkelig virkning, især når det drejer sig om brændstof til personlige transportmidler. Brændstofpriserne tegnede sig dermed for størstedelen af niveauet og mønstret for prisstigningerne på energi i de to betragtede perioder, hvilket også skyldes deres vægt i HICP-inflationen. Skatter havde en stærkere opadrettet effekt i løbet af den kraftige stigning i 2011, men det blev opvejet af, at raffineringmarginerne var under det halve af marginerne i 2008. Gas- og elektricitetspriserne påvirkes ikke med øjeblikkelig virkning af ændringer i oliepriserne, men reagerer normalt med en forsinkelse på et par måneder. Forskellene mellem toppunkterne for prisstigningerne i 2008 og 2011 kan primært tilskrives de to energipriskomponenters relative bidrag: Gasprisernes bidrag var størst i 2008, mens elektricitetsprisernes bidrag var størst i 2011. Gasprisernes mindre rolle i 2011 kan muligvis tilskrives den gradvise udvikling af spotmarkeder i de senere år, der kan have dæmpet effekten af de indekserede gaspriser. Elektricitetsprisernes højere bidrag i 2011 ser ud til hovedsagelig at kunne tilskrives højere priser på vedvarende energi og skatteændringer.

I modsætning til energiprisstigningerne var de årlige fødevarerprisstigninger lavere i 2011 end i 2008. Fødevarerprisstigningerne i 2011 var på omkring 3 pct., hvilket var ca. halvdelen af niveauet i 2008 (se figur D). Ændringer i råvarepriserne på fødevarer samt de regionale udbudsforhold har en direkte og næsten øjeblikkelig indvirkning på priserne på uforarbejdede fødevarer. Uforarbejdede fødevarers bidrag til de samlede fødevarerprisstigninger var stort set det samme i 2011 og 2008, selv om der var forskelle for visse delkomponenter som fx kød og grøntsager. Priserne på forarbejdede fødevarer (ekskl. alkohol og tobak) tegnede sig for størstedelen af forskellen mellem toppunkterne for fødevarerprisstigninger i 2011 og 2008, idet effekten af råvarepriserne slår indirekte igennem via producentpriserne.

Forarbejdede fødevarerprisers bidrag til toppunktet i begyndelsen af 2011 var kun halvt så stort som bidraget ved toppunktet i 2008. Især bidragene fra mejeriprodukter og fra brød og kornprodukter var meget højere i 2008, hvilket er i overensstemmelse med mønstret for de tilsvarende råvarepriser i EU og konklusionen, at gennemslaget for mejeriprodukter er væsentligt kraftigere end for andre typer forarbejdede fødevarer.² I 2011 var bidragene til prisstigningerne for forarbejdede fødevarer dermed forholdsvis jævnt fordelt mellem de forskellige delkomponenter. Bidraget fra kategorien kaffe, te og kakao og fra kategorien olie og fedtstoffer var næsten lige så stort som for kategorien mejeriprodukter. Samtidig afspejler et mindre bidrag fra priserne på forarbejdede fødevarer til de samlede fødevarerprisstigninger i 2011 sandsynligvis, at de økonomiske forhold i de senere år har været vanskeligere, hvilket har dæmpet gennemslaget fra presset på råvarepriserne.

² Se Ferrucci, S., Jiménez-Rodríguez, R. og Onorante, L. "Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and nonlinearities", *Working Paper Series*, nr. 1168, ECB, april 2010.

Alt i alt viser boksen, at selv om udviklingen i råvarepriserne for olie og fødevarer i forbindelse med de kraftige stigninger i 2008 og 2011 var ens, var mønstrene i de tilsvarende komponenter i HICP-inflationen i euroområdet forskellige. På den ene side svarede toppunktet for prisstigningerne på energi i 2011 stort set til toppunktet i 2008 og til mønstret for oliepriserne i disse år. På den anden side var prisstigningerne på fødevarer i 2011 mere afdæmpede end i 2008, hvilket afspejlede et mere begrænset gennemslag på grund af en anden struktur for disaggregerede råvarepriser og generelt vanskeligere forhold for gennemslag i de senere år. Samlet set er udviklingen i 2011 imidlertid i overensstemmelse med antagelsen om, at HICP-inflationen i euroområdet er meget følsom over for udviklingen i råvarepriserne, og at direkte gennemslag på HICP-inflationen mere eller mindre er undgåelige. Derfor er en hensigtsmæssig løn- og prisdannelse nødvendig for at undgå anden runde-effekter og en vedvarende inflationspåvirkning på mellemlangt sigt.

priserne på uforarbejdede fødevarer i 2011, dog med nogle månedlige udsving. På årsbasis steg priserne på uforarbejdede fødevarer også i gennemsnit, men ikke så kraftigt som priserne på forarbejdede fødevarer (1,8 pct. i 2011 i forhold til 1,3 pct. i 2010 og 0,2 pct. i 2009).

Den gennemsnitlige HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer var højere i 2011 end i 2010 på grund af en række eksterne og indenlandske faktorer. Priserne på industrivarer ekskl. energi fortsatte den stigende tendens, hvilket afspejlede et vist gennemslag fra tidligere valutakursdeprecieringer og råvareprisstigninger samt stigninger i indirekte skatter. Desuden var den årlige udvikling i denne komponent forholdsvis volatil som følge af den nye forordning om behandlingen af sæsonprægede varer i HICP, der især påvirkede delkomponenten halvvarige forbrugsgoder (materialer til tøj, tekstiler, bøger, mv.).

I overensstemmelse med lønudviklingen tiltog inflationen for tjenesteydelser markant i 1. halvår 2011, hvorefter den stabiliserede sig på omkring 2 pct. mod årets slutning. Dette mønster kunne ses for alle de vigtigste delkomponenter for tjenesteydelser med undtagelse af kommunikationstjenester.

STIGNINGEN I PRODUCENTPRISERNE AFTOG I 2011

På grund af større global efterspørgsel efter råvarer steg prispresset fra forsyningskæden støt fra lavpunktet i sommeren 2009 indtil midten af 2011. Som følge heraf tiltog stigningen i producentpriserne i industrien i slutningen af 2010 og 1. halvår 2011. Derefter aftog stigningen, hvilket primært afspejlede påvirkningen fra udsving i råvarepriserne. Producentpriserne i industrien (ekskl. byggeri) i euroområdet steg i gennemsnit med 5,9 pct. i 2011 i forhold til 2,9 pct. i

Tabel 2. Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger

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

	2009	2010	2011	2010 4. kv.	2011 1. kv.	2011 2. kv.	2011 3. kv.	2011 4. kv.
Aftalt løn	2,6	1,7	2,0	1,6	2,0	1,9	2,1	2,0
Samlede timelønsomkostninger	2,7	1,6	,	1,7	2,5	3,2	2,7	.
Lønsum pr. ansat	1,4	1,6	,	1,6	2,4	2,5	2,4	.
<i>Memoposter:</i>								
Arbejdskraftsproduktivitet	-2,5	2,4	,	1,9	2,2	1,3	1,0	.
Enhedslønsomkostninger	4,0	0,8	,	-0,3	0,2	1,2	1,3	.

Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECB's beregninger.

2010, mens der var et fald på 5,1 pct. i 2009 (se figur 20). Den årlige ændring i producentpriserne på energi var 11,9 pct. i forhold til 6,4 pct. i 2010 og et fald på 11,8 pct. i 2009.

Den årlige vækst i producentpriserne i industrien ekskl. byggeri og energi var også højere end i de foregående år (3,8 pct. i 2011 i forhold til 1,6 pct. i 2010 og et fald på 2,9 pct. i 2009). Det aftagende prispres i 2. halvår slog tydeligere igennem på de tidligere stadier i priskæden (producentpriserne på halvfabrikata) end på de senere stadier (producentpriserne på forbrugsgoder).

INDIKATORERNE FOR ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGER STEG GRADVIS I 2011

Som følge af forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene i 1. halvår steg lønomkostningerne gradvis i 2011. Den årlige vækst i aftalt løn steg støt i løbet af året til gennemsnitligt 2,0 pct. for 2011 som helhed i forhold til 1,7 pct. i 2010 (se tabel 2). Den gradvise stigning i denne indikator, der afspejler den vigtigste lønkomponent, nemlig løn aftalt på forhånd gennem kollektive overenskomster, kan tilskrives løn aftalernes forsinkede reaktion på de forbedrede arbejdsmarkedsforhold, som gav arbejdstagerne en stærkere forhandlingsposition. Stigningen i inflationen fra slutningen af 2010 kan også have spillet en rolle.

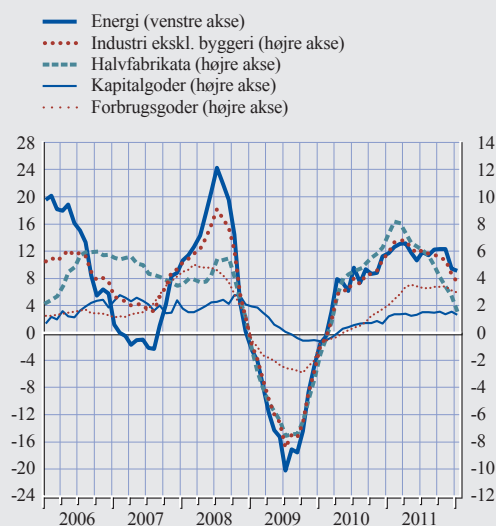
Den årlige vækst i timelønsomkostninger steg også kraftigt i 2011 i modsætning til 2010. Den årlige vækst i lønsum pr. ansat var på omkring 2,4 pct. i de tre første kvartaler af 2011, hvilket er markant højere end den gennemsnitlige stigning på 1,6 pct. i 2010. Da væksten i arbejdskraftsproduktiviteten pr. ansat var betydeligt lavere end lønsummen pr. ansat, steg enhedslønomkostningerne markant.

STIGNINGEN I BOLIGPRISERNE AFTOG

Boligpriserne i euroområdet, som ikke indgår i HICP, steg med 1,0 pct. år til år i 3. kvartal 2011 (1,1 pct. i gennemsnit i 2010). Stigningen lå derfor et godt stykke under den gennemsnitlige stigning på 4,5 pct., der sås mellem 1999 og 2010 (se figur 21). I 3. kvartal 2011 var boligprisindekset i euroområdet 1,1 pct. lavere end ved toppunktet i 2. kvartal 2008.

Figur 20. De enkelte komponenter i producentpriser i industrien

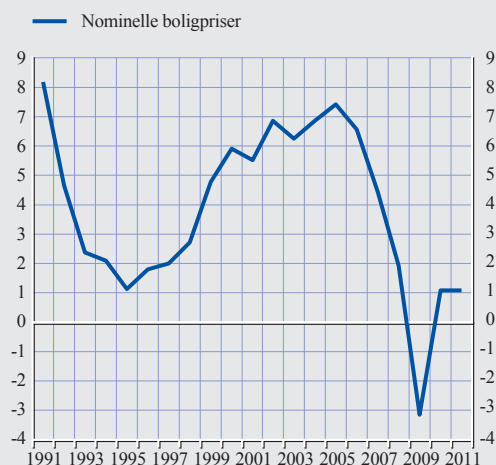
(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

Figur 21. Boligprisudviklingen i euroområdet

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



Kilde: ECB's beregninger baseret på ikke-harmoniserede nationale observationer.

Anm.: 2011-observationer omfatter observationer indtil 3. kvartal.

UDVIKLINGEN I INFLATIONSFORVENTNINGERNE

Data fra Consensus Economics, Euro Zone Barometer og ECB Survey of Professional Forecasters viser, at spørgeskemabaserede lang-

sigtede inflationsforventninger (fem år frem) var tæt på 2,0 pct. Markedsbaserede indikatorer, såsom "break-even"-inflationen afledt af indeksobligationer og tilsvarende vækstrater udledt af indekserede swaprenter, var også helt i overensstemmelse med Styrelsesrådets definition på prisstabilitet.

2.4 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

AFTAGENDE VÆKST I LØBET AF 2011

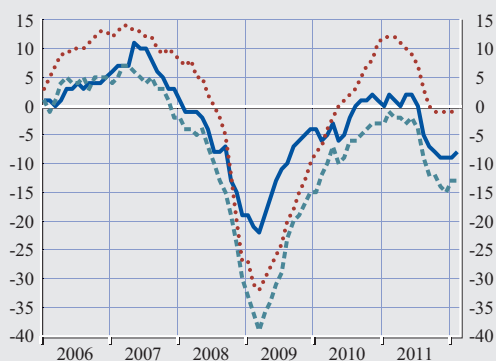
Efter fremgangen i 2010 aftog væksten i realt BNP i 2011. Den årlige vækst i realt BNP lå på 1,5 pct. sammenlignet med 1,9 pct. i 2010 (se tabel 3). BNP-væksten i 2011 var i høj grad drevet af investeringer og eksport. Selv om afmatningen i væksten i 2. halvår 2011 var bredt baseret på tværs af udgiftskomponenter, havde investeringer og eksport den største indvirkning, da disse komponenter viste størst fald.

Målt kvartalsvis steg realt BNP i euroområdet med 0,8 pct. i 1. kvartal 2011 fra 0,3 pct. i 4. kvartal 2010. Væksten i 1. kvartal var dog påvirket af en række særlige faktorer, og derfor var en markant opbremsning ventet for 2. kvartal, hvor BNP steg med 0,2 pct. på kvartalsbasis. Selv om BNP stadig voksede i 3. kvartal 2011 (med 0,1 pct.), var der allerede tegn på, at tidligere påpegede nedadrettede risici var ved at blive en realitet. Disse risici blev afspejlet i konjunkturbarometrene og omfattede en nedgang i den globale efterspørgsel samt ugunstige effekter på de generelle finansieringsforhold på grund af de fortsatte spændinger på statsgældsmarkederne i euroområdet. Ifølge Eurostats første estimat for 4. kvartal ligger den kvartalsvise vækst på -0,3 pct. Det er endnu ikke muligt at se de enkelte tal, men de foreliggende oplysninger peger mod en svag udvikling i industriaktiviteten (herunder byggeri), mens servicesektoren tilsyneladende har klaret sig noget bedre.

Figur 22. Konjunkturbarometre

(Nettotal i pct.; sæsonkorrigeret)

- Forbrugertillidsindikator
- Konjunkturbarometer for industrien
- Konjunkturbarometer for servicesektoren



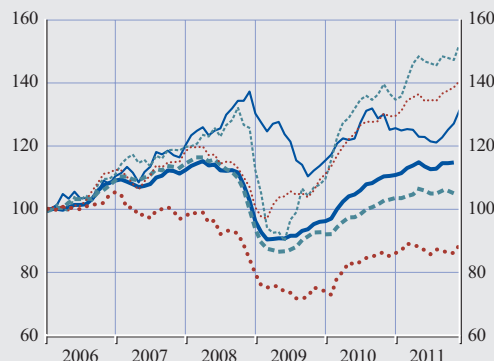
Kilde: Europa-Kommissionens konjunkturbarometre.

Anm.: De viste tal er beregnet som afvigelser fra gennemsnittet over perioden fra januar 1985 for forbrugertillidsindikatoren og konjunkturbarometret for industrien og fra april 1995 for konjunkturbarometret for servicesektoren.

Figur 23. Euroområdets eksportmængder til udvalgte handelspartnere

(Indeks: 1. kv. 2006 = 100; sæsonkorrigeret; 3-måneders glidende gennemsnit)

- Uden for euroområdet
- USA
- EU-lande uden for euroområdet
- OPEC
- Asien
- Latinamerika



Kilde: ECB.

Anm.: Seneste observationer vedrører december 2011 undtagen for eksport til lande uden for euroområdet og EU-lande uden for euroområdet (november 2011).

TILPASNING AF ARBEJDSSTYRKEN I EUROOMRÅDET OG USA SIDEN KRISENS BEGYNDELSE

Finanskrisen – og den deraf følgende nedgang i den økonomiske aktivitet – påvirkede arbejdsmarkedet betydeligt i euroområdet og USA, hvilket resulterede i et brat fald i beskæftigelsen og en markant stigning i ledigheden (se figur A). Selv om de seneste tal viser, at det generelle fald i aktiviteten var stort set ensartet i begge økonomier, med et fald i realt BNP på ca. 5 pct. fra top- til lavpunkt, ser tilpasningen af arbejdsmarkedet ud til at have været noget hurtigere og kraftigere i USA end i euroområdet.¹ Det skyldes i en vis udstrækning den højere koncentration af aktivitetstab i arbejdsintensive sektorer (såsom byggeri og finans) i USA og en højere grad af fastholdelse af arbejdskraften i euroområdet. I denne boks fokuseres der på tilpasning af input af arbejdskraft i euroområdet og USA siden krisens begyndelse samt de største forskelle i tilpasningsprocessen.

Udviklingen på arbejdsmarkedet siden krisens begyndelse

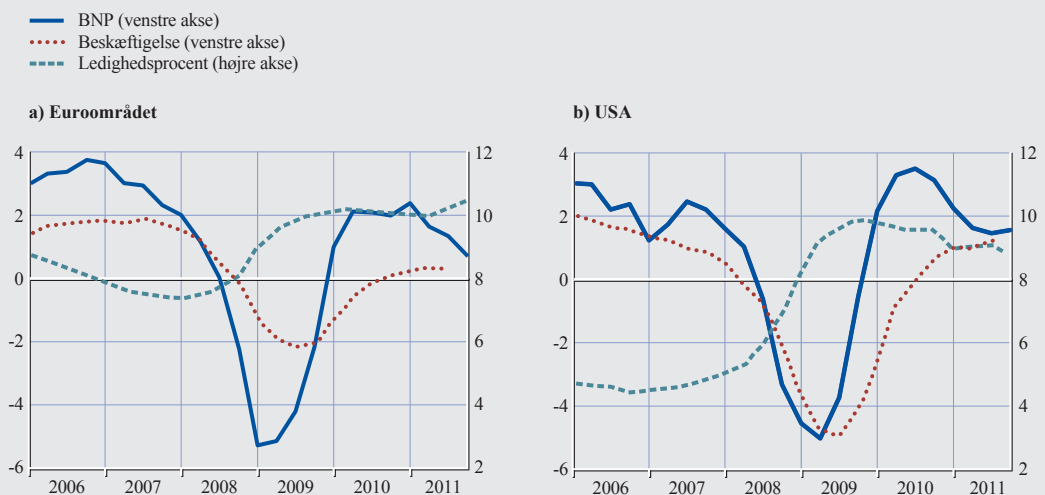
Figur B viser en synkronisering af de konjunkturmæssige tilpasninger i de to økonomier i forhold til det første kvartalsvise fald i BNP i 2008 med henblik på at fremhæve forskellene i tilpasningsprocesserne og de mekanismer, der blev anvendt i de to økonomier.

Begyndelsen af recessionen (punkt "0" i alle komponenter i figur B) medførte et meget kraftigt fald i det samlede antal arbejdstimer i begge økonomier, da virksomhederne tilpassede input af arbejdskraft i lyset af den aftagende ordreindgang og faldende efterspørgsel efter produktion. I USA udløste aktivitetsfaldet en hastig tilpasning af beskæftigelsen og dermed en stigning i

1 Se flere oplysninger om metodemæssige forskelle i statistik for beskæftigelsen i euroområdet og USA i artiklen "Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan", *Månedsoversigt*, ECB, april 2005.

Figur A. BNP, udvikling i beskæftigelse og ledighed i euroområdet og USA

(Årlig ændring i pct.; ledighed som andel af den civile arbejdsstyrke)



Kilder: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis og Bureau of Labor Statistics samt ECB's beregninger.
Anm.: De seneste observationer: alle serier for 4. kvartal 2011 undtagen ledighed i euroområdet (3. kvartal 2011).

ledighedsprocenten, hvilket fortsatte frem til begyndelsen af 2010. I euroområdet var beskæftigelsen og ledigheden derimod i nogen grad skærmet mod effekten af BNP-faldet på grund af den forholdsvis udbredte tillid til tilpasning af antallet af arbejdstimer pr. person. Selv om den større beskyttelse af arbejdstagere i lovgivningen i euroområdet formentlig har medvirket til at dæmpe tilpasningen af arbejdsmarkedet, skyldes den mindre udtalte beskæftigelsestilpasning utvivlsomt også forkortelsen af arbejdsugen (ofte statsstøttet), som blev indført i mange lande (især Belgien, Tyskland og Italien).

I løbet af recessionen faldt antallet af beskæftigede med ca. 3,8 mio. (eller 2,6 pct.), mens mere end 8 mio. job (ca. 6 pct.) blev nedlagt i USA. De forskellige reaktioner på beskæftigelsessituationen og antal arbejdstimer i de to økonomier medførte en langsommere stigning i den registrerede arbejdsløshed i euroområdet, men dog fra et markant højere udgangspunkt og trods temmelig forskellig dynamik i udbuddet af arbejdskraft². Konkret steg ledighedsprocenten i løbet af krisen fra knap 7,4 pct. i 1. kvartal 2008 til 10,2 pct. i 2. kvartal 2010 i euroområdet. I USA steg ledigheden fra 4,4 pct. umiddelbart før krisen og toppede på 10 pct. i 4. kvartal 2009.

² I euroområdet stagnerede væksten i arbejdsstyrken stort set efter recessionen satte ind. Det skyldes i næsten samme omfang en nedgang i befolkningstallet og en stigning i erhvervsfrekvensen. I USA faldt arbejdsstyrken til gengæld med ca. 0,5 pct., primært på grund af et kraftigt fald i erhvervsfrekvensen, mens befolkningstilvæksten kun aftog en smule.

Figur B. Udvikling i beskæftigelse, antal arbejdstimer og ledighed i euroområdet og USA

(Kvartalsvise ændringer i pct.; kvartal til kvartal; ændringer i procentpoint i den civile ledighedsprocent)



Kilder: Eurostat, OECD, US Bureau of Labor Statistics og beregninger udarbejdet af ECB's stab.
 Anm.: 0 på x-aksen repræsenterer det første kvartal med fald i BNP i den enkelte økonomi (1. kvartal 2008 i USA og 2. kvartal 2008 i euroområdet). De seneste observationer vedrører 4. kvartal 2011 undtagen ledighed i euroområdet, og tidsrækker, der slutter i 3. kvartal 2011.

Arbejdsmarkedet rettede sig en smule hurtigere i euroområdet end i USA

Siden recessionen – og på trods af den mere begrænsede tilpasning i løbet af krisen – synes arbejdsmarkedet i euroområdet have reageret en smule hurtigere på aktivitetsfremgangen end arbejdsmarkedet i USA, idet både antallet af arbejdstimer (især antal arbejdstimer pr. person) og beskæftigelsen er vendt tilbage til positiv vækst hurtigere i euroområdet end i USA på trods af en hurtigere bedring i aktiviteten i USA. Det afspejler til dels en lidt mere langvarig tilbagegang i USA end i euroområdet, hvor recessionen varede et kvartal længere. Det afspejler dog også den noget mere intensive anvendelse af den eksisterende arbejdsstyrke i USA efter vendingen i aktiviteten, hvilket medførte en markant stigning i USA's produktivitet i kølvandet på recessionen.³

Frem til midten af 2011 viste forholdene på arbejdsmarkedet tegn på bedring i begge økonomier, hvor antallet af arbejdstimer og beskæftigelsen begyndte at stige – om end langsomt – og arbejdsløsheden faldt en del. Samlet set er beskæftigelsen i euroområdet steget med ca. 900.000 job (0,6 pct.) siden lavpunktet, mens der er skabt ca. 2 millioner job (1,5 pct.) i USA. Den lavere beskæftigelsesfremgang i euroområdet i perioden efter krisen er i nogen grad en naturlig konsekvens af den større fastholdelse af arbejdskraft i løbet af recessionen. Som følge heraf forblev ledigheden høj i euroområdet efter recessionen og steg til 10,4 pct. i 4. kvartal 2011. I USA faldt ledigheden derimod med næsten 1 procentpoint til 8,7 pct. i samme kvartal.

Stigende langtidsledighed på begge sider af Atlanten

Stigningen i varigheden af arbejdsløshedsperioden siden begyndelsen af krisen er et fælles træk på begge sider af Atlanten. Længere perioder med arbejdsløshed kan medføre en betydelig forværring af både humankapital og tilknytning til arbejdsmarkedet, hvilket igen kan få negative konsekvenser for det langsigtede vækspotentiale i en økonomi. Typisk er andelen af langtidsledige meget lavere i USA end i euroområdet, idet andelen af personer, der er ledige i mere end seks måneder generelt toppede omkring 25 pct. umiddelbart efter recessionen i USA sammenlignet med ca. 65 pct. af alle ledige i euroområdet. Andelen er dog steget betragteligt i USA under den seneste recession til mere end 40 pct. siden begyndelsen af 2010, selv om dette stadig er 20 procentpoint lavere end i euroområdet. Stigningen skyldes uden tvivl til dels omfanget af recessionen og mangel på nye beskæftigelsesmuligheder på et fortsat presset amerikansk arbejdsmarked, men den kan også være relateret til, at perioden med berettigelse til arbejdsløshedsunderstøttelse blev forlænget fra 26 uger til 99 uger fra juni 2008.⁴ Samtidig afspejler den vedvarende forskel i langtidsledighed formentlig større institutionelle forskelle mellem det europæiske og amerikanske arbejdsmarked.

Den seneste recession havde store negative konsekvenser for arbejdsmarkedet på begge sider af Atlanten, og udnyttelsen af arbejdskraft ligger stadig et godt stykke under niveauerne før krisen. Svækkelsen på arbejdsmarkedet var især udtalt i USA. Væksten i beskæftigelsen vil sandsynligvis forblive afdæmpet i en periode i både euroområdet og USA.

3 Se boksen "Recent sectoral productivity developments in the euro area and the United States", *Månedsoversigt*, ECB, december 2011.

4 Det er generelt anerkendt, at en forlængelse af perioden med arbejdsløshedsunderstøttelse øger varigheden af jobsøgning, selv om der er stor forskel i estimerne. Med fokus på det seneste tilfælde konkluderer Daly, Hobbijn og Valletta, at den betydelige forlængelse af den maksimale periode med arbejdsløshedsunderstøttelse i USA sandsynligvis kun har bidraget lidt til de øgede arbejdsløshedsperioder i USA siden 2008 (se Daly, M., Hobbijn, B. og Valletta, R., "The recent evolution of the natural rate of employment", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, nr. 2011-05, september 2011). I dette tilfælde har det betydelige fald i beskæftigelsen i visse sektorer, og det deraf følgende misforhold mellem kompetencer og ledige stillinger, samt den reducerede geografiske mobilitet på grund af den bristede boligboble i USA sandsynligvis spillet en større rolle.

Langsigtede forbedringer på arbejdsmarkedet i euroområdet ventes at være meget afhængige af muligheden for at omstrukturere yderligere og dermed fremme innovation og indførelsen af effektive arbejdsgange, som kan øge beskæftigelsen på længere sigt. Der kan være behov for flere reformer i euroområdet for at bidrage til overgangen til arbejdsmarkedet, især for nye unge i arbejdsstyrken, som hidtil har været uforholdsmæssigt hårdt ramt af krisen, samt for den voksende skare af langtidsledige.

Væksten i det private forbrug i 2011 var lavere end i 2010, hvor den var 0,9 pct. Nedgangen synes at være baseret på lavere vækst i det private forbrug af detailvarer og i mindre grad tjenesteydelser. Tal for nyregistrerede personbiler tyder på, at bilsalget faldt i 2011, om end ikke så kraftigt som i det foregående år. Nedgangen i forbruget stemmer overens med faldet i realindkomsten på grund af stigende inflation. Derimod steg beskæftigelsen i gennemsnit i 2011, hvilket i nogen grad understøtter indkomstvæksten. Den afdæmpede udvikling i indkomsten i 2011 har formentlig bidraget til den fortsatte nedgang i opsparingskvoten, da husholdningerne var nødt til at bruge af deres opsparing. Indikatoren for forbrugertilliden, som giver et forholdsvis godt fingerpeg om tendenserne i forbruget, faldt kraftigt i 2. halvår 2011 efter en stabil periode i 1. halvår. I december 2011 lå den på samme niveau som i efteråret 2009 (se figur 22).

Væksten i de samlede anlægsinvesteringer var relativt høj i 2011 og meget højere end i 2010, hvor investeringerne faldt med 0,6 pct. Denne fremgang skyldes dog for en stor dels vedkommende et meget stærkt 1. kvartal, hvilket afspejler stigende byggeinvesteringer, især i boliger. Det kan til gengæld ses som en reaktion efter tilbagegangen på grund af det usædvanligt kolde vejr i slutningen af 2010 i dele af euroområdet. Investeringsvæksten både i og uden for byggesektoren aftog i løbet af 2011.

Den årlige vækst i det offentlige forbrug var efter al sandsynlighed marginalt positiv i 2011 og således lavere end i 2010, hvor væksten var 0,6 pct. Hvis tallet bekræftes, er det den laveste vækst siden 1996. Baggrunden for den lave vækst er den fortsatte budgetkonsolidering i en

række lande. Budgetkonsolideringen vedrører især tilbageholdenhed i offentlige lønninger, som tegner sig for omkring halvdelen af det offentlige forbrug. Andre komponenter i det offentlige forbrug, såsom produktionsomkostninger, er desuden kun steget moderat i lyset af konsolideringskravene.

Vækstbidraget fra lagerbeholdningerne har formentlig været begrænset i 2011. Det vil indebære et fald i lageropbygningen i forhold til 2010, hvor lagerbeholdningerne bidrog med 0,5 procentpoint til BNP-væksten. I overensstemmelse med faldende vækst og forværrede økonomiske udsigter blev bidraget fra lagerbeholdningerne til den samlede vækst negativt på kvartalsbasis i 3. kvartal 2011.

Samhandlen med euroområdet viste fortsat fremgang i løbet af året indtil 3. kvartal 2011, om end fremgangen var langt fra de to cifrede vækstrater i samme periode året før. Den reale eksport af varer og tjenesteydelser steg med 5,8 pct. i løbet af året frem til 3. kvartal 2011, mens den reale import steg med 3,7 pct. I denne periode lå eksporten konsekvent højere end importen på kvartalsbasis. Som følge heraf var nettoeksportens bidrag til den kvartalsvise BNP-vækst positive i alle kvartaler, hvilket understøttede fremgangen i euroområdet i denne periode. Generelt fulgte udviklingen i handlen i løbet af året indtil 3. kvartal 2011 i store træk den uregelmæssige globale økonomiske vækst. Væksten i handlen inden for euroområdet og importen fra lande uden for euroområdet var ganske beskeden, da den langvarige statsgælds-krise påvirkede efterspørgslen i euroområdet negativt. Euroområdets eksport var robust, især til Asien og Latinamerika (se figur 23), hvori-

Table 3. Sammensætningen af vækst i realt BNP

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

	Årlig vækst ¹⁾									Kvartalsvis vækst ²⁾				
	2009	2010	2011	2010	2011	2011	2011	2011	2011	2010	2011	2011	2011	2011
				4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.		4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
Realt bruttonationalprodukt	-4,3	1,9	1,5	2,0	2,4	1,6	1,3	0,7		0,3	0,8	0,2	0,1	-0,3
<i>heraf:</i>														
Indenlandsk efterspørgsel ³⁾	-3,7	1,1	.	1,5	1,6	0,7	0,4	.		0,2	0,5	-0,2	-0,1	.
Privat forbrug	-1,2	0,9	.	1,1	0,9	0,2	0,0	.		0,3	0,0	-0,5	0,2	.
Offentligt forbrug	2,5	0,6	.	-0,1	0,5	0,1	0,0	.		0,0	0,2	-0,1	-0,1	.
Faste bruttoinvesteringer	-12,0	-0,6	.	1,3	3,6	1,6	1,3	.		-0,4	1,8	-0,1	-0,1	.
Lagerændringer ^{3), 4)}	-0,9	0,5	.	0,7	0,3	0,3	0,1	.		0,1	0,0	0,2	-0,1	.
Nettoeksport ³⁾	-0,6	0,8	.	0,5	0,8	0,9	0,9	.		0,1	0,3	0,3	0,2	.
Eksport ⁵⁾	-12,8	11,5	.	12,0	10,4	6,8	5,8	.		1,5	1,8	1,2	1,2	.
Import ⁵⁾	-11,7	9,7	.	11,2	8,5	4,6	3,7	.		1,3	1,1	0,5	0,8	.
Real bruttoværditilvækst														
<i>heraf:</i>														
Industri (ekskl. byggeri)	-13,3	6,6	.	6,7	5,7	4,2	3,5	.		1,3	1,2	0,6	0,3	.
Byggeri	-6,8	-4,4	.	-2,9	0,7	-0,8	-0,6	.		-1,2	1,4	-0,2	-0,5	.
Tjenesteydelser	-1,6	1,4	.	1,3	1,5	1,3	1,0	.		0,2	0,5	0,2	0,1	.

Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.

Anm.: De årlige tal er beregnet ud fra ikke-sæsonkorrigerede data. Eurostats anden udgave af nationalregnskabet for 4. kvartal 2011 (som indeholder udgiftsfordelingen) blev offentliggjort efter skæringsdatoen for data i denne årsberetning (2. marts 2012).

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) Import og eksport dækker varer og tjenesteydelser og omfatter grænseoverskridende intra-euroområdehandel.

mod eksporten til de fleste udviklede økonomier – herunder USA og Storbritannien – steg langsomt. Stigningen i eksportmængden af varer uden for euroområdet i løbet af året frem til 3. kvartal 2011 var bredt baseret på tværs af de største produktkategorier. Til gengæld skyldtes den moderate stigning i importmængden primært halvfabrikata (som også anvendes som input til eksporterede varer), hvorimod importen af forbrugsgoder faldt som følge af et svagt privatforbrug i euroområdet. Betalingsbalancens løbende poster for euroområdet var generelt tæt på balance i 2011.

INDUSTRIPRODUKTIONEN STEG YDERLIGERE, FØR DEN BEGYNDTE AT FALDE

På sektorniveau fandt den største produktionsstigning sted i industrisektoren. Værditilvæksten i industrien (ekskl. byggeri) steg på årsbasis med 4,5 pct. i gennemsnit i årets tre første kvartaler. Det skal sammenholdes med en stigning på 6,6 pct. i 2010. Væksten svækkedes dog i løbet af året på linje med tilbagegangen i BNP. Det bekræftes også af den årlige ændring i industripro-

duktionen (ekskl. byggeri), som faldt til -1,6 pct. i december 2011 fra næsten 7 pct. i januar.

Blandt komponenterne for industriproduktionen (ekskl. byggeri) viste halvfabrikata og kapitalgoder de største stigninger i 2011, mens produktionen af forbrugsgoder var mere afdæmpet (se figur 24). Samtidig faldt energiproduktionen brat.

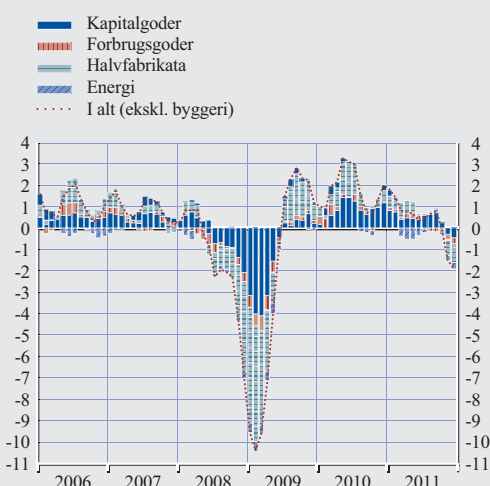
Produktionen i byggesektoren faldt yderligere i 2011 efter en periode med langvarig nedgang. Efter et fald på 4,4 pct. i 2010 faldt værditilvæksten i byggeriet i gennemsnit med 0,2 pct. på årsbasis i de tre første kvartaler af 2011. Den årlige værditilvækst i tjenesteydelser steg gennemsnitligt med 1,3 pct. i samme periode. Det er stort set uændret i forhold til det årlige tal for 2010.

FORBEDRINGEN PÅ ARBEJDSMARKEDET STOPPEDE

Beskæftigelsen, som begyndte at stige i slutningen af 2010, viste positiv kvartalsvis vækst i 1. halvår 2011. Beskæftigelsesvæksten blev dog negativ i 3. kvartal, hvor den faldt med 0,1 pct.

Figur 24. Vækst i industriproduktionen og vækstbidrag

(Vækst; bidrag i procentpoint; månedlige observationer; sæsonkorrigeret)



Kilder: Eurostat og ECB's beregninger.
Anm.: De viste tal er beregnet som 3-måneders glidende gennemsnit i forhold til de tilsvarende gennemsnit 3 måneder tidligere.

Figur 25. Udviklingen på arbejdsmarkedet

(Kvartalsvis vækst; pct. af arbejdsstyrken; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

(se figur 25). Konjunkturbarometrene peger mod fortsat tilbagegang i 4. kvartal 2011. På sektorniveau skete den største fremgang i året generelt inden for tjenesteydelser. Beskæftigelsen i industrien (ekskl. byggeri) steg ikke så meget. Antallet af arbejdstimer steg mere end antallet af beskæftigede i 2011, især i begyndelsen af året. Dette skal blot ses som en vending i den udvikling, der sås under konjunkturedgangen, hvor en stor del af den samlede tilpasning af arbejdsstyrken skete via en reduktion i antallet af arbejdstimer pr. beskæftiget person i stedet for en reduktion af antallet af arbejdstagere. I boks 7 sammenholdes udviklingen på arbejdsmarkedet i euroområdet med udviklingen i USA siden begyndelsen af finanskrisen.

Da udviklingen på arbejdsmarkedet har tendens til at være forsinket i forhold til den generelle konjunkturudvikling, var beskæftigelsesvæksten i 2011 højere end i 2010. I kombination med en afmatning i BNP-væksten betyder det, at produktivitetsvæksten pr. beskæftiget person faldt i 2011. Den årlige produktivitetsvækst faldt fra 2,2 pct. i 1. kvartal 2011 til 1,0 pct. i

3. kvartal. Faldet i produktivitetsvæksten var bredt baseret på tværs af sektorer. Væksten i den samlede produktivitet målt på antal arbejdstimer faldt også, men ikke så kraftigt.

Efter at have nået det laveste niveau i april 2011 steg ledigheden igen og oversteg det tidligere topniveau fra maj 2010 (se figur 25). I december 2011 lå arbejdsløshedsprocenten på 10,6 pct., en stigning på 0,7 procentpoint fra det laveste niveau i april.

2.5 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

I euroområdet har den finansielle og økonomiske krise udviklet sig til en statsgældskrise med alvorlige konsekvenser for tilliden. I lyset af markedsdeltagernes bekymring over banksektoren og øget usikkerhed om de makroøkonomiske udsigter svækkedes tilliden til holdbarheden af den offentlige gæld, og renterne på statsobligationer steg betydeligt i mange lande. Krisen fik også betydning for de offentlige finansielle aktiver og passiver (se også boks 8).

Krisen har vist, at det er en forudsætning for den overordnede makroøkonomiske og finansielle stabilitet og den monetære unions funktion at sikre sunde offentlige finanser. Som reaktion på statsgældskrisen og de negative afsmittende effekter gennemførte en række lande, herunder de mest påvirkede, finanspolitiske stramninger og strukturreformer og styrkede de nationale budgetrammer. Efter vedtagelsen af en styrkelse af EU's rammer for økonomisk styring er der på europæisk plan endvidere indført en række tiltag til yderligere forbedring af den finanspolitiske styring.

BUDGETKONSOLIDERING I 2011

Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011 faldt euroområdet samlede offentlige underskud markant til 4,1 pct. af BNP i 2011 fra 6,2 pct. af BNP i 2010 (se tabel 4). Nedbringelsen af budgetunderskuddet var drevet både af konsolideringstiltag (navnlig nedskæringer i de offentlige investeringer og beskæftigelsen samt stigninger i indirekte skatter) og en gunstig udvikling på indtægtsiden som følge af forbed-

rede konjunkturforskel. De samlede offentlige indtægter og udgifter udgjorde henholdsvis 45,3 pct. af BNP og 49,4 pct. af BNP i 2011 i forhold til 44,7 pct. og 50,9 pct. i det foregående år.

Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011 steg den gennemsnitlige offentlige bruttogældskvote i euroområdet yderligere fra 85,6 pct. af BNP i 2010 til 88,0 pct. af BNP i 2011 som følge af store underskud. Gældskvoten lå ved udgangen af 2011 over referenceværdien på 60 pct. af BNP i 12 ud af 17 eurolande.

Udsigterne for de offentlige finanser var ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011 for nogle landes vedkommende mere gunstige end planerne i de opdaterede stabilitetsprogrammer fra april 2011 (se tabel 4). I de fleste lande var underskuddet dog større end forventet. Det var især tilfældet for Grækenland, Spanien, Cypern, Holland og Slovakiet. Blandt de lande, der var omfattet af et EU-IMF-støtteprogram, stod Grækenland og Irland over for betydelige budgetmæssige ubalancer i 2011, mens den fi-

Tabel 4. Budgetstillinger i euroområdet og i eurolandene

(I pct. af BNP)

	Offentligt overskud (+)/underskud (-)				Offentlig bruttogæld			
	Europa-Kommissionens prognose			Stabilitetsprogram 2011	Europa-Kommissionens prognose			Stabilitetsprogram 2011
	2009	2010	2011		2009	2010	2011	
Belgien	-5,8	-4,1	-3,6	-3,6	95,9	96,2	97,2	97,5
Tyskland	-3,2	-4,3	-1,3	-2,5	74,4	83,2	81,7	82,0
Estland	-2,0	0,2	0,8	-0,4	7,2	6,7	5,8	6,0
Irland	-14,2	-31,3	-10,3	-10,6	65,2	94,9	108,1	-
Grækenland	-15,8	-10,6	-8,9	-7,8	129,3	144,9	162,8	-
Spanien	-11,2	-9,3	-6,6	-6,0	53,8	61,0	69,6	67,3
Frankrig	-7,5	-7,1	-5,8	-5,7	79,0	82,3	85,4	84,6
Italien	-5,4	-4,6	-4,0	-3,9	115,5	118,4	120,5	-
Cypern	-6,1	-5,3	-6,7	-4,0	58,5	61,5	64,9	61,6
Luxembourg	-0,9	-1,1	-0,6	-1,0	14,8	19,1	19,5	17,5
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-2,8	67,8	69,0	69,6	67,8
Holland	-5,6	-5,1	-4,3	-3,7	60,8	62,9	64,2	64,5
Østrig	-4,1	-4,4	-3,4	-3,9	69,5	71,8	72,2	73,6
Portugal	-10,1	-9,8	-5,8	-5,9	83,0	93,3	101,6	101,7
Slovenien	-6,1	-5,8	-5,7	-5,5	35,3	38,8	45,5	43,3
Slovakiet	-8,0	-7,7	-5,8	-4,9	35,5	41,0	44,5	44,1
Finland	-2,5	-2,5	-1,0	-0,9	43,3	48,3	49,1	50,1
Euroområdet	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	79,8	85,6	88,0	-

Kilder: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011, de opdaterede stabilitetsprogrammer fra april 2011 og ECB's beregninger.
Anm.: Tallene er baseret på definitionerne i ENS95. Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011 blev brugt til sammenligning mellem landene og fordi Eurostats tal for budgetresultaterne for 2011 ikke forelå ved redaktionens slutning. EU-IMF-støtteprogrammernes mål er angivet for Irland, Grækenland og Portugal, mens de reviderede mål fra september 2011 er angivet for Italien.

nanspolitiske situation i Portugal blev mærkbart forbedret i samme periode, hvilket delvis kunne tilskrives en betydelig midlertidig transaktion. Den følgende korte gennemgang af den seneste budgetudvikling er begrænset til de lande, der er omfattet af et EU-IMF-støtteprogram.

EU-IMF-PROGRAMLANDE

I Grækenland medførte reformtræthed, en ustabil regering og ringere økonomiske forhold end forventet en negativ indvirkning på udfaldet af EU-IMF-støtteprogrammet. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011 forventes et underskud på 8,9 pct. af BNP i 2011. Den forventede manglende opfyldelse af underskudsålet for 2011 (7,8 pct. af BNP) skyldtes en ringere makroøkonomisk udvikling end forventet, forsinket gennemførelse af de finanspolitiske tiltag og strukturreformerne samt ændringer i den aftalte udformning af tiltagene, der forringede deres potentiale til at nedbringe underskuddet og også kan have dæmpet den indenlandske efterspørgsel yderligere. De offentlige financers holdbarhed i Grækenland bør genoprettes ved hjælp af en kombination af supplerende konsolideringstiltag og frivillig involvering af den private sektor i nedbringelsen af den offentlige gældsbyrde. I juni og oktober 2011 specificerede den græske regering supplerende konsolideringstiltag på over 14 pct. af BNP indtil 2015. På indtægtssiden var disse tiltag rettet mod en bred vifte af skatter og havde til formål at udvide skattegrundlaget (ved at sænke den skattefrie bundgrænse og fjerne en række skatteundtagelser) og forbedre overholdelsen af skattereglerne. På udgiftssiden kom de største bidrag fra en reduktion af de offentlige lønninger, nedskæringer i pensioner og andre sociale ydelser samt i det offentlige forbrug og ikke-lønmæssige ydelser. Den 20. februar 2012 vedtog Eurogruppen en pakke, som omfatter supplerende finansiering af den officielle sektor med 130 mia. euro indtil slutningen af 2014. Samtidig blev de græske myndigheder pålagt at indføre yderligere ambitiøse besparelser på de offentlige udgifter.

I Irland forløb gennemførelsen af det økonomiske tilpasningsprogram i 2011 i overens-

stemmelse med de oprindelige mål. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011 forventes et underskud på 10,3 pct. af BNP i 2011. Der blev iværksat finanspolitiske strukturreformer, og der blev etableret et Irish Fiscal Advisory Council med mandat til at vurdere officielle prognoser og evaluere, om finanspolitikken er hensigtsmæssig, og om budgetplanerne stemmer overens med de finanspolitiske regler. Samtidig blev de offentlige udgifter grundigt gennemgået med henblik på en målrettet nedbringelse af de offentlige udgifter og øget effektivitet i den offentlige sektor. Den irske regering arbejdede fortsat målrettet på at opfylde stabilitetsprogrammets mål og sin erklæring om de offentlige finanser på mellemlangt sigt fra november 2011, hvori den afgav løfte om at fortsætte den finanspolitiske konsolidering også efter programmets afslutning for at overholde tidsfristen for korrektion af det uforholdsmæssigt store underskud i 2015.

I Portugal forventes ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011 et underskud på 5,8 pct. af BNP i 2011. Portugal er dermed på rette spor i forhold til at nå det finanspolitiske mål på 5,9 pct. af BNP, der er opstillet i EU-IMF-støtteprogrammet. For at imødegå det budgetskred, der opstod under implementeringen af det økonomiske tilpasningsprogram, gennemførte den nye regering supplerende tiltag, herunder en ekstraordinær skat på julegratiale og en forhøjelse af momsens på elektricitet og gas. Desuden blev pensionsmidler svarende til ca. 3,5 pct. af BNP som en engangsforanstaltning overflyttet fra private banker til det sociale sikringssystem i december 2011. Underskuddet for 2011 forventes således at være omkring 4 pct. af BNP, dvs. et godt stykke under målet.

KONJUNKTURKORRIGEREDE INDIKATORER

Som figur 5 viser, vidner alle de tre finanspolitiske indikatorer, som tager højde for konjunkturudsving i økonomien (dvs. den konjunkturkorrigerede saldo, den konjunkturkorrigerede primære saldo og den strukturelle saldo) om en bemærkelsesværdig konsolideringsindsats i euroområdet som helhed i 2011. Navnlig den konjunkturkorrigerede saldo og den konjunktur-

OFFENTLIGE FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER I EUROOMRÅDET

Holdbarheden af den offentlige gæld er blevet et spørgsmål af stor betydning for både de finansielle markeder og beslutningstagerne. Når holdbarheden af den offentlige gæld vurderes ud fra et solvensmæssigt synspunkt, er det vigtigt at tage højde for både offentlige passiver og offentlige aktiver. I denne boks redegøres der for, at det kan give et ufuldstændigt billede kun at fokusere på den offentlige bruttogæld, fordi aktiver til en vis grad udgør en stødpude, og staten kunne i princippet sælge sine aktiver for at indfri gæld. Endvidere vil stigningen i de offentlige passiver i nogle tilfælde være forbundet med en tilsvarende stigning i offentlige aktiver, fx når en privat finansiell institution får tilført gældsfinansieret kapital.

I den forbindelse er finansielle aktiver den mest relevante modpost til finansielle passiver. Ikke-finansielle aktiver, der holdes af den offentlige sektor, har normalt en meget højere værdi end finansielle aktiver. Men de er svære at værdiansætte og kan være mindre likvide, og der foreligger ikke mange sammenlignelige tal. Likviditetsgraden, dvs. hvor nemt staten vil kunne sælge eller realisere finansielle eller ikke-finansielle aktiver, er et vigtigt aspekt. Værdien af offentlige finansielle aktiver kan desuden variere over tid afhængigt af de finansielle markedsforhold, og et opfattet presserende behov for at sælge aktiver kan begrænse afkastet. Navnlig værdien af finansielle aktiver, der opkøbes i forbindelse med en finansiell krise, kan ofte være svær at fastsætte. Derudover kan privatisering af offentlige virksomheder være tidskrævende, og en del af de offentlige aktiver kan være ejet af offentlige pensionsfonde og svare til disse fondes forpligtelser over for indskyderne. Disse forbehold peger i retning af, at de offentlige finansielle nettopositioner skal beregnes med stor forsigtighed, da offentlige finansielle aktiver og passiver ofte har forskellige egenskaber, og fuld modregning (netting out) måske derfor ikke altid giver et helt retvisende billede.¹ Desuden skal der tages tilstrækkelig højde for balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver ved en vurdering af de potentielle risici knyttet til holdbarheden af de offentlige finanser. På grund af problemerne med at beregne offentlige aktiver er det nødvendigt at være særligt påpasselig ved en sammenligning af den offentlige nettobudgetstilling på tværs af lande.

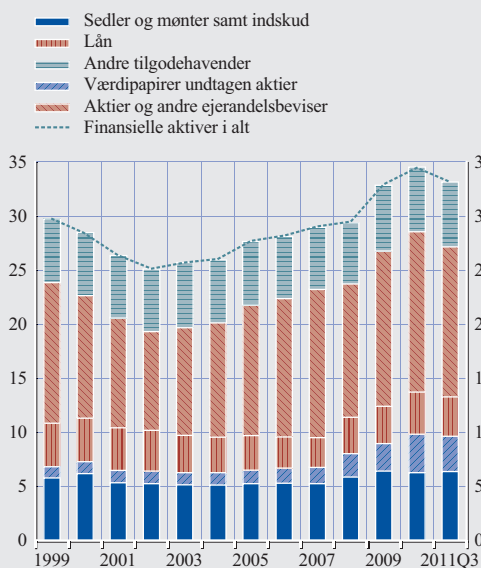
Offentlige finansielle passiver omfatter lån modtaget af staten, gældsinstrumenter udstedt af staten og andre instrumenter som fx finansielle derivater. Offentlige finansielle aktiver omfatter sedler og mønter samt indskud, udlån fra staten, værdipapirer undtagen aktier, aktier og andre ejerandelsbeviser samt andre tilgodehavender. Da disse instrumenter optræder på nationalregnskabets (generelle) offentlige balance, indregnes de til markedsværdi i overensstemmelse med ENS95.

Den offentlige sektor i euroområdet har støt opbygget finansielle aktiver (se figur A). I 3. kvartal 2011 lå markedsværdien af de samlede offentlige finansielle aktiver i euroområdet alt i alt på 33,3 pct. af BNP. For euroområdet som helhed udgjorde markedsværdien af offentlige finansielle aktiver over en tredjedel af markedsværdien af offentlige passiver, som lå på 92,9 pct. af BNP i samme periode (se figur B). I perioden mellem udbruddet af den finansielle krise i efteråret 2008 og 3. kvartal 2011 havde den offentlige sektor opkøbt aktiver svarende til ca. 4,2 pct. af BNP. I

¹ Nærmere oplysninger findes i Hartwig Lojsch, D., Rodriguez-Vives, M. og Slavik, M., "The size and composition of government debt in the euro area", *Occasional Paper Series*, nr. 132, ECB, oktober 2011.

Figur A. Sammensætningen af eurolandenes offentlige finansielle aktiver

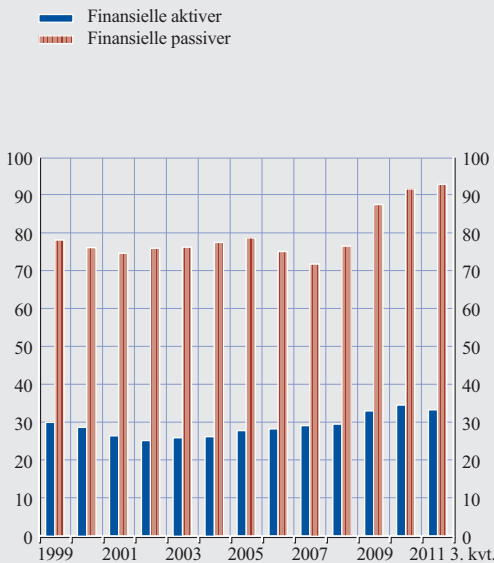
(I pct. af BNP)



Kilde: ECB's beregninger (baseret på Eurostats og nationale observationer).

Figur B. Offentlige finansielle aktiver og passiver i eurolandene

(I pct. af BNP)



Kilde: ECB's beregninger (baseret på Eurostats og nationale observationer).

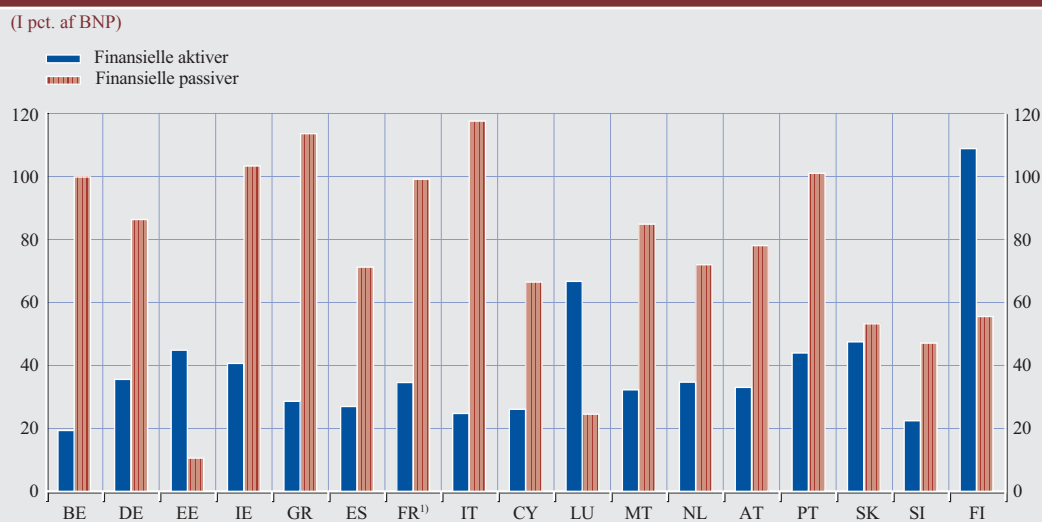
den periode afspejlede stigningen i værdipapirer undtagen aktier euroområdet offentlige sektors nettokøb af værdipapirer udstedt af finansielle institutioner, og for Tysklands vedkommende afspejlede dette i høj grad køb af aktier i forbindelse med etableringen af FMS Wertmanagement, som er et afviklingsbureau i den offentlige sektor. Stigningen i sedler og mønter samt indskud afspejler en styrkelse af kontantreserverne takket være de likviditetsstødpuder, der blev opbygget under den finansielle krise, men kan også omfatte sedler og mønter samt indskud hos offentlige afviklingsbureauer. Tilsvarende afspejler væksten i aktier og andre ejerandelsbeviser kapitaltilførsler til nødlidende finansielle institutioner i mange lande² eller porteføljeinvesteringer, primært foretaget af sociale sikringsfonde med store aktivbeholdninger.

Observationerne for 3. kvartal 2011 i figur C viser, at hovedparten af eurolandene har opbygget finansielle aktiver til en markedsværdi pænt over 20 pct. af BNP. Især Estland, Irland, Portugal og Slovenien havde aktiver til en værdi af over 40 pct. af BNP i slutningen af 3. kvartal 2011, mens Finland og Luxembourg, som traditionelt set er lande med store aktivbeholdninger, havde finansielle aktiver svarende til henholdsvis ca. 111 pct. og 68 pct. af BNP. Markedsværdien af de offentlige finansielle passiver udgjorde fra 11 pct. af BNP i Estland til 121 pct. af BNP i Italien i samme periode.

Samlet set er offentlige finansielle aktiver en god supplerende indikator i analysen af den offentlige sektors solvens. Rådigheden over offentlige finansielle aktiver kan i princippet spille en

2 For Irlands vedkommende afspejler det kapitaltilførsler til Anglo Irish Bank, Allied Irish Bank og Bank of Ireland; for Hollands vedkommende afspejler det rekapitaliseringen af Fortis ABN AMRO og ING, og for Belgiens vedkommende rekapitalisering af Fortis, Dexia og KBC.

Figur C. Offentlige finansielle aktiver og passiver i eurolandene i 3. kvartal 2011



Kilde: ECB's beregninger (baseret på Eurostats og nationale observationer).

Anm.: Beholdningsdataene i kvartal *t* udgør en procentdel af summen af BNP i *t* og de foregående tre kvartaler.

1) Observationer for Frankrig vedrører 4. kvartal 2010.

vigtig rolle for nedbringelsen af den offentlige bruttogæld, men det bør ikke i sig selv motivere til privatisering. Privatisering af visse offentlige aktiver bør snarere være motiveret af, at det kan bidrage til at forbedre den samlede økonomiske effektivitet og udsigterne for den økonomiske vækst på langt sigt. I nogle tilfælde vil forbedringen dog kræve, at privatiseringen ledsages af en lovreform, der sikrer sunde konkurrenceforhold. Det skal desuden bemærkes, at indtægterne ved privatisering kan være mere beskedne under de nuværende svage makroøkonomiske forhold, og dermed vil deres positive indvirkning på de offentlige finansers holdbarhed også være begrænset. Samtidig kan fokus på den offentlige nettogæld alene være vildledende, fordi offentlige finansielle aktiver og passiver ofte har forskellige karakteristika. Navnlig må der gøres nogle antagelser om offentlige aktivers priser, omsættelighed eller likviditet. Som anført i stabilitets- og vækstpagten, er konceptet med offentlig bruttogæld til nominal værdi fortsat hjørnestenen for formålet med budgetovervågning i EU.

korrigerede primære saldo, som er eksklusive effekten af rentebetalinger, blev forbedret med henholdsvis 1,8 og 1,9 procentpoint af BNP i euroområdet i 2011. Euroområdet strukturelle budgetsaldo (som er eksklusive engangsforhold og andre midlertidige forhold) blev forbedret med 1,0 procentpoint af BNP i samme periode. Disse tal skal dog fortolkes med en vis forsigtighed, fordi realtidsskøn af konjunktoreffekten på budgetsaldi er forbundet med en vis usikkerhed.

Alle eurolande undtagen Tyskland, Estland, Luxembourg, Malta og Finland havde i 2011 et underskud, der lå over referenceværdien på 3 pct.

af BNP. Ved udgangen af 2011 var 14 eurolande underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud med frister for at nedbringe underskuddet til under referenceværdien på 3 pct. af BNP fra 2011 for Maltas vedkommende til 2015 for Irlands vedkommende (se tabel 6). Budgetunderskudsproceduren for Finland blev ophævet af Rådet for Den Europæiske Union i juli 2011, da endelige tal viste, at underskuddet ikke overskred referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2010, og underskuddet ifølge Europa-Kommissionens forårsprognose 2011 ville falde yderligere til 1 pct. af BNP i 2011.

Tabel 5. Ændringer i den konjunkturkorrigerede, den konjunkturkorrigerede primære og den strukturelle saldo i euroområdet og eurolandene

(I procentpoint af BNP)

	Ændring i den konjunkturkorrigerede budgetsaldo			Ændring i den konjunkturkorrigerede primære budgetsaldo			Ændring i den strukturelle budgetsaldo		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Belgien	-2,3	1,1	0,1	-2,5	0,9	0,0	-1,6	0,5	0,2
Tyskland	-0,1	-2,3	2,2	-0,2	-2,5	2,1	-0,6	-1,0	1,1
Estland	5,6	1,6	-1,5	5,6	1,5	-1,4	3,9	0,7	-0,1
Irland	-4,6	-17,4	20,2	-4,0	-16,3	20,7	-2,6	0,1	0,6
Grækenland	-4,6	6,4	3,4	-4,4	6,9	4,6	-5,6	6,4	4,0
Spanien	-4,6	2,1	2,5	-4,4	2,3	2,8	-4,2	1,5	2,1
Frankrig	-2,3	0,4	1,1	-2,8	0,4	1,3	-2,2	0,5	1,0
Italien	-0,1	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,8	-0,6	0,6	0,4
Cypern	-5,6	0,8	-1,1	-5,9	0,5	-1,0	-5,9	0,6	-0,2
Luxembourg	-0,6	-0,8	0,2	-0,5	-0,8	0,3	-0,6	-0,8	0,1
Malta	2,2	-0,4	0,2	2,1	-0,5	0,4	1,9	-0,9	1,2
Holland	-3,3	0,2	0,4	-3,4	0,0	0,3	-3,3	0,3	0,3
Østrig	-0,8	-0,8	0,3	-0,6	-0,9	0,3	-0,8	-0,4	0,1
Portugal	-5,5	-0,2	4,5	-5,6	-0,1	5,8	-4,1	-0,8	2,7
Slovenien	0,8	0,3	-0,2	1,0	0,6	0,1	0,9	0,2	0,9
Slovakiet	-3,4	0,1	1,9	-3,2	0,0	2,1	-3,4	0,4	2,6
Finland	-1,9	-1,2	0,7	-2,2	-1,2	0,8	-1,9	-1,2	0,6
Euroområdet	-1,8	-0,4	1,8	-2,0	-0,4	1,9	-1,9	0,3	1,0

Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011.

Anm.: Positive tal svarer til budgetforbedringer, mens negative tal svarer til forværringer. For Irland omfatter ændringer i den konjunkturkorrigerede og konjunkturkorrigerede primære saldo støtte til den finansielle sektor i 2009 og 2010 på henholdsvis 2,5 pct. af BNP og 19,8 pct. af BNP.

YDERLIGERE BUDGETKONSOLIDERING FORVENTES

I 2012 forventes der en yderligere forbedring af euroområdets offentlige finanser, dog i et noget langsommere tempo. Ifølge Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011 vil den gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i euroområdet falde yderligere med 0,7 procentpoint til 3,4 pct. af BNP (se figur 26). Den gennemsnitlige indtægtskvotient i euroområdet forventes at stige med 0,5 procentpoint af BNP, hvorimod udgiftskvotienten forventes at falde med 0,2 procentpoint af BNP. Den gennemsnitlige offentlige gældskvote i euroområdet forventes at fortsætte med at stige i 2012 med 2,4 procentpoint til 90,4 pct. af BNP, og gældskvoterne forventes at overstige 100 pct. i fire lande, nemlig Irland, Grækenland, Italien og Portugal.

FINANSPOLITISK FORSIGTIGHED ER AFGØRENDE FOR AT GENSKABE MARKEDSTILLIDEN

Hvad angår de institutionelle rammer for finanspolitikken, var vedtagelsen af den nye reformpakke for finanspolitisk styring, der var resultatet af intense forhandlinger om reform af EU's rammer for økonomisk styring, et skridt i

den rigtige retning, men den er ikke det "kvan-tespring", der er behov for (se kapitel 4, afsnit 1). Aftalen om de nye regler for økonomisk styring blev indgået mellem Det Europæiske Råd, Europa-Parlamentet og Europa-Kommissionen i september 2011, blev formelt vedtaget i november og trådte i kraft i december 2011. Reformpakken består af seks retsakter (også kaldet "six-pack"), der er rettet mod at styrke den økonomiske styring i EU og navnlig i euroområdet. Den vedtagne lovpakke består af en række elementer til forbedring af den finanspolitiske styring i EU og euroområdet under forudsætning af, at reglerne nøje overholdes, selv om der kræves mere dybtgående reformer. Derudover vil finanspagten (Fiscal Compact – en del af traktaten om stabilitet, koordinering og styring i Den Økonomiske og Monetære Union) yderligere forbedre den finanspolitiske styring på nationalt niveau.

Samlet set skal de finanspolitiske konsolideringsstrategier nøje overholde stabilitets- og vækstpagtens bestemmelser, hvis de skal kunne genskabe markedstilliden. Det er især vigtigt, at

Tabel 6. Underskudsproceduren i eurolandene

(I pct. af BNP)

	Budgetsaldo 2011	Start	Tidsfrist	Anbefalet gennemsnitlig årlig strukturel tilpasning
Belgien	-3,6	2010	2012	¾
Tyskland	-1,3	2011	2013	≥ 0,5
Estland	0,8	-	-	-
Irland	-10,3	2010	2015	Mindst 9½ over perioden 2011-15
Grækenland	-8,9	2010	2014	10 over perioden 2009-14
Spanien	-6,6	2010	2013	>1,5
Frankrig	-5,8	2010	2013	>1,0
Italien	-4,0	2010	2012	≥ 0,5
Cypern	-6,7	2010	2012	1½
Luxembourg	-0,6	-	-	-
Malta	-3,0	2010	2011	¾
Holland	-4,3	2011	2013	¾
Østrig	-3,4	2011	2013	¾
Portugal	-5,8	2010	2013	1¼
Slovenien	-5,7	2010	2013	¾
Slovakiet	-5,8	2010	2013	1,0
Finland	-1,0	2010	2011	½

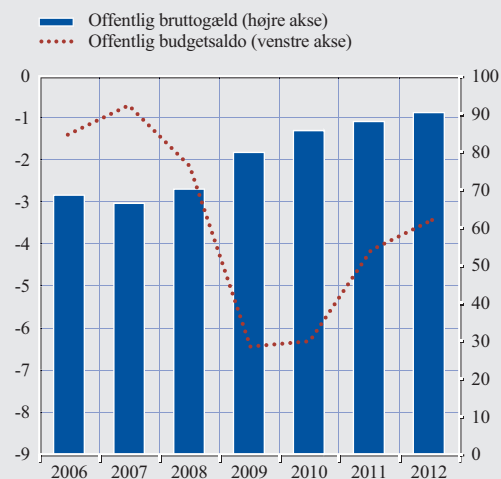
Kilde: Europa-Kommissionen.

de lande, der modtager finansiel støtte gennem EU-IMF-programmer, overholder deres programforpligtelser. Alle lande, der er omfattet af budgetunderskudsproceduren, skal strengt overholde deres budgetmål. Mellemlistede budgetplaner skal indeholde tilstrækkeligt troværdige tiltag med finanspolitiske strategier, der er fast fokuseret på korrektion af de uforholdsmæssigt store underskud.

Risici i forhold til de offentlige financers holdbarhed bør samtidig imødegås ved at gennemføre strukturreformer, der kan fremme væksten og øge stabiliteten i banksektoren under hensyntagen til de landespecifikke ubalancer. Hvilken strategi der er den rigtige til at genoprette og fremme sunde offentlige finanser, varierer fra euroland til euroland og afhænger af de primære årsager til de finanspolitiske ubalancer. Hvert land bør derfor indføre sin egen strategi, som nøje følger de anbefalinger, der gives ifølge det europæiske semester (cyklen for samordning af de økonomiske politikker). Der bør gennemføres strukturreformer så hurtigt som muligt for at styrke konkurrenceevnen, øge økonomiernes fleksibilitet og forbedre produktivitetsvæksten og dermed fremme væksten på længere sigt.

Figur 26. Udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet

(I procentpoint af BNP)



Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011.

Anm.: Tal for budgetsaldi inkluderer ikke indtægter fra salg af UMTS-lisenser.

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

DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

I de fleste EU-lande uden for euroområdet steg produktionen fortsat i 2011 (se tabel 7). Der var imidlertid flere tegn på afmatning mod årets slutning, da disse lande blev negativt påvirket af faldende økonomisk vækst og voksende finansielle spændinger i euroområdet. Der var fortsat betydelig volatilitet i væksten og store forskelle landene imellem. Selv om den indenlandske efterspørgsel spillede en større rolle for den økonomiske vækst, navnlig i Letland, Litauen og Polen, bidrog nettoeksporten fortsat til den økonomiske vækst i de fleste lande i 2011. I en række lande lagde svækkede arbejdsmarkedsforhold, lav kapacitetsudnyttelse og budgetkonsolidering en dæmper på opsvinget. Samtidig blev den indenlandske efterspørgsel gradvis bremset af forværret tillid, nedgearing af banksektoren, landespecifikke faktorer og den private sektors behov for at få genoprettet balancerne.

Hvad angår de vigtigste komponenter i den indenlandske efterspørgsel, var det private forbrug fortsat afdæmpet i de fleste lande, hvilket afspejlede ovennævnte faktorer. Ledigheden var fortsat høj i alle EU-landene uden for euroområdet, og det økonomiske opsving slog kun igennem på arbejdsmarkedet i enkelte af landene.

På trods af afmatningen på arbejdsmarkedet og stramninger i den offentlige sektor steg lønvæksten i 2011 i de fleste lande, hvilket bl.a. kunne tilskrives sammensætningseffekter og flaskehalse på arbejdsmarkedet. Væksten i kreditgivning til den private sektor var fortsat svag i de fleste EU-lande uden for euroområdet som følge af stramme udbudsforhold på grund af pres på kapital og finansiering samt lav efterspørgsel i overensstemmelse med moderat økonomisk vækst og nedgearing af gældsfinansiering. På baggrund af høj reservekapacitet tiltog investeringsvæksten gradvis i de fleste lande, ofte drevet af EU-midler.

Blandt EU-landene uden for euroområdet var væksten i realt BNP i 2011 (de første tre kvartaler) særlig kraftig i Letland, Litauen, Polen og Sverige, dvs. de lande hvor bidraget fra den indenlandske efterspørgsel var størst. Derimod svækkedes BNP-væksten markant i Storbritannien i takt med en nedgang i den indenlandske efterspørgsel. BNP-væksten aftog også i Tjekkiet, mens den steg noget i Ungarn. I Rumænien blev BNP-væksten positiv i 2011 efter to års nedgang som følge af lageropfyldning og et positivt bidrag fra den indenlandske efterspørgsel.

Tabel 7. Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet

(Ændring i pct. år/år)

	2008	2009	2010	2011 ³⁾	2011 1. kvrt.	2011 2. kvrt.	2011 3. kvrt.	2011 ³⁾ 4. kvrt.
Bulgarien	6,2	-5,5	0,2	.	1,5	2,2	2,3	.
Tjekkiet	3,1	-4,7	2,7	.	3,1	2,0	1,2	.
Danmark	-0,8	-5,8	1,3	1,1	1,9	1,7	0,1	0,6
Letland	-3,3	-17,7	-0,3	.	3,5	5,6	6,6	.
Litauen	2,9	-14,8	1,4	5,9	5,9	6,5	6,7	4,4
Ungarn	0,9	-6,8	1,3	1,7	2,5	1,5	1,4	1,4
Polen	5,1	1,6	3,9	4,3	4,1	4,7	4,3	4,3
Rumænien	7,4	-7,1	-1,3	.	1,7	1,4	4,4	.
Sverige	-0,6	-5,0	6,1	4,0	6,1	4,4	4,5	1,1
Storbritannien	-1,1	-4,4	2,1	.	1,3	1,6	0,4	.
EU7 ¹⁾	4,4	-3,2	2,2	.	3,3	3,3	3,5	.
EU10 ²⁾	0,4	-4,3	2,5	.	2,4	2,4	1,6	.
Euroområdet	0,4	-4,3	1,9	1,5	2,4	1,6	1,3	0,7

Kilde: Eurostat.

Anm.: De kvartalsvise observationer er sæsonkorrigerede og justeret for arbejdsdage for alle lande undtagen Rumænien, hvor observationerne kun er sæsonkorrigerede.

1) EU7 omfatter de syv EU-lande uden for euroområdet i 2004 eller 2007.

2) EU10 omfatter de 10 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2011.

3) Tal for 2011 er foreløbige skøn.

PRISUDVIKLINGEN

Den gennemsnitlige årlige inflation steg i 2011 i de fleste EU-lande uden for euroområdet (se tabel 8). Den bredt baserede stigning afspejlede både indenlandske og eksterne faktorer. Der var et opadrettet pres fra fødevarer- og energipriser, navnlig i 1. halvår, og fra ændringer i indirekte skatter, administrativt fastsatte priser og punktafgifter og, i nogle af landene, også fra valutakursdepreciering. Stigningen i internationale råvarepriser syntes at have større indflydelse på inflationen i de central- og østeuropæiske lande end i de andre EU-lande uden for euroområdet på grund af den større vægt af fødevarer og energi i disse landes HICP-kurve. Som følge af det gradvise opsving i den indenlandske efterspørgsel er den årlige inflation ekskl. energi- og fødevarerpriser også steget i de fleste lande, om end fra et meget lavt eller endda negativt niveau i nogle lande.

Der var fortsat store forskelle i den årlige HICP-inflation landene imellem. Det land, der oplevede den højeste gennemsnitlige inflation, var Rumænien (5,8 pct.), som havde indført en betydelig momsforhøjelse i 2010. Inflationen lå på mellem 3,4 pct. og 4,5 pct. i de fleste af de andre lande. I Tjekkiet og Danmark var inflationen henholdsvis 2,1 pct. og 2,7 pct., mens Sverige havde den laveste inflation (1,4 pct.) blandt EU-

landene uden for euroområdet. Udviklingen i inflationen i årets løb varierede fra land til land. Den disinflationære effekt af ændringer i fødevarer- og energipriserne i 2. halvår 2011 blev til dels opvejet af landespecifikke faktorer som fx momsforhøjelser (fx i Letland, Polen og Storbritannien), forhøjelser af punktafgifter (i Letland) og stigninger i administrativt fastsatte priser (i Tjekkiet), eller af valutakursdeprecieringer (fx i Ungarn og Polen). Inflationen aftog markant i 2. halvår i Rumænien, bl.a. hjulpet på vej af den statistiske basiseffekt relateret til den aftagende virkning af momsforhøjelserne samt en god indenlandsk høst.

FINANSPOLITIK

Alle EU-lande uden for euroområdet, bortset fra Bulgarien, Ungarn og Sverige, anslås at have haft et offentligt underskud over referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2011 (se tabel 9). I Ungarn var budgetoverskuddet på 3,6 pct. af BNP imidlertid betydeligt påvirket af engangsindtægter forbundet med nationalisering af den obligatoriske private pensionssøjle. Storbritannien anslås fortsat at have haft et meget stort underskud på 9,4 pct. af BNP som følge af makroøkonomiske forhold, der var væsentligt mindre gunstige end tidligere forventet. Samlet set opfyldte resultatet for de offentlige finanser i 2011 målene i konvergensprogrammerne fra april 2011 i de fleste

Tabel 8. HICP-inflation i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet

(Ændring i pct. år/år)	2008	2009	2010	2011	2011 1. kvrt.	2011 2. kvrt.	2011 3. kvrt.	2011 4. kvrt.
Bulgarien	12,0	2,5	3,0	3,4	4,5	3,4	3,1	2,5
Tjekkiet	6,3	0,6	1,2	2,1	1,9	1,8	2,0	2,8
Danmark	3,6	1,1	2,2	2,7	2,6	2,9	2,6	2,5
Letland	15,3	3,3	-1,2	4,2	3,8	4,6	4,4	4,1
Litauen	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	4,7	4,6	4,0
Ungarn	6,0	4,0	4,7	3,9	4,3	3,9	3,4	4,1
Polen	4,2	4,0	2,7	3,9	3,6	4,0	3,7	4,2
Rumænien	7,9	5,6	6,1	5,8	7,5	8,3	4,2	3,4
Sverige	3,3	1,9	1,9	1,4	1,3	1,7	1,6	0,9
Storbritannien	3,6	2,2	3,3	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7
EU7 ¹⁾	6,5	3,7	3,2	3,9	4,1	4,4	3,5	3,7
EU10 ²⁾	4,7	2,7	3,2	4,0	3,9	4,2	4,0	4,0
Euroområdet	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9

Kilde: Eurostat.

1) EU7 omfatter de syv EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU i 2004 eller 2007.

2) EU10 omfatter de 10 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2011.

Tabel 9. Offentlige finanser

(I pct. af BNP)

	Budgetsaldo					Bruttogæld				
	Europa-Kommissionens prognose				Opdaterede konvergens- programmer fra april 2011	Europa-Kommissionens prognose				Opdaterede konvergens- programmer fra april 2011
	2008	2009	2010	2011		2008	2009	2010	2011	
Bulgarien	1,7	-4,3	-3,1	-2,5	-2,5	13,7	14,6	16,3	17,5	16,4
Tjekkiet	-2,2	-5,8	-4,8	-4,1	-4,2	28,7	34,4	37,6	39,9	41,4
Denmark	3,2	-2,7	-2,6	-4,0	-3,8	34,5	41,8	43,7	44,1	43,0
Letland	-4,2	-9,7	-8,3	-4,2	-4,5	19,8	36,7	44,7	44,8	48,3
Litauen	-3,3	-9,5	-7,0	-5,0	-5,3	15,5	29,4	38,0	37,7	38,1
Ungarn	-3,7	-4,6	-4,2	3,6	2,0	72,9	79,7	81,3	75,9	75,5
Polen	-3,7	-7,3	-7,8	-5,6	-5,6	47,1	50,9	54,9	56,7	54,9
Rumænien	-5,7	-9,0	-6,9	-4,9	-4,9	13,4	23,6	31,0	34,0	33,3
Sverige	2,2	-0,7	0,2	0,9	0,6	38,8	42,7	39,7	36,3	36,8
Storbritannien	-5,0	-11,5	-10,3	-9,4	-7,9	54,8	69,6	79,9	84,0	84,1
EU7 ¹⁾	-3,5	-7,0	-6,5	-3,9	-4,2	38,1	44,1	48,7	49,6	49,0
EU10 ²⁾	-3,3	-8,5	-7,5	-6,3	-5,6	47,3	58,0	64,5	66,2	66,1
Euroområdet	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	70,1	79,8	85,6	88,0	-

Kilder: Europa-Kommissionens efterårsprognose 2011, opdaterede konvergensprogrammer fra april 2011 samt ECB's beregninger.

Anm.: Observationerne er baseret på definitionerne i ENS95. Tallene for 2011 i de opdaterede konvergensprogrammer er de nationale regerings budgetmål og kan således afvige fra de faktiske tal.

1) EU7 omfatter de syv EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU i 2004 eller 2007.

2) EU10 omfatter de 10 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2011.

lande. Forbedringerne af budgetsaldoen i 2011 skyldtes hovedsagelig strukturel budgetkonsolidering (bl.a. i Letland og Rumænien, som deltog i EU-IMF-programmer) samt en positiv konjunkturudvikling (i Ungarn og Sverige). Danmark oplevede som det eneste land en forværret budgetsaldo i 2011.

Ved udgangen af 2011 havde Rådet truffet afgørelse om, at der forelå et uforholdsmæssigt stort underskud i alle EU-lande uden for euroområdet, bortset fra Sverige. Fristen for at nedbringe underskuddet blev sat til 2011 for Bulgarien og Ungarn; 2012 for Letland, Litauen, Polen og Rumænien; 2013 for Tjekkiet og Danmark og finansåret 2014-15 for Storbritannien.

Den offentlige bruttogæld som andel af BNP anslås i 2011 at være steget i alle EU-lande uden for euroområdet, bortset fra Litauen, Ungarn og Sverige. Den forværede gældskvoté i Ungarn skyldtes udelukkende den forøgete delvise brug af aktiver fra den tidligere private pensionsøjle til indfrielse af offentlig gæld.

Gældskvoten lå fortsat over referenceværdien på 60 pct. af BNP i Ungarn og Storbritannien.

UDVIKLING I BETALINGSBALANCEN

Den samlede saldo på de løbende poster og kapitalposterne (i pct. af BNP) blev enten forbedret eller var stort set uændret i de fleste EU-lande uden for euroområdet i 2011 (se tabel 10). Bulgarien oplevede sit første overskud på de løbende poster og kapitalposterne siden EU-tiltrædelsen, mens overskuddet voksede i Ungarn. I Rumænien mindskedes underskuddet. Letland og Litauen havde fortsat overskud, men på trods af en robust eksport var overskuddet mindre end i 2010. Det afspejlede hovedsagelig en højere importefterspørgsel som følge af en stærk BNP-vækst samt en forringelse af løn- og formueindkomsten. I Polen og Tjekkiet, som ved begyndelsen af den globale finansielle krise havde mindre underskud, var der ikke de store ændringer i de løbende poster og kapitalposterne. Samtidig mindskedes underskuddet i Storbritannien, hvorimod det anselige overskud i Danmark og Sverige voksede yderligere.

Tabel 10. Betalingsbalancen for EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet

(I pct. af BNP)

	Løbende poster plus kapitalposter				Nettostrome af direkte investeringer				Nettostrome af andre investeringer			
	2008	2009	2010	2011 ¹⁾	2008	2009	2010	2011 ¹⁾	2008	2009	2010	2011 ¹⁾
Bulgarien	-22,3	-7,6	-0,5	2,2	17,5	7,2	4,4	2,9	17,0	-2,0	-3,0	-4,6
Tjekkiet	-1,4	-1,0	-2,2	-2,2	0,9	1,0	2,6	0,8	1,7	-1,4	-1,8	2,1
Danmark	2,9	3,3	5,6	6,9	-3,3	-0,8	-3,5	-2,3	2,1	3,8	4,1	-11,2
Letland	-11,6	11,1	4,9	1,3	3,0	0,6	1,5	5,1	7,6	-9,8	-1,1	-3,6
Litauen	-11,1	7,8	4,2	3,2	3,4	-0,4	1,8	2,9	5,8	-10,7	-9,0	-2,5
Ungarn	-6,3	1,0	2,9	3,0	2,7	-0,2	0,4	-0,3	16,9	9,2	0,4	-2,7
Polen	-5,4	-2,2	-2,8	-2,7	2,0	1,9	0,7	1,2	6,0	3,1	2,0	0,8
Rumænien	-11,1	-3,6	-4,3	-4,2	6,7	3,0	1,8	0,7	6,5	2,3	4,9	1,9
Sverige	8,6	6,9	6,5	7,4	1,2	-3,9	-5,6	-4,9	9,4	-9,9	-9,0	-7,1
Storbritannien	-1,3	-1,5	-3,1	-2,7	-2,6	1,2	0,9	-1,5	-9,8	-3,0	0,0	10,0
EU7 ¹⁾	-6,8	-1,4	-1,7	-1,6	3,4	1,8	1,4	1,1	7,1	1,8	0,9	0,2
EU10 ²⁾	-1,4	-0,2	-1,0	-0,5	-0,7	0,7	0,0	-1,3	-2,5	-1,9	-0,5	3,8
Euroområdet	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-1,2	-0,6	-0,8	0,3	-1,9	-0,6	-2,8	-3,1

Kilde: ECB.

1) Observationer for 2011 vedrører gennemsnittet af de fire kvartaler frem til 3. kvartal 2011.

2) EU7 omfatter de 7 EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU i 2004 eller 2007.

3) EU10 omfatter de 10 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2011.

Hvad angår finansiering, oplevede næsten alle lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU i 2004 eller senere, en afdæmpning af indstrømningen af udenlandske direkte investeringer i 2011. Storbritannien oplevede en nettoudstrømning af direkte investeringer, mens nettoudstrømningen i Danmark og Sverige steg yderligere. Danmark og Ungarn havde en betydelig indstrømning af porteføljeinvesteringer, mens Letland og Storbritannien oplevede en markant udstrømning. Med hensyn til andre investeringsstrømme oplevede mange lande fortsat en nettoudstrømning eller en lavere nettoindstrømning i 2011, som sandsynligvis skyldtes den løbende nedgearingsproces. I Letland og Rumænien blev indstrømningen af privat kapital fortsat suppleret af finansielle støtteprogrammer gennem internationale organisationer.

VALUTAKURSER

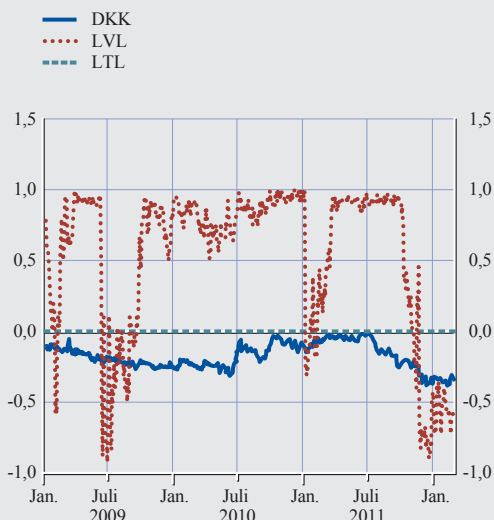
Valutakursudviklingen i EU-landene uden for euroområdet var i 2011 kraftigt påvirket af de enkelte landes valutakursregimer. Danmarks, Letlands og Litauens valutaer deltog i valutakursmekanismen ERM2. Den lettiske lats og den litauiske litas var underlagt et standardudsvingsbånd på ± 15 pct. omkring deres central-

kurs over for euroen, mens den danske krone var underlagt et smallere bånd på $\pm 2,25$ pct. (se figur 27). I nogle tilfælde var deltagelsen i ERM2 også forbundet med ensidige forpligtelser fra landenes side til at holde sig inden for et smallere udsvingsbånd eller currency board-regime. Ensidede forpligtelser giver ikke ECB yderligere forpligtelser. Særligt blev det aftalt, at den litauiske litas kunne komme med i ERM2, selv om landet bevarede sit currency board, mens de lettiske myndigheder besluttede at fastholde den lettiske lats på centralkursen over for euroen med et udsvingsbånd på ± 1 pct. Den litauiske litas holdt sig på centralkursen i 2011, mens den lettiske lats svingede inden for det unilateralt fastsatte bånd på ± 1 pct. over for euroen.

Hvad angår valutaerne i de EU-lande uden for euroområdet, som ikke deltog i ERM2 i 2011, kan kursudviklingen inddeles i to faser. Mens den tjekkiske koruna, den ungarske forint og den rumænske leu apprecierede moderat i 1. halvår, lå den polske zloty fortsat stort set stabilt i forhold til euroen (se figur 28). Denne udvikling afspejlede primært gunstige økonomiske udsigter for disse lande og en mere positiv stemning i euroområdet, som er disse landes vigtig-

Figur 27. Udviklingen i EU-valutaer i ERM2

(Daglige observationer; afvigelse fra centralkursen i procentpoint)

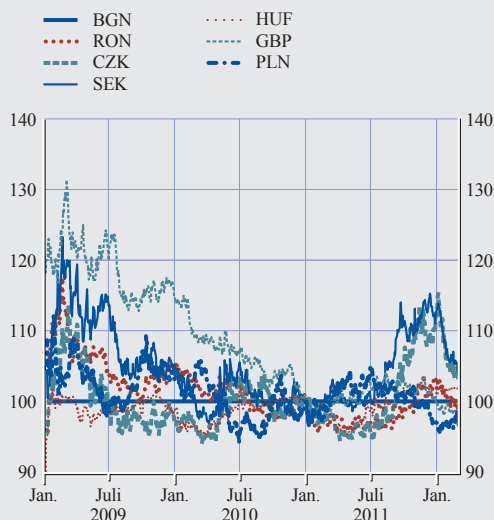


Kilde: ECB.

Anm.: En positiv (negativ) afvigelse fra centralkursen over for euroen er udtryk for, at valutaen ligger på den svagere (stærkere) side af båndet. For den danske krone er udsvingsbåndet $\pm 2,25$ pct.; for alle andre valutaer gælder standardudsvingsbåndet på ± 15 pct. Den seneste observation vedrører 2. marts 2012.

Figur 28. Udviklingen i EU-valutaer uden for ERM2 over for euroen

(Daglige observationer; indeks: 3. januar 2011=100)



Kilde: ECB.

Anm.: En stigning (et fald) er udtryk for en depreciering (appreciering) af valutaen. Den seneste observation vedrører 2. marts 2012.

ste handelspartner. I 2. halvår 2011 bidrog stigende global risikoaversion til en depreciering af disse valutaer over for euroen. I Ungarn blev forinten svækket som følge af fornyet bekymring om centralbankens uafhængighed og afbrydelsen af drøftelserne mellem den ungarske regering og IMF og EU om en ny forebyggende låneaftale (se også boks 9). Det modsatte var tilfældet for det britiske pund, som deprecierede over for euroen i 1. halvår 2011 for derefter at appreciere kraftigt senere på året. Efter en kraftig appreciering af den svenske krone over for euroen i 2009 og 2010 under indflydelse af det betydelige opsving i den svenske økonomi, lå kronen stort set stabilt i 2011. Den bulgarske lev forblev også uændret i forhold til euroen, hvilket afspejlede det bulgarske eurobaserede currency board-regime.

DEN FINANSIELLE UDVIKLING

Forholdene på de finansielle markeder er i løbet af 2011 generelt blevet forringet i EU-landene

uden for euroområdet. Mens de lange renter, målt ved den 10-årige statsobligationsrente, faldt eller forblev uændret i alle landene, bortset fra Ungarn og Litauen, steg kreditrisikopræmien beregnet på baggrund af credit default swaps (CDS) i alle landene. De største CDS-stigninger sås i Ungarn. Foruden landespecifikke faktorer var den bredt baserede stigning i risikopræmierne på statsobligationsmarkedet drevet af større risikoaversion blandt investorerne som følge af den tilbagevendende finansielle uro i euroområdet. Hvad angår pengemarkederne, steg renten i alle EU-lande uden for euroområdet, undtagen Bulgarien, Tjekkiet, Danmark og Rumænien, delvis på grund af forhøjelser af de pengepolitiske renter.

Aktiemarkederne i EU-landene uden for euroområdet faldt generelt markant i 2011 – i gennemsnit i samme omfang som i euroområdet (ca. 20 pct.). Faldet i aktiekurserne var mindst udtalt i Storbritannien efterfulgt af Danmark,

mens det marked, der var hårdest ramt, var Tjekkiet efterfulgt af Bulgarien.

PENGEPOLITIK

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

Indtil juli 2011 forhøjede mange centralbanker i EU-landene uden for euroområdet, herunder Danmarks Nationalbank, Magyar Nemzeti Bank, Narodowy Bank Polski og Sveriges Riksbank, deres pengepolitiske renter ad flere omgange for at imødegå et forventet inflationspres, og, for Danmarks vedkommende, for at følge bevægelserne i ECB's renter. Da de økonomiske udsigter forværredes i 2. halvår, nedsatte Danmarks Nationalbank den pengepolitiske rente i november og december i overensstemmelse med nedsættelsen af ECB's officielle renter. I november 2011 samt januar og februar 2012 nedsatte Banca Națională a României

også sin pengepolitiske rente i lyset af en mere gunstig inflationsudvikling. Derimod forhøjede Magyar Nemzeti Bank basisrenten yderligere i november og december 2011 for at dæmme op for deprecieringen af forint, som truede med at resultere i en overskridelse af inflationsmålet og øgede det finansielle systems sårbarhed.

Hvad angår andre pengepolitiske tiltag, intervererede Danmarks Nationalbank på valutamarkedet og nedsatte foliorenten og indskudsbevisrenten ad flere omgange for at holde kronkursen stabil over for euroen, efter at kapitalindstrømningen var steget i løbet af sommeren. Banca Națională a României nedsatte sin reservekravskoefficient for passiver i fremmed valuta med restløbetider på op til to år fra 25 pct. til 20 pct. som led i den gradvise tilpasning til ECB's standarder. I januar 2012 nedsatte Latvijas Banka reservekravskoefficienten for passiver med en løbetid på over to år fra 3 pct. til 2 pct. og for andre passiver fra 5 pct. til 4 pct. for dermed at skabe gunstigere lånevilkår. Bank

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: 2 pct. \pm 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.
Letland	Valutakursmål	Lats	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på \pm 15 pct. omkring centralkurs på LVL 0,702804 pr. euro. Letland fortsætter med et udsvingsbånd på \pm 1 pct. som ensidig forpligtelse.
Litauen	Valutakursmål	Litas	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på \pm 15 pct. omkring centralkurs på LTL 3,45280 pr. euro. Litauen fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Ungarn	Inflationsmål	Forint	Inflationsmål: 3 pct. \pm 1 procentpoint på mellemlangt sigt siden 2007. Frit flydende valutakurs.
Polen	Inflationsmål	Zloty	Inflationsmål: 2,5 pct. \pm 1 procentpoint (12-måneders stigning i CPI). Frit flydende valutakurs.
Rumænien	Inflationsmål	Leu	Inflationsmål: 3,0 pct. \pm 1 procentpoint for ultimo 2011 og ultimo 2012, og 2,5 pct. \pm 1 procentpoint for ultimo 2013. Valutakurs med styret flydning.
Sverige	Inflationsmål	Krone	Inflationsmål: Stigning på 2 pct. i CPI. Frit flydende valutakurs.
Storbritannien	Inflationsmål	Pund	Inflationsmål: 2 pct. (12-måneders stigning i CPI). Ved afvigelser på over 1 procentpoint forventes det, at direktøren for Bank of England på vegne af Den Pengepolitiske Komite skriver et åbent brev til finansministeren. Frit flydende valutakurs.

Kilde: ESCB.
Anm.: For Storbritanniens vedkommende svarer CPI til HICP.

of England udvidede sit aktieopkøbsprogram med 75 mia. britiske pund til en samlet værdi af 275 mia. pund i oktober som følge af de forværrede økonomiske udsigter og en øget risiko for, at inflationen ville ligge under inflationsmålet på 2 pct. på mellemlangt sigt.



Grossmarkthalle er en fredet bygning, der tidligere husede Frankfurts engrosmarked for frugt og grønt. Den blev opført i 1926-1928 og var tegnet af professor Martin Elsaesser, den daværende stadsarkitekt i Frankfurt am Main. Under restaureringen af Grossmarkthalle fjernes og erstattes mørtlen i alle fugerne i fløjbygningernes murstensfacader.

Murstensfacadens fugeprofil var et af Grossmarkthalles særlige kendetegn. Ifølge de oprindelige planer ville man fremhæve den vandrette skiftegang ved at variere både fugebredden og -farven. Derfor var de vandrette fuger bredere og fyldt med en lys mørtel, mens de lodrette fuger var smallere og med mørk mørtel. Det er målet at genetablere facadernes oprindelige udseende med en omhyggelig restaurering af fugerne.

Restaureringen af østfløjen blev færdig i 2011, og restaureringsarbejdet på vestfløjen blev påbegyndt i foråret 2011. Alle restaureringsarbejderne er godkendt af fredningsmyndighederne.

KAPITEL 2

CENTRALBANK- OPERATIONER OG -AKTIVITETER

I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

I.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

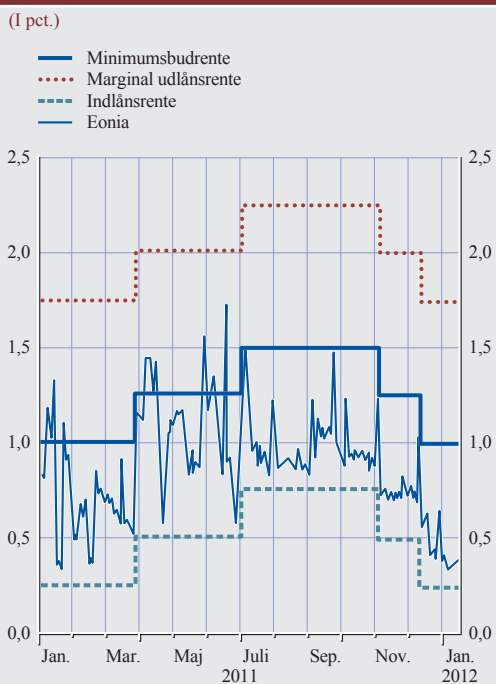
De pengepolitiske instrumenter, som Eurosystemet anvendte i 2011, var markedsoperationer, såsom primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer, finjusterende operationer samt stående faciliteter og reservekrav. Desuden benyttede Eurosystemet ekstraordinære tiltag, herunder det andet opkøbsprogram for covered bonds og Securities Markets Programme (SMP).

I 2011 ændrede Styrelsesrådet ECB's officielle renter ad fire omgange (se figur 29). Renten ved de primære markedsoperationer samt renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten blev forhøjet den 13. april 2011 med 25 basispoint til henholdsvis 1,25 pct., 2,00 pct. og 0,50 pct. Alle ECB's officielle renter blev desuden forhøjet med 25 basispoint med virkning fra den 13. juli. Styrelsesrådet besluttede at nedsætte ECB's renter med 25 basispoint med virkning fra den 9. november. Den 14. decem-

ber blev alle ECB's officielle renter nedsat med yderligere 25 basispoint, så de igen lå på samme niveau som primo året (dvs. henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct.). Rentekorridoren blev fastholdt på 150 basispoint (75 basispoint på hver side af renten ved de primære markedsoperationer).

Gennemførelsen af pengepolitikken i 2011 var igen præget af Eurosystemets tiltag for at imødegå spændingerne i visse segmenter af de finansielle markeder og genoprette den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Primære og langfristede markedsoperationer blev fortsat udført som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Mængden af udestående markedsoperationer var således stadig drevet af modparternes efterspørgsel, som afspejlede deres underliggende præferencer med hensyn til likviditet. Banksektorens efterspørgsel efter likviditet fra Eurosystemet var forholdsvis stabil på omkring 600 mia. euro i 1. halvår 2011, men steg brat i 2. halvår til over 1 billion euro ultimo året (se figur 31).

Figur 29. ECB's officielle renter og Eonia



Kilde: ECB.

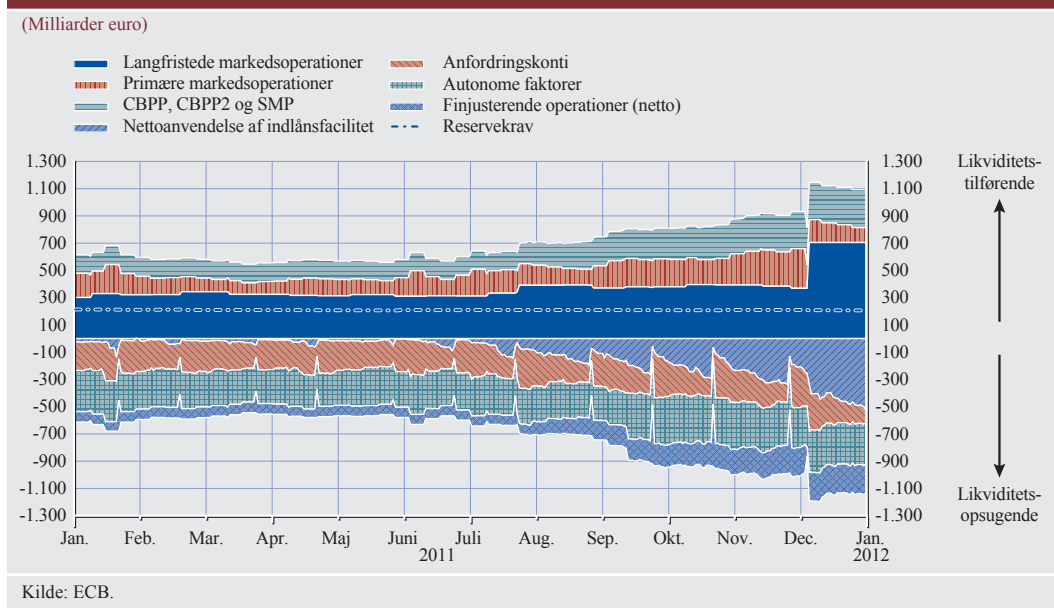
I 2011¹ lå euroområdet banksektors gennemsnitlige daglige likviditetsbehov på 470 mia. euro, dvs. 16 pct. under behovet i 2010. Den væsentligste grund til nedgangen var faldet i de autonome faktorer² med 25 pct. til 260 mia. euro i gennemsnit (se figur 30). Minimumsreservekravene faldt en smule i gennemsnit i 2011, til 208 mia. euro fra 212 mia. euro i 2010. Det gennemsnitlige månedlige likviditetsoverskud udgjorde i 2011 2,53 mia. euro, dvs. at det var højere end i tidligere år (1,26 mia. euro i 2010 og 1,03 mia. euro i 2009).

Den rigelige overskydende likviditet (forskellen mellem Eurosystemets tilførsel af likviditet og banksektorens likviditetsbehov) medførte en betydelig stigning i anvendelsen af indlånsfaciliteten. Den gennemsnitlige daglige anvendelse

1 Perioden dækker alle 12 reservekravsperioder i 2011 fra den 19. januar 2011 til den 17. januar 2012.

2 De autonome faktorer er de poster på Eurosystemets balance, fx cirkulerende sedler og statslige indskud, som påvirker kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti, men som ikke direkte falder ind under Eurosystemets likviditetsstyring.

Figur 30. Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2011



af indlånsfaciliteten var omkring 25 mia. euro i 1. halvår 2011 og steg støt fra 87 mia. euro den 1. august til 528 mia. euro ved slutningen af den 12. reservekravsperiode i 2011.

MARKEDSOPERATIONER

Eurosystemet anvender for nærværende primære markedsoperationer, regelmæssige langfristede markedsoperationer, markedsoperationer på særlige vilkår med en løbetid på 1 reservekravsperiode, supplerende langfristede markedsoperationer og finjusterende operationer til at styre likviditetsforholdene på pengemarkedet. Alle likviditetstilførende operationer kræver fuld sikkerhedsstillelse.

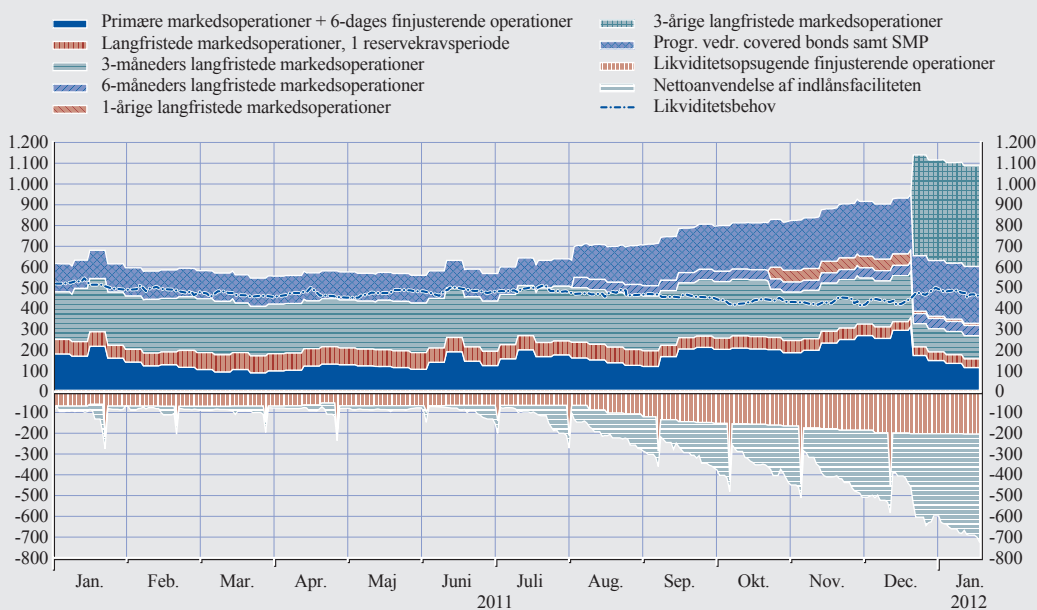
De primære markedsoperationer er ordinære ugentlige operationer normalt med en løbetid på 1 uge. De er det vigtigste instrument til at sende signaler om pengepolitikens stramhedsgrad. I 2011 blev der gennemført 52 primære markedsoperationer som auktioner til fast rente, hvor alle bud blev imødekommet. Antallet af godkendte modparter steg fra 2.267 i 2010 til 2.319 i 2011. I gennemsnit deltog 190 modparter i de primære markedsoperationer i 2011. Den gennemsnitlige tildeling ved de primære markedsoperationer var 156 mia. euro (i forhold til 133,8

mia. euro i 2010). Den gennemsnitlige tildeling var således ca. 42 pct. lavere i 1. halvår end i 2. halvår. Det laveste antal modparter (126) ved en primær markedsoperation i 2011 blev registreret den 7. september, mens det laveste beløb (84,5 mia. euro) blev tildelt i den operation, der blev afviklet den 6. april. Det højeste antal modparter (371) blev registreret den 2. februar, mens det højeste beløb (291,6 mia. euro) blev registreret den 14. december.

I 2011 udgjorde den gennemsnitlige daglige udestående likviditet tildelt i de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer, markedsoperationer på særlige vilkår og supplerende langfristede markedsoperationer 373 mia. euro. Deltagelsen i de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer var 72,7 mia. euro i gennemsnit og forblev volatil i hele 2011, idet den svingede mellem den laveste tildeling på 29,7 mia. euro i december og den højeste tildeling på 140,6 mia. euro i september. Den gennemsnitlige tildeling i 1-måneders-markedsoperationerne på særlige vilkår var 66,8 mia. euro, og det gennemsnitlige antal modparter var 47. I den 6-måneders langfristede markedsoperation, der blev afviklet den 11. august, deltog 114 modparter for i alt 49,8 mia. euro. Endelig deltog 523

Figur 31. Udeståender i de pengepolitiske operationer

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

modparter i den 3-årige supplerende langfristede markedsoperation,³ der blev afviklet den 22. december, for i alt 489,2 mia. euro, herunder 45,7 mia. euro overført fra den 12-måneders supplerende langfristede markedsoperation med tildeling i oktober 2011. I alt 123 modparter benyttede sig af muligheden for at skifte mellem operationerne, mens 58 besluttede at fastholde deres låntagning i den 12-måneders supplerende langfristede markedsoperation, hvor det udestående beløb derefter udgjorde 11,2 mia. euro.

Ud over de markedsoperationer, der anvendes til gennemførelse af pengepolitikken, kan ECB også tilføre likviditet i andre valutaer til godkendte modparter (se afsnit 1.2).

SECURITIES MARKETS PROGRAMME

I maj 2010 besluttede Styrelsesrådet at etablere Securities Markets Programme (SMP). Formålet med dette midlertidige program er at forbedre visse dårligt fungerende segmenter på euroområdet for gældsinstrumenter og

at genoprette den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Under SMP opkøber Eurosystemets porteføljeforvaltere, som led i markedsinterventioner, statspapirer udstedt af visse eurolande. I 2011 blev der opkøbt værdipapirer for et samlet beløb under SMP for i alt 144,6 mia. euro, primært i perioden fra meddelelsen fra ECB's formand den 7. august 2011 om den aktive gennemførelse af SMP frem til udgangen af året. Den 30. december 2011 havde Eurosystemet opkøbt værdipapirer under SMP for et samlet afviklingsbeløb på ca. 211,4 mia. euro.⁴

3 Renten ved denne langfristede markedsoperation er fastsat til den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer over hele løbetiden. Efter et år (dvs. fra den 26. december 2012) får modparterne en gang om ugen (hver onsdag) mulighed for at indfri deres lån (helt eller delvis).

4 SMP er nærmere beskrevet i ECB's pressemeddelelse af 10. maj 2010, i ECB's afgørelse af 14. maj 2010 om oprettelse af et program for værdipapirmarkederne samt i Eurosystemets ugentlige regnskaber.

DET ANDET PROGRAM TIL OPKØB AF COVERED BONDS

Den 6. oktober 2011 besluttede Styrelsesrådet at indføre et nyt opkøbsprogram for covered bonds (CBPP2). Formålet med det nye program var at lette adgangen til finansiering for banker og virksomheder og at tilskynde bankerne til at fastholde eller udvide deres udlån til kunderne. Dette program giver Eurosystemet mulighed for at købe godkendte eurodenominerede covered bonds udstedt i euroområdet for et planlagt nominelt beløb på 40 mia. euro. Opkøbene finder sted på både det primære og det sekundære marked på grundlag af visse kriterier. Programmet forventes at være fuldt implementeret senest ved udgangen af oktober 2012. Pr. 30. december 2011 havde Eurosystemet opkøbt covered bonds for 3,1 mia. euro. Styrelsesrådet besluttede også at stille CBPP2-porteføljen til rådighed for værdipapirudlån. Udlån er frivilligt og foregår via faciliteter for værdipapirudlån i værdipapircentraler eller via tilsvarende genkøbsforretninger med godkendte modparter.

Det tidligere opkøbsprogram for covered bonds blev afsluttet i 2010. Under det tidligere program blev der opkøbt covered bonds for nominelt 60 mia. euro i løbet af en 1-årig periode fra den 1. juli 2009 til den 30. juni 2010. Siden marts 2010 har porteføljen af værdipapirer under dette program været til rådighed for godkendte modparter mod passende sikkerhedsstillelse i forbindelse med værdipapirudlån efter behov. Trods den begrænsede udlånsaktivitet, hvad angår beløb, betragtes det som nyttigt for markedets smidige funktion, at porteføljen af værdipapirer under programmet i princippet er til rådighed for udlån.

FINJUSTERENDE OPERATIONER

For at opsure den likviditet, der blev tilført via SMP, gennemførte ECB egentlige finjusterende operationer ved at modtage 1-uges-tidsindsud for et egentligt beløb, der svarede til det afviklede omfang af SMP-operationer indtil den foregående fredag. Disse finjusterende operationer blev udført som auktioner til variabel rente med en maksimumsbudrente svarende til den gældende rente ved de primære markedsoperatio-

ner. Endvidere gennemførte ECB finjusterende operationer for at undgå likviditetsproblemer på reservekravsperiodens sidste dag. 12 likviditetsopsugende operationer med en løbetid på 1 dag blev gennemført som auktioner til variabel rente med en maksimumsbudrente, der var lig med den faste rente ved de primære markedsoperationer. I gennemsnit blev der opsuget 154 mia. euro i disse operationer, og 136 modparter deltog. Siden den 14. december 2011 har de finjusterende markedsoperationer på reservekravsperiodens sidste dag været stillet midlertidigt i bero. I forbindelse med den 3-årige langfristede markedsoperation blev der tilført 141,9 mia. euro i en 1-dags finjusterende operation, der blev afviklet den 21. december 2011.

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 i Eurosystemet. Ved udgangen af 2011 havde 2.605 modparter adgang til den marginale udlånsfacilitet, og 2.976 modparter havde adgang til indlånsfaciliteten. Anvendelsen af indlånsfaciliteten forblev høj, navnlig i 2. halvår 2011, med et toppunkt på 452 mia. euro den 27. december 2011, hvorefter anvendelsen toppede på et endnu højere niveau på 528 mia. euro den 17. januar 2012. Den gennemsnitlige daglige anvendelse af indlånsfaciliteten var 120 mia. euro (i forhold til 145,9 mia. euro i 2010 og 109 mia. euro i 2009). I 2011 fulgte anvendelsen af indlånsfaciliteten nogenlunde samme mønster i alle reservekravsperioder: Beløbene var lavere i begyndelsen af perioden, men steg, efterhånden som flere modparter opfyldte deres reservekrav. Den gennemsnitlige daglige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet udgjorde 2,1 mia. euro (sammenlignet med 0,62 mia. euro i 2010).

RESERVEKRAVSSYSTEMET

Kreditinstitutterne i euroområdet er forpligtede til at have minimumsindeståender på anfordringskonti i Eurosystemet. Som det har været tilfældet siden 1999, var reservekravet i 2011 lig med 2 pct. af kreditinstitutternes reservekravsgrundlag. Gennemsnittet lå på 208

mia. euro i 2011, hvilket var 2 pct. lavere end i 2010. Da Eurosystemet forrenter reserverne med en rente svarende til renten ved de primære markedsoperationer, indebærer reservekravssystemet ikke en skat på banksektoren. I betragtning af beslutningen om fuld tildeling i de primære markedsoperationer i 2011 mente Styrelsesrådet ikke, at der var behov for at anvende reservekravssystemet i samme omfang som under normale omstændigheder for at styre forholdene på pengemarkedet. Den 8. december besluttede Styrelsesrådet således at nedsætte reservekravskoefficienten til 1 pct. fra den reservekravsperiode, der begyndte den 18. januar 2012, for at understøtte bankernes udlån og likviditeten på pengemarkedet i euroområdet.

BELÅNBARE AKTIVER I KREDITOPERATIONER

Som ESCB-statuttens artikel 18.1 foreskriver, og i overensstemmelse med praksis blandt centralbanker overalt i verden, er alle Eurosystemets kreditoperationer baseret på tilstrækkelig sikkerhedsstillelse. Begrebet tilstrækkelighed indebærer, at Eurosystemet i høj grad er beskyttet mod tab i sine kreditoperationer (se også afsnittet om risikostyring nedenfor).

Eurosystemet accepterer en lang række aktiver som sikkerhed i alle sine kreditoperationer. Dette kendetegn ved Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse samt den kendsgerning, at Eurosystemets markedsoperationer er åbne for en stor gruppe modparter, har på afgørende vis bidraget til gennemførelsen af pengepolitikken i stressperioder. Den indbyggede fleksibilitet i de operationelle rammer gjorde Eurosystemet i stand til at tilføre den nødvendige likviditet, da pengemarkedet fungerede dårligt under finanskrisen, uden at kravene til sikkerhedsstillelse var en hæmsko for modparterne.

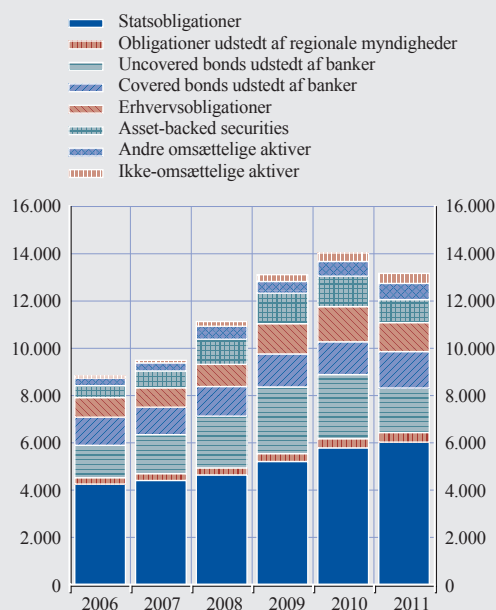
Siden den 1. januar 2011 har tidsindsud været godkendt som sikkerhed i Eurosystemets standardrammer. Disse instrumenter var dog allerede blevet godkendt som belånbare efter den midlertidige udvidelse af listen over belånbare aktiver i 2008. Desuden besluttede Styrelsesrådet på sit møde den 8. december 2011 – i forbindelse med

andre ekstraordinære tiltag – at øge tilgængeligheden af sikkerhedsstillelse.

I 2011 var gennemsnitsværdien af de belånbare aktiver 13,2 billioner euro, dvs. et fald på 6 pct. i forhold til 2010 (se figur 32). Den primære årsag til denne udvikling var en betydelig nedgang i uncovered bonds udstedt af banker, hovedsagelig fordi nogle statsgarantier for usikrede bankobligationer udløb, samt en betydelig nedgang i asset-backed securities (ABS), der navnlig kunne tilskrives strammere kreditvurderingskrav med virkning fra den 1. marts 2011. Statspapirer udgjorde 6 billioner euro og tegnede sig dermed for 46 pct. af de samlede belånbare aktiver, efterfulgt af uncovered bonds udstedt af banker (1,9 billioner euro eller 14 pct.) og covered bonds udstedt af banker (1,5 billioner euro eller 12 pct.). Ud over omsættelige aktiver omfatter belånbare aktiver også ikke-omsættelige aktiver, først og fremmest gældsfordringer (dvs. banklån). Modsat de omsættelige aktiver er mængden af potentielt belånbare ikke-omsættelige aktiver vanskelig at måle. Sikkerhedsstillelsen

Figur 32. Belånbare aktiver fordelt efter type

(Milliarder euro; årligt gennemsnit)



Kilde: ECB.

i form af ikke-omsættelige aktiver nåede op på 0,4 billioner euro i 2011.

Den gennemsnitlige værdi af modparternes sikkerhedsstillelse faldt til 1.790 mia. euro i 2011 i forhold til 2.010 mia. euro i 2010 (se figur 33). Samtidig faldt de gennemsnitlige udestående tilgodehavender også med ca. 137 mia. euro i forhold til året før. Det skyldtes til dels, at 1-årige langfristede markedsoperationer udløb mod slutningen af 2010. Andelen af sikkerhedsstillelse til andre formål end kredit i forbindelse med pengepolitiske operationer steg i løbet af 2011, mens det absolutte beløb faldt en smule. Det tyder på, at Eurosystemets modparter ikke oplevede mangel på sikkerhedsstillelse, i det mindste ikke samlet set.

Hvad angår sammensætningen af sikkerheden (se figur 34), blev ikke-omsættelige aktiver (mest gældsfordringer og tidsindskud) den største komponent i 2011, idet de udgjorde 23 pct.

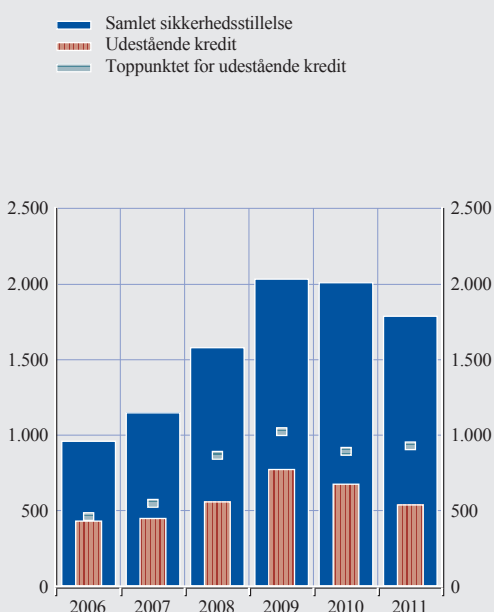
af den samlede sikkerhedsstillelse (i forhold til 18 pct. i 2010). Parallelt med udviklingen i de samlede belånbare aktiver faldt andelen af henholdsvis asset-backed securities og uncovered bonds udstedt af banker. Derimod steg den gennemsnitlige andel af statsobligationer en smule fra 13 pct. i 2010 til 14 pct. i 2011, hvilket også skyldtes statsgældskrisen i nogle eurolande.

RISIKOSTYRING I FORBINDELSE MED KREDITOPERATIONER

Eurosystemet er i sine pengepolitiske operationer eksponeret for risikoen for at modparten misligholder sine forpligtelser. Risikoen mindskes ved at kræve, at modparterne stiller tilstrækkelig sikkerhed. Hvis en modpart misligholder sine forpligtelser, er Eurosystemet imidlertid også eksponeret for kredit-, markeds- og likviditetsrisici i forbindelse med afvikling af aktiver stillet som sikkerhed. Desuden indebærer likviditetstilførende operationer i fremmed valuta mod eurodenomineret sikkerhed også en

Figur 33. Sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer og udestående kredit i de pengepolitiske operationer

(Milliarder euro)

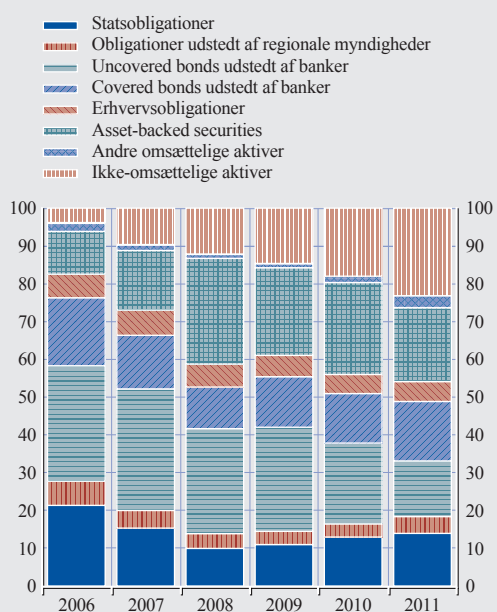


Kilde: ECB.

Anm.: "Sikkerhedsstillelse" henviser til aktiver anvendt som sikkerhed i lande, der har et system med pooling, og aktiver anvendt som sikkerhed i lande med et øremærkningssystem.

Figur 34. Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type

(I pct.; årligt gennemsnit)



Kilde: ECB.

valutarisiko. Med henblik på at reducere alle 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. Oprettelsen af Risk Management Office som et selvstændigt forretningsområde har, sammen med det fortsatte arbejde i Risk Management Committee, yderligere forbedret ECB's og Eurosystemets risikostyringspraksis (se også kapitel 7, afsnit 1.6).

Af forsigtighedshensyn har Eurosystemet opbygget stødpuder i tilfælde af, at den sikkerhed, som konkursramte modparter har stillet, ved realiseringen viser sig at være utilstrækkelig. Stødpudernes størrelse vurderes årligt i forhold til realiseringen af sikkerheden og udsigterne til dækning af eventuelle tab. Generelt bliver de finansielle risici i kreditoperationer kvantificeret i Eurosystemets regi og regelmæssigt rapporteret til ECB's besluttende organer.

I 2011 foretog ECB en række justeringer af sine kriterier for belånbarhed og rammer for risikostyring.

I forlængelse af Styrelsesrådets beslutning af 28. juli 2010 trådte den nye haircut-ordning, der var resultatet af den regelmæssige gennemgang af Eurosystemets risikostyringsprocedurer hvert andet år, i kraft den 1. januar 2011.

Den 18. februar 2011 godkendte Styrelsesrådet kreditvurderingsmetoden fra Coface Serviços Portugal, S.A. til anvendelse i Eurosystemets rammer for kreditvurdering.

Den 31. marts 2011 besluttede Styrelsesrådet at suspendere anvendelsen af kreditvurderingsgrænsen for omsættelige gældsinstrumenter, der er udstedt eller garanteret af den irske stat. Den 7. juli 2011 besluttede Styrelsesrådet det samme for omsættelige gældsinstrumenter, der er udstedt eller garanteret af den portugisiske stat. Beslutningerne var et resultat af den positive vurdering af henholdsvis den irske og den portugisiske regerings økonomiske og finansiel-

le tilpasningsprogram, der blev forhandlet med Europa-Kommissionen, i samarbejde med ECB og IMF og blev taget på baggrund af de respektive regeringers erklærede målsætninger om at implementere programmerne fuldt ud.

Styrelsesrådet besluttede den 16. december 2010 at indføre krav om oplysninger for de enkelte lån, hvad angår asset-backed securities, i Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse. Det skulle i første omgang gælde for værdipapirer med sikkerhed i beboelsesejendomme. I forlængelse heraf annoncerede ECB den 29. april 2011, at den inden for de næste 18 måneder også ville indføre disse krav for værdipapirer med sikkerhed i erhvervsejendomme og små og mellemstore virksomheders transaktioner, der er godkendt som sikkerhed i Eurosystemets rammer. Oplysninger om de enkelte lån bliver et kriterium for belånbarhed, når oplysningskravet træder i kraft.

I sammenhæng med de tiltag, der blev annonceret den 8. december 2011, og som havde til formål at støtte bankernes udlån og aktiviteten på pengemarkedet, besluttede Styrelsesrådet at øge tilgængeligheden af sikkerhedsstillelse ved i) at reducere ratinggrænsen på to "triple A"-ratings ved udstedelse for visse asset-backed securities og ii) at tillade de nationale centralbanker midlertidigt at godkende yderligere gældsfordringer med regelmæssig afvikling (dvs. banklån) som sikkerhed, hvis de opfylder visse kriterier for belånbarhed. Eurosystemet inkluderede asset-backed securities med den næstbedste kreditvurdering på mindst "single A" efter Eurosystemets harmoniserede kreditskala på listen over belånbare aktiver i kreditoperationer. Det gælder ved udstedelse og på ethvert tidspunkt derefter og med underliggende aktiver, der omfatter enten udelukkende værdipapirer med sikkerhed i beboelsesejendomme eller udelukkende lån til små og mellemstore virksomheder. Asset-backed securities skal også opfylde alle andre specifikke krav om belånbarhed undtagen kreditvurderingskravet.

Desuden annoncerede Styrelsesrådet, at det støttede en bredere anvendelse af gældsfordringer som sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer på basis af harmoniserede kriterier, samt at det havde en målsætning om at forbedre Eurosystemets interne kreditvurderingsprocedurer. Endvidere opfordredes potentielle eksterne leverandører af kreditvurderinger (kreditvurderingsbureauer og leverandører af vurderingsværktøjer) samt banker, der benytter den interne ratingbaserede metode, til at søge godkendelse hos Eurosystemet inden for rammerne for kreditvurdering.

1.2 VALUTAOPERATIONER OG OPERATIONER MED ANDRE CENTRALBANKER

I 2011 foretog Eurosystemet én intervention på valutamarkedet. Som reaktion på yennens udsving efter naturkatastrofen i Japan, og på anmodning fra de japanske myndigheder, gik myndighederne fra USA, Storbritannien og Canada samt ECB sammen med Japan i en samordnet intervention på valutamarkedet den 18. marts. ECB udførte ingen valutaoperationer i valutaer, som deltager i ERM2. Den stående aftale mellem ECB og IMF om at gøre det lettere for IMF at iværksætte SDR-transaktioner på ECB's vegne med andre foreskrevne indehavere blev anvendt i fem tilfælde i 2011.

Den midlertidige swappaftale (swap line), som ECB havde etableret med Federal Reserve i USA i 2007, og som blev genoptaget i maj 2010 for at imødegå spændinger på det europæiske marked for finansiering i amerikanske dollar, blev forlænget to gange i 2011, senest indtil 1. februar 2013. I tæt samarbejde med andre centralbanker leverede Eurosystemet finansiering i dollar til modparter mod passende sikkerhedsstillelse i operationer, der blev udført som genkøbsforretninger, og som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Ud over disse regelmæssige ugentlige 7-dages-markedsoperationer besluttede Styrelsesrådet den 15. september 2011, i samarbejde med Federal Reserve, Bank of England, Bank of Japan og Schweizerische

Nationalbank, at udføre tre likviditetstilførende markedsoperationer i amerikanske dollar med en løbetid på ca. 3 måneder hen over årsskiftet. I 2011 udførte Eurosystemet 50 7-dages-markedsoperationer, en 14-dages-markedsoperation ultimo året og fire 84-dages-markedsoperationer. I 27 operationer afgav modparterne ingen bud. Den 30. november besluttede ECB, Bank of England, Bank of Japan og Schweizerische Nationalbank at fortsætte med 3-månedersauktioner indtil videre. Denne beslutning blev taget som led i en samordnet indsats fra de fire centralbanker samt Federal Reserve og Bank of Canada for at øge deres kapacitet til at yde likviditetsstøtte til det globale finansielle system. Formålet var at mindske spændingerne på de finansielle markeder og således afbøde virkningerne på kreditforsyningen til husholdninger og virksomheder og dermed understøtte den økonomiske aktivitet. Et af disse tiltag var ECB's beslutning om, i samarbejde med de andre centralbanker, at oprette et midlertidigt netværk af gensidige swapfaciliteter (swap lines). Dermed kunne Eurosystemet tilføre euro til de andre centralbanker efter behov og desuden tilføre likviditet i japanske yen, britiske pund, schweizerfranc og canadiske dollar efter behov (ud over de eksisterende operationer i amerikanske dollar). De midlertidige bilaterale swappaftaler blandt disse centralbanker skal fungere som et beredskab, så det er muligt at tilføre likviditet til de enkelte retsområder i de respektive valutaer, hvis markedsforholdene kræver det. Disse swapfaciliteter udløber den 1. februar 2013.

Den 25. august 2011 besluttede Styrelsesrådet, i samarbejde med Bank of England, at forlænge swappaftalen med Bank of England indtil den 28. september 2012. Den udløb ellers med udgangen af september 2011 og var blevet aftalt den 17. december 2010. Swapfaciliteten giver Bank of England mulighed for at forsyne ECB med op til 10 mia. pund mod at modtage euro, hvis der er behov for det. Aftalen giver mulighed for at stille britiske pund til rådighed for Central Bank of Ireland som en forebyggende foranstaltning til at opfylde den irske banksektors eventuelle midlertidige likviditetsbehov i britiske pund.

I ugen, der sluttede den 30. december 2011, udgjorde udestående likviditetstilførende genkøbsforretninger 1,5 mia. euro. Disse transaktioner blev udført af ECB i forbindelse med eksisterende likviditetsordninger med centralbanker uden for euroområdet.

1.3 INVESTERINGSAKTIVITETER

ECB investerer midler relateret til sin valutareserveportefølje og sin egenportefølje. Investeringsaktiviteterne, som er adskilt fra pengepolitiske programmer som SMP og CBPP2, er organiseret med henblik på at forhindre anvendelse af insiderviden om pengepolitiske centralbankforanstaltninger i forbindelse med investeringsbeslutninger (dvs. en "kinesisk mur"). Hvis insideroplysninger videregives, uanset om det sker forsætligt eller ej, kan ECB helt eller delvis suspendere sine investeringsaktiviteter. Det betyder, at sammensætningen af ECB's investeringsporteføljer ikke må ændre sig i forhold til deres respektive benchmarks.

FORVALTNING AF VALUTARESERVER

ECB's 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 ECB's valuta- og guldoperationer. Hovedformålet med ECB's valutareserver er at sikre, at Eurosystemet til enhver tid har tilstrækkelige likvide resurser til sine valutaoperationer med ikke-EU-valutaer. Målsætningerne for forvaltningen af ECB's valutareserver er ordnet efter vigtighed, likviditet, sikkerhed og afkast.

ECB's valutareserveportefølje består af amerikanske dollar, japanske yen, guld og SDR. Dollar- og yenreserverne forvaltes aktivt af ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, som ønsker at deltage i denne aktivitet på vegne af ECB. I januar 2006 blev der indført en "currency specialisation model" for at forbedre effektiviteten af Eurosystemets investeringsoperationer. Ordningen indebærer, at den enkelte nationale centralbank, der ønsker at deltage

i forvaltningen af ECB's valutareserver, eller gruppe af samarbejdende nationale centralbanker får tildelt en andel i enten dollar- eller yenporteføljen.⁵

Værdien af ECB's valutareserveaktiver⁶ til aktuelle kurser og markedspriser steg fra 60,6 mia. euro ultimo 2010 til 65,6 mia. euro ultimo 2011, hvoraf 45,3 mia. euro var i fremmed valuta og 20,3 mia. euro var i guld og SDR. Stigningen i værdien af valutaporteføljen afspejlede en apreciering af den japanske yen med 8 pct. over for euroen samt positive bidrag fra kapitalgevinster og renteindtægter fra porteføljestyringsaktiviteter, men stigningen blev stort set opvejet af valutainterventionen i marts (se afsnit 1.2). Baseret på valutakurserne ultimo 2011 tegnede aktiver i amerikanske dollar sig for 76 pct. af valutareserverne, mens aktiver i japanske yen tegnede sig for 24 pct. Værdien af beholdningen af guld og SDR steg med ca. 16 pct. Dette kunne først og fremmest tilskrives, at guldprisen målt i euro steg med omkring 11 pct. i 2011. ECB's guldbeholdning voksede i begyndelsen af 2011, hvor Eesti Pank overførte guld til ECB som led i overførslen af valutareserveaktiver til ECB.

Listen over belånbare instrumenter i forbindelse med investering af ECB's valutareserver ændrede sig ikke i 2011.

FORVALTNING AF EGENPORTEFØLJE

ECB's egenportefølje består af den investerede modpost til ECB' indbetalte kapital og indeståendet i den almindelige reservefond samt hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- 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 "nulunderskuds-

5 Ordningen beskrives nærmere i artiklen "Portfolio management at the ECB", *Månedsoversigt*, ECB, april 2006.

6 Valutareserveaktiverne beregnes som officielle reserveaktiver ekskl. nettomarkedsværdien af valutaswaps, plus indeståender i fremmed valuta hos residerter, minus på forhånd aftalte netto-træk på valutabeholdningen på grund af genkøbsforretninger og terminsforretninger. Mere detaljerede oplysninger om datakilder findes på ECB's hjemmeside.

begrænsning" på et bestemt konfidensniveau. Porteføljen investeres i fastforrentede eurodenominerede aktiver.

Værdien af porteføljen til gældende markedspriser steg fra 13,3 mia. euro ultimo 2010 til 15,9 mia. euro ultimo 2011. Stigningen i markedsværdien skyldtes forhøjelsen af ECB's indbetalte kapital, der trådte i kraft den 28. december 2011, en stigning i hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldpriserisici samt i mindre omfang forrentning af investeringer.

Listen over belånbare instrumenter i forbindelse med investering af ECB's egenportefølje ændrede sig ikke i 2011.

For at sikre overholdelse af den etablerede "kinesiske mur" i ECB medførte implementeringen af CBPP2 og SMP en delvis fastfrysning af investeringsaktiviteterne i forbindelse med ECB's egenportefølje i 2011.

RISIKOSTYRINGSFORHOLD I FORBINDELSE MED INVESTERINGSAKTIVITETER OG PENGEPOLITISKE PORTEFØLJER

De finansielle risici, som ECB er eksponeret over for i sine investeringsaktiviteter og pengepolitiske porteføljer (SMP, programmet til opkøb af covered bonds og CBPP2), overvåges og måles nøje. Der er til dette formål etableret en detaljeret grænsestruktur. Det overvåges dagligt, om grænserne overholdes. Desuden sikrer løbende rapportering, at alle interessenter er tilstrækkeligt informeret om omfanget af sådanne risici.

I 2011 fortsatte ECB med at udbygge it-infrastrukturen til understøttelse af rammerne for risikostyring i forbindelse med investeringsoperationer og pengepolitiske porteføljer. Rammerne omfatter nu også porteføljen af covered bonds, som ECB har opkøbt som led i CBPP2.

En af de indikatorer, der benyttes til at overvåge markedsrisici, er Value-at-Risk (VaR), som definerer det maksimale tab på en aktivportefølje, der med en given sandsynlighed kan forventes

efter en nærmere angivet periode. Denne indikator værdi afhænger af en række parametre, der benyttes til beregningen, især konfidensniveau, tidshorizont og stikprøveperioden, der anvendes til at estimere volatiliteten i aktivpriserne. Det kan illustreres ved følgende eksempel: Hvis man til beregning af denne indikator for ECB's investeringsportefølje pr. 30. december 2011 som parametre anvender et konfidensniveau på 95 pct., en tidshorizont på et år og en beregningsperiode på et år som grundlag for volatiliteten i aktivpriserne, er resultatet en VaR på 13,08 mia. euro⁷. Hvis den samme indikator beregnes med en beregningsperiode på fem år i stedet for ét, er resultatet en VaR på 12,16 mia. euro. Hovedparten af denne markedsrisiko skyldes bevægelser i valutakurser og guldpriser. Den lave renterisiko afspejler den fortsat forholdsvist lave modificerede varighed på ECB's investeringsporteføljer i 2011.

⁷ I forlængelse af Styrelsesrådets beslutning om at holde porteføljerne under programmet til opkøb af covered bonds, CBPP2 og SMP til udløb, er værdiansættelsesprincippet for disse beholdninger amortiseret kostpris med nedskrivninger. Derfor er markedsrisikoen for disse porteføljer ikke inkluderet i skønnene.

2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Det er Eurosystemets lovbestemte opgave at fremme betalingssystemernes smidige funktion. Betalingssystemer og systemer til clearing og afvikling af værdipapirer er grundlæggende infrastruktur, der er nødvendig for at sikre, at markedsøkonomierne fungerer tilfredsstillende. De er helt afgørende for at sikre effektive betalingsstrømme for varer, tjenesteydelser og finansielle aktiver, og det er meget vigtigt, at de fungerer gnidningsløst af hensyn til centralbankens pengepolitik samt opretholdelsen af stabiliteten af og tilliden til euroen, det finansielle system og økonomien som helhed. Eurosystemet går til opgaven fra tre vinkler: Det påtager sig en operationel rolle, overvåger systemerne og fungerer som katalysator (der er yderligere oplysninger om de to sidstnævnte funktioner i kapitel 3, afsnit 4 og 5). Hvad angår den operationelle rolle, kan Eurosystemet ifølge ESCB-statutten stille faciliteter til rådighed for at sikre effektive og robuste clearing- og betalingssystemer.

2.1 TARGET2-SYSTEMET

Eurosystemet driver Target2-systemet for store, tidskritiske betalinger i euro. Target2 spiller en vigtig rolle i gennemførelsen af den fælles pengepolitik og i forhold til pengemarkedet i euroområdet. Systemet kan tilbyde realtidsafvikling i centralbankpenge og har en bred markedsdækning. Det håndterer store, tidskritiske transaktioner uden øvre eller nedre grænser for betalingernes værdi og tiltrækker også en lang række andre betalinger. Systemet er baseret på en fælles teknisk infrastruktur, den fælles platform (Single Shared Platform, SSP). Tre centralbanker i Eurosystemet – Deutsche Bundesbank, Banque de France og Banca d'Italia – driver i fællesskab platformen på vegne af Eurosystemet.

I december 2011 havde Target2 987 direkte deltagere. Det samlede antal banker (herunder filialer og datterselskaber), der på verdensplan kan nås via Target2, kom op på 54.000. Dertil kommer, at Target2 afviklede kontantpositioner i 72 tilknyttede systemer.

TARGET2-OPERATIONER

Target2 fungerede smidigt i 2011 og afviklede mange betalinger i euro. Systemet havde fortsat en stabil markedsandel, og 91 pct. af den samlede omsætning i systemerne for store betalinger i euro blev afviklet via Target2. I 2011 behandlede systemet i alt 89.565.697 transaktioner med et dagligt gennemsnit på 348.505 transaktioner. Den samlede værdi af Target2-betalingerne i 2011 var 612.936 mia. euro, og den gennemsnitlige daglige værdi var 2.385 mia. euro. Tabel 12 viser en oversigt over betalinger i Target2-systemet i 2011 i forhold til året før.

Tabel 12. Betalinger i Target2

Værdi (milliarder euro)	2010	2011	Ændring (i pct.)
Target2 samlet			
I alt	593.194	612.936	7,6%
Dagligt gennemsnit	2.299	2.385	6,8%
Mængde (antal transaktioner)			
Target2 samlet			
I alt	88.591.926	89.565.697	1,1%
Dagligt gennemsnit	343.380	348.505	

Kilde: ECB.

Anm.: Der var 258 åbningstidspunkter i 2010 og 257 i 2011.

I 2011 havde den fælles platform en samlet tilgængelighed⁸ på 99,89 pct., da én episode den 25. juli gjorde systemet utilgængeligt i tre timer først på dagen. De relevante nødprocedurer blev iværksat ved den lejlighed, så de mest kritiske transaktioner kunne gennemføres. Ved dagens slutning var alle betalinger blevet afviklet, og Target2 lukkede på normal vis kl. 18.

I årets løb blev 99,85 pct. af betalingerne på den fælles platform gennemført inden for fem minutter. Generelt var deltagerne tilfredse med systemets positive performance.

⁸ Tilgængeligheden angiver deltagerens mulighed for at anvende Target2-systemet i åbningstiden, uden at der sker fejl.

SAMARBEJDE MED TARGET2-BRUGERNE

Eurosystemet holder tæt kontakt til Target2-brugerne, og der blev afholdt regelmæssige møder mellem de nationale centralbanker og nationale Target2-brugergrupper i 2011. Desuden var der kvartalsvise fællesmøder mellem Eurosystemets arbejdsgruppe for Target2 og Target2-arbejdsgruppen for de europæiske sammenslutninger af kreditinstitutter, hvor de forretningsmæssige aspekter af Target2 blev drøftet på europæisk plan. Der blev nedsat en ad hoc-gruppe bestående af repræsentanter fra disse to grupper for at se på større ændringer, som påvirker Target2, herunder tilslutningen af Target2-Securities (T2S). Yderligere strategiske aspekter blev behandlet i Contact Group on Euro Payments Strategy, som består af ledende repræsentanter fra bankerne og centralbankerne.

STYRING AF NYE OPDATERINGER AF SYSTEMET

Eurosystemet lægger meget stor vægt på udviklingen af Target2 for at kunne øge service-niveauet yderligere og opfylde deltagernes behov. Som led i forberedelserne til tilslutningen af T2S til Target2 iværksatte Eurosystemet i september 2011 en brugerhøring om de nødvendige tilpasninger af Target2. Sådanne tilpasninger er et led i Eurosystemets strategi til forbedring af Target2-systemets overholdelse af ISO 20022-standarderne.

Den 21. november 2011 kom den femte version af den fælles platform.⁹ Den omfattede et begrænset antal forbedringer af Target2-systemet samt teknisk implementering af et netværk, der forbinder de deltagende centralbanker og giver dem direkte adgang til de primære Target2-tjenester i tilfælde af, at SWIFT går ned globalt eller regionalt.

I november 2011 lagde Eurosystemet også sidste hånd på indholdet af version seks, som vil omfatte et begrænset antal funktionelle ændringer med en lille indvirkning på Target2. Derfor blev det enstemmigt aftalt med Target2-deltagerne, at denne version implementeres i 2013 og ikke i 2012.

DELTAGERLANDE I TARGET2

Alle lande i euroområdet deltager i Target2, da det er obligatorisk at bruge systemet til afvikling af betalingsordrer i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer. Centralbanker i EU-lande uden for euroområdet kan tilslutte sig Target2-systemet på frivillig basis for at fremme afviklingen af eurodenominerede transaktioner i disse lande. Juridisk og forretningsmæssigt er de enkelte centralbanker selv ansvarlige for systemkomponenten og for forholdet til deres deltagere. Desuden deltager nogle finansielle institutioner beliggende i andre EØS-lande i Target2 via en fjernadgang.

24 centralbanker i EU og deres respektive brugere er aktuelt tilsluttet Target2: de 17 nationale centralbanker i euroområdet, ECB og seks nationale centralbanker fra lande uden for euroområdet¹⁰. I juli 2011 blev Banca Națională a României og dens nationale brugere tilsluttet Target2.

2.2 TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) er Eurosystemets fremtidige tjeneste for værdipapirafvikling i centralbankpenge i Europa. Projektet er i udviklingsfasen, og afviklingsplatformen skal efter planen tages i brug i juni 2015. 30 værdipapircentraler er p.t. involveret i projektet, og det ventes, at de fleste handlede værdipapirer i Europa bliver afviklet i T2S, hvilket vil medføre betydelige stordriftsfordele og meget lave afviklingsomkostninger. Da der ikke længere skelnes mellem grænseoverskridende og indenlandsk afvikling, vil T2S udgøre et større gennembrud i skabelsen af et integreret kapitalmarked i Europa, som vil danne et solidt grundlag for øget effektivitet og konkurrence i hele efterhandelssektoren. Selv om T2S er et initiativ

9 Systemopdateringerne i den femte version afspejles i retningslinje ECB/2011/15 af 14. oktober 2011 om ændring af retningslinje ECB/2007/2 vedrørende Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systemet (Target2).

10 Bulgarien, Danmark, Letland, Litauen, Polen og Rumænien.

fra Eurosystemet, vil det også blive anvendt til afvikling i andre valutaer end euro, hvis den pågældende centralbank indvilger og har opbakning fra markedet.

I 2011 blev der gjort en stor indsats for at færdiggøre den T2S-rammeaftale (Framework Agreement), som skal indgås mellem Eurosystemet og de enkelte værdipapircentraler, der planlægger at deltage i T2S. Efter mere end to års forhandlinger med værdipapircentralerne godkendte Styrelsesrådet den endelige version af aftalen i november 2011. Værdipapircentraler, der beslutter sig for at deltage i T2S, forventes at underskrive aftalen senest i juni 2012. Eurosystemet tilbyder en række incitamenter for at tilskynde værdipapircentralerne til at skrive under til tiden og tilslutte sig T2S på et tidligt tidspunkt.

Sideløbende med forhandlingerne med værdipapircentralerne har Eurosystemet fortsat drøftelserne om aftalen om valutadeltagelse (Currency Participation Agreement) med de centralbanker uden for euroområdet, som har vist interesse for, at deres nationale valutaer skal afvikles på T2S. En arbejdsgruppe, der bl.a. omfattede eksperter fra alle de interesserede centralbanker uden for euroområdet, støttede aktivt T2S Programme Board i forbindelse med identifikation, analyse og løsning af spørgsmål vedrørende denne aftale. Drøftelserne blev afsluttet i januar 2012, og centralbankerne uden for euroområdet blev opfordret til at underskrive aftalen senest ultimo marts 2012, så værdipapircentralerne ved, hvilke valutaer der vil blive afviklet på T2S, inden de beslutter sig for, om de vil underskrive T2S-rammeaftalen.

Flere værdipapircentraler har allerede meddelt, at de planlægger at gå over til T2S i den første migreringsbølge: Monte Titoli (den italienske værdipapircentral), BOGS (værdipapircentralen for græske statspapirer), Depozitarul Central S.A. (den rumænske værdipapircentral) og SIX Securities Services (den schweiziske værdipapircentral). Der er dermed sikret fuld funktionel dækning fra det øjeblik, T2S går i luften, med

deltagelse af værdipapircentraler både inden for og uden for euroområdet.

De resterende elementer af T2S-prislisten, navnlig priserne for informationstjenester og håndtering af markeder, hvor slutinvestorer har konti hos værdipapircentralen, faldt på plads i løbet af 2011. Overordnet set er T2S-prislisten forblevet slank og gennemsigtig, men samtidig sikres det, at betalingerne for afvikling og informationstjenester i T2S nøje afspejler de tilsvarende omkostninger. De lave gebyrer, det mindskede behov for sikkerhedsstillelse og likviditet samt de harmoniserede back office-procedurer, som T2S tilbyder, vil medføre betydelige omkostningsbesparelser i forbindelse med afvikling.

Ledelsesstrukturerne for T2S, der afgør, hvordan fremtidige beslutninger vedrørende T2S træffes, blev aftalt med alle interessenter i 2011. De nye strukturer træder i kraft, når rammeaftalen og aftalen om valutadeltagelse er underskrevet.

I 2011 gjorde Eurosystemet også vigtige fremskridt med hensyn til mulighederne for tilslutning til T2S, dvs. valg af de netværk, hvorigennem markedsdeltagere og værdipapircentraler skal kunne sende instrukser til og modtage meddelelser fra T2S. Der vil blive mulighed for tilslutning til T2S via to VAN-netværksleverandører samt via en dedikeret linje, hvor deltagerne kun får de basale ydelser ved tilslutning. Førstnævnte blev sendt i udbud i juli 2011. Ultimo september var der indkommet en række bud, og aftaler med de to udvalgte leverandører blev underskrevet i januar 2012. Hvad angår den dedikerede linje, har Eurosystemet valgt at anvende et eksisterende netværk i Eurosystemet, som tilpasses T2S.

Eurosystemet lagde sidste hånd på de detaljerede funktionelle specifikationer for brugere og sendte i maj et udkast hertil i offentlig høring. En version, der inddrog de modtagne tilbagemeldinger, blev offentliggjort i oktober. Denne version kan betragtes som grundlag for tilpasning af værdipapircentralernes og centralbankernes systemer til T2S og kan anvendes af alle

deltagere, der skal tilsluttes direkte, når de udformer og opbygger deres grænseflade til T2S.

Endelig styrkede T2S Programme Board sin indsats inden for harmonisering af efterhandlen. I 2011 blev der nedsat en harmoniseringsstyringsgruppe (Harmonisation Steering Group) med deltagelse af ledende repræsentanter fra branchen og fra den offentlige sektor. Dens opgave er at sikre, at harmoniseringskravene opfyldes inden lanceringen af T2S. Yderligere oplysninger om harmoniseringsaktiviteter i forbindelse med T2S og deres betydning for den europæiske finansielle integration findes i kapitel 3, afsnit 4.

2.3 AFVIKLINGSPROCEDURER FOR SIKKERHED

Et fælles sæt belånbare aktiver kan anvendes som sikkerhed for alle typer kreditoperationer i Eurosystemet, ikke kun indenlandske, men også på tværs af landegrænser. Den grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i euroområdet sker hovedsagelig ved hjælp af CCBM og via godkendte links mellem værdipapirafviklingssystemerne i euroområdet. Mens CCBM udbydes af Eurosystemet, er sidstnævnte et markedsbaseret initiativ. Desuden kan grænseoverskridende sikkerhedsstillelse undtagelsesvis mobiliseres på nationale centralbankers konti hos ikke-indenlandske (internationale) værdipapircentraler.

I slutningen af 2011 udgjorde værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse (herunder både omsættelige og ikke-omsættelige aktiver) i Eurosystemet 731 mia. euro i forhold til 762 mia. euro i slutningen af 2010. I alt udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ultimo 2011 29,9 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet.

FORVALTNING AF SIKKERHEDSSTILLELSE

CCBM var fortsat den mest benyttede kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed i Eurosystemets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen i 2011. Aktiver forvaltet via CCBM faldt fra 507 mia. euro ultimo 2010 til 434 mia. euro ultimo 2011. Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse på na-

tionale centralbankers konti hos ikke-indenlandske (internationale) værdipapircentraler beløb sig undtagelsesvis til 122 mia. euro ved udgangen af 2011.

CCBM blev oprindeligt etableret i 1999 som en midlertidig løsning, og da den bygger på princippet om mindst mulig harmonisering, har markedsdeltagerne efterlyst forbedringer. Navnlig har de fremsat ønske om, at det ikke længere skal være nødvendigt at trække (omsættelige) aktiver hjem fra investors værdipapircentral til udsteders værdipapircentral, før de mobiliseres som sikkerhedsstillelse gennem CCBM, og at trepartsforvaltning af sikkerhed, som på nuværende tidspunkt kun anvendes i indenlandske sammenhænge, også kan bruges i grænseoverskridende transaktioner. Eurosystemet støtter indførelsen af disse forbedringer i CCBM og arbejder på at inkorporere dem.

Spørgsmål vedrørende værdipapirafvikling i euro og mobilisering af sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer drøftes i Contact Group on Euro Securities Infrastructures, som er et forum med repræsentanter for markedsinfrastruktur, markedsdeltagere og centralbanker.

GODKENDTE LINKS MELLEM NATIONALE VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse kan også mobiliseres via links mellem nationale værdipapirafviklingssystemer. Sådanne links er dog kun godkendt til kreditoperationer i Eurosystemet, hvis de opfylder Eurosystemets brugerstandarder. Når værdipapirerne er overført til andre værdipapirafviklingssystemer via godkendte links, kan de anvendes efter lokale procedurer nøjagtig som indenlandsk sikkerhed. Værdien af sikkerhedsstillelsen via direkte og relayed links steg fra 109 mia. euro ved udgangen af 2010 til 175 mia. euro ved udgangen af 2011.

I 2011 blev der føjet tre nye godkendte links (to direkte og et relayed) til listen over godkendte links. I alt har modparterne nu adgang til 54 direkte og 8 relayed links, hvoraf kun et begrænset antal anvendes aktivt.

3 SEDLER OG MØNTER

I henhold til traktatens artikel 128 har ECB's styrelsesråd eneret til at bemyndige udstedelse af eurosedler i EU. ECB og de nationale centralbanker kan udstede sedlerne.

3.1 CIRKULATION AF SEDLER OG MØNTER

EFTERSPØRGSEL EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

Ultimo 2011 var der 14,9 mia. cirkulerende eurosedler med en samlet værdi på 888,6 mia. euro. Til sammenligning var der 14,2 mia. eurosedler med en samlet værdi på 839,7 mia. euro ultimo 2010 (se figur 35). Den årlige vækst i værdien af 5-, 10- og 20-eurosedlerne var på 3,0 pct. i 2011. Væksten var klart størst for 50-eurosedlerne vedkommende, idet de udviste en årsvækst på 8,9 pct., efterfulgt af 100-eurosedlerne med 6,4 pct. Efterspørgslen efter 500-eurosedler, der i høj grad anvendes til værdilagring, tog til i 2. halvår 2011, og den årlige vækst blev på 4,1 pct. (se figur 36) oven på en periode med forholdsvis stabil efterspørgsel siden begyndelsen af 2010. 500-eurosedlen var den hyppigst anvendte værdi og tegnede sig for 41 pct. af det samlede antal cirkulerende eurosedler.

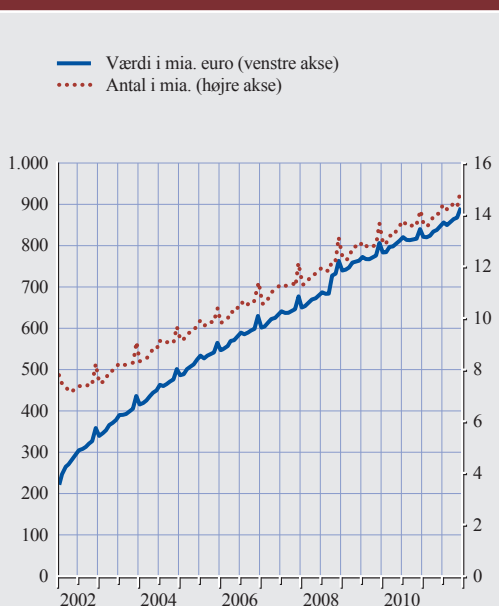
Værdimæssigt havde 50- og 500-eurosedlen de største andele med 34 pct. hver.

Der er tegn på, at en væsentlig del af de store sedler befinder sig uden for euroområdet. Som følge af den finansielle uro er den udenlandske (og den indenlandske) efterspørgsel steget siden efteråret 2008, men faldt lidt i løbet af 2010 for så igen at stige i 2011. Det anslås, at 20-25 pct. værdimæssigt af de cirkulerende eurosedler befinder sig uden for euroområdet, primært i de omkringliggende lande. De bruges først og fremmest til værdilagring, men også til transaktioner på de internationale markeder.

I 2011 førte statsgældskrisen til øget hævning af eurosedler i Grækenland, navnlig 50-eurosedler, som er den højeste værdi i pengeautomaterne i Grækenland. Dette havde dog kun ringe betydning for den samlede cirkulation.

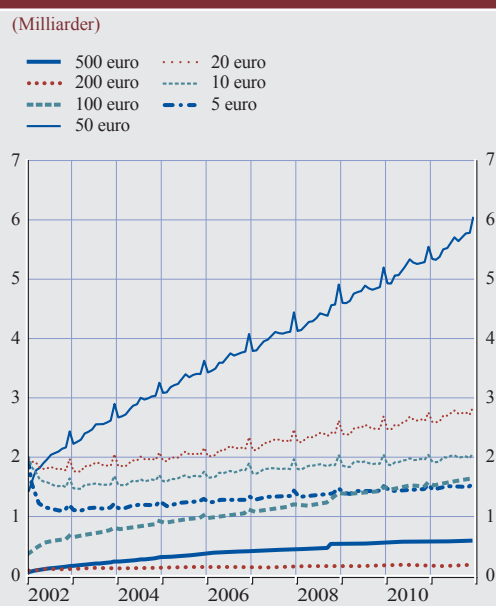
I 2011 steg det samlede antal cirkulerende euro-mønter (dvs. nettocirkulationen ekskl. de nationale centralbankers beholdninger) med 5,2 pct. til 97,8 mia. Mønter med lav pålydende værdi,

Figur 35. Antal og værdi af eurosedler i cirkulation



Kilde: ECB.

Figur 36. Antal eurosedler i cirkulation efter seddelsværdi



Kilde: ECB.

dvs. 1, 2 og 5 cent, udgjorde 61 pct. af det samlede antal cirkulerende mønter. Ultimo 2011 var værdien af de cirkulerende mønter 23,1 mia. euro, hvilket var 3,6 pct. højere end ultimo 2010.

EUROSYSTEMETS HÅNDBLING AF EUROSEDLER

Euroområdet nationale centralbanker udstedte i 2011 34,0 mia. sedler til en værdi af 1,1 billion euro, mens 33,2 mia. sedler til en værdi af 1,0 billion euro blev returneret. 34,3 mia. eurosedler blev kontrolleret for ægthed og egnethed til cirkulation i fuldautomatiske maskiner med henblik på at opretholde eurosedlernes kvalitet og integritet i overensstemmelse med Eurosystemets fælles minimumsstandarder for sortering. Undervejs blev 5,7 mia. eurosedler fundet uegnede til cirkulation og destrueret. Uegnethedsprocenten¹¹ lå på 16,5 og var dermed lidt lavere end i 2010. Den gennemsnitlige returneringsfrekvens¹² for cirkulerende eurosedler faldt yderligere fra 2,46 ultimo 2010 til 2,30 ultimo 2011, så en euroseddel i gennemsnit returneres til en national centralbank i euroområdet hver femte måned. Faldet kan i høj grad tilskrives den betydelige andel af store penge-sedler, der ofte bruges til værdilagrings og derfor har en lav returneringsfrekvens. Den faldende returneringsfrekvens kan også i nogen grad afspejle tendensen til, at de nationale centralbanker udliciterer driftsaktiviteter til tredjeparter, og disse tredjeparters øgede recirkulation af kontanter. Returneringsfrekvensen for de store pengesedler var 0,34 for 500-eurosedler, 0,47 for 200-eurosedler og 0,73 for 100-eurosedler, mens returneringsfrekvensen for de værdier, der typisk bruges til transaktioner, var højere (1,73 for 50-eurosedler, 3,63 for 20-eurosedler, 4,32 for 10-eurosedler og 2,42 for 5-eurosedler).

3.2 FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

FALSKE EUROSEDLER

De nationale analysecentre¹³ modtog ca. 606.000 falske eurosedler i 2011. Sammenlignet med antallet af ægte eurosedler i cirkulation er antallet af forfalskninger fortsat meget lavt.

Figur 37 viser den langsigtede udvikling i antallet af falske eurosedler, der tages ud af cirkulation. Det er primært 20- og 50-eurosedlen, der forfalskes. I 2011 udgjorde disse to værdier henholdsvis 47,5 pct. og 32,5 pct. af det samlede antal falske sedler. Figur 38 viser fordelingen af forfalskninger efter seddelværdi.

De europæiske og internationale myndigheder gør hele tiden en stor indsats for at bekæmpe forfalskning, og offentligheden kan trygt stole på euroens sikkerhed, men tilliden bør aldrig være blind. ECB råder stadig offentligheden til at være på vagt over for forfalskninger og huske "føl-se-vip"-testen.¹⁴ Det er ikke nok blot at kontrollere ét sikkerhedsэлемент. Desuden tilbydes der løbende uddannelse til kontanthåndterende virksomheder både i og uden for Europa, og der er udarbejdet opdateret materiale, som kan støtte Eurosystemets kamp mod

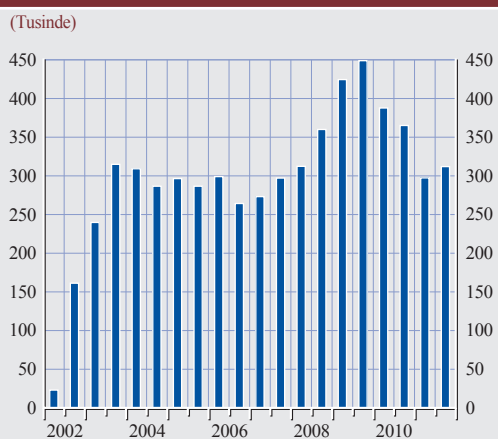
11 Defineret som antallet af uegnede eurosedler i en given periode divideret med det samlede antal eurosedler, der sorteres i den pågældende periode.

12 Defineret som det samlede antal eurosedler, der returneres til de nationale centralbanker i euroområdet inden for en given periode, divideret med det gennemsnitlige antal cirkulerende eurosedler i perioden.

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

14 Se ECB's hjemmeside.

Figur 37. Antal falske eurosedler fundet i cirkulation



Kilde: ECB.

forfalskning. ECB's veletablerede samarbejde med Europol og Europa-Kommissionen bidrager også til denne kamp.

BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING PÅ GLOBALT PLAN

Samarbejdet om beskyttelse mod forfalskning er ikke kun et europæisk anliggende. Eurosystemet deltager aktivt i arbejdet i centralbankernes center for bekæmpelse af forfalskning (Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG))¹⁵. ECB huser det internationale center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC)), der fungerer som teknisk center for CBCDG. ICDC har en hjemmeside,¹⁶ hvor offentligheden kan finde oplysninger og vejledning om gengivelse af pengesedler samt link til landespecifikke hjemmesider.

3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

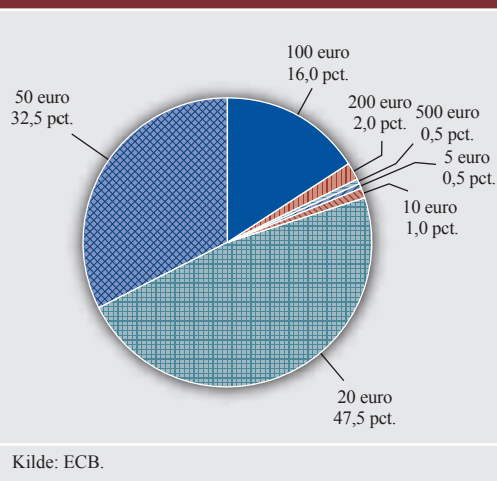
PRODUKTION AF EUROSEDLER

I 2011 producerede de nationale centralbanker i alt 6,0 mia. eurosedler til en værdi af 171,3 mia. euro. Fremstillingen af eurosedler var fortsat 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 en bestemt seddelværdi (se tabel 13).

KØREPLAN FOR ØGET HARMONISERING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS KONTANTTJENESTER

I 2007 vedtog Styrelsesrådet en køreplan for på mellemlangt sigt gradvis at øge harmoniseringen af de nationale centralbankers kontantjenester. De fleste punkter i køreplanen er gennemført siden da. Det drejer sig om: i) fjernadgang til en ikke-indenlandsk national centralbanks kontantjenester, ii) modtagelse af møntindskud ved kassen i de nationale centralbanker, iii) mindsteåbningstider for den nationale centralbanks kontantjenester på mindst én lokalitet og iv) indførelse af orienteringsafhængige

Figur 38. Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2011



indskud og hævninger af eurosedler som fælles, gratis tjeneste hos de nationale centralbanker.

De to resterende punkter, nemlig dels udveksling af elektroniske meddelelser om kontanttransaktioner mellem de nationale centralbanker og nationale og internationale professionelle kunder og dels harmoniseringen af seddelpakningen i forbindelse med kontantjenester, gennemføres på mellemlangt sigt. Gennemførelsen sker i henhold til de nationale centralbankers individuelle tidsplaner, som er meddelt European Payments Council og European Security Transport Association, der er de væsentligste interessenter på europæisk niveau i forbindelse med kontanttransaktioner. Begge tiltag sigter mod at gøre det lettere at gennemføre kontanttransaktioner på tværs af landegrænser og supplerer dermed forordning (EU) nr. 1214/2011 om erhvervsmæssig grænseoverskridende landevejstransport af eurokontanter mellem medlemsstaterne i euroområdet, som træder i kraft ultimo november 2012.

¹⁵ En arbejdsgruppe bestående af 32 centralbanker og seddeludstedende myndigheder, der arbejder sammen i G10-regi.

¹⁶ Se <http://www.rulesforuse.org>

RECIRKULATION AF EUROSEDLER

Kontanthåndterende virksomheders recirkulation af eurosedler har siden 1. januar 2011 været reguleret af afgørelse ECB/2010/14 om kontrol af eurosedlers ægthed og kvalitet og om recirkulering af eurosedler. Ud over kreditinstitutter og andre, der håndterer kontanter som led i deres virksomhed, skal andre økonomiske aktører, fx detailhandlende og kasinoer, overholde ECB's procedurer ved udbetaling af eurosedler til offentligheden via pengeautomater. Det betyder, at alle eurosedler, der recirkuleres via pengeautomater i euroområdet, skal kontrolleres for ægthed og egnethed til cirkulation. Dette er afgørende af hensyn til sedlernes integritet.

ECI-PILOTPROGRAMMET I ASIEN

Styrelsesrådet kom med en positiv vurdering af det treårige ECI-pilotprogram (Extended Custodial Inventory) for eurosedler, hvor ECI'er i 2011 blev drevet af Bank of America Merrill Lynch (i Hongkong) og Bank of Ireland First Currency Services i et joint venture med United Overseas Bank (i Singapore).¹⁷ ECI-programmet udvides fra Asien til Nordamerika og Mellemøsten gennem en åben udbudsprocedure, som blev iværksat i 1. kvartal 2012. For at undgå at de etablerede procedurer under de nuværende ECI-programmer vedrørende distribution af eurosedler til de internationale markeder afbrydes, har Styrelsesrådet besluttet, at det eksisterende program forlænges fra 1. februar 2012, indtil der er tildelt kontrakter til de udvalgte budgivere.

DEN ANDEN SERIE EUROSEDLER

Eurosystemet fortsatte arbejdet med en ny serie eurosedler i 2011, hvor der var fokus på udvikling af initieringsmaterialerne (de basismaterialer, der bruges til produktion af pengesedler) samt testtryk for at vurdere muligheden for at fremstille de nye eurosedler i stor skala. Den nye serie bibeholder de vigtigste designelementer fra den første serie eurosedler. Den præcise udstedelsesdato og -rækkefølge fastsættes senere i forløbet. Eurosystemet vil i god tid udsende information om de nye eurosedler til offentligheden, kontanthåndterende virksomheder og producenter. Der er ingen begrænsning på, hvor

Tabel 13. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2011

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	Nationale centralbanker, der iværksatte produktion
5 euro	1.714,8	DE, IE, ES, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
10 euro	1.541,2	DE, GR, FR, AT, PT
20 euro	536,6	FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
50 euro	2.169,1	BE, DE, ES, IT
100 euro	0	-
200 euro	0	-
500 euro	56,2	AT
I alt	6.017,9	

Kilde: ECB.

længe de nationale centralbanker i euroområdet veksler eurosedler fra den første serie.

¹⁷ Det andet ECI i Hongkong, der blev drevet af HSBC, lukkede i oktober 2010, idet HSBC trak sig ud af det internationale engrosmarked for pengesedler.

4 STATISTIK

Med hjælp fra de nationale centralbanker udvikler, indsamler, udarbejder og formidler ECB en lang række statistiske oplysninger, som understøtter pengepolitikken i euroområdet, forskellige andre ESCB-opgaver og siden 1. januar 2011, hvor European Systemic Risk Board (ESRB) blev oprettet, også ESRB-opgaver. Statistikkerne bruges også i vid udstrækning af offentlige myndigheder – fx i Europa-Kommissionens resultattavle for overvågning af makroøkonomiske ubalancer – finansielle markedsdeltagere, medierne og offentligheden. Også i 2011 blev der regelmæssigt og uden problemer eller forsinkelser udsendt statistik for euroområdet, og samtidig blev der gjort en stor indsats for yderligere at forbedre ESCB's statistiske rammer i overensstemmelse med arbejdsprogrammet, der revideres årligt. En af de store udfordringer i 2011 var, at der blev efterspurgt statistikker, som vedrørte finansiell stabilitet. Det kan kræve anvendelse af mikrodatabaser og -registre.

4.1 NYE ELLER FORBEDREDE STATISTIKKER FOR EUROOMRÅDET

I juni 2011 udsendte ECB nye, forbedrede statistikker baseret på data, der rapporteres af MFI'er, financial vehicle corporations, der beskæftiger sig med securitisering, samt forsikringselskaber og pensionskasser, hvorved den statistiske dækning af euroområdets finansielle sektor og finansielle instrumenter udvides. Den nye fordeling af de månedlige statistikker for MFI-balanceposter og MFI-renter for udlån og indskud på husholdninger og ikke-finansielle selskaber giver et løft til to sæt statistikker, som er vigtige i forhold til analysen af den pengeudstedende sektor. Desuden er to nye kvartalsvise datasæt om udeståender og transaktioner for financial vehicle corporations og om udeståender og udvalgte transaktioner for forsikringselskaber og pensionskasser – sammen med de nye statistikker om investeringsforeninger, der er blevet offentliggjort siden 2010 – med til at lukke nogle af hullerne i den harmoniserede rapportering for euroområdets andre finansielle formidlere end banker. Denne sektor får sti-

gende betydning i forbindelse med makroøkonomiske og finansielle analyser.

Eurosystemets fælles formidlingsrammer er blevet udvidet med en ny tabel for forsikringselskaber og pensionskasser, som viser aggregater for euroområdet og alle tilsvarende nationale data på ECB's og de respektive nationale centralbankers hjemmesider. Formidlingen af statistik blev også forbedret, bl.a. gennem en uddannelsesvideo om statistik.

I maj 2011 udsendte ECB et nyt visualiseringsværktøj til statistikker over de offentlige finanser i euroområdet og de enkelte medlemslande. Som svar på den øgede efterspørgsel efter statistikker om offentlige finanser, siden den finansielle krise og statsgældskrisen begyndte, fordeles statsgælden nu på finansielle instrumenter, resterende og oprindelig løbetid, valuta og ihæندهaver.

4.2 ØVRIG STATISTISK UDVIKLING

Med udgangspunkt i den centrale værdipapir-database (Centralised Securities Database), som indeholder referencedata, priser og selskabsoplysninger om alle de enkelte værdipapirer, der anses for statistisk relevante for ESCB, godkendte Styrelsesrådet i 2011 en systematisk indsamling og udarbejdelse af statistikker om værdipapirbeholdninger på grundlag af oplysninger om det enkelte værdipapir. Dette tiltag, der vil muliggøre en mere detaljeret analyse af de institutionelle sektorer værdipapirbeholdninger, vil kræve udarbejdelse af en retsakt samt opbygning af en database, der kan generere mere harmoniserede statistikker af højere kvalitet.

I november 2011 offentliggjorde ECB i samarbejde med Europa-Kommissionen resultaterne af undersøgelsen om adgang til finansiering for små og mellemstore virksomheder, som udsendes hvert andet år for alle 27 EU-lande samt 10 omkringliggende lande, herunder EU-kandidatlande. ECB gennemfører hvert halve år en delundersøgelse for virksomheder i euroområdet med henblik på at vurdere den seneste udvikling i deres finansieringsbetingelser.

Det gik fremad med gennemførelsen af Eurosystemets undersøgelse af husholdningernes finanser og forbrug. Hensigten er at frembringe data på mikroniveau om husholdningernes reale og finansielle aktiver, passiver, forbrug og opsparing, indkomst og beskæftigelse, fremtidige pensioner, overførsler og gaver mellem generationer samt holdninger til risiko. Feltarbejdet til den første undersøgelse blev gennemført i slutningen af 2010 og begyndelsen af 2011 af de nationale centralbanker i de fleste eurolande (i enkelte tilfælde i samarbejde med de nationale statistikbureauer).

I januar 2011 kom der en ECB-afgørelse om overførsel af fortrolige data i henhold til den fælles ramme for virksomhedsregistre til statistiske formål. Afgørelsen definerer formatet for samt sikkerheds- og fortrolighedstiltagene i forbindelse med gensidig udveksling af oplysninger med Europa-Kommissionen og de nationale statistikbureauer. Endvidere fortsatte ESCB sit arbejde med at udvikle et register over alle finansielle institutioner i Europa, herunder store bank- og forsikringskoncerner. Desuden støtter ESCB den igangværende proces for at skabe et globalt system til identifikation af juridiske enheder, så parterne i en finansiell transaktion kan identificeres entydigt. Det er et projekt, som har stor betydning for de finansielle myndigheder og finansindustrien.

ECB fortsatte sit tætte samarbejde med Eurostat og med andre internationale organisationer såsom BIS, IMF, OECD og FN. Med hensyn til gennemførelsen af nye internationale statistiske standarder har ECB sammen med Eurostat fokuseret på en revision af ENS95, som skal bringes i overensstemmelse med nationalregnskabssystemet SNA08 og sjette udgave af IMF's betalings- og kapitalbalancemanual. Samtidig er ECB's og EU's retsakter ved at blive revideret for at sikre, at de nye standarder gennemføres i 2014, og for løbende at forbedre aktualiteten af euroområdet's konti. I marts 2011 gav Styrelsesrådet sin støtte til at fremrykke tidsfristerne for rapportering til de kvartalsvise konti for den offentlige sektor i henhold til ENS-transmissionsprogrammet og for data vedrørende bud-

getunderskudsproceduren med henblik på at støtte udarbejdelse af fuldstændige integrerede kvartalsvise konti for euroområdet med en frist på t+90. Desuden godkendte Styrelsesrådet i december 2011 den omarbejdede retningslinje og anbefaling om ECB's rapporteringskrav vedrørende eksterne statistikker, som forbedrer statistikkerne for betalingsbalancen og kapitalbalancen over for udlandet (herunder bl.a. krav vedrørende forsendelse af eurosedler på tværs af landegrænser) samt aktualiteten af euroområdet's eksterne statistikker.

Forbedringer af statistikkernes aktualitet, kvalitet og dækning er vigtige af hensyn til ECB's pengepolitiske funktion, men også af hensyn til analysen af den finansielle stabilitet. I den sammenhæng har ECB ydet statistisk støtte til ESRB, idet konsoliderede bankdata er blevet stillet til rådighed halvårligt, og andre datasæt er ligeledes stillet til rådighed i henhold til ESRB's afgørelse af september 2011 om tilvejebringelse og indsamling af oplysninger. Det tætte samarbejde med de nyetablerede europæiske tilsynsmyndigheder, navnlig EBA og EIOPA, fortsatte også. Der var fokus på at muliggøre udveksling af relevante og pålidelige oplysninger i overensstemmelse med EU's lovgivning med respekt for beskyttelsen af fortrolige oplysninger. Endelig er arbejdet med at samordne statistiske og tilsynsmæssige rapporteringskrav fortsat. En effektiv datastrøm kan minimere rapporteringsbyrden for virksomheder, der skal rapportere til både Eurosystemet og tilsynsmyndighederne.

Hvad angår globalt samarbejde, deltager ECB i de statistiske initiativer, som G20 støtter, med henblik på at lukke væsentlige informationshuller i de økonomiske og finansielle statistikker. Som medlem af Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics er ECB aktivt involveret i gennemførelsen af G20-handlingsplanen vedrørende måling af risici i den finansielle sektor, internationale finansielle sammenhænge og økonomiens sårbarhed over for stød. ECB har også bidraget til at forbedre hjemmesiden for Principal Global Indicators.

5 ØKONOMISK FORSKNING

ECB's forskning samt forskningen inden for Eurosystemet som helhed har som mål at: a) skabe forskningsresultater, der er relevante for formulering af pengepolitisk rådgivning og udførelsen af Eurosystemets andre opgaver, b) vedligeholde og anvende økonomiske modeller til økonomiske prognoser og fremskrivninger og sammenligne effekten af alternative politikker samt c) kommunikere med den akademiske verden, fx gennem publicering af forskningsresultater i videnskabelige tidsskrifter, der er underkastet peer-review, samt deltagelse i og afholdelse af forskningskonferencer. I de følgende to afsnit analyseres de vigtigste forskningsområder og -aktiviteter i 2011.

5.1 FORSKNINGSPRIORITETER OG -RESULTATER

ECB's økonomiske forskning foregår decentralt inden for flere forretningsområder alt efter behov og ekspertise. Generaldirektoratet for Forskning har ansvaret for at koordinere dette forskningsarbejde og for samtidig selv at udføre forskning af høj kvalitet. Generaldirektøren står i spidsen for et koordinationsudvalg for forskning, der sørger for, at forskningsaktiviteterne i ECB stemmer overens med de behov, institutionen og politikprocesserne har. Udvalget fastsætter prioritetsområder for hvert år og sørger for, at forskningsaktiviteterne primært retter sig mod disse områder. Forskningsprioriteterne på højt niveau var i 2011: a) finansiel stabilitet og makroprudentielt tilsyn og regulering, b) pengemarkederne i en "ny normalsituation" og udformningen af de operationelle rammer efter krisen, c) samspillet mellem penge- og finanspolitik og effekterne af lave renter og ekstraordinære pengepolitiske tiltag samt d) landeovervågning.

Forskningen vedrørende finansiel stabilitet og makrotilsyn og -regulering havde navnlig fokus på makrofinansielle sammenhænge og politikker rettet mod systemiske risici. ESCB's netværk vedrørende makroprudentiel forskning (Macro-prudential Research Network) gjorde store fremskridt på området, idet der blev udviklet makrofinansielle modeller, som kæder

finansiel stabilitet sammen med økonomiske resultater (se kapitel 3, afsnit 2.2). Netværkets første offentlige konference, hvor der var en række forskningsindlæg på programmet, blev afholdt i oktober 2011.

Hvad angår pengemarkederne og de operationelle rammer, gik det fremad med udviklingen af modeller, der kan give en bedre indsigt i, hvad øgede spændinger på markedet betyder for efterspørgslen efter centralbankmidler og for pengemarkedernes funktion generelt. Desuden blev der forsket i, hvordan de operationelle rammer bedst kan udformes, og hvilke implikationer likviditetsregulering har.

Med hensyn til den pengepolitiske strategi blev der udført analyser af samspillet mellem finans- og pengepolitik samt af ekstraordinære pengepolitiske tiltag. Det gik også fremad med analysen af alternative mekanismer for forventningsdannelse og deres betydning for konjunkturfølget. Inden for den finanspolitiske analyse var fokus rettet mod forskellige aspekter af statsgæld og de offentlige finansers holdbarhed.

For landeovervågningens vedkommende blev den nye flerlandemodel (New Multi-Country Model) videreudviklet og i stigende grad brugt som inputmodel til scenarier, der dækker flere lande eller hele euroområdet. Modellen for euroområdet og den globale økonomi (Euro Area and Global Economy model) blev udvidet med yderligere to lande og bl.a. anvendt til analyse af spørgsmål vedrørende finanspolitiske og strukturelle tilpasninger. Desuden blev de første skridt taget til oprettelse af et forskningsnetværk vedrørende konkurrenceevne i ESCB-regi.

5.2 FORMIDLING AF FORSKNING: PUBLIKATIONER OG KONFERENCER

Som i tidligere år blev den forskning, som ECB's stab har udført, publiceret i ECB's Working Papers og Occasional Papers. ECB udgav 127 Working Papers og 11 Occasional Papers i 2011. I alt 116 Working Papers blev udarbejdet af ECB's stab, enten alene eller sammen

med andre, i mange tilfælde andre økonomer fra Eurosystemet. Resten blev udarbejdet af gæsteforskere, der deltog i konferencer og workshops, var med i forskningsnetværk eller havde opholdt sig i længere tid i ECB for at færdiggøre et forskningsprojekt.¹⁸ Det er nu normen, at de fleste af papirerne før eller senere forventes publiceret i førende akademiske tidsskrifter, der er underkastet peer-review. I 2011 publicerede ECB's stab over 124 artikler i akademiske tidsskrifter. Desuden udgiver ECB sin Research Bulletin, som er en forskningsoversigt¹⁹, der udkommer jævnligt på engelsk. Den bruges til at formidle forskningsaktiviteter, der har generel interesse for en bredere kreds. I 2011 udkom den tre gange, og emnerne var bl.a.: analyse af pengepolitikens gennemførelse i euroområdet ved brug af en model for søgefriktion på arbejdsmarkedet (Diamond, Mortensen og Pissarides-modellen), nye metoder til måling af systemiske risici, styring af manglende valutakurstilpasning og ubalancer på betalingsbalancens løbende poster, overvågning af afsmitningseffekter samt informationsindholdet i kerneinflation.

ECB afholdt eller var medarrangør af 15 konferencer og workshops om forskellige forskningsemner i 2011. De konferencer, ECB var medarrangør af, foregik i samarbejde med Centre for Economic Policy Research, BIS og andre centralbanker både inden for og uden for Eurosystemet. Som i tidligere år vedrørte de fleste konferencer og workshops specifikke forskningsprioritetsområder. Programmerne for disse begivenheder og indlæggene findes på ECB's hjemmeside.

Et andet mangeårigt tiltag til formidling af forskning er afholdelsen af seminarerækker, hvoraf de to har 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 Speaker Seminars). Disse to seminarerækker består af ugentlige seminarer, hvor eksterne forskere inviteres til at præsentere deres arbejde i ECB. ECB afholder

også mere ad hoc-baserede forskningsseminarer uden for rammerne af disse to serier.

18 Eksterne forskere besøger ECB på ad hoc-basis eller i forbindelse med formelle programmer som Lamfalussy Research Fellowship.

19 Alle Research Bulletins findes på ECB's hjemmeside under "Publications".

6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER

6.1 OVERHOLDELSE AF FORBUDET MOD MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG

Ifølge traktatens artikel 271, litra d, er det ECB's opgave at overvåge, at alle 27 nationale centralbanker i EU og ECB overholder deres forpligtelser i henhold til traktatens artikel 123 og 124 og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Ved artikel 123 forbydes ECB og de nationale centralbanker at give regeringer og EU-institutioner eller -organer mulighed for at foretage overtræk eller yde dem andre former for kreditfaciliteter samt at købe gældsinstrumenter direkte fra dem. Ved artikel 124 forbydes enhver foranstaltning, der ikke er baseret på tilsynsmæssige hensyn, hvorved der gives regeringer eller EU-institutioner 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 EU-institutioner 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 123. Sådanne køb må ikke blive en form for indirekte monetær finansiering af den offentlige sektor.

Overvågningen i 2011 tydede på, at følgende forhold kunne betragtes som værende i strid med bestemmelserne i traktatens artikel 123 og 124 med tilhørende rådsforordninger.

For det første købte Národná banka Slovenska i kapitalforvaltningsøjemed et eurodenomineret værdipapir af en enhed i den offentlige sektor på det primære gældsmarked. Det skyldtes en operationel fejl, og værdipapiret blev solgt, så snart fejlen blev opdaget. For det andet fortsatte De Nederlandsche Bank med at foretage betalinger på forskud i forbindelse med driften af

den hollandske indskudsgarantiordning. Det er afgørende nødvendigt at færdiggøre de nødvendige lovændringer i Holland i overensstemmelse med ECB's udtalelse for at sikre, at hollandsk lovgivning overholder traktatens bestemmelser om forbuddet mod monetær finansiering.

Generelt skal det bemærkes, at forpligtelserne i traktatens artikel 123 og 124 nøje skal respekteres, også i tilfælde af finanskrise.

6.2 RÅDGIVENDE FUNKTIONER

Ifølge traktatens artikel 127, stk. 4, og 282, stk. 5, skal ECB høres om ethvert forslag til EU-lovgivning eller national lovgivning inden for ECB's kompetenceområder.²⁰ Alle ECB's udtalelser er tilgængelige på ECB's hjemmeside. ECB's udtalelser om foreslået EU-lovgivning offentliggøres desuden i Den Europæiske Unions Tidende.

Efter Lissabontraktatens ikrafttræden i december 2009, og i lyset af etableringen af de nye europæiske tilsynsmyndigheder (European Supervisory Authorities) primo 2011, har ECB udstukket sin kurs for udøvelse af sin rådgivende funktion i forbindelse med forslag til delegerede retsakter og gennemførelsesretsakter i henhold til traktatens artikel 290 og 291.²¹ ECB påpegede, at sådanne lovforslag udgør "forslag til EU-retsakter" i samme betydning som i traktatens artikel 127, stk. 4, 1. led, og 282, stk. 5, 1. led. ECB skal høres i god tid om alle forslag til EU-retsakter, som falder inden for ECB's kompetence, herunder udkast til delegerede retsakter og gennemførelsesretsakter.

I 2011 vedtog ECB 19 udtalelser om forslag til EU-lovgivning og 88 om forslag til national

20 Storbritannien er fritaget for høringsforpligtelsen i henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet som bilag til traktaten, EUT C 83 af 30.3.2010, s. 284.

21 Se fx CON/2011/42, CON/2011/44 og CON/2012/5.

lovgivning inden for ECB's kompetenceområder. En liste over de udtalelser, som blev vedtaget i 2011 og begyndelsen af 2012, findes som bilag til denne årsberetning.

UDTALELSER OM FORSLAG TIL EU-LOVGIVNING

ECB's udtalelser udarbejdet på anmodning fra Rådet for Den Europæiske Union, Europa-Parlamentet og Det Europæiske Råd omhandlede bl.a. en ændring til traktatens artikel 136, forslag til et direktiv og en forordning, der skal erstatte kapitalkravsdirektivet, samt reglerne om short selling.

I udtalelsen om forslag til ændring af traktatens artikel 136²² (se kapitel 4) opfordrede ECB endnu en gang til et kvantespring i den økonomiske styring af ØMU'en og understregede behovet for at etablere permanente rammer for krisestyring, hvorunder der som sidste mulighed kan ydes midlertidig finansiel støtte til eurolande, som har svært ved at opnå markedsbaseret finansiering. ECB understregede, at den kommende europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) bør udformes omhyggeligt, således at den sikres mod "moral hazard". ECB bemærkede, at selv om ECB kan fungere som fiskalagent for ESM, betyder forbuddet mod monetær finansiering i traktatens artikel 123, at ESM ikke kan blive modpart for Eurosystemet i medfør af artikel 18 i ESCB-statutten.

I sin udtalelse om forslagene til et direktiv og en forordning, der skal erstatte kapitalkravsdirektivet²³, gav ECB sin fulde støtte til en rettidig og effektiv gennemførelse af Basel III-aftalerne og likviditetsstandarderne (se kapitel 3, afsnit 3). ECB støttede fuldt ud målet om at imødegå målrettet risikoeksponering via delegerede retsakter, der bemyndiger Kommissionen til at indføre skærpede tilsynskrav, hvor det er nødvendigt for at tage højde for ændringer i intensiteten af mikro- og makroprudentielle risici, der skyldes markedsudviklingen. ECB anbefalede, at de nationale myndigheder også skulle have mulighed for at indføre skærpede tilsynskrav for at imødegå specifikke problemer med finansiel stabilitet i de pågældende medlemslande.

ECB udtrykte i sin udtalelse om et forslag til forordning vedrørende "short selling" og visse forhold vedrørende credit default swaps²⁴ støtte til den nye gennemsigthedsordning for short selling af aktier og pligten til at oplyse de kompetente myndigheder om væsentlige korte netto-positioner vedrørende udstedere af statsobligationer i EU eller tilsvarende udækkede positioner i credit default swaps (se kapitel 3, afsnit 3). Udtalelsen indeholdt desuden anbefalinger til standarder for rapportering og offentliggørelse samt ordninger for udveksling af oplysninger.

UDTALELSER OM UDKAST TIL NATIONAL LOVGIVNING

Der var et betydeligt antal høringer iværksat af nationale myndigheder, hvoraf mange omhandlede stabilitet på finansmarkederne, ikke mindst i forbindelse med den finansielle krise.²⁵

Flere medlemslande hørte ECB om interventions- og afviklingsforanstaltninger for kreditinstitutter og finansielle institutioner, hvoraf nogle var i overensstemmelse med strukturkriterierne under støtteprogrammerne i EU-IMF-regi. Forslagene havde til formål at styrke de tilsynsmæssige beføjelser i forbindelse med håndtering af nødlidende finansielle institutioner, herunder mulighed for at overføre nødlidende institutters aktiver og passiver til en anden enhed som fx en "bridge bank" (en ny bank oprettet som led i afvikling af en nødlidende bank). De åbnede også mulighed for etablering af ordninger til finansiering af afviklingsforanstaltninger. I relation til Grækenland²⁶ bifaldt ECB etableringen af et midlertidigt kreditinstitut som et afviklingsinstrument, der skulle finansieres udelukkende af Hellenic Financial Stability Fund. ECB bifaldt desuden banksektorens ansvar for, via særlige afgifter, at finansiere en afviklingsenhed, der skulle etableres som en

22 CON/2011/24.

23 CON/2012/5.

24 CON/2011/17.

25 Se fx CON/2011/21, CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/72, CON/2011/76, CON/2011/79, CON/2011/82, CON/2011/83, CON/2011/86, CON/2011/95 og CON/2011/103.

26 CON/2011/72.

CENTRALBANKENS UAFHÆNGIGHED I UNGARN

Siden 2010 har Magyar Nemzeti Banks juridiske og operationelle rammer gennemgået en række væsentlige ændringer, der har skabt bekymring om, hvorvidt traktatens uafhængighedsprincip overholdes, herunder:

- ændringer i aflønningen af den nuværende centralbankchef og andre beslutningstagere (CON/2010/56 og CON/2010/91)
- ændringer i reglerne om udnævnelse og afskedigelse af medlemmer af det monetære råd (CON/2010/91 og CON/2011/104)
- en gennemgående revision af ledelsesstrukturen ved genindsættelse af direktionen og forøgelse af antallet af vicedirektører (CON/2011/104 og CON/2011/106)
- etablering af det forfatningsmæssige grundlag for en sammenlægning af centralbanken og finansstilsynet (CON/2011/106).

I sine seneste udtalelser om Magyar Nemzeti Bank (CON/2011/104 og CON/2011/106) udtrykte ECB stor bekymring om centralbankens uafhængighed. De konstante ændringer i sammensætningen af Magyar Nemzeti Banks beslutningsorganer, det øgede antal medlemmer af det monetære råd og muligheden for at øge antallet af vicedirektører – uden behørig begrundelse af behovet for at ændre de institutionelle rammer – opfattes som mulige midler til at få indflydelse på beslutningsprocessen. De seneste gentagne ændringer af lovgivningen om aflønningen af de besluttende organers medlemmer er blevet gennemført uden at tage højde for Magyar Nemzeti Banks holdning og dermed hensynet til finansiell uafhængighed. ECB kommenterede desuden en forfatningsændring, der banede vejen for en sammenlægning af Magyar Nemzeti Bank med det ungarske finansstilsyn i en ny institution og ikke mindst degraderede den nuværende centralbankchef og placerede ham under direktøren for den nye sammenlagte institution. Efter ECB's mening bringer denne bestemmelse centralbankchefens personlige uafhængighed i fare.

Endvidere undlod de ungarske myndigheder i en række tilfælde at overholde forpligtelsen til at høre ECB eller at tage ECB's udtalelser i betragtning ved vedtagelse af lovgivning i relation til centralbanken.

Overtrædelsen af princippet om centralbankers uafhængighed og forpligtelsen til at høre ECB medførte, at Europa-Kommissionen i januar 2012 indledte en traktatbrudsprocedure mod Ungarn.

uafhængig enhed under Hellenic Deposit and Investment Guarantee Fund. I en anden udtalelse støttede ECB etableringen af en medgiftsordning for nødlidende banker i Danmark.²⁷ I forbindelse med de foreslåede hollandske kriseforanstaltninger²⁸ kommenterede ECB en særlig ekspropriationsordning, der skulle sikre det

finansielle systems stabilitet, og understregede, at ekspropriation fra statens side i forbindelse med nødlidende institutter var et instrument,

²⁷ CON/2011/45. Se også CON/2011/90 om en lignende udvikling.
²⁸ CON/2011/60.

der kun skulle benyttes i helt særlige og klart definerede tilfælde. I sin udtalelse om den portugisiske bankafviklingsordning²⁹ vurderede ECB virkningen af at give forrang til fordringer, der vedrører garanterede indskud. I udtalelserne om statsgarantier til støtte af planerne om omstrukturering af Dexia³⁰ understregede ECB behovet for konsistens og koordinering af medlemslandenes reaktioner på den nuværende finansielle situation og kriterierne for statsgaranterede banklån.

Flere høringer omhandlede finansieringen af indskudsgarantiordninger og spørgsmål om, hvilke opgaver der hører dertil.³¹ ECB hilste ex ante-finansieringen af den hollandske indskudsgarantiordning velkommen, men noterede sig, at de foreslåede rammer omfattede former for forhåndsfinansiering via centralbanken, som ikke var forenelige med forbuddet mod monetær finansiering.

ECB kommenterede også vigtige tendenser i tilsynet med de finansielle markeder.³² ECB bifaldt forslaget om at integrere finanstilsynet i Lietuvos bankas. Hvad angår overdragelsen af tilsynsopgaver til Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique og Lietuvos bankas i henhold til de respektive lovforslag, anerkendte ECB finansieringen af de nye opgaver under henvisning til princippet om finansiell uafhængighed.

ECB vedtog en række udtalelser om de nationale centralbanker, herunder ændringer af statutterne for de nationale centralbanker i Grækenland, Østrig, Slovenien, Malta, Litauen og Ungarn.³³ ECB udtrykte bekymring om centralbankens uafhængighed i forbindelse med udpegning af medlemmer af Bank of Greece's Social Security Board, sammensætningen af dets medlemmer samt dets opgaver. I en kommentar til forslag til ændring af statuten for Oesterreichische Nationalbank anbefalede ECB, at bestemmelserne om grundlag for afskedigelse af bestyrelsesmedlemmer blev bragt i overensstemmelse med ESCB-statuten. I relation til Litauen overvejede ECB ændringer til Lietuvos bankas' regler om fordeling af

overskud i forhold til finansiell uafhængighed og monetær finansiering. ECB udtrykte i sin udtalelse om Magyar Nemzeti Bank³⁴ stor bekymring om centralbankens uafhængighed.

I en udtalelse om en forhøjelse af Rumæniens kvote i Den Internationale Valutafond (IMF)³⁵ refererede ECB til princippet om centralbankernes uafhængighed, der kræver, at en centralbank, som er pålagt rettigheder og forpligtelser som følge af landets medlemskab af IMF, træffer fuldstændigt uafhængige beslutninger om forvaltningen af de særlige trækningsrettigheder.

ECB undersøgte en række spørgsmål om juridisk konvergens i forbindelse med sin vurdering af ændringerne af den polske forfatning som forberedelse til indførelse af euroen.³⁶ ECB kommenterede også funktionelle, institutionelle og personlige aspekter af centralbankens uafhængighed samt spørgsmål i forbindelse med den juridiske integration af Narodowy Bank Polski i Eurosystemet.

ECB fremsatte en række udtalelser om seddel- og møntomløbet og beskyttelse mod falskmøntneri.³⁷ I sine kommentarer til forslagene om at tilpasse nationale regler til de harmoniserede retlige rammer, som blev indført med ECB's afgørelse ECB/2010/14³⁸, anså ECB det for væsentligt, at den nationale lovgivning til gennemførelse af afgørelsen kun fraveg de fælles

29 CON/2011/83.

30 CON/2011/79, CON/2011/82 og CON/2011/85.

31 CON/2011/15, CON/2011/76 og CON/2011/86.

32 CON/2011/5 og CON/2011/46.

33 CON/2011/36, CON/2011/38, CON/2011/40, CON/2011/43, CON/2011/46, CON/2011/91, CON/2011/99, CON/2011/104 og CON/2011/106.

34 CON/2011/104 og CON/2011/106.

35 CON/2011/102.

36 CON/2011/9.

37 For eksempel CON/2011/19, CON/2011/51, CON/2011/59, CON/2011/64 og CON/2011/92.

38 Den Europæiske Centralbanks afgørelse ECB/2010/14 af 16. september 2010 om kontrol af eurosedlers ægthed og kvalitet og om recirkulering af eurosedler (EUT L 267, 9.10.2010, s. 1).

bestemmelser i det omfang, afgørelsen udtrykkeligt tillod dette.

TILFÆLDE AF MANGLENDE OVERHOLDELSE

I 2011 registrerede ECB 20 tilfælde af manglende opfyldelse af høringspligten vedrørende forslag til national lovgivning³⁹, herunder to tilfælde, hvor ECB fremsatte en udtalelse på eget initiativ. De følgende 10 tilfælde blev anset for at være åbenbare og væsentlige.⁴⁰

Det græske finansministerium undlod at høre ECB i tre tilfælde. Det første tilfælde omhandlede forlængelsen af de ansættelsesrestriktioner, der blev pålagt enheder i den offentlige sektor i 2010, herunder Bank of Greece. Dette tilfælde omhandlede centralbankens uafhængighed, som er et spørgsmål af generel betydning for ESCB. Derudover blev ECB ikke hørt om væsentlige ændringer af lovgivningen vedrørende forbedringen af den græske økonomis likviditet efter den internationale finansielle krise og foranstaltninger for tilsyn med og afvikling af kreditinstitutter. Disse tilfælde omhandlede statsgældskrisen og spareplaner, som begge er af stor betydning for ESCB.

Ungarn overholdt ikke sin forpligtelse til at høre ECB i fire tilfælde. To tilfælde, der vedrørte forslag til lovgivning om valutalån, var af generel betydning for ESCB, fordi de omhandlede finansiell stabilitet og den risiko, der er forbundet med valutalån. Det tredje tilfælde vedrørte statuten for Magyar Nemzeti Bank, hvortil et foreløbigt udkast var sendt i høring, men som senere blev ændret væsentligt. ECB blev ikke på tilstrækkelig vis hørt om tidsfristerne og omfanget af ændringerne. Endelig undlod de ungarske myndigheder at høre ECB om en forfatningsændring, der banede vejen for, at Magyar Nemzeti Bank kunne blive lagt sammen med finanstillstyret (se boks 9). Sidstnævnte tilfælde var af generel betydning for ESCB, da de havde relation til centralbankernes uafhængighed.

De tre andre tilfælde vedrørte Litauen, Holland og Spanien. De litauiske myndigheder hørte ikke ECB angående ændringer til en række finansielle love, der gav Lietuvos bankas visse

ekstra beføjelser til at imødegå problemerne med nødlidende banker og gav mulighed for oprettelsen af en "bridge bank". Dette tilfælde var af generel betydning for ESCB, da det vedrørte bankafviklingsforanstaltninger. Det hollandske finansministerium undlod at høre ECB om et lovforslag, der ville ændre finansieringen af den hollandske indskudsgarantiordning fra ex post til ex ante. Det var et åbenbart og væsentligt tilfælde, da forslaget vedrører monetær finansiering, som er af generel betydning for ESCB. Endelig blev ECB ikke hørt om ændringer til den spanske indskudsgarantilovgivning, primært i forbindelse med en forhøjelse af de finansielle institutioners ex ante-bidrag. Det var et åbenbart og væsentligt tilfælde, da forslaget vedrørte indskudsgarantiordningen og finansieringen heraf, som er af generel betydning for ESCB.

Det blev vurderet, at der havde været åbenbare og gentagne tilfælde af manglende høring af ECB fra Grækenland og Ungarns side i 2011. "Gentagne tilfælde" omfatter tilfælde, hvor det samme medlemsland undlader at høre ECB mindst tre gange i to fortløbende år med mindst ét tilfælde af manglende høring i hvert af de pågældende år.

6.3 FORVALTNING AF LÅNEOPTAGELSE- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

I forlængelse af tidligere anmodninger fortsatte ECB med at forvalte og/eller behandle en række låneoptagelses- og långivningstransaktioner i 2011.

39 Der blev ikke registreret nogen tilfælde af manglende overholdelse af forpligtelsen til at høre ECB om udkast til EU-lovgivning i 2011.

40 Ved "åbenbare" forstås ECB tilfælde, hvor der ikke kan være nogen juridisk tvivl om, at ECB burde have været hørt, og ved "væsentlige" forstås tilfælde: i) hvor ECB, hvis den var blevet retmæssigt hørt, ville være kommet med væsentlige kritiske kommentarer om indholdet af lovforslaget, og/eller ii) som er af generel betydning for ESCB.

ECB har fortsat ansvaret for forvaltningen af EU's låneoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte som fastlagt ved ECB's afgørelse ECB/2003/14 af 7. november 2003.⁴¹ I 2011 modtog ECB to udbetalinger på vegne af EU og overførte de pågældende beløb til låntagerlandet (Rumænien). På 10 lån forfaldt der rentebetalinger, og på et lån forfaldt der afdrag, som alle blev gennemført af ECB. Det samlede udestående lån fra EU under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte udgjorde pr. 31. december 2011 11,4 mia. euro.

ECB har fortsat ansvaret for på vegne af långiverne og låntagerne at behandle alle betalinger i forbindelse med låneaftalen for Grækenland.⁴² I 2011 modtog ECB fire udbetalinger fra långiverne og overførte de pågældende beløb til Bank of Greece i sin funktion som agent for låntageren. På fem lån forfaldt der rentebetalinger, som blev behandlet af ECB. Det samlede udestående vedrørende puljen af bilaterale lån til gavn for Grækenland udgjorde pr. 31. december 2011 52,9 mia. euro.

ECB er fortsat ansvarlig for forvaltningen af EU's låneoptagelses- og långivningstransaktioner under European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM).⁴³ I 2011 modtog ECB 10 udbetalinger på vegne af EU og overførte de pågældende beløb til låntagerlandene (Irland og Portugal). På et lån forfaldt der rentebetaling, som blev gennemført af ECB. Det samlede udestående lån fra EU under EFSM udgjorde pr. 31. december 2011 28 mia. euro.

ECB er fortsat ansvarlig for forvaltningen af lån fra European Financial Stability Facility (EFSF) til medlemslande, der har indført euroen som valuta.⁴⁴ I 2011 modtog ECB seks udbetalinger på vegne af EFSF og overførte de pågældende beløb til låntagerlandene (Irland og Portugal). På to lån forfaldt der rentebetalinger, som blev gennemført af ECB. Det samlede udestående vedrørende lån under EFSF udgjorde pr. 31. december 2011 16,3 mia. euro.

6.4 EUROSISTEMETS TJENESTEYDELSER VEDRØRENDE FORVALTNING AF VALUTARESERVER

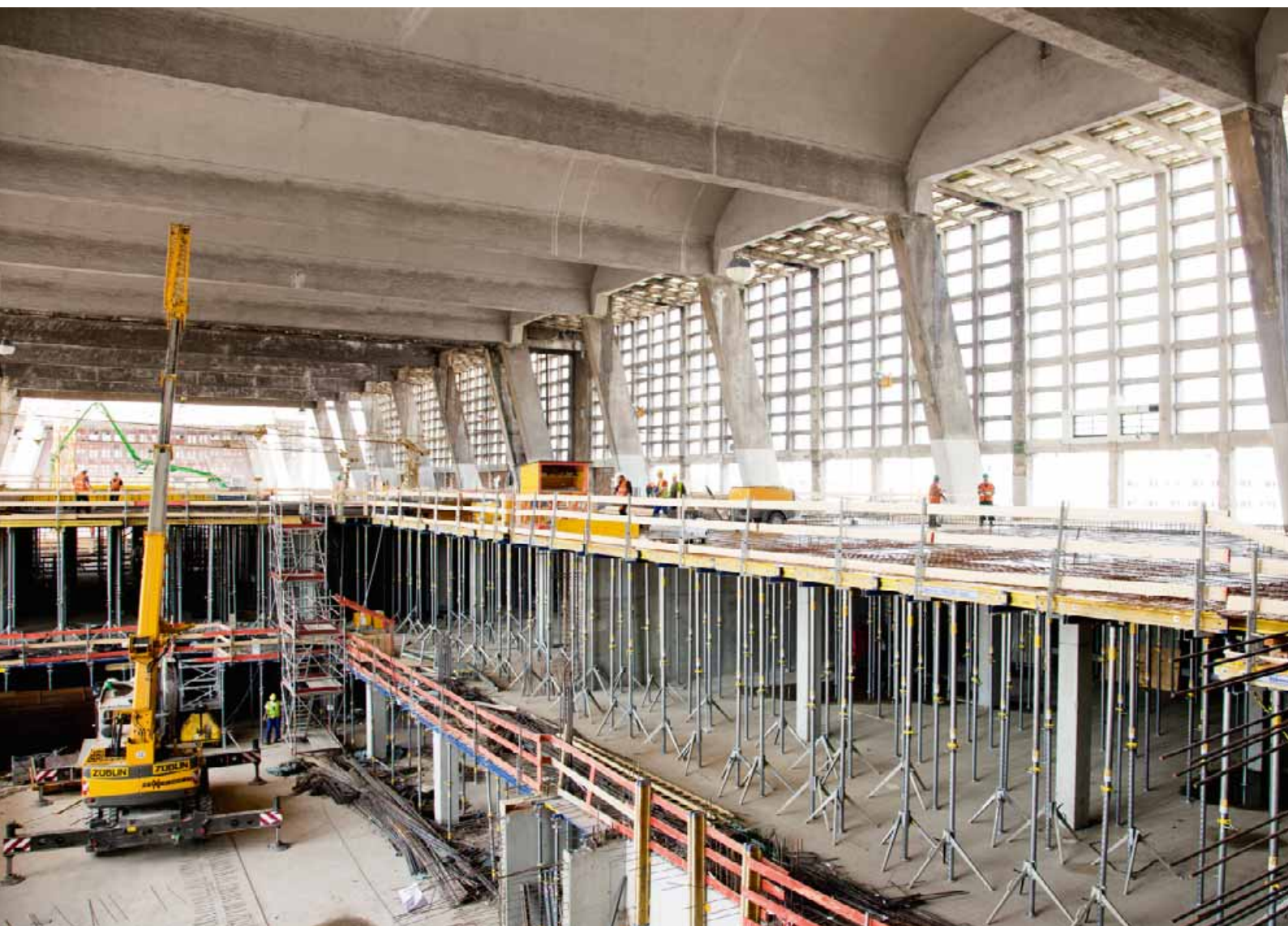
En række tjenesteydelser blev fortsat tilbudt i 2011 inden for den ramme, der blev fastlagt i 2005 for forvaltningen af Eurosystemets kunders valutareserver i euro. Samtlige tjenesteydelser – der henvender sig til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet samt internationale organisationer – tilbydes på harmoniserede vilkår i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder af centralbanker i Eurosystemet (leverandører af Eurosystemets tjenesteydelser). ECB har en overordnet koordinerende rolle og skal sikre, at rammen fungerer gnidningsløst. Antallet af kunder, der fastholdt en forretningsaftale med Eurosystemet, lå fortsat stabilt i 2011. Med hensyn til tjenesteydelserne sås der i 2011 en markant stigning (8 pct.) i kundernes samlede beholdninger af kontanter (inklusive indskud) og værdipapirer.

41 I overensstemmelse med traktatens artikel 141, stk. 2; artikel 17, 21.2, 43.1 og 46.1 i ESCB-statutten og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002.

42 I forbindelse med låneaftalen mellem medlemslande, der har indført euroen som valuta (bortset fra Grækenland og Tyskland), og Kreditanstalt für Wiederaufbau (der handler i offentlighedens interesse efter instruks og under garanti fra Forbundsrepublikken Tyskland) som långivere og Den Helleniske Republik som låntager og Bank of Greece som agent for låntageren og ifølge artikel 17 og 21.2 i ESCB-statutten og artikel 2 i ECB's afgørelse ECB/2010/4 af 10. maj 2010.

43 I overensstemmelse med traktatens artikel 122, stk. 2, og 132, stk. 1, artikel 17 og 21 i ESCB-statutten og artikel 8 i Rådets forordning (EU) nr. 407/2010 af 11. maj 2010.

44 I overensstemmelse med artikel 17 og 21 i ESCB-statutten (sammenholdt med artikel 3, stk. 5, i rammeaftalen for EFSF).



I Grossmarkthalle bliver der indrettet et besøgscenter, en personalerestaurant, et cafeteria og konferencelokaler. Disse områder integreres i den tidligere markedshal efter "bygning-i-bygning"-konceptet.

Grossmarkthalles kælder er blevet erstattet af en ny vandtæt kælder, som kan bære vægten af de nye bygningsdele, der er ved at blive opført i hallen.

Restaureringsarbejdet på facadens betongitter og tagskallerne skrider også frem.

**FINANSIEL STABILITET,
ESRB-OPGAVER OG
FINANSIEL INTEGRATION**

I FINANSIEL STABILITET

Eurosystemet bidrager til den smidige gennemførelse af de kompetente nationale myndigheders politikker i relation til tilsynet med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet. Eurosystemet yder også rådgivning til disse myndigheder og Europa-Kommissionen om anvendelsesområdet for og gennemførelsen af EU-lovgivning på de relevante områder.

Umiddelbart efter oprettelsen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board, ESRB) den 16. december 2010 (se afsnit 2 i dette kapitel) trådte de nye europæiske tilsynsrammer i kraft den 1. januar 2011 med oprettelsen af tre europæiske tilsynsmyndigheder (European Supervisory Authorities, ESA'er), som dækker henholdsvis banker (European Banking Authority, EBA), værdipapirer og markeder (European Securities and Markets Authority, ESMA) og forsikring og pension (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). Rammerne har medført en betydelig styrkelse af den europæiske tilsynsstruktur, hvad angår både mikrotilsyn og for første gang også makroprudentiel overvågning.

1.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

BANKSEKTOREN I EUROOMRÅDET

I samarbejde med ESCB's Financial Stability Committee, FSC, overvåger ECB risici vedrørende finansiell stabilitet og vurderer euroområdet finansielle systems modstandsdygtighed over for stød.¹ Bankerne er i fokus i denne væsentlige opgave, da de fortsat er de vigtigste finansielle formidlere i Europa. Da finansielle markeder, finansielle infrastrukturer og andre finansielle institutioner og deres forbindelser til bankerne får større og større betydning, omfatter ESCB's overvågning også sårbarheder i disse dele af det finansielle system.

Risiciene for den finansielle stabilitet i euroområdet blev betydeligt forøget i løbet af 2011, efterhånden som statsgældskrisen blev forværret, og det negative samspil med banksektoren blev forstærket. Især i 2. halvår blev sårbarhederne

mere udprægede, da statsgældskrisen spredte sig fra visse mindre eurolande til nogle af de større. Det er vigtigt at bemærke, at de afsmitende effekter blev ledsaget af svækkede udsigter for den økonomiske vækst, navnlig mod årets slutning. Sårbarheden over for yderligere afsmitning var mest udpræget for de lande, der blev opfattet som lande med en kombination af en sårbar eller forværret finanspolitisk situation, svage makrofinansielle forhold, manglende politisk indsats for at gennemføre nødvendige institutionelle reformer og mulighed for yderligere betydelige tab i banksektoren.

På grund af de afsmittende effekter opstod der betydelige finansieringsvanskeligheder for bankerne i euroområdet. På trods af centralbankernes forsøg på at afhjælpe situationen gennem tilførsel af rigelig likviditet i rette tid opstod der i årets løb – undertiden akutte – problemer med mellem- og langfristet finansiering. Bankerne i euroområdet oplevede en nedgang i markedets tillid, som medførte en brat stigning i finansieringsomkostningerne og begrænsede adgangen til langfristet finansiering, især for banker i eurolande med statsgældsproblemer. Især bankerne med en stor andel af usikret langfristet finansiering på engrosmarkedet, herunder finansiering i den volatile amerikanske dollar, oplevede finansieringsvanskeligheder. Desuden skete der en vis segmentering på markederne for sikret finansiering, fx genkøbsforretninger, hvor obligationer udstedt af lande med statsgældsproblemer blev prissat lavere end andre obligationer. Dette forværede finansieringsomkostningerne for de banker, der stiller sådanne "nødlidende" obligationer som sikkerhed i genkøbsforretninger. Adgangen til finansiering blev også i høj grad påvirket af bekymringer vedrørende kvaliteten af visse bankers aktiver, navnlig på grund af eksponeringen over for de boligmarkeder, der tidligere var i stærk vækst. Alt i alt blev transmissionen af spændinger mel-

1 Siden ultimo 2004 har ECB offentliggjort "Financial Stability Review", en halvårlig rapport om stabiliteten i euroområdets finansielle system. Disse rapporter indeholder de vigtigste resultater af overvågningen af banksektorens struktur og stabilitet og kan findes på ECB's hjemmeside.

lem statslige udstedere og bankerne forstærket, hvilket resulterede i en systemisk krise.

Udviklingen i de finansielle forhold for de store og komplekse bankkoncerner i euroområdet var blandet i de første tre kvartaler af 2011. Efter en generelt stærk indtjening i 1. kvartal 2011 faldt indtjeningen i 2. kvartal samlet set. Faldet i indtjening afspejlede de store udfordringer, bankerne stod over for, nemlig en negativ udvikling på markederne for finansiering og handel, den første bølge af nedskrivninger på græske statspapirer og svagere globale økonomiske forhold end ventet. På samme tid steg solvensprocenten som følge af bankernes indsats for at rejse kapital og reducere de risikovægtede poster, som bl.a. var påvirket af EBA's stresstest af banker i EU i 2011.² Resultaterne for 3. kvartal bekræftede den nedadgående tendens i indtjeningen. Mange store og komplekse bankkoncerner i euroområdet offentliggjorde et fald i nettoindtægterne som følge af yderligere nedskrivninger på den græske statsgæld og afdæmpede handelsindtægter. En række banker reducerede deres eksponeringer mod stressede eurolande enten ved salg eller udløb af aktiver i beholdningen. På den positive side var nettorenteindtægterne – og i mindre grad gebyr- og provisionsindtægterne – stort set stabile i de første tre kvartaler af 2011. En geografisk spredning af aktiviteter hjalp visse store og komplekse bankkoncerner til at fastholde lønsomheden trods vanskeligheder på hjemmemarkedet.

I 2011 opstod der et fornyet pres for at reducere balancen på grund af pressede finansierings- og kapitalforhold. Det indebærer en risiko for negativ påvirkning af adgangen til kredit, navnlig i lande med nødlidende statslige udstedere, hvor omkostningerne ved og tilgængeligheden af mellem- og langfristet finansiering blev hårdest ramt. Det er vigtigt at bemærke, at sårbarhederne i euroområdets banksektor i 2011 varierede betydeligt fra land til land og fra bank til bank som følge af geografiske og sektormæssige forskelle i kreditrisikoeksponering, forretningsmodeller og især den finanspolitiske situation i den pågældende banks hjemland. Markedsindikatorer pegede på en væsentlig for-

ringelse af euroområdets store og komplekse bankkoncerners forventninger til indtjeningen. Aktieindeksene for banksektoren i euroområdet – og globalt – klarede sig betydeligt dårligere end de samlede benchmark-indeks, mens tilsvarende volatilitetsmål for euroområdets banksektor nåede toppunkter, som ikke var set, siden Lehman Brothers gik konkurs i september 2008.

Den bredt funderede forstærkning af risiciene for den finansielle stabilitet afdækkede et kritisk behov for dristig og beslutsom handling både i og uden for euroområdet. Sammen med nationale beslutninger om at øge budgetkonsolideringen og styrke de nationale finanspolitiske regler blev der også sat ind på flere vigtige områder gennem tiltag vedtaget på møderne i Rådet for Den Europæiske Union samt euroområdets stats- og regeringscheferes møder i juli, oktober og december 2011 med sigte på at genoprette den finansielle stabilitet i euroområdet. Et vigtigt tiltag var at øge udlånskapaciteten for European Financial Stability Facility, EFSF, og udvide EFSF's mandat. Med henblik på en grundlæggende omstrukturering af styreform i euroområdet blev det på EU-topmødet den 8. og 9. december 2011 aftalt at bevæge sig nærmere mod en økonomisk union og indføre en ny finanspagt, som blev vedtaget af 25 af EU's 27 medlemslande den 30. januar 2012. En fuldstændig gennemførelse af de annoncerede tiltag og fremrykning af implementeringen af European Stability Mechanism, ESM, skulle afbøde de negative afsmittende effekter mellem sårbare offentlige finanser, finanssektoren og den økonomiske vækst. Som supplement blev en omfattende strategi for at styrke bankernes kapital og finansieringskapacitet i EU offentliggjort, hvor store banker skal opbygge en midlertidig kapitalstødpude og opnå en egentlig kernekapital på 9 pct. inden udgangen af juni 2012. Det resulterede i et skønnet kapitalbehov for hele EU's banksektor på 114,7 mia. euro. For

2 Gennemførelsen af stresstesten i EU blev koordineret af EBA i tæt samarbejde med ECB og Europa-Kommissionen. En detaljeret beskrivelse af metoderne samt resultaterne, der blev offentliggjort medio juli, findes på EBA's og de deltagende nationale myndigheders hjemmesider.

at undgå en uforholdsmæssig reduktion af balancen på aktivsiden for at opnå den påkrævede kapital, hvilket kan have en negativ indvirkning på realøkonomien, overvåges bankernes planer om justering af balancen nøje på både nationalt og europæisk plan. Desuden koordinerede EU genindførelsen af statsgarantiordninger med henblik på at forbedre adgangen til langfristet finansiering. Endelig sikrede Eurosystemets udvidede kreditstøtte, herunder to langfristede markedsoperationer med en løbetid på 3 år, at bankerne i euroområdet fortsat havde adgang til stabil finansiering. Som følge heraf lettede presset på finansieringsmarkederne en del i begyndelsen af 2012.

ANDRE FINANSIELLE INSTITUTIONER

I 2011 var bekymringerne for andre finansielle institutioners stabilitet mindre udtalte end bekymringerne over stabiliteten i euroområdet banksektor. Den øvrige finansielle sektor blev dog også påvirket af manglende tillid på de finansielle markeder på grund af det stærke samspil mellem finansielle sektorer og på tværs af markedssegmenter. Eurorådets store forsikringsselskabers soliditet forblev stort set stabil i de første tre kvartaler af 2011. Eurorådets store genforsikringsselskabers lønsomhed oplevede et opsving efter et lavere niveau i 1. kvartal, hvor naturkatastrofer medførte en stigning i skadesanmeldelser. Alt i alt synes sektoren at have haft en tilstrækkelig kapitalstødpude til at klare det vanskelige 1. halvår. Det kunne tilskrives forsikringsselskabernes politik om at have et kapitalberedskab for at fastholde den ønskede kreditvurdering, men skyldtes også forebyggende opbygning af yderligere reserver under usikre konjunkturer. En væsentlig risiko for forsikringssektoren i euroområdet er, at en længerevarende periode med lave renter, navnlig på AAA-ratede statsobligationer, vil reducere indtjeningen på garanterede livsforsikringsprodukter og svække investeringsindtægterne samt solvensen generelt. Desuden indebærer en lav markedsvurdering af obligationer udstedt af de lande og sektorer, der er mest påvirket af den aktuelle krise, en risiko for, at forsikringsselskaber, som har investeret i sådanne porteføljer, bliver negativt påvirket.

Hedgefondsektoren led betydelige investeringstab i 2011, om end de ikke var så store som efter Lehman Brothers' konkurs. Sammenlignet med denne tidligere periode var sektorens gearing endvidere lavere, hvilket bidrog til at dæmpe det større finansieringsbehov, der var opstået som følge af øgede låneomkostninger hos primære værdipapirhandlere (prime brokers). En mere udpræget tilbagetrækning blandt investorerne end normalt kan stadig indebære en finansieringsrisiko på trods af investorerens betydelige appetit på investering i hedgefonde som følge af lave nominelle renter. Hedgefondene synes generelt at spille en ret begrænset rolle i euroområdet (ultimo 3. kvartal 2011 udgjorde eurorådets hedgefondes aktiver i alt 119 mia. euro), men de er en del af den komplekse "skyggebanksektor", enten via deres involvering i securitisering eller på markedet for genkøbsforretninger. Skyggebanksektoren omfatter aktiviteter inden for kreditformidling, fx omlægning af likviditet og løbetid, som finder sted uden for det almindelige banksystem. I 3. kvartal 2011 havde skyggebanksektoren i euroområdet aktiver for i alt 11 billioner euro eller 27,7 pct. af aktiverne hos bank- og skyggebanksektoren tilsammen.³ Det viser, at skyggebanksektoren spiller en væsentlig rolle i finansiell formidling generelt og specifikt i bankernes finansiering.

1.2 ORDNINGER VEDRØRENDE FINANSIEL STABILITET

Arbejdet med krisestyring og afvikling fortsatte i hele 2011 med tiltag til forbedring af regler og standarder på EU-niveau og internationalt.

I EU offentliggjorde Europa-Kommissionens generaldirektorat for det indre marked og tjenesteydelser en høring i januar 2011 om den kommende EU-ramme for krisestyring i den finansielle sektor med en nærmere beskrivelse af de tekniske detaljer, som allerede var skitseret i Kommissionens meddelelse fra oktober 2010.⁴ I

³ Ifølge statistik fra ECB og Eurostat.

⁴ Se yderligere oplysninger om høringen på Europa-Kommissionens hjemmeside (<http://ec.europa.eu>).

sit høringssvar⁵ støtter ESCB fuldt ud det overordnede formål med Kommissionens forslag om at udvikle en ramme for krisestyring og afvikling for finansielle institutioner i EU. Navnlig deler ESCB det synspunkt, at det overordnede politiske formål med den nye EU-ordning bør være, at alle institutter skal kunne afvikles på en måde, der beskytter stabiliteten i hele det finansielle system i EU og medfører de lavest mulige offentlige omkostninger og mindst mulig forstyrrelse af økonomien. Kommissionens forslag til et direktiv om en ny ramme for bankafvikling ventes i foråret 2012.

Den nye EU-ramme for krisestyring og afvikling er også inspireret af en række igangværende nationale initiativer i EU-lande, som arbejder på at ændre deres nationale afviklingsrammer for den finansielle sektor. ECB afgav udtalelser om disse initiativer og bidrog også direkte til arbejdet med nye afviklingsordninger i de lande, der er underlagt EU-IMF-programmer (Irland, Grækenland og Portugal).⁶

I 2011 støttede ECB aktivt arbejdet – både i Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs (EFC) ad hoc-arbejdsgruppe om krisestyring og i ESRB's rådgivende tekniske udvalg – vedrørende medlemslandenes vedtagelse af tiltag til at imødegå de risici for den finansielle stabilitet, som offentlighedsundersøgelsen af resultaterne af EBA's stress-test (eller markedsbaserede test) kan medføre.

På internationalt niveau tilsluttede G20-lederne sig på mødet i Cannes den 3. og 4. november 2011 gennemførelsen af et sæt integrerede politiktiltag for at imødegå risici for det globale finansielle system forårsaget af systemisk vigtige finansielle institutioner, herunder en ny international standard for afviklingsordninger. Financial Stability Board, FSB, har udarbejdet den nye standard – "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions"⁷ – som retningslinje for reform af nationale afviklingsordninger med henblik på at styrke myndighedernes beføjelser til at afvikle nødlidende finansielle virksomheder på en velordnet måde uden risiko for anvendelse af skatteydernes midler.⁸ Den oprindelige gruppe på 29 globale systemisk vigtige finansielle institutio-

ner skal opfylde kravene vedrørende genopretning og afvikling senest ved udgangen af 2012. ECB har som medlem af FSB bidraget aktivt til og støttet dette initiativ – især ved at være fuldt involveret i arbejdet i FSB's Resolution Steering Group, Cross-Border Crisis Management Working Group og Bail-in Working Group.

5 Se yderligere oplysninger om høringssvaret på ECB's hjemmeside.

6 Se fx CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/60, CON/2011/72 og CON/2011/84. Alle udtalelser fra ECB er offentliggjort på ECB's hjemmeside.

7 Findes på FSB's hjemmeside (www.financialstabilityboard.org).

8 Retningslinjerne identificerer 12 centrale forhold, der som minimum skal være til stede i afviklingsordninger i alle retsområder: i) anvendelsesområde, ii) afviklingsmyndighed, iii) afviklingsbeføjelser, iv) modregning, netting, sikkerhedsstillelse og adskillelse af kunders aktiver, v) sikkerhedsforanstaltninger, vi) finansiering af virksomheder under afvikling, vii) lovgivningsmæssige rammer for grænseoverskridende samarbejde, viii) krisestyregrupper, ix) institutspecifikke grænseoverskridende samarbejdsaftaler, x) vurderinger af egnethed til afvikling, xi) planlægning af genopretning og afvikling samt xii) adgang til og udveksling af oplysninger.

2 OPGAVER I RELATION TIL DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICIS (ESRB) FUNKTIONSMÅDE

2.1 INSTITUTIONELLE RAMMER

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board, ESRB) begyndte sit arbejde i 2011. ESRB er ansvarlig for makrotilsyn med det finansielle system i EU, hvor ECB bidrager med ESRB-sekretariatet samt med analytisk, logistisk og administrativ støtte. ESRB blev oprettet med udgangspunkt i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1092/2010 af 24. november 2010 om makrotilsyn på EU-plan med det finansielle system og om oprettelse af et europæisk udvalg for systemiske risici.⁹ Rådets forordning (EU) nr. 1096/2010 af 17. november 2010¹⁰ pålagde endvidere ECB specifikke opgaver i relation til ESRB's funktionsmåde.

I de første fem år er ECB's formand også formand for ESRB. Indtil den 31. oktober 2011 var formanden for ESRB således Jean-Claude Trichet, der den 1. november blev efterfulgt af Mario Draghi.

ESRB's institutionelle struktur var etableret i slutningen af juni 2011. ESRB's Almindelige Råd har vedtaget: i) en forretningsorden,¹¹ ii) regler for valg af medlemmer til ESRB's Rådgivende Videnskabelige Udvalg,¹² iii) ESRB's adfærdskodeks¹³ og iv) regler for aktindsigt i ESRB's dokumenter.¹⁴ Derudover har ESRB vedtaget en afgørelse om tilvejebringelse og indsamling af oplysninger med henblik på makrotilsyn¹⁵ samt procedurer for udveksling af fortrolige oplysninger med ESA'erne.

Med en stab på 25 medarbejdere støtter ESRB-sekretariatet ESRB's daglige arbejde gennem administrativ rådgivning til de institutionelle organer og udarbejdelse af analyser samt bidrag til rammerne for en makroprudentiel strategi og gennemførelse heraf. Sekretariatet samarbejder desuden med diverse tilsynsmyndigheder.

ESRB's ansvarlighed som et nyt europæisk offentligt organ bygger på en række bestemmelser fra Europa-Parlamentets og Rådets forordning nr. 1092/2010. Der er bl.a. gennemført indledende høringer i Europa-Parlamentet, hvor

formanden redegjorde for, hvordan han havde til hensigt at udføre sine opgaver (Jean-Claude Trichet den 7. februar 2011 og Mario Draghi den 16. januar 2012). Derudover er der gennemført en række regelmæssige høringer og fortrolige drøftelser om ESRB's løbende aktiviteter med formanden og næstformændene for Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg, og de to enheder indgik i september 2011 en aftale herom. ESRB rapporterede ligeledes ad forskellige kanaler til Det Europæiske Råd om advarsler og henstillinger samt opfølgning derpå. ESRB's første årsrapport for 2011 forventes offentliggjort i maj 2012.

2.2 ANALYTISK, STATISTISK, LOGISTISK OG ORGANISATORISK STØTTE TIL ESRB

Det er ECB, som stiller sekretariat til rådighed for ESRB og derved yder analytisk, statistisk, logistisk og organisatorisk støtte til ESRB. I 2011, hvor ESRB begyndte sit arbejde, ydede ECB primært støtte til regelmæssig overvågning, afdækning og vurdering af systemiske risici i hele EU. Ud over den regelmæssige overvågning af finansiell stabilitet og vurdering heraf omfattede støtten også udvikling og forbedring af analyseværktøjer og -metoder understøttet af ESCB's netværk vedrørende makroprudentiel forskning samt en statistisk indsats for at tilveje-

9 EUT L 331, 15.12.2010, s. 1.

10 EUT L 331, 15.12.2010, s. 162.

11 Afgørelse af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici af 20. januar 2011 om vedtagelse af forretningsordenen for Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB/2011/1), EUT C 58, 24.2.2011, s. 4.

12 Det europæiske udvalg for systemiske risici's afgørelse af 20. januar 2011 om procedurer og krav i forbindelse med udvælgelse, udpegning og udskiftning af medlemmerne af Det Rådgivende Videnskabelige Udvalg under Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB/2011/2), EUT C 39, 8.2.2011, s. 10.

13 Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's afgørelse af 25. marts 2011 om vedtagelse af adfærdskodeksen for Det Europæiske Udvalg For Systemiske Risici (ESRB/2011/3), EUT C 140, 11.05.11, s. 18.

14 Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's afgørelse af 3. juni 2011 om aktindsigt i Det Europæiske Udvalg for Risici's dokumenter (ESRB/2011/5), EUT C 176, 16.6.2011, s. 3.

15 Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's afgørelse af 21. september 2011 om tilvejebringelse og indsamling af oplysninger med henblik på makrotilsynet med det finansielle system i EU (ESRB/2011/6), EUT C 302, 13.10.2011, s. 3.

bringe manglende data i forhold til databehovet med henblik på gennemførelse af makroprudentielle analyser.

ANALYTISK STØTTE

I 2011 ydede ECB analytisk støtte til ESRB i form af regelmæssige rapporter, der overvågede og afdækkede systemiske risici, som EU's finansielle system stod over for, herunder en vurdering af de potentielle konsekvenser af disse risici. Derudover bidrog ECB's medarbejdere på ad hoc-basis til specifikke undersøgelser, iværksat af ESRB, vedrørende systemisk risiko og makroprudentielle problemstillinger.

Støtten gives med udgangspunkt i ECB's ekspertise og den organisation og infrastruktur, der er opbygget til varetagelse af ECB's opgaver i forbindelse med finansiell stabilitet. I analyse-

arbejdet indgår endvidere oplysninger, der er indsamlet fra markedet, navnlig med henblik på at støtte identifikationsprocessen af systemiske risici. Derudover baseres den regelmæssige overvågning og vurdering af systemiske risici på og drager fordel af oplysninger fra ESRB's medlemmer. Indikatorer for systemiske risici og tidlige varslingsystemer er vigtige analyseværktøjer, der indgår i ESRB's overvågningsarbejde. Risikoafdækningen bliver i særlig grad understøttet af makrostress-test samt analyse af spredningsveje, der kan give overblik over, hvor alvorlige specifikke risici kan være. I samarbejde med de nationale centralbanker og nationale og europæiske tilsynsmyndigheder – via ESRB's Rådgivende Tekniske Udvalg og dets undergrupper – reviderer ECB løbende de eksisterende værktøjer for til stadighed at forbedre rammerne for analysearbejdet og udvikle nye

Boks 10

ESCB'S NETVÆRK VEDRØRENDE MAKROPRUDENTIEL FORSKNING

ECB's Generelle Råd vedtog i 2010 at oprette ESCB's netværk vedrørende makroprudentiel forskning. Netværket skal støtte den nye politikfunktion med at føre makrotilsyn inden for EU som følge af den finansielle krise og i særdeleshed Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB. Forskerne inden for netværket vil primært forske i og udveksle forskningsresultater vedrørende begrebsmæssige rammer, modeller og værktøjer til understøttelse af makrotilsynet.

Netværket afholdt sin første offentlige konference i Frankfurt den 5. og 6. oktober 2011, hvor nogle af netværkets medlemmer præsenterede deres arbejde.¹ I konferencen deltog også et mindre antal forskere uden for netværket, og diskussionen blev ledet af velrenommerede forskere inden for feltet. Det var kun muligt at komme ind på en lille del af den forskning, der udføres i netværket, men et bredere udvalg af artikler vil med tiden blive publiceret i ECB's Working Paper Series.

Netværkets første forskningsområde er udvikling af makrofinansielle modeller, der sammenkæder finansiell ustabilitet og den økonomiske udvikling. Netværket arbejder primært med grundforskning frem for at udvikle værktøjer, der umiddelbart kan anvendes. Forskningen inden for dette felt følger flere komplementære spor. Nogle grupper undersøger inddragelsen af finansielle spændinger og faktorer i standard makromodeller. Andre koncentrerer sig om de aspekter, der anses for vigtige for at kunne integrere realistiske beskrivelser af finansiell ustabilitet i modeller for den samlede økonomi. Der fokuseres i særdeleshed på modeller, der opfanger bankkrak, herunder den indbyrdes forbundne risiko for misligholdelse, finansielle formidlers gæld og gearing

¹ Oplysninger om konferencen er tilgængelige på ECB's hjemmeside.

hen over konjunkturcyklen, non-linearitet og den rolle, skyggebankssektoren spiller, særligt inden for forskellige lovgivningsmæssige rammer. Dette forskningsområde evaluerer endvidere diverse makroprudentielle lovgivningspolitikker, fx kapitalregulering eller belåningsgrader, samt konsekvensen af samspillet med andre politikker, fx pengepolitikken. En gruppe bestående af forskere fra flere medlemslande arbejder på at udvikle en kanonisk model for disse politikker, der inkorporerer relevante former for systemisk ustabilitet og søger at afdække og vurdere lovgivningspolitikker, der begrænser systemiske risici.

Det andet forskningsområde vedrører tidlige varslingsystemer og indikatorer for systemiske risici og er mere operationelt orienteret. Forskningsresultater tyder på, at de tidlige varslingsystemer generelt er blevet bedre takket være forbedrede metoder og brug af datakilder, der tidligere kun har været benyttet i begrænset omfang. At de tidlige varslingsystemer er blevet bedre skyldes også, at fokus i nogen grad er skiftet fra at forudsige kriser til at forudsige stigende ubalancer. Overordnet viser den forskning, der er udført inden for netværkets andet forskningsområde, at tidlige varslingsystemer kan forbedres ved at anvende oplysninger fra individuelle finansielle virksomheders balancer kombineret med traditionelle makrofinansielle variable. Dette gør det endvidere muligt for politikerne at vurdere det aktuelle niveau af systemisk finansiell stress.

Det tredje forskningsområde vedrører smitterisiko. Den begrænsede mængde foreliggende data udgør en vis udfordring for omfattende forskning i smitterisikoen i banksektoren på tværs af Europas grænser. Et større projekt med deltagelse af forskere fra flere nationale centralbanker skal imidlertid vurdere de finansielle forbindelser på tværs af Europas grænser ud fra transaktionsbaserede data fra Target2-systemet.

Netværkets arbejde formidles først og fremmest i videnskabelige artikler, på workshopper og konferencer (der er planer om at afholde endnu en konference i 2012) samt gennem samarbejde med forskere uden for ESCB. Netværket fremlægger sine resultater efter to år i 2. halvår 2012.

analyseværktøjer, der kan opfylde fremtidige krav. I den forbindelse spiller ESCB's netværk vedrørende makroprudentiel forskning en central rolle (se boks 10).

ECB kan på anmodning fra ESRB levere input til udarbejdelsen af ESRB's henstillinger vedrørende regulering eller lovgivningsmæssige initiativer. I den forbindelse hjalp ECB i 2011 ESRB med at afdække og analysere risici i forbindelse med långivning i udenlandsk valuta i EU. ECB bidrog også med input til en række mulige henstillinger med udgangspunkt i tidligere analyser udarbejdet af ECB og Eurosystemet.

STATISTISK STØTTE

I forbindelse med det forberedende arbejde, der blev udført i 2010, ydede ECB, med assistance

fra de nationale centralbanker, statistisk støtte til ESRB i tæt samarbejde med ESA'erne, hvor dette var relevant.

ESRB's behov for statistiske oplysninger blev fastlagt, på baggrund af arbejdet i en gruppe med repræsentanter fra ESRB-sekretariatet, ECB og ESA'erne, i perioden oktober 2010 til juni 2011. Dele af gruppens endelige rapport er inkluderet i ESRB's afgørelse om tilvejebringelse og indsamling af oplysninger med henblik på makrotilsynet med det finansielle system i EU (ESRB/2011/6).¹⁶ Denne afgørelse vedrører især regelmæssigt indsamlede oplysninger til brug for ESRB's opgaver på kort sigt (dvs. indtil begyndelsen af 2013). Afgørelsen kræver, at ECB og

¹⁶ EUT C 302, 13.10.2011, s. 1.

ESA'erne regelmæssigt kan stille aggregerede oplysninger til rådighed og behandle data som allerede indsamles. Derudover klarlægges de procedurer, der skal følges, såfremt der er behov for yderligere data eller ad hoc-data, der ikke er omfattet af de regelmæssigt indsamlede oplysninger, men er nødvendige for, at ESRB kan udføre sine opgaver.

Gruppen berørte endvidere de langsigtede behov for data fra tilsynsmyndigheder samt offentliggørelse, primært med baggrund i de rapporteringskrav, som ESA'erne og Europa-Kommissionen er ved at udarbejde. Kravene vil bidrage direkte til ESCB's statistiske arbejde, hindre dobbeltrapportering og sikre ensartethed i data til brug for analyser af økonomisk og finansiel stabilitet samt relateret forskning. Derudover har ECB selv været med til at udarbejde flere statistikker (fx konsoliderede bankoplysninger og statistikker vedrørende værdipapirbeholdninger), der kan være til hjælp for ESRB (se kapitel 2, afsnit 4).

ECB bidrager med vigtige oplysninger til ESRB's risikoovervågning og risikoanalyser i form af en makroprudentiell kvartalsrapport, der indeholder statistiske oplysninger (i tabeller og figurer) samt risikoindikatorer såsom makroøkonomisk risiko, kreditrisiko, markedsrisiko, likviditetsrisiko og finansieringsrisiko, indbyrdes forbindelser samt ubalancer, lønsomhed og solvens. Kvartalsrapporten bygger på oplysninger fra flere forskellige kilder, herunder ESCB, ESA'erne og kommercielle dataleverandører. ESRB-forordningen (Artikel 3(g)) pålægger endvidere ESRB "i samarbejde med ESA'erne at udvikle et fælles sæt kvantitative og kvalitative indikatorer (en risikotavle) til at identificere og måle systemiske risici". I overensstemmelse hermed er arbejdet med at udarbejde en sådan risikotavle opdelt i de samme risikokategorier.

3 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

3.1 BANKVIRKSOMHED

I december 2010 offentliggjorde Baselkomiteen for Banktilsyn (BCBS) sine nye kapital- og likviditetskrav (Basel III). ECB deltog aktivt i udarbejdelsen af de nye Basel III-rammer og ydede et stort bidrag til de mange konsekvensanalyser, der skulle kvantificere regelsættets mulige konsekvenser for de finansielle markeder og realøkonomien. I forlængelse af G20-ledernes forpligtelse i november 2010 fokuseres der nu nationalt såvel som internationalt på hurtig og konsistent implementering af Basel III-kravene. ECB deltager fortsat i det opfølgingsarbejde, der foregår i de forskellige arbejdsgrupper under Baselkomiteen, herunder revision og færdiggørelse af visse elementer i reformpakken i løbet af de kommende år. ECB bidrager ligeledes til implementeringen af Basel-kravene i Europa og støtter på den baggrund Europa-Kommissionens forslag af 20. juli 2011 til et direktiv og en forordning, der vil gøre Basel III-rammerne til europæisk lovgivning. Forslagene er et vigtigt skridt hen imod en styrkelse af den lovgivning, der regulerer bank- og investeringssektoren, og vil være med til at skabe et mere velfunderet og sikkert finansielt system i Europa.

Den 27. januar 2012 offentliggjorde ECB en udtalelse om det foreslåede direktiv og den foreslåede forordning.¹⁷ I udtalelsen støtter ECB EU's erklærede mål om at implementere internationale krav og aftaler i den finansielle regulering under hensyntagen til de særlige forhold, der gælder for EU's retssystem og finansielle system. Hovedelementerne i udtalelsen er som følger.

For det første og for så vidt angår den foreslåede lovgivning, der kan finde direkte anvendelse i alle medlemslande, bakker ECB fuldt op om ideen om et fælles regelsæt, der vil sikre, at finansielle institutioner, som leverer ydelser inden for det indre marked, overholder de samme tilsynsregler, hvilket yderligere vil styrke den finansielle integration i Europa. I den sammenhæng støtter ECB fuldt op om ønsket om at fokusere på specifik risikoeksponering i fx visse sektorer, regioner eller medlemslande gennem delegerede

retsakter, der bemyndiger Kommissionen til at indføre strengere krav, hvor dette er påkrævet, for at håndtere ændringer i omfanget af de mikro- og makroprudentielle risici, der opstår som følge af markedsudviklingen. ECB finder det imidlertid vigtigt, at den foreslåede lovgivning tillader medlemslandene at indføre strengere tilsynskrav, hvis den finansielle stabilitet trues af systemiske risici. Det bør inden for rammerne kun være muligt at gennemføre kalibreringer i opadgående retning, mens definitioner bør fastholdes i henhold til principperne i EU's fælles regelsæt. Rammerne bør endvidere være underlagt strenge forholdsregler, der er koordineret af ESRB, for at imødegå eventuelle utilsigtede konsekvenser, afsmittende effekter og misbrug. For det andet er det altafgørende, at bankerne i EU opretholder samme niveau af robusthed og modstandsdygtighed over for tab med hensyn til deres kapitalgrundlag som deres internationale modparter. I den sammenhæng bør det sikres, at EU's krav til ikke-hybrid kernekapital for aktieselskaber, og som følge deraf definitionen af ikke-hybrid kernekapital, stemmer overens med Baselkomiteens internationale kapitalkrav. For det tredje kan ECB fuldt ud tilslutte sig indførelsen af et særligt modcyklisk element i den finansielle lovgivning, som ECB anser som et kerneelement i det overordnede makrotilsyn. Endelig tilslutter ECB sig fuldt ud indførelsen af krav vedrørende likviditetsrisiko samt gearingsmål i EU-lovgivningen under hensyntagen til passende evaluering og kalibrering. Likviditetskravene omfatter indførelsen af et kortsigtet mål for likviditetsdækning (liquidity coverage ratio, LCR), der skal sikre, at bankerne har tilstrækkelige likvide aktiver af høj kvalitet til at kunne modstå et akut stress-scenario af en måneds varighed, samt et mere langsigtet mål for stabil finansiering (net stable funding ratio, NSFR), der øger bankernes incitament til at opretholde en mere stabil finansieringsstruktur.

Mens de nye likviditetskrav forventes at have betydelige mikro- og makroprudentielle fordele, bør deres eventuelle utilsigtede følger undersøges yderligere. ESCB nedsatte derfor i maj 2011

¹⁷ CON/2012/5.

en arbejdsgruppe bestående af eksperter inden for finansiel stabilitet og pengepolitik for at undersøge samspillet mellem de nye likviditetskrav og pengepolitiske operationer.

I overensstemmelse med G20-forpligtelsen koncentrerede Financial Stability Board (FSB) sig i 2011 om at udvikle en række kritiske tiltag, der kan begrænse de risici, der er forbundet med systemisk vigtige finansielle institutioner. De internationale rammer udviklet af FSB består af følgende elementer: i) internationale standarder og krav til effektiv afvikling, ii) mere intensivt og effektivt tilsyn og iii) yderligere krav for at øge modstandsdygtigheden over for tab. En fælles indsats fra Baselkomiteen og FSB har resulteret i en kapitalafgift i tillæg til Basel III-kravene for globalt systemisk vigtige banker (G-SIBs).¹⁸ Kvantitativt vil G-SIBs være underlagt et progressivt kapitaltillæg på 1-2,5 pct. af de risikovægtede aktiver,¹⁹ afhængig af hvor systemisk vigtig den enkelte bank er²⁰. Kapitaltillægget skal udelukkende være dækket af aktiekapital. I november 2011 offentliggjorde Baselkomiteen og FSB navnene på de 29 banker, der i første omgang har status som G-SIBs. De yderligere krav vedrørende modstandsdygtighed over for tab gælder i første omgang for de banker, der i november 2014 klassificeres som G-SIBs. Kapitaltillægget indføres fra januar 2016 og vil være fuldt implementeret i januar 2019, hvilket forventes at give bankerne den nødvendige tid til at tilpasse sig de nye regler og samtidig minimere kortsigtede negative konsekvenser for bankernes strategier, forretningsmodeller og kapitalplanlægning. ECB tilslutter sig og har aktivt støttet Baselkomiteens og FSB's arbejde på dette vigtige område. ECB støtter fuldt op om de nye internationale krav, der specifikt sigter mod negative, eksterne virkninger og moral hazard fra G-SIBs. De er nødvendige for at mindske sandsynligheden for og graden af finansiel ustabilitet og redningsaktioner som følge af globalt systemisk vigtige finansielle institutioners konkurs. For at rammerne kan få den ønskede effekt, er rettidig og internationalt koordineret implementering af afgørende betydning.

3.2 VÆRDIPAPIRER

Den omfattende reform af EU's overordnede rammer for værdipapirlovgivning – et arbejde, som ECB var dybt involveret i – tog fart i 2011.

I december 2010 iværksatte Europa-Kommissionen en revision af MiFID-direktivet (direktivet om markeder for finansielle instrumenter), der er en af hjørnestenene i EU's regulering af de finansielle markeder. Det overordnede mål med revisionen er at tilpasse EU's lovgivningsmæssige rammer til den nyeste teknologiske og finansielle udvikling under hensyntagen til G20-landenes ønske²¹ om, at nationale myndigheder skal kunne håndtere de mindre regulerede og mere uigennemsigtige dele af det finansielle system. Den 20. oktober 2011 offentliggjorde Europa-Kommissionen sit forslag til en revision af MiFID og ændringer til markedsmisbrugsdirektivet.

Europa-Kommissionen fremsatte endvidere et forslag til et direktiv til ændring af direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigthedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked (transparensdirektivet).

ECB offentliggjorde den 3. marts 2011 en udtalelse²² om Europa-Kommissionens forslag til en forordning om short selling. ECB bemærkede, at den foreslåede lovgivning indeholdt mange af de anbefalinger, som Eurosystemet i 2010 fremlagde i forbindelse med Kommissionens høring

18 Se *Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement*, Basel Committee on Banking Supervision, November 2011.

19 En øvre, tom "buffer" på højst 3,5 pct. anses for at give bankerne incitament til ikke yderligere at øge deres systemiske vigtighed over tid.

20 Systemisk vigtighed måles ved hjælp af en indikatorbaseret metode udviklet af Baselkomiteen.

21 Se G20-udtalelser fra topmøderne i Pittsburgh (september 2009) og Seoul (november 2010).

22 CON/2011/17.

om short selling. Lovgivningen forventes at træde i kraft i november 2012.

områder, fx finansielle instrumenter (klassifikation og netting).

Europa-Kommissionen fremlagde den 15. november 2011 endvidere forslag til en forordning og et direktiv vedrørende kreditvurderingsbureauer med det formål at reducere risikoen for finansiell ustabilitet og genskabe investorers og andre markedsdeltageres tillid til de finansielle markeder og kvaliteten af ratings. ECB arbejder i øjeblikket på en udtalelse om forslaget.

ECB fulgte tæt og støttede op om FSB's og andre internationale organers arbejde for at imødekomme et ønske, som blev fremsat af G20-landene i november 2010, om at udarbejde anbefalinger, der kan styrke reguleringen og tilsynet med skyggebankssektoren. ECB har udarbejdet en rapport til medlemmerne af FSB om skyggebankssektoren inden for euroområdet.

3.3 REGNSKABSPRINCIPPER

Eurosystemet kommenterede i marts 2011 International Accounting Standards Board's (IASB) forslag til afdækningsprincipper. I sit brev til IASB udtrykte Eurosystemet generel støtte til den foreslåede principbaserede model, der sigter mod en bedre strømlining af finansiell rapportering og virksomhedernes risikostyring. Eurosystemet bemærkede imidlertid, at forslaget ikke dækker vigtige risikoafdækningsaktiviteter, såsom gruppevis sikring af nettopositioner (macro hedging). Eurosystemet fremhævede ligeledes forbindelsen mellem risikoafdækning og andre dele af projektet vedrørende finansielle instrumenter, såsom klassifikation og måling, samt fordelene ved at gennemføre en omfattende konsekvensanalyse, der inddrager interaktioner mellem elementerne i projektet vedrørende finansielle instrumenter og initiativer rettet mod interessenter.

IASB og Financial Accounting Standards Board fortsatte hen over året arbejdet med at samordne deres respektive regnskabsprincipper. På trods af de resultater, der er opnået i 2011, er der stadig store forskelle inden for vigtige regnskabs-

4 FINANSIEL INTEGRATION

Eurosystemet og ESCB bidrager til at øge den finansielle integration i Europa gennem i) oplysning om og overvågning af den finansielle integration, ii) katalysering af aktiviteter i den private sektor ved at fremme kollektiv handling, iii) rådgivning om lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer for det finansielle system og direkte regelfastsættelse samt iv) levering af centralbankydelse, der fremmer finansiell integration.

OPLYSNING OM OG OVERVÅGNING AF FINANSIEL INTEGRATION

I maj 2011 udgav ECB den femte årlige udgave af "Financial integration in Europe".²³ Det vigtigste formål med rapporten er at bidrage til analysen af fremme af finansiell integration i Europa og oplyse offentligheden om Eurosystemets rolle i arbejdet med at støtte denne proces. Rapporten beskriver status for integrationen og udgør derfor et empirisk grundlag for politiske tiltag til yderligere fremme af finansiell integration. Denne udgave af rapporten fokuserer på statsgældskrisen i euroområdet og dens påvirkning af obligations- og pengemarkedet. Rapporten indeholder også en mere dybtgående analyse af følgende emner: i) krisestyring og -løsning med udgangspunkt i finansiell integration, ii) forsikringsselskaber og pensionskasser i euroområdet og iii) udviklingen på euroområdets obligationsmarkeder under finanskrisen. Endelig giver rapporten en oversigt over Eurosystemets bidrag til øget integration og udvikling af de finansielle markeder i Europa i 2010.

ECB og Center for Financial Studies ved universitetet i Frankfurt videreførte deres samarbejde i forskningsnetværket vedrørende kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa med deltagelse af akademikere, markedsdeltagere, politiske beslutningstagere og centralbankfolk. Netværket arrangerede en workshop om "The structure of the euro area market for banks' debt financing and implications for monetary transmission and financial integration", som blev holdt af ECB i Frankfurt den 17. og 18. maj 2011. Som i tidligere år tildelte ECB fem "Lamfalussy-stipendier" til unge forskere inden for rammerne af netværket. Netværkets

aktuelle prioritetsområder er: i) det finansielle system som forvalter, fordeler og skaber af risiko, ii) integration og udvikling af finansielle detailtjenesteydelser og fremme af innovative virksomheder og iii) modernisering og ledelse i den finansielle sektor samt integration af det europæiske finansielle system i de globale kapitalmarkeder.

KATALYSATOR FOR AKTIVITETERNE I DEN PRIVATE SEKTOR

SEPA

SEPA-initiativet (Single Euro Payments Area) sigter mod et fuldt integreret marked for detailbetalingstjenester i euro, hvor der ikke skelnes mellem grænseoverskridende og nationale betalinger. I 2011 fortsatte Eurosystemet med at overvåge og støtte arbejdet med SEPA.²⁴ Der blev især fokuseret på migrering til de nye SEPA-instrumenter. Ifølge SEPA-indikatorerne nåede migreringen i euroområdet fra indenlandske kreditoverførsler til SEPA-kreditoverførsler op på 23,7 pct. i december 2011. Hvad angår SEPA Direct Debit, udgjorde migreringen kun 0,5 pct. i december 2011. Europa-Kommissionen har fremsat et forslag til en forordning om slutdatoer for at understøtte migreringen til SEPA-kreditoverførsler og Direct Debit. I sin udtalelse hilste ECB Kommissionens forslag velkommen. Det indebærer bindende slutdatoer for migreringen, og slutdatoerne betragtes som afgørende for projektets succes. ECB understregede også vigtigheden af en langsigtet løsning for interbankgebyrer for direkte debitering.²⁵

Behovet for hurtigt at vedtage en forordning med slutdatoer blev også understreget af SEPA-rådet, som er interessenternes forum, hvor ECB og Kommissionen i fællesskab varetager formandskabet. SEPA-rådet søger at fremme et integreret marked for detailbetalinger i euro ved at sikre passende involvering af alle parter og ved at fremme enighed om de næste skridt mod

²³ Rapporten findes på ECB's hjemmeside.

²⁴ Eurosystemet vurderede også fremskridtene i forhold til milepælene i den syvende statusrapport om SEPA, der blev offentliggjort i oktober 2010 og findes på ECB's hjemmeside.

²⁵ Se CON/2011/32, EUT C 155, 25.5.2011.

realiseringen af SEPA. Ud over banksektoren er den offentlige forvaltning og slutbrugerne (bl.a. forbrugere og virksomheder, fx små og mellemstore virksomheder og detailhandlere) repræsenteret. Fire centralbanker fra Eurosystemet skiftes også til at deltage.

Inden for flere områder skal der ske yderligere fremskridt, for at SEPA kan blive en succes. Der skal navnlig fokuseres på SEPA-faciliteten for kort. Med henblik på at øge sikkerhedsniveauet ved korttransaktioner og begrænse snyderi med kort baseret på "skimming"²⁶ opfordrede Eurosystemet markedet til at migrere til teknologi med EMV-chip og afskaffe magnetstriben. Eurosystemet opfordrede desuden de forskellige involverede interessenter til at udvikle løsninger med henblik på at bekæmpe svig ved anvendelse af magnetstriben, så længe den globale migration til teknologi med EMV-chip ikke er gennemført (fx ved som standard at blokere transaktioner med magnetstriben). Derudover blev der iværksat drøftelser med interessenterne om harmoniserede forretningsmetoder med henblik på at skabe et integreret og konkurrencedygtigt marked for kort. Inden for området funktionel standardisering organiserede Eurosystemet i marts 2011 et ad hoc-forum for standardisering af kort, og Eurosystemet støttede aktivt arbejdet med at etablere en harmoniseret ramme for SEPA-certificering.

Et andet fokusområde er innovation. Fuld migrering til SEPA-ordningerne og realisering af et integreret og konkurrencedygtigt marked for kort, der er baseret på fælles forretningsmetoder, tekniske standarder og sikkerhedskrav, danner grundlag for at udbyde innovative tjenesteydelser på europæisk plan. I den forbindelse understregede Eurosystemet behovet for at kunne udbyde sikre og effektive internetbaserede betalingsløsninger i hele SEPA. Trods en klar efterspørgsel efter sådanne tjenester på markedet er fremskridtene inden for området tilsyneladende gået i stå ultimo 2011. Måske afventer markedsdeltagerne afslutningen på den undersøgelse af European Payments Councils standardiseringsproces for internetbetalinger, som

Europa-Kommissionen iværksatte i september 2011.

For at fremme frivilligt samarbejde mellem relevante myndigheder inden for EØS om sikkerhed ved detailbetalinger blev European Forum on the Security of Retail Payments oprettet i 2011 på ECB's initiativ (se afsnit 5.2 i dette kapitel).

VÆRDIPAPIRMARKEDER

Siden 2001 har STEP-initiativet (Short-Term European Paper), som er iværksat af markedsdeltagere under European Banking Federation (EBF) og sammenslutningen af finansielle markeder (ACI), og som styres af STEP-markedskomiteen, fremmet integrationen af markederne for kortfristede værdipapirer i euroområdet. Det er sket gennem et sæt frivillige markedsstandarder og praksis, der kan anvendes i forbindelse med udstedelsesprogrammer på eksisterende markeder, fx ECP-markedet (Euro Commercial Paper) eller TCN-markedet (franske commercial paper).

STEP-mærket blev indført i 2006, og der var 166 aktive STEP-mærkede programmer i december 2011. STEP-gældsinstrumenter klarede sig forholdsvis uskadt gennem den finansielle uro, og det samlede udestående i december 2011 var 415 mia. euro, dvs. en smule mere end året før og en stigning på ca. 55 pct. i forhold til august 2007, hvor den finansielle uro begyndte. Desuden udgjorde udestående STEP-gældsinstrumenter undtagen statspapirer i 3. kvartal 2011 ca. 40 pct. af kortfristede benchmark-gældsinstrumenter, sammenlignet med under 30 pct. i 3. kvartal 2007. Den stabile markedsudvikling skyldes, at STEP-kriterierne kan anvendes på andre eksisterende markedsprogrammer, og at Eurosystemet betragter STEP som et ikke-reguleret marked i forbindelse med sikkerhedsstillelse. Pr. 1. januar 2011 ophørte ECB's styrelsesråds beslutning fra oktober 2008

²⁶ "Skimming" er uautoriseret kopiering af data fra magnetstriben via en manipuleret eller falsk terminal eller en håndholdt aflæser med henblik på at bruge de stjålne data til at udføre svigagtige transaktioner uden kortholderens samtykke.

om midlertidig udvidelse af listen over belånbare aktiver, der kan stilles som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, med STEP-papirer udstedt af kreditinstitutter (dvs. indskudsbeviser). Trods en vis volatilitet i udeståendet i løbet af 2011 var STEP-markedet ikke nævneværdigt påvirket heraf og fortsatte med at vokse. Fra 1. januar 2012 kan STEP-mærkede værdipapirer udstedt af kreditinstitutter igen stilles som sikkerhed hos Eurosystemet som følge af bortfald af kravet om, at gældsinstrumenter (undtagen dækkede bankobligationer) udstedt af kreditinstitutter skal være registreret til handel på et reguleret marked, før de kan stilles som sikkerhed.

Med det formål at øge gennemsigtigheden vedrørende asset-backed securities besluttede Styrelsesrådet i december 2010 at indføre et oplysningskrav på lånniveau for asset-backed securities i Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse. Styrelsesrådet besluttede at begynde med realkreditobligationer med sikkerhed i boliger, som er langt den største relevante aktivklasse, og indførte en tidsramme på ca. 18 måneder for disse papirer. Det betyder, at den skabelon på lånniveau, som blev offentliggjort samtidig, skal overholdes senest i sommeren 2012. I april 2011 traf Styrelsesrådet en lignende beslutning om realkreditobligationer med sikkerhed i erhvervsjendomme og asset-backed securities for små og mellemstore virksomheder med en tilsvarende tidsramme for gennemførelse.

Et velfungerende marked for securitisering, understøttet af standardisering og øget gennemsigtighed ved at sikre investorerne adgang til omfattende og standardiseret information på markedet for asset-backed securities i hele Europa, bidrager til at gøre det europæiske finansielle system komplet og fremmer integration, da instrumenterne bliver mere sammenlignelige på tværs af landegrænser.

RÅDGIVNING OM LOVGIVNINGS- OG TILSYNSMÆSSIGE RAMMER FOR DET FINANSIELLE SYSTEM OG DIREKTE REGELFASTSÆTTELSE

Med sigte på at forbedre den finansielle integration overvåger ECB og Eurosystemet, i over-

ensstemmelse med deres rådgivende og lovgivningsmæssige funktioner, udviklingen af de lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer i EU og bidrager aktivt hertil. Aktiviteterne i 2011 er beskrevet i afsnit 3 i dette kapitel.

Desuden deltog ECB som observatør i Europa-Kommissionens Expert Group on Market Infrastructures, som har til opgave at bidrage til et effektivt, sikkert og sundt efterhandelsmarked i EU. Ekspertgruppen afsluttede sit arbejde og publicerede sin rapport den 10. oktober 2011²⁷. Rapporten indgår i Kommissionens løbende politiske analyser i forbindelse med efterhandels tjenester og markedsinfrastrukturer i EU. Arbejdet er tæt forbundet med implementeringen af Target2-Securities (T2S).

LEVERING AF CENTRALBANKYDELSER, DER FREMMER FINANSIEL INTEGRATION

Target2, som er anden generation af Eurosystemets system for store betalinger, er den første markedsinfrastruktur, som er fuldstændig integreret og harmoniseret på europæisk plan. Eurosystemet har fortsat sit arbejde med at forbedre Target2 og lancerede en ny version af systemet i november 2011 (se kapitel 2, afsnit 2.1).

T2S, som er Eurosystemets fremtidige platform for afvikling af værdipapirer, kommer til at spille en vigtig rolle i harmoniseringen og integrationen af efterhandelsområdet i Europa. T2S vil automatisk eliminere mange af "Giovanninibarriererne" for grænseoverskridende clearing og afvikling ved bl.a. at i) fungere som en fælles it-platform med fælles grænseflader og en fælles protokol for udveksling af meddelelser, ii) indføre et harmoniseret tidsskema for alle tilsluttede markeder og iii) udvide den fælles harmoniserede afviklingsmodel, der indebærer levering mod betaling (delivery versus payment, DvP) i centralbankpenge, til at omfatte alle nationale og grænseoverskridende transaktioner. Men selv med en fælles teknisk platform er der stadig betydelige barrierer for grænseoverskridende afvikling, der skal fjernes, før betalings-

27 Rapporten findes på Europa-Kommissionens hjemmeside.

markederne kan få fuldt udbytte af T2S. For at sikre yderligere fremskridt blev Harmonisation Steering Group, der består af ledende medarbejdere fra betalingsbranchen og den offentlige sektor, oprettet i 2011. Styregruppens vigtigste opgave er at kortlægge, hvor grupper inden for branchen eller markeder er bagud i forhold til resten af Europa med hensyn til gennemførelsen af fælles aftalte standarder for harmonisering, og eventuelt lægge pres på nationale markeder og de pågældende aktører. I samarbejde med Kommissionen og andre relevante aktører kommer Harmonisation Steering Group til at spille en central rolle i harmoniseringsindsatsen vedrørende T2S og således sikre væsentlige fremskridt med T2S og efterhandelsarbejdet i bredere forstand i Europa (se kapitel 2, afsnit 2.2).

Hvad angår forvaltning af sikkerhedsstillelse, har korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) siden indførelsen i 1999 fremmet den finansielle integration ved at gøre det muligt for modparter i euroområdet at stille belånbare aktiver som sikkerhed på tværs af landegrænserne i Eurosystemets kreditoperationer, uanset udstedelseslandet. Eurosystemet arbejder i øjeblikket på at forbedre CCBM (se kapitel 2, afsnit 2.3).

5 OVERVÅGNING AF BETALINGSSYSTEMER OG MARKEDETS INFRASTRUKTUR

Gennem sin overvågning ønsker Eurosystemet at beskytte sikkerheden og effektiviteten i betalings- og værdipapirafviklingssystemer, for centrale modparter, der anvender euro, samt for betalingsinstrumenter, væsentlige tjenesteudbydere og anden kritisk infrastruktur ved at overvåge og vurdere dem og om nødvendigt iværksætte ændringer.²⁸

5.1 SYSTEMER FOR STORE BETALINGER OG INFRASTRUKTURUDBYDERE

Systemer for store betalinger er kernen i euroområdet's markedsinfrastruktur og spiller en vigtig rolle for den finansielle sektors og den samlede økonomis stabilitet og effektivitet. Eurosystemet anvender veldefinerede rammer for overvågning af alle systemer for store betalinger, der afvikler i euro, både Eurosystemets egne systemer og private systemer. De bygger på de internationalt anerkendte Core Principles for systemisk vigtige betalinger (CPSIPS), som blev fastlagt af komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og tiltrådt af ECB's styrelsesråd i 2001. CPSIPS suppleres med et sæt forventninger til forretningsvidereførelse (BCOE) for systemisk vigtige betalingssystemer, der blev vedtaget af Styrelsesrådet i 2006.

TARGET2

ECB leder og koordinerer overvågningen af Target2 i tæt samarbejde med de deltagende nationale centralbanker. I 2011 fokuserede Eurosystemets Target2-overvågere især på aspekter af operationel risiko og opfølgning på vurderingen af Target2 i forhold til BCOE. Selv om vurderingen er, at rammen for forretningsvidereførelse for Target2 generelt er på plads og sikrer en tilstrækkeligt høj og ensartet grad af robusthed, blev der alligevel anbefalet nogle få forbedringer. I 2011 holdt overvågerne øje med gennemførelsen af forbedringerne. Ultimo 2011 manglede der stadig gennemførelse af én anbefaling (om dokumentation af kravet om tilstrækkelige oplysninger fra udbydere af den fælles Target2-plattform til Target2's styrende organer). I forbindelse med de regelmæssige overvågningsaktiviteter blev Target2-hændelser

desuden analyseret omhyggeligt og drøftet med systemoperatøren.

Endvidere blev version 5 af Target2-softwaren lanceret den 21. november 2011. Inden lanceringen gennemførte overvågerne en vurdering af de nye funktionaliteter i forhold til de gældende CPSIPS. Konklusionen var, at den nye version alt i alt ikke ville have nogen negativ indvirkning på Target2's overholdelse af CPSIPS, og at flere af ændringerne vil medføre bedre service for Target2's kunder.

Target2-simulatoren, et analytisk værktøj baseret på betalingsdata, blev yderligere finjusteret i 2011. Med dette værktøj kan især overvågere og operatører nøje replicere og stressteste afviklingsprocessen i Target2 ved brug af et fælleseuropæisk datasæt for Target2-aktivitet, som omfatter alle transaktioner, likviditetsinformationer og deltagerinformationer. En række analyseprojekter, der er uafhængige af Target2-simulatoren, men baseret på et beslægtet datasæt på transaktionsniveau, er i gang, bl.a. en undersøgelse af betalingsmønstre inden for dagen og anvendelse af netværksteori med fokus på delnetværk ("communities") blandt deltagerne i Target2.

EURO 1

Euro 1 er et system for store betalinger til afvikling af grænseoverskridende og indenlandske transaktioner i euro mellem bankerne i EU. Det drives af EBA Clearing. Euro 1 er baseret på multilateral netting. Euro 1-deltagernes positioner ultimo dagen afvikles i sidste ende i centralbankpenge via Target2-systemet med ECB som afviklingsagent.

ECB varetager det primære overvågningsansvar i tæt samarbejde med alle nationale centralbanker i Eurosystemet. Der blev i 2011 gennemført tre vigtige overvågningsaktiviteter med rela-

²⁸ Eurosystemets overvågningsfunktioner og -aktiviteter er beskrevet nærmere på ECB's hjemmeside og i specifikke overvågningsrapporter fra Eurosystemet.

tion til Euro 1. I tæt samarbejde med Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia og De Nederlandsche Bank afsluttede ECB den omfattende vurdering af Euro 1 i forhold til CPSIPS. Konklusionen var, at Euro 1 overholder Core Principles I til IX, men kun i store træk Core Principle X (ledelse), eftersom virksomheden ikke har en dedikeret risikostyringsfunktion. Desuden indeholdt rapporten anbefalinger til operatøren om forbedringer af systemet, idet det dog blev understreget, at ingen af de aspekter, der bør forbedres, udgjorde nogen væsentlig risiko for Euro 1's effektive funktion. ECB udførte også en opfølgende vurdering af status på de anbefalinger, der var resultatet af vurderingen af systemet i forhold til BCOE. Operatøren havde efterlevet alle anbefalingerne. Endelig vurderede ECB, sammen med frivillige nationale centralbanker fra euroområdet, ændringer af forretningsgangen (fx indførelse af yderligere to vinduer til distribution af likviditet i Euro 1's åbningstid). Eurosystemet konkluderede, at disse ændringer ikke ville have nogen negativ indvirkning på Euro 1's overholdelse af CPSIPS. Alt i alt fungerede Euro 1-systemet gnidningsløst i 2011 uden hændelser.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT-SYSTEMET

CLS-systemet (Continuous Linked Settlement) blev lanceret i september 2002 og drives af CLS Bank International (CLS Bank). Systemet tilbyder en ydelse i flere valutaer til samtidig afvikling, dvs. PvP (payment versus payment), af betalingsinstrukser vedrørende valutatransaktioner. Gennem PvP-systemet eliminerer CLS praktisk talt hovedstolsrisikoen i forbindelse med valutaafvikling. CLS afvikler i 17 af de mest handlede valutaer i verden, herunder euroen. Eftersom CLS Bank er hjemmehørende i USA, har Federal Reserve hovedansvaret for at overvåge CLS i henhold til samarbejdet om overvågning, der omfatter G10-landenes centralbanker og de centralbanker, hvis valutaer afvikles i CLS. ECB deltager, i tæt samarbejde med euroområdet centralbanker, i denne overvågning og har hovedansvaret for overvågningen af afviklingen af euro i CLS.

I 2011 havde samarbejdet om overvågning af CLS hovedsagelig fokus på CLS' nye forretnings tiltag og initiativer.

SWIFT

SWIFT er vigtigt ud fra hensynet til finansiell stabilitet, da det udbyder sikker udveksling af meddelelser til den finansielle sektor i over 210 lande. SWIFT er et andelselskab, der er hjemmehørende i Belgien. Gennem samarbejdet i G10-regi om overvågning af SWIFT bidrager ECB og visse nationale centralbanker i Eurosystemet til diverse overvågningsaktiviteter, som udføres af overvågningsgruppen med Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique som hovedansvarlig.

I 2011 fokuserede overvågningsarbejdet fortsat på gennemførelse af Distributed Architecture-programmet, navnlig ved opbygning af endnu et driftscenter i Europa. Endvidere holdt overvågerne nøje øje med omstruktureringen af FIN-applikationsprojektet, der blev iværksat i 2011. Andre vigtige aktiviteter i 2011 var en gennemgang af driften og tilgængeligheden af SWIFT-ydelserne, overvågning af nye projekter, der potentielt kan påvirke fortroligheden, integriteten og tilgængeligheden af SWIFT's kritiske tjenester, og en gennemgang af, hvordan et omkostningsoptimeringsprogram, som er iværksat af SWIFT, eventuelt kan påvirke betalingsmeddelelsernes robusthed og tilgængelighed. SWIFTNet FIN-netværkets tilgængelighed i 2011 var 99,999 pct.

5.2 DETAILBETALINGSSYSTEMER OG -INSTRUMENTER

Eurosystemets overvågningsansvar omfatter også detailbetalingssystemer og betalingsinstrumenter. I 2003 vedtog Styrelsesrådet overvågningsstandarder for detailbetalingssystemer i overensstemmelse med CPSIPS. Disse standarder er ved at blive revideret, og desuden arbejdes der på udvikling af overvågningsforventninger vedrørende links mellem detailbetalingssystemer.

ECB har hovedansvaret for overvågning af STEP2, som er et fælleseuropæisk system til automatisk clearing af detailbetalinger i euro, og som drives af EBA Clearing. STEP2 tilbyder behandling af forskellige slags detailbetalinger, fx SEPA-relaterede transaktioner (konto til konto-overførsler og direkte debitering i SEPA) og transaktioner i overensstemmelse med indenlandske tekniske standarder, for hvilke tjenerne er begrænset til den pågældende indenlandske banksektor (fx i Italien).

En ny afviklingstjeneste specielt for irske banker (STEP2 Irish Service) blev indført i oktober 2011. STEP2 står for afvikling af værdien af betalingstransaktioner, som udveksles bilateralt mellem irske banker via det indenlandske detailbetalingssystem, der drives af Irish Retail Electronic Clearing Company Ltd. Afviklingen finder sted i Target2-systemet på de deltagende irske bankers Target-delkonti, hvor de på forhånd har indbetalt midler. Inden den nye tjeneste blev indført, blev den vurderet af ECB i forhold til de gældende overvågningsstandarder. Konklusionen var, at den nye tjeneste ikke har nogen negativ indvirkning på STEP2-systemets overholdelse af overvågningsstandarderne.

I 2011 afsluttede Eurosystemet de individuelle vurderinger af betalingskortsystemer i euroområdet og gjorde yderligere fremskridt med vurderingerne af internationale betalingskortordninger.

Desuden godkendte Styrelsesrådet i maj 2011 mandatet for European Forum on the Security of Retail Payments. Dette forum er et frivilligt samarbejdsinitiativ navnlig mellem overvågere og tilsynsmyndigheder for udbydere af betalingstjenester og har til formål at udveksle viden og øge forståelsen af emner vedrørende detailbetalings sikkerhed. I 2011 var der fokus på sikkerhed i forbindelse med internetbetalinger med betalingskort, konto til konto-overførsler og direkte debitering med henblik på udarbejdelse af sikkerhedsanbefalinger på området.

5.3 CLEARING OG AFVIKLING AF VÆRDIPAPIRER OG DERIVATER

Eurosystemet har en udpræget interesse i, at systemer til clearing og afvikling af værdipapirer fungerer smidigt, da fejl i clearing, afviklingen og opbevaringen af værdipapirer kan true pengepolitikens gennemførelse, betalingssystemernes smidige funktion og den finansielle stabilitet.

MARKEDSINFRASTRUKTURER FOR OTC-DERIVATER

Som led i opfølgningen på den forpligtelse, der blev vedtaget på G20-topmødet i Pittsburgh i 2009,²⁹ vedrørte det vigtigste lovgivningsinitiativ i EU i 2011 et forslag til forordning om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre, dvs. EMIR-forordningen, der oprindeligt blev fremsat i september 2010. Forslaget til forordning søger at følge op på G20-forpligtelsen vedrørende obligatorisk clearing og indberetning til transaktionsregistre af OTC-derivater og som noget nyt at introducere en fælles EU-ramme for centrale modparter, som skal gælde for flere finansielle produkter. I sin udtalelse af 13. januar 2011 udtrykte ECB bekymring med hensyn til, at de foreslåede rammer ikke i tilstrækkelig grad afspejler centralbankernes kompetencer og behovet for at involvere centralbankerne i forhold til centrale modparter og transaktionsregistre, og at det også vil være nødvendigt at forstærke kravene til samarbejde mellem myndighederne, overvågerne og centralbankerne for udstedelserne. Desuden fulgte EU op på G20-landenes forpligtelse vedrørende elektronisk handel med OTC-derivater som led i den bredt funderede gennemgang af MiFID-direktivet. Den 20. oktober 2011 fremsatte Europa-Kommissionen lovgivningsforslag ved-

²⁹ G20-landene vedtog på topmødet i Pittsburgh i 2009, at alle standardiserede OTC-derivatkontrakter skulle handles på en børs eller en elektronisk handelsplatform, hvor det er relevant, og cleares via centrale modparter senest ved udgangen af 2012. OTC-derivatkontrakter skal indberettes til transaktionsregistre. Kontrakter, der ikke cleares centralt, skal være underlagt højere kapitalkrav.

rørende revision af MiFID, og forslagene blev vurderet af ECB.

Et centralt initiativ i forbindelse med fastlæggelse af standarder er revidering af de internationale principper for finansielle markedsinfrastrukturer med henblik på harmonisering og eventuelt styrkelse af de eksisterende internationale standarder for systemisk vigtige betalings-systemer samt værdipapircentraler, værdipapirafviklingsystemer og centrale modparter. I lyset af den voksende udbredelse og systemiske betydning af centrale modparter inden for OTC-derivater og de systemisk relevante infrastrukturer og myndigheders øgede afhængighed af nøjagtigheden og tilgængeligheden af oplysninger fra transaktionsregistre, som de anvender under udførelsen af deres egne opgaver, indeholder de reviderede standarder også yderligere vejledning vedrørende OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre. I marts 2011 publicerede CPSS og den internationale børstilsynsorganisation (IOSCO) en rapport om de foreslåede principper for infrastrukturer på det finansielle marked, som forventes at falde på plads i 1. kvartal 2012.

Den 11. oktober 2011 understregede FSB i sin anden statusrapport om gennemførelse af reformer på markedet for OTC-derivater behovet for at øge tempoet for lovgivning og regulering samt at intensivere den multilaterale og bilaterale dialog for at afhjælpe overlappning, huller og konflikter mellem forskellige myndigheders tilgang. ECB, som var involveret i både CPSS-IOSCO-arbejdet og FSB-arbejdet, gav sin fulde støtte til disse konklusioner. ECB mener også, at ensartet gennemførelse af internationale standarder på tværs af retsområder er afgørende for den sammenhængende ramme for regulering og overvågning, som skal understøtte sikkerheden og effektiviteten på de globale markeder for OTC-derivater.

TARGET2-SECURITIES

Target2-Securities (T2S) er en afviklingstjeneste, der skal sikre en fælles, tværnational pulje af værdipapirer og en central, neutral afviklingsproces. Ecofin-Rådet understregede i 2007, at

tilsynet med værdipapircentraler fortsat skulle være sikkert og effektivt, og at betydningen af T2S derfor skulle analyseres med dette for øje.

Alle kompetente myndigheder med en legitim interesse i T2S' smidige funktion deltager i en gruppe, der koordinerer udveksling af oplysninger og udfører aktiviteter i forbindelse med overvågning af og tilsyn med T2S-tjenester i udviklingsfasen, dvs. overvågere af værdipapircentraler og betalingsinfrastrukturer, der anvender T2S-tjenester, overvågere med ansvar for kritiske infrastrukturer, tilsynsmyndigheder med kompetence i forhold til værdipapircentraler, der tilslutter sig T2S, og centralbanker uden for euroområdet, hvis valutaer kan afvikles i T2S. Indtil videre støtter alle kompetente myndigheder fortsat ideen om at etablere samlede rammer for overvågningen af og tilsynet med T2S-tjenester. Dette arbejde kan dog ikke afsluttes, fordi ansvarsområderne for T2S og værdipapircentralerne ikke er fastlagt.

I løbet af 2011 var alle kompetente myndigheder involveret i en omfattende foreløbig gennemgang af den tilgængelige dokumentation vedrørende T2S-designet. T2S-designet blev især vurderet i forhold til ESCB/CESR-anbefalingerne fra 2009 for værdipapirafviklingsystemer, og der blev taget højde for visse tilpasninger på grund af designets særlige udformning. Styrelsesrådet og ESMA fremsatte også forslag til T2S Programme Board med henblik på at fremme efterlevelse af anbefalingerne. Som følge af den igangværende udvikling i T2S-projektet vil resultaterne af gennemgangen af T2S-designet blive opdateret, når al relevant dokumentation er færdiggjort.



Siden juli 2011 har højhusets bygningsskelet rejst sig over Grossmarkthalle. Ved udgangen af december 2011 var byggearbejdet på begge tårne nået til 21. etage.

KAPITEL 4

EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

I POLITIKSPØRGSMÅL OG INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL

Som følge af den vedvarende finansielle og økonomiske krise steg mødefrekvensen i EU og euroområdet i 2011, og kontakten mellem de europæiske institutioner og fora, som er med til at udforme Europas politiske tiltag som følge af krisen, intensiveredes generelt, herunder især mellem Det Europæiske Råd, Ecofin-Rådet, Eurogruppen, Europa-Kommissionen, Europa-Parlamentet og ECB.

Formanden for ECB deltog jævnligt i Eurogruppens og Ecofin-Rådets møder, når spørgsmål vedrørende ESCB's mål og opgaver blev drøftet. Endvidere blev formanden for ECB inviteret til at deltage i Det Europæiske Råds møder samt i euroområdets stats- og regeringschefers uformelle møder, når spørgsmål vedrørende EU's politiske reaktion på den økonomiske og finansielle krise blev behandlet. Formanden for Eurogruppen og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender deltog i Styrelsesrådets møder, når de fandt det passende.

FORBEDRING AF KRISEHÅNTERINGEN PÅ EURO-PÆISK PLAN

Som led i en række initiativer til imødegåelse af krisen besluttede Det Europæiske Råd den 24. og 25. marts 2011 at oprette en permanent krisestyringsmekanisme, den europæiske stabiliseringsmekanisme (ESM). ESM skal yde støtte til eurolandene under strenge betingelser, hvis det fastslås, at det er påkrævet for at sikre finansiell stabilitet i euroområdet som helhed. Efter en begrænset ændring af traktaten (artikel 136), og i overensstemmelse med euroområdets stats- og regeringschefers beslutning om at fremskynde dens ikrafttrædelse, forventes ESM at træde i kraft i juli 2012. ESM vil i fremtiden erstatte både den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF) og den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (EFSM), der blev oprettet som midlertidige instrumenter i 2010.

På mødet den 11. marts 2011 besluttede stats- og regeringscheferne i euroområdet at udvide EFSF's effektive udlånskapacitet til 440 mia. euro og at sikre ESM en effektiv udlånskapacitet på 500 mia. euro. Den 21. juli 2011 besluttede de endvidere at øge EFSF's og senere

ESM's fleksibilitet ved at gøre det muligt for disse at træffe foranstaltninger på grundlag af et forebyggende program, at finansiere rekaptaliseringen af finansielle institutioner gennem lån til de deltagende medlemslande og at intervenere på de primære og sekundære markeder for statsobligationer. Den 9. december 2011 blev en række andre vigtige aftaler indgået, herunder om indførelsen af en nødprocedure i ESM's stemmeregler. Med hensyn til inddragelsen af den private sektor blev det endvidere bekræftet på ny, at de veletablerede IMF-principper og -praksis vil blive nøje overholdt.

Hvad angår ECB's deltagelse, vil formanden for ECB deltage på møderne i EFSF's og senere ESM's repræsentantskab som observatør. Endvidere vil Europa-Kommissionen samarbejde med ECB og IMF om at identificere risici for den finansielle stabilitet i euroområdet som helhed. ECB's stab vil i samarbejde med Kommissionen og IMF foretage en omfattende analyse af gældens holdbarhed i de lande, som anmoder om støtte til at sikre finansiell stabilitet. Kommissionen, bistået af ECB og IMF, vil være ansvarlig for udformningen og overvågningen af programmet. ECB deltager jævnligt i fælles missioner sammen med Kommissionen og IMF til programlande for at vurdere, om der er gjort fremskridt i forhold til de aftalte betingelser, og for at bidrage til de regelmæssige programvurderinger. EFSF og ESM vil kunne intervenere på det sekundære obligationsmarked på grundlag af en analyse foretaget af ECB, som viser, om der hersker usædvanlige markedsforhold og risici for den finansielle stabilitet.

FORBEDRING AF DEN ØKONOMISKE STYRING I EU

For at imødegå den finansielle og økonomiske krise vedtog Rådet for Den Europæiske Union (Rådet) og Europa-Parlamentet i 2011 en lovpakke med det formål at styrke den økonomiske styring i EU inden for traktatens rammer.¹ ECB mener, at pakken indeholder en række skridt i den rigtige retning for at styrke budgetovervåg-

¹ ECB udtrykte sin vurdering af Kommissionens forslag i sin udtalelse om en reform af den økonomiske styring i Den Europæiske Union (CON/2011/13) af 16. februar 2011.

ningen og forbedre håndhævelsen af budgetdisciplinen. Herunder er navnlig stabilitets- og vækstpagten blevet styrket, i en vis udstrækning gennem forstærket overvågning og mere automatiske beslutningsprocesser, hvor der er blevet indført afstemninger med omvendt kvalificeret flertal. Det betyder bl.a., at visse af Kommissionens henstillinger vil blive betragtet som vedtaget, medmindre Rådet med kvalificeret flertal beslutter at forkaste dem inden for en given tidsfrist. Herudover lægges der større vægt på gældskriteriet og de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt. Med reformen blev der også indført udgiftsbenchmark og minimumskrav til de nationale budgetrammer. Endvidere er der blevet indført tidligere og mere graduerede finansielle og ikke-finansielle sanktioner for at tilskynde medlemslandene til at overholde stabilitets- og vækstpagten. For at lukke et betydeligt hul i rammerne for overvågning er der også blevet indført en makroøkonomisk overvågningsprocedure med en forebyggende og en korrigerende del. Som supplement til Europa 2020-strategien (se nedenfor) har denne nye procedure specifikt til formål at imødegå de makroøkonomiske ubalancer og den faldende konkurrenceevne.

Desuden besluttede euroområdet stats- og regeringschefer den 26. oktober 2011 at afholde topmøde blandt eurolandene mindst en gang hvert halve år for at drøfte de økonomiske og finanspolitiske strategier i euroområdet og for at sikre, at euroområde-dimensionen i højere grad indregnes som en faktor i de nationale politiske beslutninger. Det blev også aftalt, at formanden for eurolandenes topmøder, Kommissionen og Eurogruppen skal holde møde mindst en gang om måneden, og at formanden for ECB kan inviteres til at deltage heri.²

Den 9. december 2011 enedes stats- og regeringscheferne i euroområdet om at styrke ØMU'ens struktur ved at indføre en ny finanspolitisk aftale i form af en "traktat om stabilitet, koordination og styring i Den Økonomiske og Monetære Union". Denne traktat, også kaldet finanspagten, som er forenelig med EU-lovgivningen, skal udgøre et væsentligt skridt

i retning af en tættere og uigenkaldelig finanspolitisk og økonomisk integration og en stærkere økonomisk styring i euroområdet. Aftalen er åben for tiltrædelse af medlemslandene uden for euroområdet blev undertegnet i marts 2012 af alle EU-landes stats- og regeringschefer, undtagen Storbritannien og Tjekkiet. Den træder i kraft, når den er blevet ratificeret af mindst 12 eurolande.

Selv om der er gjort fremskridt med hensyn til at styrke den økonomiske styring, mener ECB, at reformerne burde have været endnu mere vidtrækkende. Navnlig er et af de vigtigste punkter i det påkrævede "kvantespring" i den økonomiske styring – større automatik i beslutningsprocessen ved i videst mulig omfang at anvende afstemninger med omvendt kvalificeret flertal – indtil nu kun blevet delvist opfyldt. Hvad angår den nye makroøkonomiske overvågningsramme, er det desuden fortsat afgørende, at effektiviteten af den nye mekanisme ikke svækkes af sit brede formål, også med hensyn til de indikatorer, der benyttes, således at den kan korrigere ubalancer og sårbarheder på et tidligt tidspunkt.

DET EUROPÆISKE SEMESTER OG EUROPA 2020-STRATEGIEN

På baggrund af Europa 2020-strategien for beskæftigelse og intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst er EU's overvågning af medlemslandenes økonomiske politikker nu organiseret i en årlig overvågningscyklus, der består af et europæisk og et nationalt halvår (semester). I denne nye proces bringes den økonomiske og finanspolitiske overvågning i overensstemmelse med hinanden, om end det forbliver retligt adskilte foranstaltninger, for at styrke den overordnede konsekvens i den politiske rådgivning til medlemslandene. Det første europæiske semester begyndte i januar 2011 med offentliggørelsen af Kommissionens årlige vækstundersøgelse, som fastlægger de vigtigste politiske udfordringer for henholdsvis medlemslandene,

² Formændene for de europæiske tilsynsmyndigheder (European Supervisory Authorities) og den administrerende direktør for henholdsvis EFSF og ESM kan også inviteres på ad hoc-basis.

EU og euroområdet. På mødet den 24. og 25. marts 2011 udarbejdede Det Europæiske Råd en række strategiske retningslinjer, som medlemslandene skal følge under udarbejdelsen af deres stabilitets- eller konvergensprogrammer samt nationale reformprogrammer. Efter at have gennemgået programmerne udstedte Ecofin-Rådet i juni 2011 politiske henstillinger til de enkelte medlemslande forud for vedtagelsen af de nationale budgetter og andre politiske foranstaltninger, som træffes i andet halvår. Kommissionen vurderede i sin årlige vækstundersøgelse, som blev offentliggjort i november 2011, overholdelsen af de politiske henstillinger på EU-plan og identificerede de politiske udfordringer for 2012, navnlig målet om at sikre en vækstfremmende finanspolitisk konsolidering, genetablering af normale lånemuligheder, fremme af vækst og konkurrenceevne, håndtering af arbejdsløsheden og de sociale konsekvenser af krisen samt modernisering af den offentlige forvaltning.

Selv om det er for tidligt at vurdere i sin helhed, hvor meget det europæiske semester bidrager til at forbedre gennemførelsen af de finanspolitiske og strukturelle politikker i medlemslandene, er ECB af den opfattelse, at rammen kan bidrage til en mere integreret og konsekvent tilgang til de økonomiske politikker og overvågningen heraf. Samlet set er det fortsat vigtigt at bevare gruppepresset og sikre, at de politiske henstillinger til medlemslandene ikke udvandes i overvågningsprocessen.

Som et yderligere skridt til forbedring af den økonomiske styring i euroområdet fremlagde Kommissionen i november 2011 to udkast til forordning om styrkelse af budgetovervågningen i eurolande, som har eller står over for en trussel om alvorlige problemer med hensyn til den finansielle stabilitet, og om overvågning og vurdering af udkast til nationale budgetplaner for at fremme forebyggelse og rettidig korrigerende af uforholdsmæssigt store underskud. Forslagene er under behandling i Rådet og Europa-Parlamentet.

EUROPLUSPAGTEN

Stats- og regeringscheferne i euroområdet vedtog på deres møde den 11. marts 2011 en pagt for euroen. Pagten har til formål yderligere at styrke Den Monetære Unions økonomiske søjle og opnå en ny kvalitet i koordineringen af den økonomiske politik med fokus på områder, der hører under medlemslandenes kompetence, og som er vigtige for at øge konkurrenceevnen og undgå skadelige ubalancer. Udviklingen vil blive overvåget inden for rammerne af det europæiske semester. Pagten er også åben for medlemslande uden for euroområdet, og da Bulgarien, Danmark, Letland, Litauen, Polen og Rumænien også har tilsluttet sig, er den kommet til at hedde europluspagten. ECB glæder sig over, at de deltagende medlemslande har forpligtet sig konkret til at gennemføre særlig ambitiøse tiltag på områder som fx konkurrenceevne, beskæftigelse og de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt, som strækker sig ud over de allerede indgåede aftaler.

STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I 2011 var alle medlemslandene bortset fra Estland, Luxembourg, Finland og Sverige underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Hvad angår Finland, blev budgetunderskudsproceduren bragt til ophør ved Ecofin-Rådets beslutning af 12. juli 2011, efter at observationer fra Eurostat viste, at underskuddet i 2010 lå på under 3 pct. af BNP. Fristen for at nedbringe det offentlige underskud til under 3 pct. af BNP var ultimo 2011 for Bulgarien, Ungarn og Malta, mens den for Belgien, Italien, Cypern, Letland, Litauen, Polen og Rumænien er fastsat til 2012 og for de øvrige lande, som er underlagt budgetunderskudsproceduren, herunder de lande, som er omfattet af et EU/IMF-program, til 2013 eller senere.

ECB påskønner de konsolideringstiltag, som eurolandene har truffet, og som er afgørende for igen at opnå sunde budgetstillinger. For flere af de eurolande, som er underlagt budgetunderskudsproceduren, levede den strukturelle tilpasning i 2011 dog ikke op til kravene. I lyset af risiciene for en rettidig og holdbar korrektion i de lande, som er underlagt budgetunder-

2 UDVIKLINGEN I OG FORHOLDET TIL EU-KANDIDATLANDENE

Der blev gjort yderligere fremskridt på EU's udvidelsesdagsorden i 2011, navnlig i Kroatien. Medlemslandene afsluttede tiltrædelsesforhandlingerne med Kroatien i juni 2011. Tiltrædelsestraktaten blev undertegnet den 9. december 2011 i Bruxelles med forventet tiltrædelse den 1. juli 2013. Som følge heraf er medlemmer fra Hrvatska narodna banka (den kroatiske centralbank) blevet inviteret til at deltage som observatører på møderne i ECB's Generelle Råd og ESCB-komiteerne. Hvad angår de øvrige kandidatlande, dvs. lande, hvor EU har accepteret en ansøgning om medlemskab, fortsatte forhandlingerne med Tyrkiet (som blev indledt i oktober 2005) og Island (som blev indledt i juli 2010). Efter at Montenegro var blevet kandidatland i december 2010, iværksatte Det Europæiske Råd tiltrædelsesprocessen i december 2011 med henblik på at indlede tiltrædelsesforhandlinger i juni 2012. Desuden besluttede Det Europæiske Råd i marts 2012 at give Serbien status som kandidatland. Europa-Kommissionen gentog sin anbefaling om at indlede tiltrædelsesforhandlinger med Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien, der har været kandidatland siden 2005, men der er endnu ikke fastsat nogen dato.

ECB fortsatte i 2011 sin policy-orienterede dialog med centralbankerne i EU-kandidatlandene på bilaterale møder og inden for EU's overordnede institutionelle rammer for udvidelsesprocessen. ECB arrangerede årlige policy-orienterede dialoger på højt plan med den tyrkiske centralbank og den kroatiske centralbank. Forbindelserne mellem ECB og Seðlabanki Íslands blev styrket, og et møde med en delegation fra sidstnævnte ledet af centralbankchef Már Guðmundsson blev afholdt i Frankfurt i september 2011. ECB holdt endvidere tæt kontakt til centralbankerne i kandidatlandene og i andre lande gennem tekniske samarbejdsprogrammer (se kapitel 5, afsnit 2).



De to kontortårne skyder begge i vejret med en etage om ugen på nuværende tidspunkt, men målt i højde er det ene tårn større end det andet. Når de står færdige, vil det nordlige tårn have 45 etager og det sydlige 43. Selve højhuset (uden antenne) bliver ca. 185 m højt på det højeste punkt.

Siden sommeren 2011 har råhuset øverst på højhusbygningen været omgivet af et gult sikkerhedsnet. Det har fungeret som et værn, således at forskallingsarbejdet og støbningsarbejdet har kunnet fortsætte i dårligt vejr og i stærk blæst uden at bringe bygningsarbejdernes sikkerhed i fare, selv i de store højder.

KAPITEL 5

INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

I VIGTIGE TENDENSER I DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM

OVERVÅGNING AF MAKROØKONOMISKE POLITIKKER I DEN GLOBALE ØKONOMI

Som følge af den høje grad af økonomisk og finansiell integration er overvågning og analyse af de globale økonomiske forhold afgørende for gennemførelsen af den økonomiske politik i euroområdet. ECB spiller også en vigtig rolle i den internationale multilaterale overvågning af makroøkonomiske politikker, som på centralbankniveau primært koordineres af Den Internationale Betalingsbank (BIS). ECB deltager også i relevante møder i andre internationale organisationer som fx Den Internationale Valutafond (IMF) og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) samt i fora som fx møderne blandt G20- og G7-landenes finansministre og centralbankchefer.

Ifølge IMF var de internationale økonomiske forhold i 2011 præget af en opbremsning i det økonomiske opsving med et fald i væksten til 1,6 pct. i de udviklede økonomier (mod 3,2 pct. i 2010) og til 6,2 pct. i vækstøkonomierne (mod 7,3 pct. i 2010). Samtidig ophørte indsnævringen af de eksterne ubalancer, der var faldet i 2009 på baggrund af den globale finanskrisen, og de forblev høje i 2011. De primære overskuds- og underskudsøkonomier er i al væsentlighed de samme. Som i de senere år var euroområdets betalingsbalance stort set i balance i 2011. ECB understregede ved flere lejligheder i 2011 de risici og forvridninger, som fortsatte uholdbare globale ubalancer ville medføre, og udtrykte sin støtte til en udligning af de globale efterspørgselsmønstre. Det er strukturelle faktorer, som kan bidrage til en markant reduktion af de globale ubalancer, hvilket kræver, at underskudsøkonomierne skal øge deres indenlandske opsparring, nedbringe deres budgetunderskud og gennemføre strukturreformer. Tilsvarende kan overskudsøkonomierne også bidrage betydeligt ved at øge deres indenlandske forbrug, udvikle mere omfattende sociale sikkerhedsnet, gennemføre reformer af de finansielle markeder og øge valutakursfleksibiliteten.

I den sammenhæng deltog ECB i drøftelserne blandt G20-landenes finansministre og centralbankchefer, og i april 2011 resulterede det i en

aftale om "vejledende retningslinjer for vurdering af vedvarende store ubalancer". ECB var også involveret på finansminister- og centralbankchefniveau i udarbejdelsen af en G20-handlingsplan, der blev vedtaget af G20-lederne i november 2011. Handlingsplanen sigter mod at afhjælpe sårbarheder på kort sigt og reducere den finansielle ustabilitet samt at fastlægge G20-landenes politiske forpligtelser, som vil lægge fundamentet til bæredygtig og afbalanceret vækst på mellemlangt sigt.

Endelig er euroområdet selv underlagt international politikovervågning fra IMF's og OECD's side. I 2011 foretog IMF sin regelmæssige gennemgang af euroområdets pengepolitik, finanspolitik og økonomiske politik som supplement til gennemgangen af de enkelte eurolande. To rapporter om euroområdets politikker blev udarbejdet, herunder rammerne for EU's finansielle stabilitet.¹ I forlængelse af IMF's nye politikovervågning deltog euroområdet (sammen med USA, Storbritannien, Kina og Japan) i drøftelser om politikernes afsmittende effekt på tværs af landegrænser.²

REFORMER I DEN INTERNATIONALE INSTITUTIONELLE STRUKTUR

Det internationale monetære systems struktur og funktion er fortsat af stor betydning for det internationale samfund. G20-forummet med sine systemisk vigtige udviklede økonomier og vækstøkonomier, herunder EU, opmuntrede i 2011 fortsat til internationalt samarbejde med det mål at imødegå de fortsatte globale økonomiske og finansielle udfordringer og fremme stærkere, mere bæredygtig og afbalanceret vækst.

På det sjette topmøde i Cannes i november 2011 fulgte G20-lederne op på deres erklærede mål-

1 *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report nr. 11/184, juli 2011, og *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise*, IMF Country Report nr. 11/186, juli 2011.

2 *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report nr. 11/185, juli 2011.

sætninger fra mødet i Pittsburgh i september 2009, hvor de indførte rammer for stærk, bæredygtig og afbalanceret vækst. Formålet med rammerne er at fremme overgangen fra kriserelaterede foranstaltninger til et stærkt, bæredygtigt og afbalanceret globalt vækstmønster. Rammerne omfatter en proces med gensidig vurdering af, hvordan nationale og regionale politikker samt de politiske rammer i G20-landene passer sammen, og om de er i overensstemmelse med de overordnede rammers mål. G20-lederne blev også enige om en række konklusioner, der skal være vejledende for styringen af kapitalstrømme, samt en handlingsplan for små statsgældsmarkeder i lokal valuta. I erkendelse af den stigende betydning af regionale finansieringsordninger vedtog G20 også en række fælles principper for samarbejdet mellem IMF og de regionale finansieringsordninger. Formålet med disse tiltag er at bidrage til opnåelse af et mere stabilt og robust internationalt monetært system. Drøftelserne omhandlede også IMF's overvågning, IMF's udlånsfaciliteter, IMF's resurser og sammensætningen af den valutakurv, der bestemmer værdien af de særlige trækningsrettigheder (SDR)³, samt arbejdet med at vurdere udviklingen i den globale likviditet og en analyse af de styrende faktorer for opbygning af reserver.

Som opfølgning på målene om at øge de resurser, der er til rådighed for internationale finansielle institutioner, som G20-lederne forpligtede sig til på topmødet i London i april 2009, trådte en reform og udvidelse af det bilaterale lånearrangement NAB (New Arrangements to Borrow)⁴ i kraft i marts 2011. Antallet af lande, der deltager i NAB, blev øget fra 26 til 40 medlemmer, og det samlede beløb for disse kredittilsagn til IMF blev øget fra 34 mia. SDR til 370 mia. SDR. De fleste bilaterale aftaler om lån og køb af gældsbeviser indgik siden 2009 mellem IMF og medlemslandene, for ca. 180 mia. SDR, vil gradvist blive indarbejdet i NAB-ordningen. I november 2011 indvilgede IMF i at ændre sine udlånsfaciliteter yderligere for at imødekomme likviditetsbehov i lande, som har stærke nøgletal, men som er påvirket af afsmitningen. I den forbindelse blev det besluttet at

øge fleksibiliteten af Precautionary Credit Line, der blev oprettet i august 2010, ved at lade medlemmer med et *reelt* betalingsbalancebehov anvende ordningen og ved at indføre 6-måneders ordninger som supplement til de eksisterende 1- og 2-årige ordninger. I lyset af disse ændringer er Precautionary Credit Line blevet omdøbt til Precautionary and Liquidity Line.⁵

G20-landene og IMF's bestyrelse udvekslede i 2011 også synspunkter om sammensætningen af den valutakurv, der bestemmer værdien af SDR. Det blev bekræftet, at kurvens sammensætning fortsat skulle afspejle valutaernes relative rolle i det globale handels- og finanssystem, og at principperne for værdifastsættelse af SDR, herunder de store valutaers stabilitet, fortsat var gældende, men kriterierne for at blive inkluderet i kurven skal dog afklares yderligere. Euroens bidrag til den nuværende SDR-kurv, der består af fire valutaer, blev den 1. januar 2011 fastsat til 42,3 eurocent, eller 37,4 pct. af kurven den pågældende dag.

En af IMF's kerneaktiviteter – overvågning – gennemgik sin sædvanlige 3-årige evaluering i 2011. Denne øvelse omfattede erfaringer for overvågningen som følge af den verdensomspændende finanskrisen og gjorde status over fremskridtene siden 2008 (herunder de nye afsmitningsrapporter – spillover reports – nævnt ovenfor). Det blev aftalt, at overvågningsrammerne skulle være mere integrerede, upartiske og effektive for lettere at kunne udpege og imødegå risici, herunder risikoen for afsmitningseffekter, for den økonomiske og finansielle stabilitet.

3 Særlige trækningsrettigheder, SDR, er en regningsenhed, der anvendes af IMF og visse andre internationale institutioner, samt en potentiel fordring på de valutaer, der frit kan benyttes af IMF's medlemmer.

4 NAB er en kreditordning mellem IMF og en række IMF-medlemslande og institutioner, der yder supplerende midler til IMF.

5 De øvrige kvalifikationskriterier for Precautionary Credit Line gælder stadig.

2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU

Ligesom i tidligere år afholdt Eurosystemet seminarer og workshoper med deltagelse af centralbanker uden for EU for at fremme politisk dialog. ECB deltog også aktivt sammen med Europa-Kommissionen i EU's makroøkonomiske dialog med de vigtigste vækstøkonomier og EU's nabolande. Endvidere var Eurosystemets tekniske samarbejde fortsat et vigtigt værktøj til styrkelse af den administrative kapacitet i centralbankerne uden for EU, navnlig i EU's naboregioner, og til at sikre en mere effektiv overholdelse af europæiske og internationale standarder.

PENGEPOLITISK DIALOG

ECB intensiverede også fortsat sit forhold til centralbanker og pengepolitiske myndigheder i forskellige lande. For eksempel deltog ECB i EU's makroøkonomiske dialog med Brasilien, Rusland, Indien og Kina.

I forbindelse med ECB's bilaterale forhold til People's Bank of China (PBC) diskuterede ECB-PBC-arbejdsgruppen en lang række spørgsmål som fx genopretning af balancen i den globale vækst, pengepolitiske udfordringer, prisbobler på aktiver og de dermed forbundne risici, reform og liberalisering af de finansielle markeder og valutaernes internationale rolle.

Eurosystemet og Bank of Russia holdt deres sjette højniveau-seminar den 3. og 4. februar 2011 i Frankfurt. Drøftelserne vedrørte navnlig Ruslands økonomi, den rolle, som penge og kredit spiller for gennemførelsen af pengepolitikken, samt den nye struktur for tilsyn i EU og Rusland.

Det sjette højniveau-seminar med deltagelse af centralbanker fra Østasien/Stillehavsområdet og euroområdet, som blev arrangeret af ECB, De Nederlandsche Bank og Bank of Korea, i sin egenskab af formand for Executives' Meeting of East Asia Pacific Central Banks (EMEAP), blev afholdt i Amsterdam den 27. og 28. juni 2011. Formålet med seminaret var at udveksle synspunkter om vigtige politiske spørgsmål af fælles interesse og at udbygge forholdet mellem de pengepolitiske myndigheder i de to regioner.

Den 5. og 6. juli havde ECB arrangeret en økonomikonference om vækstøkonomierne i Europa. Hovedemnet på konferencen, der blev holdt i Frankfurt, var effektiviteten af den politiske reaktion på krisen, bæredygtig vækst og konvergens samt problemerne med finansiell stabilitet i Central-, Øst- og Sydøsteuropa.

Den 19. januar 2012 holdt Eurosystemet i Abu Dhabi sit tredje højniveau-seminar med centralbankerne og de monetære myndigheder fra medlemslandene for Samarbejdsrådet for Golfstaterne (GCC) arrangeret af ECB og Central Bank of the United Arab Emirates. Emnerne på seminaret var de aktuelle økonomiske, finansielle og finanspolitiske udfordringer i euroområdet, analyse af systemisk risiko og forebyggelse af finanskriser samt den internationale monetære og finansielle struktur.

TEKNISK SAMARBEJDE

ECB har siden 2003 i samarbejde med de nationale centralbanker iværksat flere EU-finansierede tekniske samarbejdsprogrammer til fordel for EU's nabolande. Denne aktivitet kulminerede i begyndelsen af 2011, hvor ECB koordinerede det største antal sideløbende programmer, siden banken blev etableret.

ECB og 21 nationale centralbanker⁶ iværksatte 1. februar 2011 også støtte til National Bank of Serbia i form af et 2-årigt, EU-finansieret program. Målet med programmet er at bringe centralbanken tættere på EU's standarder på 11 forskellige områder, herunder tilsyn med den finansielle sektor, harmonisering af retsakter, penge- og valutakurspolitiske operationer, økonomisk analyse samt forskning, statistik, betalingssystemer og finansiell stabilitet.

Det 3-årige tekniske samarbejdsprogram med Bank of Russia, der er finansieret af EU, blev afsluttet den 31. marts 2011. Sammen med

⁶ De nationale centralbanker i Belgien, Bulgarien, Tjekkiet, Tyskland, Estland, Irland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Cypern, Luxembourg, Ungarn, Holland, Østrig, Polen, Portugal, Rumænien, Slovenien, Slovakiet, Finland og Storbritannien.

otte nationale centralbanker i euroområdet⁷ og det finske finanstilsyn ydede ECB bistand til Bank of Russia på områder som banktilsyn og intern revision. Formålet var at støtte den gradvise gennemførelse af Basel II-principperne i Rusland og at yde støtte i form af uddannelse og information om Eurosystemets interne revisionspraksis.

Den 30. september 2011 blev et 18-måneders teknisk samarbejdsprogram mellem ECB, syv nationale centralbanker⁸ og Centralna banka Bosne i Hercegovine afsluttet. Programmet, der er finansieret af EU, støttede Centralna banka Bosne i Hercegovines gennemførelse af EU's centralbankstandarder på områder som statistik, økonomisk analyse og forskning, finansiel stabilitet, harmonisering af retsakter, informations-teknologi og EU-integration.

Med hensyn til Vestbalkan og Tyrkiet blev et 2-årigt EU-finansieret makro- og mikroprudentielt tilsynsprogram afsluttet den 16. januar 2012. Programmet blev gennemført af ECB og 14 nationale centralbanker⁹ i samarbejde med internationale og europæiske institutioner.¹⁰ Som led i programmet organiserede Eurosystemet et intensivt regionalt kursusprogram om makro- og mikroprudentielt tilsyn og støttede gennemførelsen af specifikke nationale foranstaltninger for de institutioner, der var med i systemet.¹¹ Endvidere blev der gennemført tekniske simuleringer på regionalt plan om samarbejde mellem hjemland og værtsland.

Samarbejdet med Central Bank of Egypt om et EU-finansieret program, der har til formål at styrke banktilsynet i Egypten med henblik på at sikre overholdelse af de grundlæggende Basel II-principper, fortsatte i 2011. I programmet deltager eksperter fra ECB og syv nationale centralbanker.¹² Programmet ventes afsluttet den 31. marts 2012.

7 De nationale centralbanker i Tyskland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien, Holland, Østrig og Finland.

8 De nationale centralbanker i Tyskland, Grækenland, Spanien, Italien, Holland, Østrig og Slovenien.

9 De nationale centralbanker i Belgien, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien, Cypern, Luxembourg, Malta, Holland, Østrig, Portugal, Slovenien, Slovakiet og Finland.

10 Baselkomiteen for Banktilsyn, Det Europæiske Banktilsynsudvalg, CEBS (efterfulgt af Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA), Financial Stability Institute, IMF og Verdensbanken.

11 Centralbankerne og tilsynsmyndighederne i Kroatien, Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien, Montenegro, Tyrkiet, Albanien, Bosnien-Hercegovina, Serbien og Kosovo i henhold til FN's Sikkerhedsråds resolution 1244.

12 De nationale centralbanker i Bulgarien, Tjekkiet, Tyskland, Grækenland, Frankrig, Italien og Rumænien.



Indgangsbygningen vil skabe en funktionel og visuel forbindelse mellem Grossmarkthalle og det dobbelte kontortårn. Den vil gennemsikre Grossmarkthalle, og indgangen vil være nem at se fra områdets nordside på Sonnemannstrasse. Pressecentret vil også blive indrettet her.

Indgangsbygningens betonkerne, som allerede rejser sig fra hullet i hallen, viser, hvor indgangsbygningen kommer til at ligge, og hvordan den vil forbinde dobbeltkontoret og indgangen fra Sonnemannstrasse.

KAPITEL 6

EKSTERN KOMMUNIKATION OG ANSVARLIGHED

I ANSVARLIGHED OG KOMMUNIKATIONSPOLITIK

Centralbankernes uafhængighed er i løbet af de seneste årtier blevet en uundværlig del af både de industrialiserede økonomiers og vækstøkonomiernes pengepolitiske system. Beslutningen om at give centralbanker uafhængighed har længe været 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 enhver uafhængig institution med en offentlig funktion skal være ansvarlig over for borgerne og deres repræsentanter. Ansvarlighed er derfor et vigtigt aspekt af en centralbanks uafhængighed.

At ECB efterlever sine forpligtelser med hensyn til ansvarlighed og gennemsigtighed ses af rapporteringen til de europæiske borgere og deres folkevalgte repræsentanter i Europa-Parlamentet. Traktaten fastlægger nøjagtige rapporteringskrav for ECB, herunder offentliggørelse af kvartalsberetninger, ugentlige konsoliderede oversigter over den finansielle stilling samt en årsberetning. ECB opfylder rigeligt disse krav i sin løbende rapportering; således offentliggør ECB månedsoversigter i stedet for de krævede kvartalsberetninger. At ECB efterlever sine forpligtelser med hensyn til ansvarlighed og gennemsigtighed ses endvidere af de mange taler, som medlemmerne af Styrelsesrådet har holdt om en lang række emner af relevans for ECB's opgaver.

ECB's eksterne kommunikation har til formål at øge offentlighedens kendskab til ECB's politik og beslutninger og er som sådan en integreret del af ECB's pengepolitik og andre af ECB's opgaver. De to centrale principper for ECB's kommunikationsaktiviteter er åbenhed og gennemsigtighed. Begge principper bidrager til at øge virkningen, effektiviteten og troværdigheden af pengepolitikken samt ECB's andre lovbestemte opgaver. De understøtter også ECB's indsats for at redegøre fuldt ud for sine handlinger.

Siden 1999 har ECB fulgt et koncept om aktuelle, regelmæssige og omfattende forklaringer af de pengepolitiske vurderinger og beslutninger. Dette er 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 medieerne. Siden december 2004 er Styrelsesrådets beslutninger ud over rentebeslutningerne også blevet offentliggjort på Eurosystemets centralbankers hjemmesider hver måned.

ECB's retsakter offentliggøres på alle officielle EU-sprog, og det samme gælder Styrelsesrådets pengepolitiske beslutninger, Styrelsesrådets beslutninger ud over beslutninger om fastsættelse af renten samt Eurosystemets konsoliderede regnskab.¹ ECB's Årsberetning offentliggøres også i sin helhed på alle officielle EU-sprog.² Konvergensrapporten og kvartalsudgaverne af Månedsoversigten offentliggøres enten i sin helhed eller som en sammenfatning 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 egne makroøkonomiske fremskrivninger, holdninger på bestemte politikområder samt oplysninger af relevans for offentligheden. De nationale sprogversioner af ECB's 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 Centrali ta Malta/Central Bank of Malta, efter bortfald af den midlertidige EU-undtagelse i maj 2007).

3 Se fodnote 2.

2 ANSVARLIGHED OVER FOR EUROPA-PARLAMENTET

Europa-Parlamentet, som er direkte valgt af borgerne i EU, spiller den vigtigste institutionelle rolle i forhold til at holde ECB fast på sit ansvar. ECB har siden sin oprettelse haft en tæt og frugtbar dialog med Europa-Parlamentet.

Formanden for ECB fortsatte med at gøre rede for ECB's pengepolitik og andre opgaver under de kvartalsvise høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg (ECON) i 2011. Desuden mødtes han med Formandskonferencen i Europa-Parlamentet i februar 2011. Han deltog ligeledes i en ekstraordinær høring i Økonomi- og Valutaudvalget i august for at udveksle synspunkter med medlemmerne af Europa-Parlamentet om den finansielle og økonomiske krise. I december 2011 forelagde han ECB's Årsberetning 2010 ved et plenarmøde i Europa-Parlamentet.

Andre medlemmer af ECB's direktion mødte også frem i Europa-Parlamentet ved flere lejligheder. Næstformanden forelagde ECB's Årsberetning 2010 for Økonomi- og Valutaudvalget. Gertrude Tumpel-Gugerell mødte i januar 2011 frem i Økonomi- og Valutaudvalget for at informere medlemmerne om betalingsforhold. I april 2011 deltog hun også i en offentlig høring arrangeret af Økonomi- og Valutaudvalget om det fælles eurobetalingsområde (SEPA). Jürgen Stark deltog i en offentlig høring om økonomisk styring arrangeret af Økonomi- og Valutaudvalget i oktober 2011. I lighed med tidligere praksis besøgte en delegation fra Økonomi- og Valutaudvalget ECB i december 2011 for at udveksle synspunkter med medlemmer af Direktionen.

De forskellige drøftelser mellem medlemmer af Europa-Parlamentet og repræsentanter fra ECB omfattede en lang række emner. Europa-Parlamentet udtrykte sin støtte til ECB og ECB's politikker på mange områder og anerkendte ECB's succes med at efterleve sit mandat under svære betingelser samt den målrettede politik, der var blevet ført under krisen. Det anerkendte samtidig ECB's konstante og ihærdige bidrag til at styrke den økonomiske styring. Ud over den makroøkonomiske udvikling og ECB's pengepolitik var de primære emner årsagerne til, virk-

ningen af og løsningen på finanskrisen. Desuden var der en frugtbar dialog om spørgsmål vedrørende økonomisk styring, og emnet finansiell regulering og tilsyn blev også berørt.

LØSNING AF DEN FINANSIELLE OG ØKONOMISKE KRISE

Et meget vigtigt emne i drøftelserne mellem ECB og Europa-Parlamentet i 2011 var løsning af den nuværende finansielle og økonomiske krise (se kapitel 4, afsnit 1). Europa-Parlamentet roste ved flere lejligheder ECB's målrettede indsats under krisen. Det blev fra Europa-Parlamentets side bemærket, at ECB havde haft held til at opretholde prisstabilitet trods ugunstige makroøkonomiske forhold, ligesom nødvendigheden af ekstraordinære pengepolitiske tiltag også blev anerkendt. Parlamentet understregede også vigtigheden af sunde offentlige finanser for skabe en holdbar løsning på krisen. Parlamentet bød etableringen af en permanent krisestyringsmekanisme – European Stability Mechanism, ESM – velkommen og understregede behovet for at få den lagt ind under EU-rammen i større omfang.

Ved høringen i Europa-Parlamentet mindede formanden for ECB om krisens alvor og understregede, at ECB's beslutninger havde været absolut nødvendige for at forhindre en forværring af krisen. Formanden bekræftede også, at ECB fortsat ville gøre det, der skulle til for at fastholde prisstabilitet i euroområdet og således leve op til sin vigtigste opgave. Han udtrykte sin anerkendelse af den konstruktive dialog med det Særlige Udvalg om den Finansielle, Økonomiske og Sociale Krise og fremhævede ECB's ansvar for at bidrage med sin ekspertise i parlamentsdebatter for at medvirke til at skabe fremskridt i spørgsmål, der har særlig relevans for, at ØMU'en kan fungere effektivt.

REFORM AF EU OG ØKONOMISK STYRING I EUROOMRÅDET

Reformen af rammen for økonomisk styring i EU og euroområdet spillede også en fremtrædende rolle i diskussionerne mellem ECB og Europa-Parlamentet. Europa-Parlamentet debatterede i løbet af året en pakke med seks lovforslag på dette område fremsat af Europa-

Kommissionen i september 2010. Europa-Parlamentet deltog desuden i den fælles beslutningsprocedure for to lovforslag til styrkelse af budgetovervågningen i euroområdet⁴ fremsat af Kommissionen i november 2011. Europa-Parlamentet deltager også som observatør i arbejdsgruppen om "Fiscal Stability Union", der drøftede traktaten om stabilitet, koordinering og styring i Den Økonomiske og Monetære Union (se også kapitel 4, afsnit 1).

Ved høringen i Europa-Parlamentet deltog formanden for ECB i detaljerede drøftelser om den nye lovgivning og opfordrede medlemmerne af Europa-Parlamentet til at have en ambitiøs tilgang. Han understregede vigtigheden af en større grad af automatik i beslutningsprocessen i forbindelse med stabilitets- og vækstpakten. Denne holdning kommer efter tidligere opfordringer fra ECB i 2010 om at tage et "kvantespring" i styrkelsen af det institutionelle grundlag for den økonomiske styring i ØMU'en. Formanden for ECB roste også Parlamentets bidrag til at styrke bestemmelserne i stabilitets- og vækstpakten i forbindelse med de lovgivningsmæssige procedurer især ved at gøre både stabilitets- og vækstpakten samt den nye ramme for makroøkonomiske ubalancer mere effektive ved at anvende omvendt kvalificeret flertal i forbindelse med afstemninger. Europa-Parlamentet har endvidere gjort det muligt at udstede bøder i forbindelse med statistisk fejlrapportering. Endelig satte Europa-Parlamentet særlig fokus på den demokratiske lovlighed af den nye styringsramme ved at introducere konceptet "økonomisk dialog" mellem nationale politikere, EU-politikere og Europa-Parlamentet.

REFORM AF EU'S FINANSSEKTOR

Europa-Parlamentet og ECB fortsatte deres tætte dialog om emner vedrørende tilsyn og regulering af den finansielle sektor (se kapitel 3, afsnit 3). Forordningen om europæisk markedsinfrastruktur og forordningen om short selling og visse aspekter af credit default swaps stod højt på dagsordenen i Økonomi- og Valutaudvalget. De lovgivningsmæssige drøftelser om den tredje revision af kapitalkravsdirektivet samt revisionen af lovgivningen om kreditvurderingsbu-

reaer gik også i gang. De eventuelle fordele og ulemper ved beskatning af finansielle transaktioner blev debatteret ved flere lejligheder.

Under høringen i Europa-Parlamentet roste formanden for ECB Europa-Parlamentets aktive rolle i en ambitiøs reform af det finansielle system med et ægte europæisk perspektiv. Han understregede desuden vigtigheden af at fastholde den politiske fremdrift med henblik på fortsat gennemførelse af den finansielle regulering. Med hensyn til forordningen om europæisk markedsinfrastruktur udtrykte formanden sin præference for en ordning baseret på samarbejde og informationsudveksling mellem tilsynsmyndighederne i form af kollegier snarere end bilaterale procedurer. Han understregede desuden vigtigheden af sunde bankafviklingsmekanismer, som vil kunne begrænse omkostningerne i forbindelse med bankkrak, hvor det drejer sig om en grænseoverskridende koncern. Inden for alle disse emner understregede ECB's formand, hvor vigtigt det er at have lige konkurrencevilkår og at undgå uensartet regulering.

ECB's udtalelser om EU-lovforslag inden for dens kompetenceområde (se kapitel 2, afsnit 6.2) har også tjent som kilde til teknisk rådgivning af medlemmer af Europa-Parlamentet.

4 Forslag til forordning om fælles bestemmelser for at overvåge og vurdere budgetforslag og sikre korrektion af uforholdsmæssigt store underskud i medlemsstaterne i euroområdet samt forslag til forordning om styrkelse af den økonomiske og budgetmæssige overvågning af medlemsstater, der har eller ser ud til at få svære problemer med hensyn til finansiel stabilitet i euroområdet.

3 KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER

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. I forklaringen af sine opgaver og beslutninger benytter ECB derfor en række kommunikationsværktøjer og -aktiviteter, som hele tiden udvikles for at forbedre deres gennemslagskraft mest muligt under hensyntagen til de mange målgrupper og kommunikationsforholdene og -behovene.

ECB's kommunikationsaktiviteter var i 2011 især koncentreret om at redegøre for forløbet og konsekvenserne af den globale finansielle og økonomiske krise, især statsgældskrisen i Europa og tiltag vedtaget af Styrelsesrådet og udført af Eurosystemet. Langt størstedelen af alle de taler, medlemmer af Direktionen holdt for offentligheden, drejede sig om disse emner. Det gjaldt også spørgsmål og anmodninger om oplysninger fra pressen, offentligheden og besøgende hos ECB. Arbejdet i Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board, ESRB) i løbet af det første år, og især ECB's rolle med at støtte ESRB, udgjorde også regelmæssigt en del af ECB's kommunikationsaktiviteter.

ECB offentliggør en række regelmæssige og periodiske rapporter som fx Årsberetningen, der giver en beskrivelse af ECB's aktiviteter i det forløbne år; Månedsoversigten, der udtrykker ECB's aktuelle vurdering af den økonomiske og monetære udvikling og indeholder detaljeret information om baggrunden for ECB's beslutninger, og Financial Stability Review, der udgives halvårligt og vurderer stabiliteten af euroområdet finansielle system med hensyn til dets evne til at absorbere ugunstige stød. ECB publicerer også en lang række statistiske data, primært via Statistical Data Warehouse og interaktive figurer på ECB's hjemmeside, men også i trykt form i den månedlige udgave af Statistics Pocket Book.

Alle medlemmer af ECB's styrelsesråd deltager direkte i indsatsen for at øge offentlighedens kendskab til og forståelse af Eurosystemets op-

gaver og politikker gennem høringer i Europa-Parlamentet og nationale parlamenter samt gennem taler og interview til medierne. I løbet af 2011 holdt medlemmerne af Direktionen ca. 150 taler til mange forskellige målgrupper, gav omkring 240 interview til medierne og fik udgivet mange artikler i fagblade, magasiner og aviser.

Euroområdet nationale centralbanker spiller en vigtig rolle, da de på nationalt plan formidler oplysninger og budskaber om Eurosystemet til offentligheden og andre interesserede parter. De henvender sig til forskellige nationale og regionale målgrupper på disse gruppers eget sprog og i deres eget miljø.

ECB afholdt, alene eller i samarbejde med de nationale centralbanker, Europa-Kommissionen, European Journalism Centre og andre offentlige myndigheder eller fonde, 16 seminarer for journalister i 2011 med henblik på at øge de nationale og internationale mediers viden om og forståelse af ECB's mandat, opgaver og aktiviteter. ECB modtog i 2011 ca. 13.500 besøgende i sit hovedsæde i Frankfurt. De besøgende fik førstehåndsviden i form af præsentationer holdt af ECB's medarbejdere.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, og oplysninger om ECB's forskellige aktiviteter findes på ECB's hjemmeside. I 2011 havde hjemmesiden 27 mio. besøg, 224 mio. sider blev læst og 57 mio. dokumenter blev downloadet. ECB svarede i 2011 på ca. 100.000 henvendelser fra offentligheden, der ønskede oplysninger om en række spørgsmål vedrørende ECB's aktiviteter, politik og beslutninger. Det oplysende internetspil "€CONOMIA", der blev lanceret i 2010, blev tilpasset til mobile enheder og vandt førstepræmie i kategorien virksomhedsspil hos Deutscher Preis für Onlinekommunikation.

Der blev i 2011 afholdt en række internationale konferencer og arrangementer på højt plan, fx "European integration and stability", et ECB-kollokvium til ære for Gertrude Tumpel-Gugerell afholdt den 19. maj 2011, samt et arrangement, der markerede afslutningen på Jean-

Claude Trichets formandskab den 19. oktober 2011.

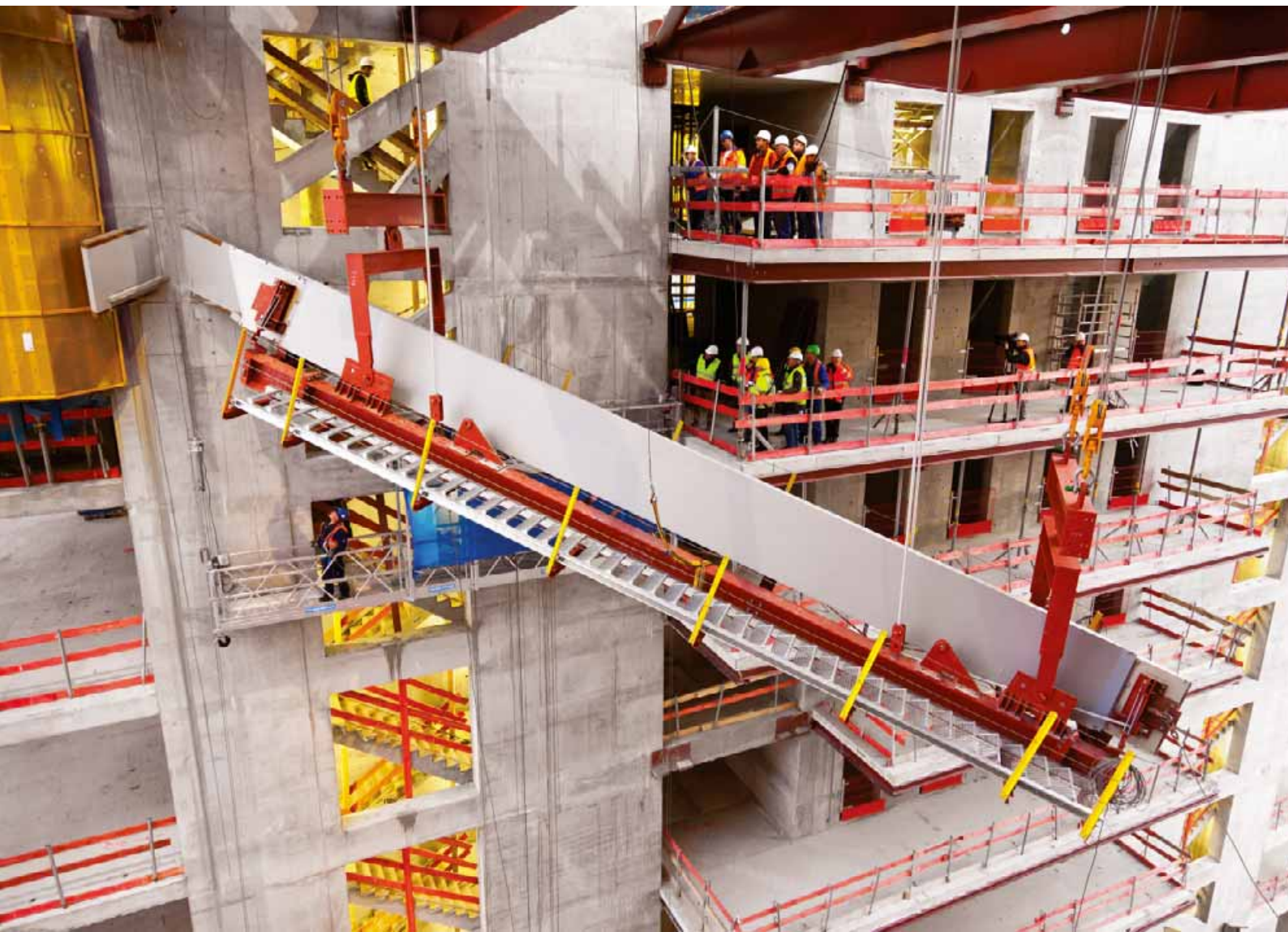
formål hvert år at give indbyggerne og besøgende i og omkring Frankfurt et indtryk af kulturen i et af EU-landene.

Den 1. oktober 2011 blev Generation Euro Students' Award lanceret for gymnasieelever i euroområdet. Formålet med denne konkurrence, der vil blive afholdt hvert år, er at øge kendskabet til økonomi blandt teenagere og give dem en bedre forståelse af centralbankens rolle i økonomien. Den første konkurrence dækker skoleåret 2011/12 og afsluttes med overrækkelsen af en europæisk pris medio 2012.

I november 2011 blev en tidslinje med vigtige datoer og begivenheder under finanskrisen lanceret på ECB's hjemmeside. Målet med tidslinjen er at dække mediernes og offentlighedens store behov for information om krisens udvikling. Tidslinjen giver, brugervenligt og kortfattet, et referat af de vigtigste begivenheder i forbindelse med finans- og statsgældskrisen set med ECB's øjne.

Som forberedelse til 10-års-jubilæet den 1. januar 2012 for indførelsen af eurosedler og -mønter blev der produceret en jubilæumsfilm, pressemateriale, optagelser af produktionen af eurosedler og -mønter, uddannelsesmateriale og en konkurrence for de 9-12-årige. Som led i kommunikationsaktiviteterne vedrørende pengesedler kom Euro Exhibition, en udstilling om euroen med en række interaktive aktiviteter og spil, til Bukarest, Paris og Sofia, organiseret af ECB i samarbejde med nationale centralbanker og andre institutioner som fx museer. Ved udgangen af 2011 havde ca. 226.000 mennesker besøgt udstillingen, siden den blev etableret i 2008.

ECB's kulturprogram (Cultural Days), der var arrangeret i samarbejde med Banca d'Italia, satte i 2011 fokus på Italien. Italiensk kunst og kultur blev fejret fra 19. oktober til 17. november på velkendte kultursteder i Frankfurt med en lang række begivenheder lige fra klassiske koncerter, jazzaften, litterære arrangementer og film til danseforestillinger, kunstforedrag og udstillinger samt arrangementer for børn. Kulturprogrammet blev lanceret i 2003 med det



I november 2011 blev den første af i alt 14 gitterdragere monteret i atriet mellem de to kontortårne. Sammen med forbindelsesplatformene afstiver gitterdragerne de to kontortårne.

KAPITEL 7

INSTITUTIONELLE RAMMER OG ORGANISATION

I ECB'S 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 (17 pr. 1. januar 2011). Betegnelsen "Eurosystemet", der nu fremgår af Lissabontraktaten, blev vedtaget af Styrelsesrådet for at gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet. Betegnelsen understreger medlemmernes fælles identitet, deres teamwork og samarbejde.

ESCB består af ECB og de nationale centralbanker i alle 27 EU-lande. ESCB omfatter altså også de nationale centralbanker i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen.

ECB, som udgør kernen i Eurosystemet og ESCB, sikrer, at de operationer, der indgår som en del af ESCB's opgaver, udføres enten af ECB eller via de nationale centralbanker. Sidstnævnte

sker i det omfang, det skønnes muligt og hensigtsmæssigt. ECB har status som juridisk person i folkeretten. I henhold til Lissabontraktaten er ECB en EU-institution. ECB's institutionelle indretning er dog forblevet uændret.

Den enkelte nationale centralbank har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. De nationale centralbanker i euroområdet er en integreret del af Eurosystemet og udfører de opgaver, som Eurosystemet er blevet pålagt i henhold til de regler, som ECB's besluttende 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, medmindre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod Eurosystemets mål og opgaver.



Eurosystemet og ESCB styres af ECB's besluttende organer, dvs. Styrelsesrådet og Direktionen. Det Generelle Råd er konstitueret som ECB's tredje besluttende organ, så længe der er EU-lande, som ikke har indført euroen. De besluttende 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 ECB's direktion og centralbankcheferne i de EU-lande, der har indført euroen. Ifølge traktaten har Styrelsesrådet følgende primære ansvarsområder:

- at fastsætte de retningslinjer og træffe de afgørelser, der er nødvendige for at udføre de opgaver, der er pålagt Eurosystemet
- at udforme euroområdets pengepolitik, herunder, hvor det er hensigtsmæssigt, træffe afgørelse 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, og beslutninger i tilknytning hertil træffes specifikt på det første møde i måneden, mens de spørgsmål, der behandles på månedens andet møde, normalt vedrører ECB's og Eurosystemets andre opgaver. I 2011 blev der afholdt to møder uden for Frankfurt, det ene i Suomen Pankki/Finlands Bank i Helsinki, det andet i Deutsche Bundesbank i Berlin. Ud over disse møder kan Styrelsesrådet også afholde møder i form af en

telekonference eller træffe afgørelser ved skriftlig procedure.

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. I 2008 besluttede Styrelsesrådet at fortsætte med det nuværende afstemningssystem – som omhandlet i ESCB-statuttens artikel 10.2 – og først at indføre et rotationssystem, når antallet af centralbankchefer i Styrelsesrådet overstiger 18.

1.3 DIREKTIONEN

Direktionen består af formanden og næstformanden for ECB og fire andre medlemmer, der udnævnes af Det Europæiske Råd med kvalificeret flertal og efter høring af Europa-Parlamentet og ECB. Direktionen, som normalt mødes en gang om ugen, har følgende primære ansvarsområder:

- at forberede møderne i Styrelsesrådet
- at gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og afgørelser, som vedtages af Styrelsesrådet, og i den forbindelse videregive de nødvendige instrukser til de nationale centralbanker i euroområdet
- at forestå ECB's løbende drift

¹ Vedrørende ECB's forretningsorden, se 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 af 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, EFT L 314, 8.12.1999, s. 34. Disse dokumenter findes også på ECB's hjemmeside.

STYRELSESRÅDET

Forreste række

(fra venstre mod højre):

Carlos Costa, Yves Mersch,
Vitor Constâncio, Mario Draghi,
José Manuel González-Páramo,
Benoît Cœuré, Marko Kranjec,
Jörg Asmussen

Midterste række

(fra venstre mod højre):

Erkki Liikanen, Ignazio Visco,
Ewald Nowotny, Miguel Fernández
Ordóñez, Josef Bonnici,
Patrick Honohan, Jozef Makúch,
Christian Noyer

Bagerste række

(fra venstre mod højre):

Luc Coene, George A. Provopoulos,
Athanasios Orphanides, Klaas Knot,
Jens Weidmann, Peter Praet,
Andres Lipstok



Mario Draghi

Formand for ECB
(fra 1. november 2011)
Direktør for Banca d'Italia
(indtil 31. oktober 2011)

Jean-Claude Trichet

Formand for ECB
(indtil 31. oktober 2011)

Vitor Constâncio

Næstformand for ECB

Jörg Asmussen

Medlem af ECB's direktion
(fra 1. januar 2012)

Lorenzo Bini Smaghi

Medlem af ECB's direktion
(indtil 31. december 2011)

Michael C. Bonello

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
(indtil 30. juni 2011)

Josef Bonnici

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
(fra 1. juli 2011)

Luc Coene

Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(fra 1. april 2011)

Benoît Cœuré

Medlem af ECB's direktion
(fra 1. januar 2012)

Carlos Costa

Direktør for Banco de Portugal

Miguel Fernández Ordóñez

Direktør for Banco de España

José Manuel González-Páramo

Medlem af ECB's direktion

Patrick Honohan

Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/Central
Bank of Ireland

Klaas Knot

Direktør for De Nederlandsche Bank
(fra 1. juli 2011)

Marko Kranjec

Direktør for Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Direktør for Eesti Pank

Jozef Makúch

Direktør for Národná banka Slovenska

Yves Mersch

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Direktør for Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Direktør for Banque de France

Athanasios Orphanides

Direktør for Central Bank of Cyprus

Peter Praet

Medlem af ECB's direktion
(fra 1. juni 2011)

George A. Provopoulos

Direktør for Bank of Greece

Guy Quaden

Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(indtil 31. marts 2011)

Jürgen Stark

Medlem af ECB's direktion
(indtil 31. december 2011)

Gertrude Tumpel-Gugerell

Medlem af ECB's direktion
(indtil 31. maj 2011)

Ignazio Visco

Direktør for Banca d'Italia
(fra 1. november 2011)

Axel A. Weber

Direktør for Deutsche Bundesbank
(indtil 30. april 2011)

Jens Weidmann

Direktør for Deutsche Bundesbank
(fra 1. maj 2011)

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank
(indtil 30. juni 2011)

- at udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Forvaltningskomiteen bistår Direktionen i spørgsmål vedrørende ECB's ledelse, planlægning og årlige budgetproces. Forvaltningskomiteen består af et direktionsmedlem, som er komiteens formand, og en række medarbejdere i den øverste ledelse.

1.4 DET GENERELLE RÅD

Det Generelle Råd består af ECB's formand og næstformand og de nationale centralbankchefer i alle 27 EU-lande. Det udfører primært de opgaver, som er overtaget fra Det Europæiske Monetære Institut, og som stadig skal udføres, fordi ikke alle EU-lande har indført euroen. Blandt disse opgaver er at styrke samarbejdet mellem de nationale centralbanker, støtte ko-

DIREKTIONEN



Bagerste række

(fra venstre mod højre):
Jörg Asmussen, Peter Praet,
Benoît Cœuré

Forreste række

(fra venstre mod højre):
Vitor Constâncio (næstformand),
Mario Draghi (formand),
José Manuel González-Páramo

Mario Draghi

Formand for ECB
(fra 1. november 2011)

Jean-Claude Trichet

Formand for ECB
(indtil 31. oktober 2011)

Vitor Constâncio

Næstformand for ECB

Jörg Asmussen

Medlem af Direktionen
(fra 1. januar 2012)

Lorenzo Bini Smaghi

Medlem af Direktionen
(indtil 31. december 2011)

Benoît Cœuré

Medlem af Direktionen
(fra 1. januar 2012)

José Manuel González-Páramo

Medlem af Direktionen

Peter Praet

Medlem af Direktionen
(fra 1. juni 2011)

Jürgen Stark

Medlem af Direktionen
(indtil 31. december 2011)

Gertrude Tumpel-Gugerell

Medlem af Direktionen
(indtil 31. maj 2011)

DET GENERELLE RÅD

Forreste række

(fra venstre mod højre):

Ewald Nowotny, Ilmārs Rimšēvičs,
Athanasios Orphanides, Vítor
Constâncio, Mario Draghi, Miguel
Fernández Ordóñez, Luc Coene

Midterste række

(fra venstre mod højre):

Erkki Liikanen, Carlos Costa,
Yves Mersch, Christian Noyer,
Jozef Makúch, Marko Kranjec,
Stefan Ingves, Mugur Constantin
Isărescu

Bagerste række

(fra venstre mod højre):

Marek Belka, Ignazio Visco,
Nils Bernstein, Klaas Knot, Miroslav
Singer, Andres Lipstok, András Simor,
Patrick Honohan

Bemærk: Josef Bonnici, Ivan Iskrov,
Mervyn King, George A. Provopoulos,
Vitas Vasiliauskas og Jens Weidmann
var ikke til stede, da billedet blev taget



Mario Draghi

Formand for ECB
(fra 1. november 2011)
Direktør for Banca d'Italia
(indtil 31. oktober 2011)

Jean-Claude Trichet

Formand for ECB
(indtil 31. oktober 2011)

Vítor Constâncio

Næstformand for ECB

Marek Belka

Direktør for Narodowy Bank Polski

Nils Bernstein

Direktør for Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
(indtil 30. juni 2011)

Josef Bonnici

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
(fra 1. juli 2011)

Luc Coene

Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(fra 1. april 2011)

Carlos Costa

Direktør for Banco de Portugal

Miguel Fernández Ordóñez

Direktør for Banco de España

Patrick Honohan

Direktør for Banc Ceannais na hÉireann/
Central Bank of Ireland

Stefan Ingves

Direktør for Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Direktør for Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Direktør for Българска народна банка
(Bulgarian National Bank)

Mervyn King

Direktør for Bank of England

Klaas Knot

Direktør for De Nederlandsche Bank
(fra 1. juli 2011)

Marko Kranjec

Direktør for Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Direktør for Eesti Pank

Jozef Makúch

Direktør for Národná banka Slovenska

Yves Mersch

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Direktør for Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Direktør for Banque de France

Athanasios Orphanides

Direktør for Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Direktør for Bank of Greece

Guy Quaden

Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(indtil 31. marts 2011)

Ilmārs Rimšēvičs

Direktør for Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Formand for Lietuvos bankas bestyrelse
(indtil 15. april 2011)

András Simor

Direktør for Magyar Nemzeti Bank

Miroslav Singer

Direktør for Česká národní banka

Vitas Vasiliauskas

Formand for Lietuvos bankas bestyrelse
(fra 16. april 2011)

Ignazio Visco

Direktør for Banca d'Italia
(fra 1. november 2011)

Axel A. Weber

Direktør for Deutsche Bundesbank
(indtil 30. april 2011)

Jens Weidmann

Direktør for Deutsche Bundesbank
(fra 1. maj 2011)

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank
(indtil 30. juni 2011)

ordineringen af medlemsstaternes pengepolitik med henblik på at sikre prisstabilitet og overvåge ERM2's funktion. Desuden rapporterer det – i form af ECB's konvergensrapport – til Rådet for Den Europæiske Union (EU-Rådet) vedrørende de fremskridt, der er gjort i medlemsstater, som endnu ikke har indført euroen, med opfyldelsen af deres forpligtelser med hensyn til virkeliggørelsen af Den Økonomiske og Monetære Union. Det bidrager ligeledes til ECB's rådgivende funktioner. I 2011 afholdt Det Generelle Råd sine fire kvartalsvise møder.

I.5 EUROSISTEM-/ESCB-KOMITEER, BUDGETKOMITEEN, PERSONALE-CHEFKREDSEN OG EUROSISTEMETS IT-STYRINGSKOMITE

Eurosystem-/ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle gennem det bidrag, de yder til de opgaver, som ECB's besluttende organer udfører. På Styrelsesrådets og Direktionens an-

modning har komiteerne bidraget med ekspertise inden for deres kompetenceområder og har fremmet 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, for den tidligere Banktilsynskomites vedkommende, de nationale tilsynsmyndigheder. Den 13. januar 2011 blev Komiteen for Finansiell Stabilitet nedsat med det formål at bistå Styrelsesrådet med at udføre ECB's opgaver vedrørende finansiell stabilitet. Pr. 31. december 2011 var der nedsat 14 Eurosystem-/ESCB-komiteer i henhold til artikel 9.1 i ECB's forretningsorden.

Herudover er der yderligere tre komiteer. Budgetkomiteen, som blev nedsat i henhold til artikel 15 i forretningsordenen, assisterer

EUROSISTEM-/ESCB-KOMITEER, EUROSISTEMETS IT-STYRINGSKOMITE, BUDGETKOMITEEN, PERSONALECHEFKREDSEN OG DERES FORMÆND¹

Regnskabskomiteen (AMICO) Werner Studener	Komiteen for Internationale Relationer (IRC) Wolfgang Duchatzek
Seddelkomiteen (BANCO) Ton Roos	Den Juridiske Komite (LEGCO) ¹ Antonio Sáinz de Vicuña
Komiteen vedrørende Omkostningsmetodologi (COMCO) N.N.	Markedsoperationskomiteen (MOC) Francesco Papadia
Komiteen for Eurosystem-/ESCB-Kommunikation (ECCO) Elisabeth Ardaillon-Poirier	Den Pengepolitiske Komite (MPC) Wolfgang Schill
Komiteen for Finansiell Stabilitet (FSC) Mauro Grande	Betalingsformidlingskomiteen (PSSC) Daniela Russo
IT-Komiteen (ITC) Koenraad de Geest	Risikostyringskomiteen (RMC) Carlos Bernadell
Komiteen for Interne Revisorer (IAC) Klaus Gressenbauer	Statistikkomiteen (STC) Aurel Schubert
Budgetkomiteen (BUCOM) José Malo de Molina	Personalechefkredsen (HRC) Steven Keuning
Eurosystemets IT-styringskomite (EISC) Benoît Cœuré	

¹ Pr. 17. februar 2012.

Styrelsesrådet i sager vedrørende ECB's budget. Personalechefkredsen blev etableret i 2005 i henhold til artikel 9a i forretningsordenen som et forum for udveksling af erfaringer, ekspertise og information på personaleforvaltningsområdet blandt centralbankerne i Eurosystemet/ESCB. I august 2007 nedsatte Styrelsesrådet Eurosystemets it-styringskomite, som fik til opgave at styre den løbende forbedring af anvendelsen af it inden for Eurosystemet.

1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Ud over de besluttede organer omfatter ECB's corporate governance forskellige eksterne og interne kontrolinstanser, to adfærdskodekser, Det Ethiske Grundlag og regler om aktindsigt i ECB's dokumenter.

EKSTERNE KONTROLINSTANSER

ESCB-statutten indeholder bestemmelser om to kontrolinstanser, nemlig den eksterne revisor, som er udnævnt til at revidere ECB's årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der efterprøver effektiviteten af ECB's forvaltning (artikel 27.2). Revisionsrettens årlige beretning samt ECB's svar offentliggøres på ECB's hjemmeside og i Den Europæiske Unions Tidende. For at give offentligheden yderligere garanti for, at ECB's eksterne revisor er uafhængig, anvendes en rotationsordning for det eksterne revisionsfirmas vedkommende.² En række grundlæggende principper ("Good Practices") for valg af og mandat for eksterne revisorer er offentliggjort på ECB's websted og giver Eurosystemets centralbanker overordnede retningslinjer for udvælgelse og fastsættelse af eksterne revisors mandat. De grundlæggende principper gør det samtidig muligt for Styrelsesrådet at udarbejde sine henstillinger til Rådet på grundlag af harmoniserede, konsekvente og gennemsigtige udvælgelseskriterier.

INTERNE KONTROLINSTANSER

ECB's interne kontrolsystem er opbygget således, at hver enkelt enhed i organisationen (sektion, afdeling, direktorat eller generaldirektorat)

har det primære ansvar for egen risikostyring samt for at sikre driftens effektivitet. Det er altså den enkelte enhed, som implementerer operationelle kontrolprocedurer inden for dens ansvarsområde i overensstemmelse med en risikotolerance, der er defineret ex ante af Direktionen.

I 2011 fortsatte ECB, sammen med de nationale centralbanker, implementeringen af rammerne for den operationelle risikostyring af Eurosystemets opgaver og processer. ECB's forretningsområder opdaterede også deres vurdering af de operationelle risici. ECB fortsatte sin regelmæssige afprøvning og gennemgang af de foranstaltninger, som er truffet til forretningsvidereførelse af de kritiske dele af driften. I 2011 gennemgik ECB endvidere rammerne for krisestyring og gennemførte et uddannelsesprogram for krisestyringsgruppen. ECB lancerede, i samarbejde med de nationale centralbanker, en forretningskonsekvensanalyse for at konstatere, hvor tidskritiske Eurosystemets funktioner er.

Risikostyringskomiteen (RMC) bistår de besluttede organer med at sikre et passende beskyttelsesniveau for Eurosystemet ved at styre og kontrollere de risici, som stammer fra dets markedsoperationer. I 2011 drøftede RMC vurderingen af risici med tilknytning til pengepolitiske operationer og til forvaltningen af ECB's valutareserver. Komiteen behandlede også risikoaspekter ved forskellige muligheder for at håndtere de forværrede likviditetsforhold for banker i lande under stress, overvågningen af Eurosystemets modparters finansielle soliditet og opstillingen af de strategiske benchmarks og valutafordelingen for ECB's valutareserver.

I juli 2011 omdannede ECB Afdelingen for Risikostyring til Risikostyringskontoret og gjorde det til et uafhængigt forretningsområde. Kontoret har ansvaret for risikostyringsrammerne for alle ECB's operationer på de finansielle

2 Efter en licitationsrunde, der blev afsluttet i henhold til den rotationsordning, som er vedtaget for den eksterne revisors vedkommende, blev PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft udnævnt som ECB's eksterne revisor i regnskabsårene 2008-12.

markeder og for at overvåge, vurdere og foreslå forbedringer af Eurosystemets operationelle rammer for pengepolitik og valutapolitik ud fra et risikostyringsperspektiv. Den organisatoriske ændring var følgen af en markant udvidelse af risikostyringsfunktionens rolle i centralbanker i almindelighed (og ECB i særdeleshed). Den afspejlede desuden den vejledning, som Styrelsesrådet har givet alle centralbanker i Eurosystemet, om, at der bør være separate rapporteringskanaler til de direktionsmedlemmer, som er ansvarlige for markedsoperationer og for risikostyring. Denne organisatoriske ændring er i overensstemmelse med bedste ledelsespraksis, som anbefaler uafhængig udførelse af risikostyringsfunktionen i finansielle organisationer.

Uafhængigt af ECB's interne kontrolsystem og risikoovervågning foretager Direktoratet for Intern Revision løbende revisioner under Direktionens direkte ansvar. I overensstemmelse med mandatet i ECB's revisionscharter³ udøver ECB's interne revisorer uafhængig og objektiv kvalitetskontrol og rådgivning og bringer en systematisk tilgang til evalueringen og forbedringen af effektiviteten af risikostyrings-, kontrol- og ledelsesprocesser. ECB's interne revision er i overensstemmelse med de internationale standarder for erhvervsmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer.

Komiteen for Interne Revisorer (IAC), der er en af Eurosystem-/ESCB-komiteerne, består af cheferne for intern revision i ECB og de nationale centralbanker. Komiteen er ansvarlig for at koordinere revisionen af fælles projekter og driftssystemer på Eurosystem-/ESCB-niveau.

En Revisionskomite for ECB styrker ECB's og hele Eurosystemets corporate governance yderligere. Komiteen består af tre medlemmer af Styrelsesrådet og har Erkki Liikanen (direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank) som formand.

ADFÆRDSKODEKSER

Der gælder to adfærdskodekser for ECB's besluttende organer. Den ene adfærdskodeks giver

vejledning til og fastsætter etiske standarder for Styrelsesrådets medlemmer og disses stedfortrædere i udøvelsen af deres funktion som medlemmer af Styrelsesrådet.⁴ Den afspejler deres ansvar for at beskytte Eurosystemets integritet og omdømme og for at sikre, at Eurosystemets operationer udføres effektivt. Styrelsesrådet har desuden udnævnt en etisk rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenestemæssig adfærd. Den anden kodeks er den supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen.⁵ Den supplerer den første kodeks, idet den præciserer de etiske regler for medlemmerne af Direktionen.

Det etiske grundlag for ECB's⁶ ansatte giver vejledning og fastsætter etiske konventioner, standarder og benchmarks. Alle ansatte forventes at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver samt i deres forhold til de nationale centralbanker, de offentlige myndigheder, markedsdeltagerne, medierepræsentanter og offentligheden generelt. En etisk rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, sikrer Direktionen og de ansatte en konsekvent fortolkning af reglerne.

BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning,⁷ 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 Den Europæiske

3 Revisionschartret er offentliggjort på ECB's hjemmeside for at gøre ECB's revisionsordninger mere gennemsigtige.

4 Se adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet, EFT C 123, 24.5.2002, s. 9, med ændringen heraf, EUT C 10, 16.1.2007, s. 6, og ECB's hjemmeside.

5 Se supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af direktionen for Den Europæiske Centralbank, EUT C 104, 23.04.10, s. 8, og ECB's hjemmeside.

6 Se del 0 af ECB's personaleregler om Det Etiske Grundlag, EUT C 104, 23.4.2010, s. 3, og ECB's hjemmeside.

7 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.

Unions 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 2004 vedtog Styrelsesrådet en afgørelse⁸ om de nærmere vilkår for OLAF's undersøgelser af ECB, som trådte i kraft 1. juli 2004.

PROGRAM TIL BEKÆMPELSE AF HVIDVASK AF PENGE/TERRORFINANSIERING

I 2007 indførte ECB internt en ordning til bekæmpelse af hvidvask af penge og terrorfinansiering. Ordningens bestemmelser er udformet, så de følger de 40 anbefalinger og ni særlige anbefalinger fra Den Finansielle Aktionsgruppe, i det omfang de gælder for ECB's operationer. En gruppe undersøger internt, om ECB overholder ordningens bestemmelser, og identificerer, analyserer og bekæmper de risici for hvidvask af penge og terrorfinansiering, der findes i forbindelse med alle relevante aktiviteter i ECB. Målet er bl.a. at sikre, at gældende lovgivning på området overholdes og indgår i vurderings- og overvågningsprocessen i forbindelse med godkendelsen af ECB's modparter. Der lægges i denne sammenhæng særlig vægt på de restriktive tiltag, som EU har vedtaget, samt Den Finansielle Aktionsgruppes offentlige erklæringer. I september 2011 blev der i ECB's "Dokumentationsgrundlag"⁹ indført en bestemmelse om, at modparter skal anses for at være bekendt med og skal handle i overensstemmelse med alle forpligtelser, der påhviler dem i forbindelse med lovgivning om bekæmpelse af hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme. Et internt indberetningssystem supplerer ECB's rammer på området, således at der sikres en systematisk indsamling af al relevant information og en behørig videreformidling til Direktionen.

AKTINDSIGT I ECB'S DOKUMENTER

ECB's afgørelse om aktindsigt i ECB's dokumenter,¹⁰ der blev vedtaget i 2004, er i overensstemmelse med opstillede målsætninger og anvendte standarder for aktindsigt i andre EU-institutioner og -organer. Afgørelsen fremmer gennemsigtigheden, alt imens den tager højde for både ECB's og de nationale centralbankers

uafhængighed samt sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECB's opgaver.¹¹ I 2011 blev afgørelsen om aktindsigt i ECB's dokumenter ændret for at tage højde for ECB's nye ESRB-relaterede aktiviteter.¹²

I 2011 var antallet af anmodninger om aktindsigt fortsat begrænset.

8 Afgørelse ECB/2004/11 af 3. juni 2004 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, EUT L 230, 30.6.2004, s. 56.

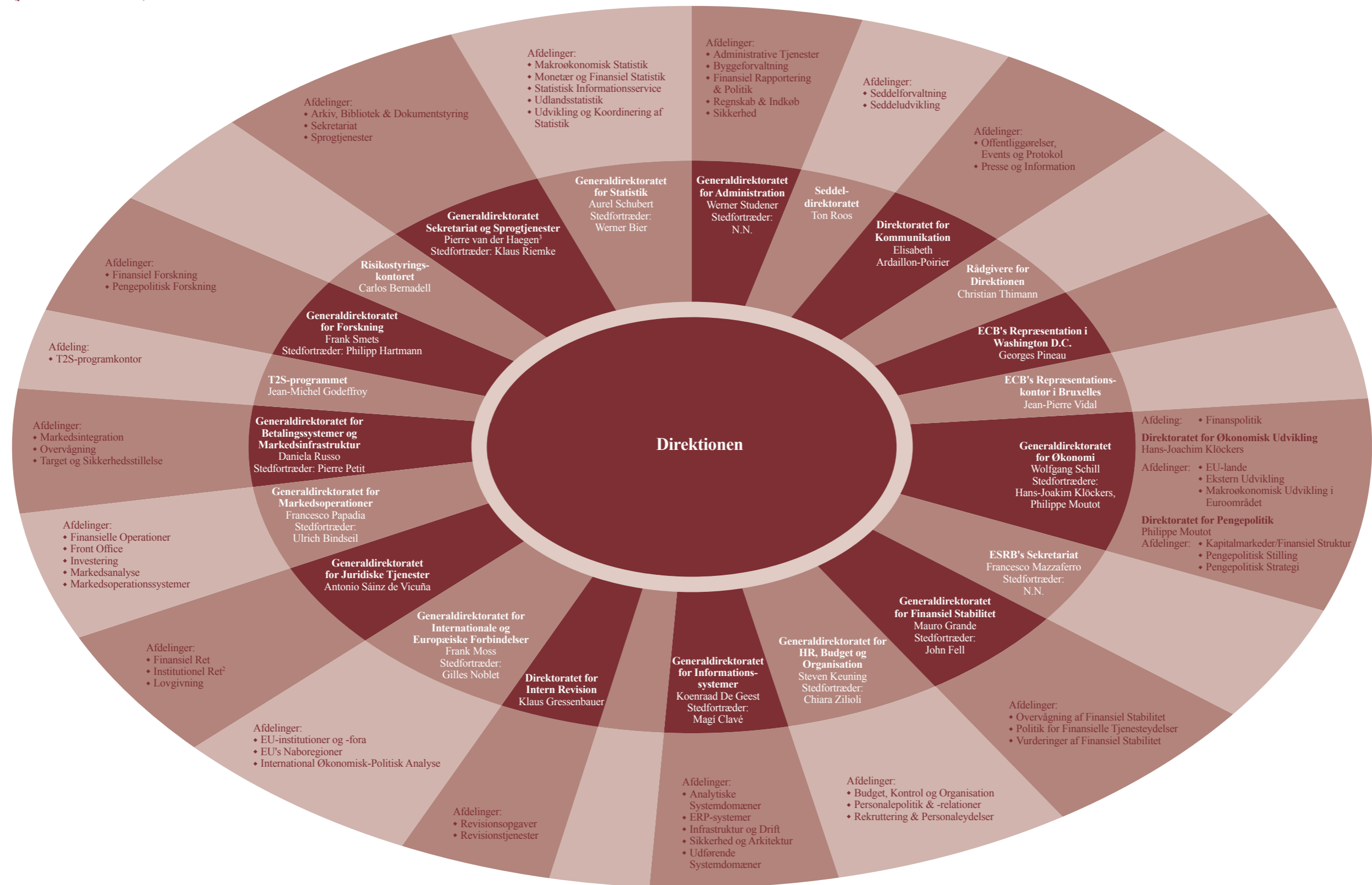
9 "Den fælles pengepolitik i euroområdet – Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", ECB, september 2011.

10 Afgørelse ECB/2004/3 af 4. marts 2004 om aktindsigt i ECB's dokumenter, EUT L 80, 18.3.2004, s. 42.

11 I overensstemmelse med den betydning, som ECB tillægger åbenhed og gennemsigtighed, giver arkivafsnittet på ECB's hjemmeside adgang til historisk dokumentation.

12 Afgørelse ECB/2011/6 af 9. maj 2011 om ændring af afgørelse ECB/2004/3 om aktindsigt i ECB's dokumenter, EUT L 158, 16.6.2011, s. 37.

ECB'S ORGANISATIONSPLAN
(pr. 31. december 2011)



1 Rapporterer til ECB's formand i hans egenskab af formand for ESRB.
2 Herunder databeskyttelse.
3 Sekretær for Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

2 ORGANISATORISK UDVIKLING

2.1 PERSONALEFORVALTNING

I 2011 fortsatte ECB med at udvikle og implementere politikker for personaleforvaltningen på fire områder: arbejdskultur, ansættelse, medarbejderudvikling og ansættelsesvilkår.

ARBEJDSKULTUR

I 2011 blev der i forbindelse med udviklingen af ECB's arbejdskultur sat fokus på mangfoldighed og fagetik. ECB arrangerede et mangfoldighedsforum på højt niveau i marts 2011, og den regelmæssige overvågning af data om kønsdiversitet er blevet udvidet. Med hensyn til fagetik blev indsatsen rettet mod yderligere indarbejdning af det etiske grundlag for de ansatte i ECB's arbejdskultur.

REKRUTTERING

Den 31. december 2011 havde ECB 1.609 medarbejdere omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger (mod 1.607 den 31. december 2010).¹³ I 2011 udstedte ECB i alt 55 nye tidsbestemte kontrakter (midlertidige kontrakter eller kontrakter, som senere kan føre til fastansættelse). 38 medarbejdere med en tidsbegrænset eller permanent kontrakt forlod ECB i 2011 (mod 28 i 2010). For at dække orlov på mindre end et års varighed blev der desuden udstedt 147 kortvarige kontrakter i 2011 (ud over et antal kontraktforlængelser). 123 kortvarige kontrakter udløb i årets løb.

ECB tilbød fortsat kortvarige kontrakter til ansatte i de nationale centralbanker og en række internationale institutioner, hvilket var med til at skabe kropsånd inden for ESCB og øge samarbejdet med de internationale organisationer. Den 31. december 2011 arbejdede 152 medarbejdere fra de nationale centralbanker og en række internationale organisationer i ECB med forskellige opgaver, hvilket er en nedgang på 4 pct. i forhold til 2010.

I september 2011 tog ECB imod det sjette hold deltagere i ECB's Graduate Programme. Deltagerne, som er nyuddannede kandidater fra førende universiteter, har en bred uddannelsesmæssig baggrund. De bliver alle efter et rotati-

onssystem tilknyttet to forretningsområder i en samlet periode på to år.

I lighed med tidligere år blev ECB's praktikantstillinger tilbudt studerende og kandidater med en baggrund inden for økonomi, statistik, ledelse, jura og oversættelse. Den 31. december 2011 arbejdede 108 praktikanter i ECB (en stigning på 17 pct. i forhold til 2010). ECB gav også seks forskerstipendier som led i Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, der gives til ledende økonomer, og fire forskerstipendier til yngre forskere inden for rammerne af Lamfalussy Fellowship-programmet.

MEDARBEJDERUDVIKLING

Tiltag inden for mobilitet og medarbejderudvikling indgik fortsat som de vigtigste elementer i den faglige udvikling i ECB. ECB's politik med hensyn til intern mobilitet gør det muligt for ECB at øge medarbejdernes bevidsthed om samt synergieffekten mellem de forskellige forretningsområder. ECB's interne ansættelsespolitik, der lægger vægt på en bred funderet kompetence, har også til formål at fremme intern mobilitet. I løbet af 2011 flyttede 237 medarbejdere enten midlertidigt eller i en længere periode til andre stillinger i ECB. Af disse var 64 ledende medarbejdere og rådgivere.

ECB deltager sammen med ESCB-centralbankerne aktivt i de programmer for ekstern mobilitet, som Personalechefkredsen har fremmet, og som gør det muligt for ECB at udstationere medarbejdere i en af de 27 nationale centralbanker i EU eller i relevante internationale organisationer (fx IMF og BIS) i en periode på mellem to og 12 måneder. I 2011 blev i alt seks medarbejdere udstationeret under denne ordning (nye udstationeringer). Derudover bevilgede ECB orlov uden løn i op til tre år til 27 medarbejdere (nye tilfælde) for at give dem mulighed for at

¹³ Ud over kontrakter, som er baserede på fuldtidsstillinger, omfatter dette tal bl.a. kortvarige kontrakter, som er blevet tilbudt ansatte på udstationering fra nationale centralbanker og internationale institutioner, samt kontrakter til deltagere i ECB's Graduate Programme.

gennemføre studier eller arbejde i en anden organisation. I alt var 55 medarbejdere på orlov uden løn ved udgangen af december 2011 (mod 45 i 2010).

ECB fortsatte med at fremme udviklingen af ledelsens og medarbejdernes kvalifikationer og kompetencer. Ud over diverse interne uddannelsesstilbud fik medarbejdere mulighed for at gøre brug af coachingydelser, og medarbejdere og ledelse har fortsat benyttet sig af eksterne uddannelsesstilbud til at opfylde individuelle uddannelsesbehov af en mere teknisk art. De har også kunnet udnytte tilbuddene i ESCB's uddannelsesprogrammer eller benytte sig af de nationale centralbankers uddannelsesstilbud. Desuden deltog ledere på første niveau (59 viceafdelingsledere/sektionsledere) i en ordning med struktureret feedback i 2011, hvor kolleger (medarbejdere og kolleger på samme niveau) samt eksterne kontaktpersoner udfyldte et spørgeskema om ledernes management- og lederkvalifikationer. Denne feedback var generelt meget positiv. Resultaterne blev fulgt op af en analyse, som blev udført med bistand fra eksterne coaches, og der blev lagt individuelle handlingsplaner for yderligere at forbedre de enkelte leders præstationer.

PERSONALECHEFKREDSEN

I 2011 dækkede Personalechefkredsens og den dertil knyttede Taskforce om Uddannelse og Udviklings aktiviteter forskellige aspekter af personaleledelse, herunder organisering af diverse ESCB-uddannelsesaktiviteter og mobilitet inden for ESCB. I april 2011 blev ESCB's "Training and Development Community", en elektronisk platform for uddannelses- og mobilitetsmuligheder i ESCB, lanceret med henblik på at styrke samarbejdet inden for ESCB yderligere. I 2012 er der planlagt i alt 46 forskellige ESCB-uddannelsesaktiviteter, som vil finde sted i 23 centralbanker. I 2012 lanceres tre nye ESCB-kursusforløb.

ANSÆTTESVILKÅR

ECB's ansættelsesvilkår er udformede, så de er attraktive, og så medarbejdernes og bankens behov afvejes. I 2011 gennemgik ECB bestem-

melserne om orlov. Der blev indført længere fædreorlov efter fødsel eller adoption af barn. Desuden blev orlovsperioden ved adoption forlænget, og minimumsperioden for forældreorlov og anden orlov uden løn blev reduceret. Med det formål at inddrage medarbejderrepræsentanter i drøftelser om sundheds- og sikkerhedsspørgsmål i ECB blev der desuden nedsat et udvalg for sundhed og sikkerhed på arbejdspladsen

Hvad angår arbejdstidspolitik, var 193 medarbejdere ved udgangen af 2011 på deltid, en lille stigning i forhold til 2010. 33 medarbejdere var på ubetalt forældreorlov pr. 31. december 2011 (mod 24 i 2010). Pilotprojektet med telearbejde, som blev iværksat i 2008, fortsatte i 2011. Sideløbende hermed blev en høring om en permanent politik gennemført. Den nye politik træder i kraft den 1. februar 2012. I 2011 var i gennemsnit omkring 309 medarbejdere på telearbejde hver måned. Samlet set var 826 medarbejdere på telearbejde mindst én gang i 2011.

2.2 FORHOLDET TIL MEDARBEJDERNE OG DEN SOCIALE DIALOG

ECB anerkender fuldt ud vigtigheden af en konstruktiv dialog med medarbejderne. I 2011 hørte ECB medarbejderrepræsentanterne og udvekslede oplysninger med disse om ændringer i forbindelse med aflønning, ansættelse, arbejdsvilkår, sundhed og sikkerhed og pension. Der blev i denne forbindelse udvekslet 219 skrivelser. Desuden havde ECB fortsat hyppige mundtlige drøftelser med medarbejderrepræsentanter om ansættelsesforhold og sociale forhold.

Forhandlinger med den anerkendte fagforening IPSO¹⁴ førte til undertegnelsen af et tillæg til aftalememorandummet af 2008 mellem ECB og IPSO. Tillægget omfatter adskillige bestemmelser, der yderligere skal fremme den sociale dialog i ECB.

¹⁴ IPSO står for "International and European Public Services Organisation".

2.3 ESCB'S SOCIALE DIALOG

ESCB's Sociale Dialog er et konsultativt forum, der omfatter ECB, medarbejderrepræsentanter fra centralbankerne i ESCB samt repræsentanter fra en række europæiske sammenslutninger af fagforeninger.¹⁵ Formålet er at informere om og drøfte spørgsmål, der kan få stor indvirkning på beskæftigelsessituationen i centralbankerne i ESCB. Information gives i det halvårlige nyhedsbrev og på møder, der holdes i Frankfurt.

I 2011 var ESCB-/Eurosystem-uddannelse og -udvikling, finansiell stabilitet, styring af it-projekter og risikostyring i fokus i ESCB's Sociale Dialog. Spørgsmål med relation til produktion og cirkulering af eurosedler, markedsoperationer og betalingssystemer blev ligeledes drøftet.

Møderne i ad hoc-arbejdsgruppen om produktion og cirkulering af eurosedler fortsatte med at behandle tekniske spørgsmål, der supplerede de spørgsmål, som blev drøftet på ESCB's Sociale Dialogs plenarmøde. Arbejdsgruppen om ESCB's Sociale Dialog, der mødtes i maj og november 2011, pegede bl.a. på mulige punkter, der kan komme på dagsordenen for ESCB's Sociale Dialogs møder.

2.4 EUROSISTEMETS KONTOR TIL KOORDINERING AF INDKØB

EPCO (Eurosystem Procurement Coordination Office) har til formål at sikre en effektiv koordinering af fælles indkøb af varer og tjenesteydelser i de centralbanker i ESCB, som har tilsluttet sig EPCO's aktiviteter under dets første mandat (2008-12),¹⁶ samt at forbedre disse centralbankers bedste praksis med hensyn til indkøb yderligere. Netværket for eksperter inden for centralbankindkøb, som koordineres af EPCO, afholdt seks møder i 2011.

EPCO's tredje fælles indkøbsplan blev gennemført i 2011. De fælles procedurer for flytransport i forbindelse med ESCB-møder og globale hotelaftaler blev fornyet, og det fælles indkøb i forbindelse med konsulenttydelser vedrørende it-

systemer blev afsluttet. Desuden blev der gjort fremskridt med otte andre fælles indkøb (inden for markedsdata, rating og informationsteknologi), som blev bragt nærmere deres afslutning. I 2011 ydede EPCO desuden støtte i forbindelse med indkøbsrelaterede aktiviteter til de centralbanker i Eurosystemet, som stod i spidsen for to ESCB-projekter, "Common Eurosystem Pricing Hub" og Target2-Securities.

2.5 ECB'S NYE HOVEDSÆDE

Der skete synlige fremskridt med byggearbejdet på de forskellige bygningsdele af ECB's nye hovedsæde i 2011, hvor højhusbygningen fra februar begyndte at vokse over grundplan. Betonarbejdet til fundamentpladen for Grossmarkthalle (den tidligere torvehal) og råhusarbejdet på en ny kælder og en ny stueetage i markedshallen blev færdiggjort. Råhusarbejdet på det fremtidige bygning-i-bygningen-koncept blev påbegyndt, og renoveringen af betonskallerne i tagkonstruktionen og facadens betongitter fortsatte. I foråret påbegyndtes renoveringen af den vestlige fløjbygning facade, og i efteråret blev man færdig med renoveringen af den østlige fløjbygning facade. Sidst på sommeren begyndte man at indsætte nye vinduesglas i de renoverede originale stålrammer ved den nordlige trappe. Råhusarbejdet på personalets parkeringskælder blev færdigt i løbet af sommeren, og råhusarbejdet på det logistiske center blev færdigt i efteråret. Også råhusarbejdet på begge adgangs kontrolpunkter skred frem. Stålkonstruktionen til det nye indgangsparti, som skal forbinde den tidligere markedshal med højhuset, blev påbegyndt i slutningen af 2011.

I februar blev kontrakten på det resterende råhusarbejde på højhuset tildelt Ed. Züblin AG.

¹⁵ The Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance) og European Federation of Public Service Unions (EPSU).

¹⁶ I 2011 deltog, foruden centralbankerne i Eurosystemet, Magyar Nemzeti Bank, Narodowy Bank Polski og Banca Națională a României i EPCO's aktiviteter.

Fra efteråret skred råhusarbejdet frem med en etage om ugen og var ved årets udgang nået til 21. etage i begge højhuse. De første store stål-gitterdragere i atriet, som forbinder kontorhøjhusets to dele, blev monteret i november 2011.

Kontrakten for det resterende byggearbejde – som udgør ca. 20 pct. af byggeomkostningerne – blev sendt i udbud i sommeren 2010. Arbejdet vedrører primært indretningen og udvendige anlæg. De forskellige kontrakter blev tildelt i perioden maj – december 2011. I lighed med de tidligere udbudsrunder var denne også i overensstemmelse med budget- og tidsrammen. Det ventes fortsat, at ECB's nye hovedsæde står færdigt ultimo 2013, og at ECB flytter ind herefter, dvs. i 2014.

2.6 MILJØ

ECB tilstræber at anvende naturressurser med omtanke med henblik på at bevare miljøet og beskytte de ansattes sundhed. ECB har indført en miljøpolitik og forpligtet sig til løbende at forbedre sine miljøresultater og minimere sine økologiske fodaftryk. Som et led i systematiske bestræbelser på at opnå miljømæssig bæredygtighed har ECB indført et miljøledelsessystem, som opfylder den internationale standard EN ISO 14001 og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1221/2009 om organisationers frivillige deltagelse i en fællesskabsordning for miljøledelse og miljørevision. I 2011 blev miljøledelsessystemet godkendt i den første overvågningsaudit. En sammenligning af data for 2009 og 2010 viste en yderligere reduktion af CO₂-emissionerne på 7,8 pct. i denne periode. Da den primære kilde til CO₂-emissioner er produktion af el, varme og køling, gik ECB over til at anvende 100 pct. el fra vedvarende lokale energikilder (vandkraft fra Main-floden), og der blev taget skridt til forbedringer af den tekniske infrastruktur i hovedsædet. Fra 2008 til udgangen af 2011 blev ECB's CO₂-emissioner reduceret med ca. en tredjedel.

Derudover blev der løbende indført foranstaltninger som led i ECB's miljøprogram med hen-

blik på konstant forbedring af miljøresultaterne. Der blev udarbejdet en vejledning i bæredygtige indkøb og iværksat en pilotfase til gennemførelse heraf. I oktober 2011 blev der afholdt et "grøn dag"-arrangement for at oplyse medarbejderne om ECB's politik og tilskynde dem til at yde et aktivt bidrag. Der lægges særlig vægt på at indarbejde avancerede bæredygtighedsfremmende egenskaber i drifts- og vedligeholdelsesplanerne for ECB's nye hovedsæde.

2.7 IT-SERVICELEDELSE

Generaldirektoratet for It-systemers portefølje fokuserede på færdiggørelsen af tekniske løsninger med henblik på at understøtte arbejdet i ESRB's sekretariat og gennemføre ændringer med kort varsel i flere it-systemer for at understøtte gennemførelsen af beslutninger, der blev truffet som følge af den finansielle krise. Der blev iværksat yderligere arbejde for bedre at understøtte forvaltningen af ECB's valutareserveaktiver, egenportefølje, pengepolitiske operationer og sikkerhedsstillelse. Desuden fortsatte indsatsen for at øge støtten til og vedligeholdelsen af statistiske applikationer og applikationer, der understøtter virksomhedsprocesser og forvaltningen af dokumenter og fortegnelser. Samtidig investerede ECB resurser i styrkelse af den driftsmæssige sikkerhed og samarbejdede med andre centralbanker om tilvejebringelse eller vedligeholdelse af forretningsapplikationer.

Endelig foretog eksterne revisorer revurderinger af interne processer, ISO 9001:2008- og ISO/IEC 20000-certificeringerne blev bekræftet, og ISO/IEC 27001-certificeringen er i gang.



Når det nye hovedsæde står færdigt, bliver det en del af Frankfurts skyline.

De øverste etager af højhuset bliver færdige i 2012, og der vil blive holdt "rejsegilde" i årets sidste halvdel. Arbejdet vil også fortsætte på facaden og med installeringen af den tekniske infrastruktur. Den energieffektive facade fremstår med en mat grå overflade med et lysegrønt skær. Denne facade blev valgt, fordi den passer ind i omgivelserne. Installeringen af den tekniske infrastruktur omfatter varme-/kølesystemer og ledningsføring. Herefter følger det indvendige indretningsarbejde.

ÅRSREGNSKAB FOR ECB

LEDELSENS BERETNING FOR REGNSKABSÅRET 2011

I HOVEDAKTIVITETER

ECB's aktiviteter i 2011 er beskrevet nærmere i de relevante kapitler i Årsberetningen.

2 MÅL OG OPGAVER

ECB's mål og opgaver er beskrevet i ESCB-stattuten (artikel 2 og 3). Formanden giver en oversigt over de opnåede resultater i forhold til disse mål i forordet til Årsberetningen.

3 VIGTIGSTE RESURSER, RISICI OG PROCESSER

ECB'S CORPORATE GOVERNANCE

ECB's besluttende organer er Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

Rammerne for ECB's ledelse omfatter flere forskellige interne og eksterne kontrolforanstaltninger. Som led i den eksterne kontrol efterprøver Den Europæiske Revisionsret effektiviteten af ECB's forvaltning, mens en ekstern revisor er udnævnt til at revidere ECB's årsregnskab. ECB udnævner hvert femte år et nyt eksternt revisionsfirma for at forstærke den eksterne revisors uafhængighed.

For så vidt angår ECB's interne kontrolsystem, er hver enkelt enhed selv ansvarlig for risikostyring og kontrol samt for driftens effektivitet. Derudover foretager Direktoratet for Intern Revision løbende uafhængige revisioner og er direkte ansvarlig over for Direktionen. I 2007 etablerede Styrelsesrådet ECB's Revisionskomitee for yderligere at styrke ECB's corporate governance. Komiteen bistår Styrelsesrådet i forbindelse med dets ansvar for de finansielle oplysningers integritet, tilsyn med interne kontrolforanstaltninger og udførelsen af ECB's og Eurosystemets revisionsfunktioner.

For at afspejle den markant stigende rolle, som risikostyringsfunktionen har fået, og i overensstemmelse med bedste praksis, omdannede ECB i juli 2011 Afdelingen for Risikostyring

til Risikostyringskontoret og gjorde det til et selvstændigt forretningsområde. Kontoret har ansvaret for risikostyringsrammerne for alle ECB's operationer på de finansielle markeder og for at overvåge, vurdere og foreslå forbedringer af Eurosystemets operationelle rammer for pengepolitik og valutapolitik ud fra et risikostyringsperspektiv.

Et omfattende etisk grundlag for ECB's ansatte, som løbende opdateres, giver vejledning om og fastsætter etiske konventioner, standarder og benchmarks. Alle ansatte forventes at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver, samt i deres forhold til de nationale centralbanker, de offentlige myndigheder, markedsdeltagerne, medierepræsentanter og offentligheden. Yderligere to adfærdskodekser vedrører specifikt de etiske regler, som gælder for ECB's besluttende organer. Den etiske rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, sikrer, at de regler, som gælder for Direktionen og de ansatte, fortolkes konsekvent. Styrelsesrådet har desuden udnævnt en etisk rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenstemæssig adfærd.

Nærmere information om ECB's corporate governance findes i Årsberetningens kapitel 7, afsnit 1.

MEDLEMMERNE AF DIREKTIONEN

Medlemmerne af Direktionen udnævnes blandt personer, som er værdige i almindeligt omdømme, og som har professionel erfaring i monetære forhold eller i bankvæsen på grundlag af en indstilling fra Rådet og efter høring af Europa-Parlamentet og Styrelsesrådet.

Ansættelsesvilkårene for Direktionens medlemmer fastsættes af Styrelsesrådet efter forslag fra en komitee, der består af tre medlemmer udnævnt af Styrelsesrådet og tre medlemmer udnævnt af Rådet.

Direktionsmedlemmernes løn fremgår af note 30 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet.

MEDARBEJDERE

ECB anerkender fuldt ud vigtigheden af en konstruktiv dialog med medarbejderne. I 2011 fortsatte ECB med at udvikle og implementere politikker for personaleforvaltningen på fire områder: arbejdskultur, rekruttering, medarbejderudvikling og ansættelsesvilkår. I forbindelse med udviklingen af ECB's arbejdskultur blev der fortsat sat fokus på mangfoldighed og fagetik. ECB arrangerede et mangfoldighedsforum på højt niveau i marts 2011 og udvidede den regelmæssige overvågning af data om kønsdiversitet.

Tiltag inden for mobilitet og medarbejderudvikling indgik fortsat som de vigtigste elementer i den faglige udvikling. Desuden støttede ECB fortsat medarbejderne med hensyn til børnepasning og forening af arbejdsliv og familieliv.

Det gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB (omregnet til fuldtidsstillinger)¹ steg fra 1.565 i 2010 til 1.601 i 2011. Ved udgangen af 2011 havde ECB 1.609 medarbejdere. For nærmere oplysninger henvises til note 30 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet og kapitel 7, afsnit 2, i Årsberetningen, hvor der også findes en nærmere beskrivelse af ECB's personalestrategi.

RISIKOSTYRINGSPRAKSIS I FORBINDELSE MED ECB'S INVESTERINGSAKTIVITETER OG PENGEPOLITISKE PORTEFØLJER

ECB har to typer investeringsportefølje, nemlig valutareserveporteføljen og egenporteføljen. Desuden har ECB værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde, og som er erhvervet i forbindelse med Securities Markets Programme og de to programmer til opkøb af covered bonds. De forskellige formål med ECB's investeringsporteføljer og pengepolitiske portefølje samt den tilknyttede risikostyringspraksis beskrives nærmere i Årsberetningens kapitel 2, afsnit 1.

ECB er eksponeret for finansielle risici i forbindelse med sine investeringsporteføljer og sine beholdninger af værdipapirer, som er opkøbt

af pengepolitiske grunde. Disse risici omfatter kredit-, markeds- og likviditetsrisici. ECB overvåger og måler løbende disse risici og mindsker dem, om nødvendigt, gennem implementering af rammer for risikostyring. Der tages i disse rammer højde for formålene med de forskellige beholdninger af værdipapirer og for de risiko-præferencer, som er fastsat af ECB's besluttende organer. Rammerne omfatter også kriterier for belånbarhed og et system med grænser for risikokoeksponeringen.

BUDGETPROCESSEN

Udgifter, der følger det vedtagne budget, overvåges regelmæssigt af Direktionen, idet der tages højde for råd fra ECB's interne kontrolfunktion, og af Styrelsesrådet med bistand fra Budgetkomiteen (BUCOM). BUCOM, der består af eksperter fra både ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, yder et centralt bidrag til ECB's finansielle styringsproces. I overensstemmelse med artikel 15 i ECB's forretningsorden omfatter BUCOM's støtte til Styrelsesrådet en detaljeret vurdering af ECB's årlige budgetforslag og anmodninger om øgede budgetmidler fra Direktionen, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse.

4 FINANSIELLE RESURSER

KAPITAL

I december 2010 besluttede ECB at udvide den indskudte kapital med 5 mia. euro, fra 5,8 mia. til 10,8 mia. euro. Beslutningen blev truffet på baggrund af en analyse, der var iværksat i 2009 med det formål at undersøge, hvorvidt ECB's indskudte kapital var tilstrækkelig. Kapitaludvidelsen blev anset for nødvendig i lyset af den øgede volatilitet i valutakurser, renter og guldpriser samt ECB's eksponering over

¹ Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medregnet. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECB's Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medregnet.

for kreditrisiko. For at lette overførslen af kapital til ECB besluttede Styrelsesrådet, at de nationale centralbanker i euroområdet skulle indbetale de supplerende bidrag til kapitalen i tre lige store årlige bidrag i december 2010, 2011 og 2012.

Som følge af Estlands indførelse af den fælles valuta den 1. januar 2011 indbetalte Eesti Pank samme dag et beløb på 13 mio. euro. I dette beløb indgik Eesti Panks første bidrag til udvidelsen af ECB's indskudte kapital pr. 31. december 2010.

Den 28. december 2011 indbetalte de nationale centralbanker i euroområdet, inkl. Eesti Pank, et beløb på 1.166 mio. euro som det andet bidrag til udvidelsen af ECB's kapital.

Som følge af disse indbetalinger udgjorde ECB's indbetalte kapital 6.484 mio. euro den 31. december 2011. I note 17 "Kapital og reserver" i Årsregnskabet gøres nærmere rede for denne udvikling.

HENSÆTTELSE TIL DÆKNING AF VALUTAKURS-, RENTE-, KREDIT- OG GULDPRISRISICI

Da hovedparten af ECB's aktiver og passiver regelmæssigt revalueres til gældende valuta- og værdipapirkurser, påvirkes ECB's lønsomhed kraftigt af valutakurs- og – i mindre omfang – renteeksponeringer. Disse eksponeringer skyldes hovedsagelig bankens guldbeholdninger og valutareserveaktiver i amerikanske dollar og japanske yen, som overvejende er placeret i rentebærende instrumenter.

I 2005 besluttede Styrelsesrådet i betragtning af ECB's store eksponering over for disse risici og størrelsen af ECB's revalueringskonti at oprette en hensættelse til at imødegå valutakurs-, rente- og guldpriserisici. Efter etableringen af programmet til opkøb af covered bonds (se note 5 "Værdipapirer i euro udstedt af resider i euroområdet" i Årsregnskabet) besluttede Styrelsesrådet i 2009 at udvide risikohensættelsen, så den også omfatter kreditrisiko.

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 beholdningerne af risikobærende aktiver, omfanget af den risikoeksponering, der er slået igennem i det indeværende regnskabsår, fremskrivninger af resultaterne for det kommende år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode. Risikohensættelsen må sammen med et eventuelt indestående i ECB's almindelige reservefond ikke overstige værdien af den kapital, der er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

Pr. 31. december 2010 udgjorde hensættelsen til valutakurs-, rente-, kredit- og guldpriserisici 5.184 mio. euro. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 48.2 bidrog Eesti Pank med 13 mio. euro til denne hensættelse pr. 1. januar 2011. Efter at have taget højde for resultatet af risikovurderingen besluttede Styrelsesrådet desuden at øge risikohensættelsen yderligere til 6.363 mio. euro pr. 31. december 2011. Dette beløb repræsenterer det aktuelt tilladte maksimum for hensættelsen.

5 RESULTAT

FINANSIELLE KONTI

I henhold til artikel 26.2 i statuten for ESCB udfærdiges ECB's årsregnskab af Direktionen efter principper fastlagt af Styrelsesrådet. Regnskabet godkendes efterfølgende af Styrelsesrådet og offentliggøres derefter.

RESULTAT I 2011

I 2011 var ECB's nettoindtægt inden overførslen på 1.166 mio. euro til risikohensættelsen på 1.894 mio. euro mod 1.334 mio. euro i 2010. Nettooverskuddet på 728 mio. euro efter denne overførsel blev fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet.

I 2011 var nettorenteindtægten på 1.999 mio. euro mod 1.422 mio. euro i 2010. Stigningen i nettorenteindtægten skyldtes hovedsagelig yderligere indtægt fra de værdipapirer, der var opkøbt i henhold til Securities Markets Programme, og en stigning i nettorenteindtægten fra ECB's andel af det samlede seddelomløb som følge af en højere gennemsnitlig rentesats anvendt af Eurosystemet i forbindelse med dets auktioner i de primære markedsoperationer i 2011.

De realiserede nettogevinster på finansielle operationer faldt en smule fra 474 mio. euro i 2010 til 472 mio. euro i 2011. Højere nettovalutagevinster på udstrømning af fremmed valuta, som primært skyldtes udstrømning af japanske yen i forbindelse med ECB's deltagelse i den samordnede internationale intervention i valutamarkederne i marts 2011, blev opvejet af lavere realiserede nettobørskursgevinster på salg af værdipapirer.

Nedskrivninger, som hovedsagelig skyldtes urealiserede børskurstab på værdipapirbeholdninger, og som på balancen er opgjort til deres markedsværdi ultimo 2011, beløb sig til 157 mio. euro (mod 195 mio. euro i 2010).

Som det også var tilfældet ultimo 2010, beløb urealiserede valutagevinster, hovedsagelig fra dollar- og yenporteføljen, sig til 6.271 mio. euro, og urealiserede guldprisgevinster beløb sig til 13.079 mio. euro. I 2011 medførte euroens depreciering over for den japanske yen og den amerikanske dollar en stigning i urealiserede valutagevinster til 7.976 mio. euro, mens stigningen i guldprisen i løbet af 2011 førte til urealiserede guldprisgevinster på 15.718 mio. euro. I overensstemmelse med Eurosystemets regnskabspraksis blev disse gevinster overført til revalueringskonti.

Der blev ikke bogført nedskrivninger pr. ultimo 2011. Hvad angår ECB's beholdninger af græske statsobligationer opkøbt i henhold til Securities Markets Programme, forventedes det initiativ vedrørende den private sektors involvering, som blev annonceret i 2011, ikke at medføre

ændringer i fremtidige aftalemæssige betalingsstrømme i forbindelse med disse beholdninger, da det tog sigte på en frivillig omstrukturering af gæld hos den private sektor.

ECB's samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 415 mio. euro i 2010 til 442 mio. euro i 2011. Størstedelen af omkostningerne i forbindelse med opførelsen af ECB's nye hovedsæde er kapitaliseret og ikke indregnet i denne post.

BALANCE PR. 31. DECEMBER 2011

AKTIVER	NOTE	2011 €	2010 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	19.643.678.205	17.015.600.109
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF	2.1	664.189.254	414.722.811
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	2.2	40.763.380.487	39.298.995.950
		41.427.569.741	39.713.718.761
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	2.2	4.827.713.607	4.326.557.549
Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	3.1	1.456.000.000	1.800.000.000
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	4	204.931.400	33.368.000
Værdipapirer i euro udstedt af residenter i euroområdet	5		
Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	5.1	22.819.128.768	17.925.976.508
Eurosystem-interne tilgodehavender	6		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	6.1	71.090.081.710	67.176.191.390
Andre tilgodehavender i Eurosystemet (netto)	6.2	49.393.103.654	0
		120.483.185.364	67.176.191.390
Andre aktiver	7		
Materielle og immaterielle anlægsaktiver	7.1	441.349.493	281.925.625
Andre finansielle aktiver	7.2	16.040.825.454	13.249.960.731
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	7.3	264.245.011	147.260.366
Periodeafgrænsningsposter	7.4	1.861.875.764	1.319.491.653
Øvrige poster	7.5	1.400.781.867	532.963.278
		20.009.077.589	15.531.601.653
Aktiver i alt		230.871.284.674	163.523.013.970

PASSIVER	NOTE	2011	2010
		€	€
Seddelomløb	8	71.090.081.710	67.176.191.390
Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	9	204.926.300	33.363.000
Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet	10		
Andre forpligtelser	10.1	1.056.000.000	1.072.000.000
Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet	11	77.116.620.293	1.201.602.021
Forpligtelser i fremmed valuta over for resider uden for euroområdet	12		
Indlån og andre forpligtelser	12.1	406.665.121	478.028.926
Eurosystem-interne forpligtelser	13		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutaeserver	13.1	40.307.572.893	40.204.457.215
Andre forpligtelser i Eurosystemet (netto)	6.2	0	21.225.255.926
		40.307.572.893	61.429.713.141
Andre forpligtelser	14		
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter	14.1	869.160.478	568.235.002
Periodeafgrænsningsposter	14.2	1.251.205.972	749.630.881
Øvrige poster	14.3	623.759.817	494.466.366
		2.744.126.267	1.812.332.249
Hensættelser	15	6.407.941.415	5.216.716.613
Revalueringskonti	16	24.324.930.772	19.626.699.159
Kapital og reserver	17		
Kapital	17.1	6.484.283.669	5.305.536.076
Årets resultat		728.136.234	170.831.395
Passiver i alt		230.871.284.674	163.523.013.970

RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2011 TIL 31. DECEMBER 2011

	NOTE	2011 €	2010 €
Renteindtægter fra valutareserveaktiver	24.1	290.220.291	366.179.478
Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet	24.2	856.392.005	653.509.659
Andre renteindtægter	24.4	8.331.260.026	4.796.498.245
<i>Renteindtægter</i>		<i>9.477.872.322</i>	<i>5.816.187.382</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender			
vedrørende overførte valutaeserver	24.3	-433.970.898	-346.484.251
Andre renteudgifter	24.4	-7.044.498.398	-4.047.227.079
<i>Renteudgifter</i>		<i>-7.478.469.296</i>	<i>-4.393.711.330</i>
Nettorenteindtægter	24	1.999.403.026	1.422.476.052
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	25	472.219.229	474.313.327
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	26	-157.457.283	-195.213.437
Overførsel til/fra hensættelser for valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici		-1.166.175.000	-1.163.191.667
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		-851.413.054	-884.091.777
Gebyrer og provisioner, netto	27	-1.980.780	-1.409.017
Indtægter fra aktier og kapitalindskud	28	1.048.891	2.612.858
Andre indtægter	29	23.122.157	46.537.026
Nettoindtægter i alt		1.170.180.240	586.125.142
Personaleomkostninger	30	-216.065.185	-196.470.934
Administrationsomkostninger	31	-208.017.979	-196.636.534
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-11.488.672	-13.601.111
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	32	-6.472.170	-8.585.168
Årets resultat		728.136.234	170.831.395

Frankfurt am Main, den 28. februar 2012

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Mario Draghi

Formand

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS¹

REGNSKABETS INDHOLD OG OPSTILLINGSFORM

ECB's årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECB's finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper,² som ECB's styrelsesråd 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 balancedagen, væsentlighed, going concern, periodisering, 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 forpligtelsens størrelse kan opgøres med sikkerhed.

REGNSKABSGRUNDLAG

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsesværdi reguleret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer (ekskl. dem, der klassificeres som holdt-til-udløb), 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 undtagelse af spothandler i værdipapirer bogføres transaktioner i finansielle instrumenter i fremmed valuta 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, 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.

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 omregnes til den på bogføringsdagen gældende valutakurs. Kursreguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte instrumenter, 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 revalueringsbeløb baseret på europrisen pr. ounce finguld, som for regnskabsåret 2011 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2011.

SDR beregnes på grundlag af en valutakurv. I forbindelse med kursreguleringen af ECB's SDR-beholdning blev beholdningens værdi beregnet som den vægtede sum af kursen på fire vigtige valutaer (amerikanske dollar, euro, japanske yen og britiske pund), omregnet til euro pr. 30. december 2011.

1 Afgørelse ECB/2006/17 af 10. november 2006, EUT L 348, 11.12.2006, s. 38, med senere ændringer, som indeholdt en nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis, blev med virkning fra 31. december 2010 ophævet og erstattet af afgørelse ECB/2010/21 af 11. november 2010, EUT L 35, 9.2.2011, s. 1.

2 Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i ESCB-statutens artikel 26.4, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i Eurosystemet.

VÆRDIPAPIRER

Omsættelige værdipapirer (ekskl. dem, der klassificeres som holdt-til-udløb) og lignende aktiver værdiansættes enten til den gældende middeltkurs eller på basis af den relevante rentekurve på balancedagen for de enkelte værdipapirer. For regnskabsåret 2011 er anvendt middeltkurser pr. 30. december 2011.

Omsættelige værdipapirer klassificeret som holdt-til-udløb og ikke-likvide aktier værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket kurstab i forhold hertil.

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 ultimo året 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. Når et urealiseret tab på et aktiv medtages i resultatopgørelsen, reduceres den gennemsnitlige anskaffelsesværdi i overensstemmelse med valutakursen og markedskursen ultimo året.

Tab ved værdiforringelse medtages i resultatopgørelsen og tilbageføres ikke i de efterfølgende år, medmindre værdiforringelsen reduceres, og reduktionen kan relateres til en iagttagelig hændelse, der indtraf, efter værdiforringelsen blev bogført første gang.

Over- eller underkurs på erhvervede værdipapirer inkl. dem, der klassificeres som holdt-til-

udløb, beregnes og 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. Genkøbsforretninger 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 ECB's 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 ECB's 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 der er stillet kontant sikkerhed på en konto i ECB. I 2011 modtog ECB ingen kontant sikkerhed i forbindelse med sådanne transaktioner.

IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

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 værdireguleres 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

Værdien af aktiver og passiver korrigeres i princippet for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for Styrelsesrådets godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen væsentligt.

Vigtige begivenheder efter balancedagen, der ikke påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen, oplyses i noterne.

ESCB-INTERNE MELLEMVÆRENDER/EUROSYSTEM-INTERNE MELLEMVÆRENDER

ESCB-interne mellemværender er resultatet af grænseoverskridende betalinger i EU, som afvikles i centralbankpenge i euro. Størstedelen af disse transaktioner er indledt af private aktører (dvs. kreditinstitutter, virksomheder og enkeltpersoner). De afvikles i Target2 – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systemet (se kapitel 2 i Årsberetningen) – og medfører mellemværender i EU-centralbankers Target2-konti. Disse bilaterale mellemværender nettes ud og fornyes dagligt over for ECB, således at hver NCB kun har én bilateral nettoposition over for ECB. Denne position udgør i ECB's regnskab den enkelte nationale centralbanks nettotilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB. De Eurosystem-interne mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB som følge af Target2, samt andre Eurosystem-interne mellemværender i euro (fx den foreløbige overskudsfordeling til de nationale centralbanker) opføres i ECB's balance som en enkelt nettoaktiv- eller netto-

passivpost og indregnes under "Andre tilgodehavender i Eurosystemet, netto" eller "Andre forpligtelser i Eurosystemet, netto". De ESCB-interne mellemværender, som nationale centralbanker uden for euroområdet har med ECB som følge af deres deltagelse i Target2³, er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet".

ESCB-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" under anvendt regnskabspraksis).

Eurosystem-interne mellemværender, der opstår som følge af overførsel af valutareserveaktiver til ECB fra nationale centralbanker, der indtræder i Eurosystemet, denomineres i euro og opgøres under "Forpligtelser svarende til overførslen af valutaeserver".

ANLÆGSAKTIVER

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde og kunstværker, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde og kunstværker værdiansættes til anskaffelsesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede anvendelsesperiode, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen, og afskrives som følger:

Computere og relateret hardware/software samt køretøjer	4 år
Teknisk udstyr	4 eller 10 år
Møbler og inventar	10 år
Anlægsaktiver med en anskaffelsespris under 10.000 euro	Straksafskrives

Afskrivningsperiodens længde for aktiverede bygninger og ombygninger er i forbindelse med ECB's nuværende lejede lokaler blevet afkortet

3 Pr. 31. december 2011 deltog følgende nationale centralbanker uden for euroområdet i Target2: Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski og Banca Națională a României.

for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet, inden ECB flytter til sit nye hovedsæde.

Omkostninger i forbindelse med ECB's nye hovedsæde bogføres under "Anlægsaktiver under opførelse", hvis de opfylder kapitaliseringskriterierne. Omkostningerne vil blive overført til de pågældende anlægsaktivposter, når aktiverne kan tages i brug. For så vidt angår afskrivningen af ECB's nye hovedsæde, fordeles omkostningerne på de relevante komponenter og afskrives i henhold til aktivernes skønnede brugstid.

ECB'S PENSIONSORDNING, ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN OG ANDRE LANGSIGTEDE PERSONALEYDELSER

ECB's pensionsordning for medarbejderne er ydelsesbaseret. Ordningen finansieres af aktiver, som besiddes af en fond for langsigtede personaleydelse.

ECB's og medarbejdernes obligatoriske bidrag udgør henholdsvis 18 pct. og 6 pct. af grundlønnen. Medarbejderne kan foretage yderligere, frivillige bidrag i en bidragsbaseret søjle, som kan anvendes til at opnå yderligere ydelser.⁴

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 den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse efter den fremskrevne akkumulerede enhedsmetode (Projected Unit Credit-metoden). Nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse beregnes ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme. Den anvendte diskonteringsats opgøres under henvisning til markedsafkastet på balancedagen af meget sikre virksomhedsobligationer i euro med

en løbetid, der svarer til pensionsforpligtelsens løbetid.

Aktuarmæssige gevinster og tab kan skyldes erfaringsbaserede reguleringer (hvor de faktiske begivenheder adskiller sig fra de tidligere aktuarmæssige forudsætninger) og ændringer i aktuarmæssige forudsætninger.

RESULTATOPGØRELSEN

I resultatopgørelsen indregnes nettoværdien af følgende komponenter:

- a. løbende ydelsesbaserede pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- b. renteudgift på den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse baseret på diskonteringssatsen
- c. forventet afkast af ordningens aktiver til at finansiere den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse
- d. aktuarmæssige gevinster og tab på forpligtelser hidrørende fra pensionsydelse (indregnes ved hjælp af korridormetoden)
- e. aktuarmæssige gevinster og tab på andre langsigtede personaleydelse (i deres helhed).

KORRIDORMETODEN

Ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinster og -tab på ydelser efter fratræden, som overstiger den største af enten a) 10 pct. af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse eller b) 10 pct. af dagsværdien af ordningens aktiver til at finansiere den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse, afskrives over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

⁴ De ansattes frivillige bidrag kan anvendes til at købe yderligere pension, når de går på pension. Denne pension indgår fra det tidspunkt i den ydelsesbaserede forpligtelse.

UAFDÆKKEDE PERSONALEYDELSER

Ydelser efter fratræden og andre langfristede personaleydelser for ECB's direktionsmedlemmer er uafdækkede. For personalets vedkommende er ydelser efter fratræden bortset fra pensionsydelser samt andre langsigtede personaleydelser 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. Aktuar-mæssige gevinster og tab indregnes som beskrevet under "Resultatopgørelsen".

Disse beløb 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, udsteder eurosedler.⁵ Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned til de nationale centralbanker i Eurosystemet i henhold til seddelfordelingsnøglen.⁶

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som indregnes i balancen under passivposten "Seddelomløb". ECB's andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker. Disse tilgodehavender, der er rentebærende,⁷ indregnes i delposten "Eurosystem-interne tilgodehavender: Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Renteindtægterne af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter".

FORELØBIG OVERSKUDSDELING

ECB's indtægter fra eurosedler i omløb og indtægter fra værdipapirer købt i henhold til

Securities Markets Programme (programmet vedrørende værdipapirmarkedene) forfalder til betaling til de nationale centralbanker i euroområdet i det regnskabsår, hvor indtægten optjenes. ECB foretager en foreløbig fordeling af disse indtægter i januar det følgende år.⁸ Indtægterne fordeles fuldt ud, medmindre ECB's nettooverskud for det pågældende år er mindre end indtægten på eurosedler i omløb og værdipapirer købt i henhold til Securities Markets Programme og med forbehold af eventuelle beslutninger fra Styrelsesrådet om at foretage overførsler til hensættelse for valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisiko. Styrelsesrådet kan også beslutte at modregne ECB's udgifter i tilknytning til udstedelse og håndtering af eurosedler i indtægten på eurosedler i omløb.

ANDRE FORHOLD

Under hensyntagen til ECB's rolle som centralbank finder Direktionen, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugere yderligere relevante oplysninger.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 27 og efter indstilling fra Styrelsesrådet har Rådet godkendt udnævnelsen af PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECB's eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2012.

- 5 Afgørelse ECB/2010/29 af 13. december 2010 om udstedelse af eurosedler (omarbejdning), EUT L 35, 9.2.2011, s. 26.
- 6 "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECB's andel af summen af udstedte eurosedler, og anvende kapitalindskudsnøglen på de nationale centralbankers andel i den nævnte sum.
- 7 Afgørelse ECB/2010/23 af 25. november 2010 om fordelingen af de monetære indtægter til de nationale centralbanker i de medlemsstater, der har euroen som valuta (omarbejdning), EUT L 35, 9.2.2011, s. 17, med senere ændringer.
- 8 Afgørelse ECB/2010/24 af 25. november 2010 om foreløbig fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb og fra værdipapirer købt i henhold til programmet vedrørende værdipapirmarkedene (omarbejdning), EUT L 6, 11.1.2011, s. 35.

NOTER TIL BALANCEN

I GULD OG TILGODEHAVENDER I GULD

Pr. 31. december 2011 havde ECB en beholdning på 16.142.871 ounces finguld⁹ (mod 16.122.143 ounces i 2010). Stigningen skyldtes hovedsagelig Eesti Panks overførsel af 20.728 ounces finguld til ECB¹⁰ efter Estlands indførelse af den fælles valuta i overensstemmelse med artikel 30.1 i ESCB-statutten. Desuden opstod der mindre vægtforskelle i forbindelse med det udskiftningsprogram, som ECB påbegyndte i 2010. Stigningen i værdien i euro af ECB's beholdning af finguld skyldtes dog primært en markant stigning i prisen på guld i 2011 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis og note 16, "Revalueringskonti").

2 TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

2.1 TILGODEHAVENDER HOS IMF

I denne post indregnes ECB's beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2011. Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF bemyndiges til at sælge eller købe SDR mod euro på vegne af ECB inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR behandles i regnskabet som fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2.2 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 residerter uden for euroområdet</i>	2011 €	2010 €	Udvikling €
Anfordringskonti	967.861.820	1.415.134.235	-447.272.415
Pengemarkedsindskud	598.657.080	881.467.443	-282.810.363
Omvendte genkøbsforretninger	623.065.152	54.632.540	568.432.612
Værdipapirer	38.573.796.435	36.947.761.732	1.626.034.703
I alt	40.763.380.487	39.298.995.950	1.464.384.537

<i>Tilgodehavender hos residerter i euroområdet</i>	2011 €	2010 €	Udvikling €
Anfordringskonti	1.439.838	3.522.840	-2.083.002
Pengemarkedsindskud	4.826.273.769	4.254.182.741	572.091.028
Omvendte genkøbsforretninger	0	68.851.968	-68.851.968
I alt	4.827.713.607	4.326.557.549	501.156.058

Stigningen i disse positioner i 2011 skyldtes hovedsagelig den amerikanske dollars og den japanske yens appreciering over for euroen, som blev delvis udlignet af et fald i beholdningen af japanske yen som følge af ECB's deltagelse i den samordnede internationale intervention i valutamarkedene den 18. marts 2011. Indtægter i 2011, primært på dollarporteføljen, samt en stigning i urealiserede gevinster som følge af revalueringen af værdipapirer (se note 16 "Revalueringskonti") bidrog ligeledes til stigningen i disse posters samlede værdi.

Efter Estlands indførelse af den fælles valuta med virkning fra 1. januar 2011, overførte Eesti Pank desuden valutareserveaktiver i japanske yen til en værdi af 124,0 mio. euro til ECB i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 48.1 og 30.1.

⁹ Dette svarer til 502,1 t.

¹⁰ Overførslen, til en samlet værdi af 21,9 mio. euro, blev foretaget med virkning fra 1. januar 2011.

Den 31. december 2011 var ECB's nettobeholdninger af amerikanske dollar og japanske yen¹¹ følgende:

	2011 (mio. valutaenheder)	2010 (mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	44.614	43.952
Japanske yen	1.041.238	1.101.816

3 TILGODEHAVENDER I EURO HOS RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

3.1 BANKTILGODEHAVENDER, VÆRDIPAPIRER OG LÅN

Pr. 31. december 2011 bestod denne post af et tilgodehavende hos en national centralbank uden for euroområdet i forbindelse med en aftale med ECB om genkøbsforretninger. I henhold til aftalen kan den pågældende nationale centralbank låne euro mod godkendt sikkerhed med henblik på at understøtte de indenlandske likviditetstilførende operationer.

4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

Disse tilgodehavender bestod hovedsagelig af fordringer opstået i forbindelse med omvendte genkøbsforretninger, der var gennemført i sammenhæng med udlån af covered bonds (se note 9 "Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet").

5 VÆRDIPAPIRER I EURO UDSTEDT AF RESIDENTER I EUROOMRÅDET

5.1 VÆRDIPAPIRER, SOM HOLDES AF PENGEPOLITISKE GRUNDE

Pr. 31. december 2011 bestod denne post af værdipapirer, som ECB havde erhvervet inden for rammerne af de to programmer til opkøb af covered bonds¹² samt Securities Markets Programme.¹³

	2011 €	2010 €	Udvikling €
Det første program til opkøb af covered bonds	4.814.370.827	4.823.413.246	-9.042.419
Det andet program til opkøb af covered bonds	212.604.879	-	212.604.879
Securities Markets Programme	17.792.153.062	13.102.563.262	4.689.589.800
I alt	22.819.128.768	17.925.976.508	4.893.152.260

Opkøbene under det første program til opkøb af covered bonds var fuldt gennemført ultimo juni 2010. I 2011 resulterede amortiseringen af overkurser og underkurser vedrørende disse beholdninger i en nettonedgang i denne post (se "Resultatføring" under anvendt regnskabspraksis).

Den 6. oktober 2011 annoncerede Styrelsesrådet det andet program til opkøb af covered bonds. Under dette program begyndte ECB og de nationale centralbanker at opkøbe covered bonds i euro, der var udstedt i euroområdet, med henblik på at bedre finansieringsforholdene for kreditinstitutter og virksomheder samt tilskynde kreditinstitutter til at opretholde og udvide deres långivning til kunderne. Købene forventes at være fuldt gennemført ultimo oktober 2012.

Inden for Securities Markets Programme, som blev etableret i maj 2010, kan ECB og de nationale centralbanker købe gældsinstrumenter udstedt af den offentlige og den private sektor i euroområdet med henblik på at støtte visse segmenter af euroområdets obligationsmarkeder,

11 Beholdningerne omfatter aktiver fratrukket passiver i den valuta, som skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter" (aktivsiden), "Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivsiden) og "Periodeafgrænsningsposter" (passivsiden), idet der også tages højde for valutaterminforretninger og valutawaps under ikke-balanceførte poster. Kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

12 Jf. ECB's pressemeddelelser af 4. juni 2009 og 6. oktober 2011.

13 Jf. ECB's pressemeddelelse af 10. maj 2010 om tiltag til imødegåelse af alvorlige spændinger på de finansielle markeder.

som fungerer dårligt, og sikre, at den pengepolitiske transmissionsmekanisme atter kommer til at fungere efter hensigten. Nettostigningen i denne post i 2011 skyldtes yderligere opkøb, som mere end opvejede indfrielse i 2011.

Værdipapirer, som er opkøbt i henhold til Securities Markets Programme og de to programmer til opkøb af covered bonds, er klassificeret som værdipapirer holdt-til-udløb og værdiansættes til amortiseret kostpris fratrukket kurstab (se "Værdipapirer" under anvendt regnskabspraksis). Der blev udført årlige nedskrivningstest på grundlag af de foreliggende informationer og den skønnede genvindingsværdi pr. ultimo 2011.

I denne forbindelse behandlede Styrelsesrådet virkningen af det initiativ til involvering af den private sektor, der blev annonceret i 2011, og som indeholdt et forslag om omstrukturering af en del af den gæld, som var udstedt af Den Helleniske Republik, for at sikre gældens bæredygtighed på længere sigt. En del af ECB's beholdninger inden for Securities Markets Programme omfatter gældsinstrumenter udstedt af Den Helleniske Republik. Da initiativet tog sigte på en frivillig omstrukturering af gæld hos den private sektor, forventedes det imidlertid ikke at medføre ændringer i fremtidige aftalemæssige betalingsstrømme forbundet med ECB's beholdninger af disse værdipapirer. Pr. 31. december 2011 mente Styrelsesrådet ikke, at der var grund til at formode, at initiativet ikke ville blive gennemført med resultat, hvorfor der ikke blev bogført nedskrivninger pr. ultimo 2011.

Andre værdipapirer opkøbt inden for Securities Markets Programme og værdipapirer opkøbt inden for de to programmer til opkøb af covered bonds blev heller ikke nedskrevet.

Styrelsesrådet vurderer regelmæssigt de finansielle risici forbundet med beholdninger af værdipapirer i forbindelse med Securities Markets Programme og de to programmer til opkøb af covered bonds.

BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

I februar 2012 ombyttede centralbankerne i Eurosystemet deres beholdninger af græske statsobligationer opkøbt inden for Securities Markets Programme til nye værdipapirer udstedt af Den Helleniske Republik. De sidstnævnte værdipapirer har de samme karakteristika som dem, der er opkøbt inden for Securities Markets Programme, med hensyn til deres nominelle værdi, kuponrenter, rentebetalingsdatoer og indfrielsesdatoer. De nye værdipapirer var ikke med på listen over belånbare værdipapirer, som indgik i omstruktureringen i forbindelse med initiativet vedrørende inddragelse af den private sektor.

6 EUROSYSTEM-INTERNE TILGODEHAVENDER

6.1 TILGODEHAVENDER I FORBINDELSE MED FORDELINGEN AF EUROSEDLER INDEN FOR EUROSYSTEMET

I denne post indregnes ECB's tilgodehavender hos de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis). Forrentningen af disse tilgodehavender beregnes dagligt til den senest foreliggende marginale rentesats, som anvendes af Eurosystemet i forbindelse med auktioner vedrørende primære markedsoperationer (se note 24.2, "Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet").

6.2 ANDRE TILGODEHAVENDER/FORPLIGTELSE I EUROSYSTEMET (NETTO)

I 2011 omfattede denne post hovedsagelig nationale centralbanker i euroområdet Target2-mellemværender med ECB (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). ECB havde en nettoforpligtelse hos de nationale centralbanker i euroområdet ved udgangen af 2010, men et nettotilgodehavende ved udgangen af 2011. Denne ændring skyldtes hovedsagelig en stigning i udestående beløb i forbindelse med

back-to-back-swaptransaktioner, som blev gennemført med de nationale centralbanker i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar (se note 11 "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet"). Forrentningen af Target2-positioner, med undtagelse af mellemværender, som skyldes disse back-to-back-swaptransaktioner, beregnes dagligt til den senest foreliggende marginale rentesats, som anvendes af Eurosystemet i forbindelse med auktioner vedrørende primære markedsoperationer.

I 2011 omfattede denne post også forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med de foreløbige fordelinger af ECB's indtægter fra seddelomløbet (se "Foreløbig overskudsdeling" under anvendt regnskabspraksis). For så vidt angår 2010, besluttede Styrelsesrådet at tilbageholde hele denne indtægt og indtægterne fra værdipapirer opkøbt i henhold til Securities Markets Programme. Der var således ingen udestående i relation hertil ultimo 2010.

	2011 €	2010 €
Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet	842.032.488.071	435.850.611.581
Target2-forpligtelser hos nationale centralbanker i euroområdet	-791.987.384.417	-457.075.867.507
Forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's indtægter fra seddelomløbet	-652.000.000	0
Andre tilgodehavender/ (forpligtelser) i Eurosystemet (netto)	49.393.103.654	-21.225.255.926

7 ANDRE AKTIVER

7.1 MATERIELLE OG IMMATERIELLE ANLÆGSAKTIVER

Pr. 31. december 2011 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	2011 €	2010 €	Udvikling €
Anskaffelsessum			
Grunde og bygninger	168.916.034	168.714.234	201.800
Computerhardware og -software	187.324.734	188.781.597	-1.456.863
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	30.891.846	30.325.142	566.704
Anlægsaktiver under opførelse	339.020.767	174.386.237	164.634.530
Øvrige anlægsaktiver	1.656.957	1.525.084	131.873
Anskaffelsessum i alt	727.810.338	563.732.294	164.078.044
Akkumulerede afskrivninger			
Grunde og bygninger	-79.214.734	-74.965.599	-4.249.135
Computerhardware og -software	-177.313.517	-177.760.956	447.439
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	-29.730.082	-28.878.352	-851.730
Øvrige anlægsaktiver	-202.512	-201.762	-750
Akkumulerede afskrivninger i alt	-286.460.845	-281.806.669	-4.654.176
Bogført nettoværdi	441.349.493	281.925.625	159.423.868

Stigningen i delposten "Anlægsaktiver under opførelse" skyldes hovedsagelig aktiviteter i forbindelse med ECB's nye hovedsæde.

7.2 ANDRE FINANSIELLE AKTIVER

I denne post indregnes investeringen af ECB's egenkapital,¹⁴ der holdes som en direkte modpost til ECB's kapital og reserver, samt andre finansielle aktiver, der omfatter 3.211 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS) til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

	2011 €	2010 €	Udvikling €
Anfordringskonti i euro	4.934.974	4.377.086	557.888
Værdipapirer i euro	13.285.988.281	11.534.194.166	1.751.794.115
Omvendte genkøbsforretninger i euro	2.707.978.069	1.669.436.200	1.038.541.869
Andre finansielle aktiver	41.924.130	41.953.279	-29.149
I alt	16.040.825.454	13.249.960.731	2.790.864.723

¹⁴ Genkøbsforretninger, som gennemføres i sammenhæng med forvaltningen af egenporteføljen, er medtaget under "Øvrige poster" på passivsiden (se note 14.3 "Øvrige poster").

Nettostigningen i denne post skyldtes hovedsagelig investeringen i egenporteføljen af a) de beløb, som var modtaget fra de nationale centralbanker i 2011 vedrørende anden indbetaling af deres bidrag til udvidelsen af ECB's kapital i 2010 (se note 17 "Kapital og reserver"); b) modposten til det overførte beløb til ECB's hensættelser til dækning af valuta-, rente-, kredit- og guldprixisici i 2010; og c) indtægter i 2011.

7.3 REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2011 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse værdiændringer er resultatet af omregningen af transaktionerne til euro til den kurs, der gælder på balancetidspunktet, sammenholdt med de euroværdier, der er opstået i forbindelse med omregningen af transaktionerne til den gennemsnitlige kostpris for de respektive valutaer på denne dato (se "Ikke-balanceførte instrumenter" og "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Revalueringsgevinster på udestående renteswapforretninger indgår også i denne post (se note 20 "Renteswaps").

7.4 PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

I 2011 omfattede denne position påløbne renter af Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet for december 2011, som udgjorde 752,6 mio. euro (mod 364,7 mio. euro i 2010), og påløbne renter af ECB's tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet for 4. kvartal 2011 (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis), som udgjorde 230,6 mio. euro (mod 166,7 mio. euro i 2010).

I denne post indgår også påløbne renter på værdipapirer (se note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver" og "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet", note 5 "Værdipapirer

i euro udstedt af residerter i euroområdet" og note 7.2 "Andre finansielle aktiver") samt påløbne renter på andre finansielle aktiver.

7.5 ØVRIGE POSTER

Denne post består af positive balancer for udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2011 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse balancer opstår, når transaktionerne omregnes til deres værdi i euro til den pågældende valutagennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte instrumenter" under anvendt regnskabspraksis).

Denne post består desuden af den periodeafgrænsede foreløbige fordeling af ECB's indtægt fra seddelomløbet (se "Foreløbig overskudsfordeling" i anvendt regnskabspraksis og note 6.2 "Andre tilgodehavender/forpligtelser i Eurosystemet, netto").

Et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre indirekte skatter er ligeledes indeholdt i denne post. Sådanne afgifter refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Den Europæiske Unions privilegier og immuniteter, som ifølge ESCB-stattutens artikel 39 også gælder for ECB.

8 SEDDELOMLØB

I denne post indregnes ECB's andel (8 pct.) af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

9 ANDRE FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

I 2010 besluttede Styrelsesrådet, at de nationale centralbanker i euroområdet skulle muliggøre udlån af obligationer opkøbt i henhold til

programmet til opkøb af covered bonds. ECB udførte disse udlånsoperationer ved hjælp af modsvarende genkøbsforretninger, hvorved hele det beløb, som blev modtaget i forbindelse med genkøbsforretningerne, samtidig blev geninvesteret hos den samme modpart i form af en omvendt genkøbsforretning (se note 4 "Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet"). I 2011 besluttede Styrelsesrådet at udvide disse udlånsoperationer til at omfatte obligationer opkøbt inden for det andet program til opkøb af covered bonds.

Pr. 31. december 2011 var genkøbsforretninger udført i sammenhæng med udlån af covered bonds på 204,9 mio. euro (mod 33,4 mio. euro i 2010) udestående. De vedrørte udelukkende obligationer købt under det første program til opkøb af covered bonds.

10 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR ANDRE RESIDENTER I EUROOMRÅDET

10.1 ANDRE FORPLIGTELSE

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 Target2-systemet.

11 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2011 bestod denne post primært af en forpligtelse på 64,2 mia. euro (mod 0,1 mia. euro i 2010), der var opstået i forbindelse med det midlertidige, gensidige valutaarrangement med Federal Reserve. Federal Reserve forsynede i henhold til denne ordning ECB med amerikanske dollar ved hjælp af en midlertidig swap line, således at Eurosystemets modparter kunne opnå 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 i amerikanske dollar med Eurosystemets

modparter i form af tilbageførselsforretninger. Back-to-back-swapforretningerne resulterede i Eurosystem-interne mellemværender mellem ECB og de nationale centralbanker.

Resten af denne post udgøres af mellemværender med andre nationale centralbanker uden for euroområdet, herunder mellemværender med nationale centralbanker uden for euroområdet som følge af transaktioner via Target2-systemet (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

12 FORPLIGTELSE I FREMMED VALUTA OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

12.1 INDLÅN OG ANDRE FORPLIGTELSE

Denne post består af forpligtelser, som opstod i forbindelse med genkøbsforretninger med residerter uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

13 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSE

13.1 FORPLIGTELSE SVARENDE TIL OVERFØRSEL AF VALUTARESERVER

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. Forrentningen af disse forpligtelser beregnes daglig til den senest foreliggende marginale rente, som anvendes af Eurosystemet i dets auktioner i de primære markedsoperationer, korrigeret så der tages højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 24.3 "Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver").

Eesti Pank's overførsel af valutareserveaktiver efter Estlands indførelse af den fælles valuta medførte en stigning i denne post på 103.115.678 euro.

	Fra 1. januar 2011 €	31. december 2010 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847	1.397.303.847
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274	10.909.120.274
Eesti Pank	103.115.678	-
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	639.835.662	639.835.662
Bank of Greece	1.131.910.591	1.131.910.591
Banco de España	4.783.645.755	4.783.645.755
Banque de France	8.192.338.995	8.192.338.995
Banca d'Italia	7.198.856.881	7.198.856.881
Central Bank of Cyprus	78.863.331	78.863.331
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597	100.638.597
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	36.407.323	36.407.323
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391	2.297.463.391
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877	1.118.545.877
Banco de Portugal	1.008.344.597	1.008.344.597
Banka Slovenije	189.410.251	189.410.251
Národná banka Slovenska	399.443.638	399.443.638
Suomen Pankki – Finlands Bank	722.328.205	722.328.205
I alt	40.307.572.893	40.204.457.215

Eesti Panks tilgodehavende blev sat til 103.115.678 euro, således at det sikres, at forholdet mellem dette tilgodehavende og det samlede tilgodehavende, som er blevet krediteret de øvrige nationale centralbanker i medlemsstater, der har euro som valuta, svarer til forholdet mellem Eesti Panks vægt i fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB og de andre nationale centralbanker i euroområdet's samlede vægt i denne fordelingsnøgle. Differencen mellem tilgodehavendet og værdien af de overførte aktiver (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld" og note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver" og "Tilgodehavender i fremmed valuta hos resider i euroområdet") blev behandlet som en del af Eesti Panks bidrag, som i henhold til ESCB-statuttens artikel 48.2 skal indbetales til ECB's reserver og hensættelser svarende til ECB's reserver pr. 31. december 2010 (se note 15 "Hensættelser" og note 16 "Revalueringskonti").

14 ANDRE FORPLIGTELSE

14.1 REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

Denne post består hovedsagelig af værdiændringer i udestående swap- og terminforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2011 (se note 21 "Valutaswap- og terminforretninger"). 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 valutas gennemsnitskurs pr. samme dato (se "Ikke-balanceførte instrumenter" og "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Værditab på udestående renteswaps indgår også i denne post (se note 20 "Renteswaps").

14.2 PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

Pr. 31. december 2011 var de to hovedposter under "Periodeafgrænsningsposter" påløbne renter på nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende Target2 for december 2011 på 770,1 mio. euro (mod 381,8 mio. euro i 2010) og påløbne renter på de nationale centralbankers tilgodehavender for hele 2011 i forbindelse med overførte valutareserveaktiver til ECB (se note 13 "Eurosystem-interne forpligtelser") på 434,0 mio. euro (mod 346,5 mio. euro i 2010). Periodiseringer på finansielle instrumenter og andre periodiseringer er også medtaget i denne post.

Posten indeholder desuden et bidrag til ECB på 15,3 mio. euro fra byen Frankfurt til bevaringen af den fredede Grossmarkthalle-bygning i forbindelse med opførelsen af ECB's nye hovedsæde. Beløbet vil blive modregnet i udgifterne til bygningen, når den tages i brug (se note 7.1 "Materielle og immaterielle anlægsaktiver").

14.3 ØVRIGE POSTER

Denne post består af udestående genkøbsforretninger på 360,0 mio. euro (mod 235,4 mio. euro i 2010), som er udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's egenkapital) se note 7.2 "Andre finansielle aktiver").

I posten indgår også negative balancer i forbindelse med udestående valutaswap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2011 (se note 21 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse saldi opstår, når transaktionerne omregnes til deres værdi i euro til den pågældende valutas gennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte instrumenter" under anvendt regnskabspraksis).

Desuden indgår nettoforpligtelsen vedrørende ECB's pensionsforpligtelse på 112,5 mio. euro som anført nedenfor.

ECB'S PENSIONSORDNING, ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN OG ANDRE LANGSIGTEDE PERSONALEYDELSER

Hvad angår ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse, er nedenstående beløb indregnet i balancen (se "ECB's pensionsordning, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse" under anvendt regnskabspraksis):

	2011 Medarbejderne i mio. €	2011 Direktionen i mio. €	2011 I alt i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	549,1	17,9	567,0
Dagsværdi af ordningens aktiver	-418,4	-	-418,4
Ikke-indregnede aktuariemæssige gevinster/tab	-35,6	-0,5	-36,1
Forpligtelse indregnet i balancen	95,1	17,4	112,5

	2010 Medarbejderne i mio. €	2010 Direktionen i mio. €	2010 I alt i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	539,6	15,9	555,5
Dagsværdi af ordningens aktiver	-391,6	-	-391,6
Ikke-indregnede aktuariemæssige gevinster/tab	-71,6	0,5	-71,1
Forpligtelse indregnet i balancen	76,4	16,4	92,8

I nutidsværdien af forpligtelsen over for medarbejderne medregnes uafdækkede ydelser på 86,6 mio. euro (mod 86,9 mio. euro i 2010) i forbindelse med andre ydelser efter fratræden end pension og med andre langsigtede personaleydelse. Også ordningen for direktionsmedlemmernes ydelser efter fratræden og andre langsigtede ydelser er uafdækkede (se "ECB's pensionsordning, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse" under anvendt regnskabspraksis).

De beløb, der er indregnet i resultatopgørelsen for 2011 vedrørende delposterne "Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår", "Renteudgift", "Forventet afkast af ordningens aktiver" og "Aktuariemæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året", er således:

	2011 Medarbejderne i mio. €	2011 Direktionen i mio. €	2011 I alt i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	31,1	1,4	32,5
Renteudgift	24,2	0,8	25,0
Forventet afkast af ordningens aktiver	-20,1	-	-20,1
Aktuariemæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året	6,2	-0,6	5,6
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	41,4	1,6	43,0

	2010 Medarbejderne i mio. €	2010 Direktionen i mio. €	2010 I alt i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	25,4	1,2	26,6
Renteudgift	21,1	0,8	21,9
Forventet afkast af ordningens aktiver	-18,4	-	-18,4
Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året	-1,0	-0,3	-1,3
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	27,1	1,7	28,8

I henhold til korridormetoden (se "ECB's pensionsordning, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse" under anvendt regnskabspraksis) afskrives ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinster og -tab på ydelser efter fratræden, som overstiger den største værdi af enten a) 10 pct. af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse eller b) 10 pct. af dagsværdien af ordningens aktiver, over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse er således:

	2011 Medarbejderne i mio. €	2011 Direktionen i mio. €	2011 I alt i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	539,6	15,9	555,5
Pensionsomkostninger	31,1	1,4	32,5
Renteudgift	24,2	0,8	25,0
Deltagernes bidrag	16,3	0,2	16,5
Andre nettoændringer i forpligtelser, der repræsenterer deltagerne i ordningens bidrag	-1,9	0	-1,9
Betalte ydelser	-5,4	-0,8	-6,2
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	-54,8	0,4	-54,4
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	549,1	17,9	567,0

	2010 Medarbejderne i mio. €	2010 Direktionen i mio. €	2010 I alt i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	430,5	13,4	443,9
Pensionsomkostninger	25,4	1,2	26,6
Renteudgift	21,1	0,8	21,9
Deltagernes bidrag	17,4	0,1	17,5
Andre nettoændringer i forpligtelser, der repræsenterer deltagerne i ordningens bidrag	4,5	0	4,5
Betalte ydelser	-4,8	-0,4	-5,2
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	45,5	0,8	46,3
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	539,6	15,9	555,5

I 2010 beløb de aktuarmæssige tab på den ydelsesbaserede forpligtelse sig til 46,3 mio. euro og skyldtes primært faldet i diskonteringsraten fra 5,50 pct. til 5,00 pct. og en stigning i værdien af de garanterede ydelser. Disse faktorer blev kun delvis udlignet af antagelsen om en nedgang i den fremtidige stigning i pensionerne fra 2,00 pct. til 1,65 pct.

Aktuarmæssige gevinster i 2011 på den ydelsesbaserede forpligtelse vedrørende medarbejderne udgjorde 54,8 mio. euro. Dette beløb omfatter effekterne af a) mindre vækst end forventet i værdien af de garanterede minimumsydelser, b) en nedjustering af det forventede krediterede afkast af andelen med en underliggende kapitalgaranti, som anvendes til at beregne fremtidige pensioner og som følge heraf nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse, og c) lavere fremskrevet vækst i sygesikringspræmier.

Ændringer i dagsværdien af ordningens aktiver vedrørende medarbejderne, inkl. deltagerne frivillige bidrag, er således:

	2011 i mio. €	2010 i mio. €
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 1. januar	391,6	333,2
Forventet afkast af ordningens aktiver	20,1	18,4
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	-25,0	0,6
Arbejdsgiverens bidrag	22,7	22,4
Deltagernes bidrag	16,3	17,3
Betalte ydelser	-5,4	-4,8
Andre nettoændringer i aktiver, der repræsenterer deltagernes bidrag	-1,9	4,5
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 31. december	418,4	391,6

Til at udarbejde de vurderinger, der henvises til i denne note, har aktuarerne anvendt forudsætninger, som Direktionen har godkendt med henblik på regnskabsaflæggelse og oplysning. De væsentligste forudsætninger til at beregne pensionsforpligtelsen er:

	2011 Pct.	2010 Pct.
Diskonteringsats	5,00	5,00
Forventet afkast af ordningens aktiver	6,00	6,00
Generelle fremtidige lønforhøjelser ¹⁾	2,00	2,00
Fremtidige pensionsforpligtelser	1,65	1,65

1) Der er desuden taget højde for eventuelle individuelle lønstigninger på op til 1,8 pct. årligt, afhængigt af medlemmernes alder.

15 HENSÆTTELSE

I denne post medregnes en hensættelse til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici samt diverse hensættelser.

Hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici skal, i den udstrækning Styrelsesrådet finder det nødvendigt, bruges til at dække fremtidige realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, der ikke dækkes af revalueringskontiene. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering på baggrund af ECB's 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 periode.¹⁵ Hensættelsen må sammen med et eventuelt indestående i den almindelige reservefond ikke overstige værdien af ECB's kapital indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

Pr. 31. december 2010 udgjorde hensættelsen til valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisrisici 5.183.637.388 euro. Eesti Pank bidrog med et beløb på 13.294.901 euro til hensættelsen med virkning fra 1. januar 2011.¹⁶ Pr. 31. december 2011 besluttede Styrelsesrådet på baggrund af sin vurdering at overføre et beløb på 1.166.175.000 til hensættelsen fra indtægter fra værdipapirer købt i henhold til Securities Markets Programme (se note 24.4 "Andre renteindtægter og Andre renteudgifter") og fra en del af indtægter på eurosedler i omløb (se note 24.2 "Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet"). Overførslen betød, at ECB's nettoresultat i 2011 blev reduceret til 728.136.234 euro, og at hensættelsen, sammen med bidraget fra Eesti Pank, steg til 6.363.107.289. Dette svarer til værdien af den del af ECB's kapital, som er indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet pr. 31. december 2011 efter udvidelsen af ECB's kapital i 2011 (se note 17 "Kapital og reserver").

16 REVALUERINGSKONTI

Disse konti repræsenterer revalueringsbalancer som følge af urealiserede gevinster på aktiver, passiver og ikke-balanceførte instrumenter (se "Resultatføring", "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta", "Værdipapirer" og "Ikke-balanceførte instrumenter" under anvendt regnskabspraksis). I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 48.2 bidrog Eesti Pank med

¹⁵ Se også kapitel 2 i Årsberetningen.

¹⁶ I henhold til artikel 48.2 i ESCB-statutten.

50,3 mio. euro til disse balancer pr. 1. januar 2011.

	2011 €	2010 €	Udvikling €
Guld	15.718.491.496	13.078.746.071	2.639.745.425
Valuta	7.975.683.173	6.271.078.092	1.704.605.081
Værdipapirer og andre instrumenter	630.756.103	276.874.996	353.881.107
I alt	24.324.930.772	19.626.699.159	4.698.231.613

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2011	2010
Amerikanske dollar pr. euro	1,2939	1,3362
Japanske yen pr. euro	100,20	108,65
Euro pr. SDR	1,1867	1,1572
Euro pr. ounce finguld	1,216,864	1,055,418

17 KAPITAL OG RESERVER

17.1 KAPITAL

Med virkning fra 29. december 2010 blev ECB's indskudte kapital udvidet med 5 mia. euro til 10.760.652.403 euro.¹⁷ Desuden vedtog Styrelsesrådet, at de nationale centralbanker i euroområdet skulle indbetale de supplerende bidrag til kapitalen som følge af denne udvidelse i tre lige store årlige bidrag.¹⁸ Den 29. december 2010 indbetalte de nationale centralbanker i de lande, der udgjorde euroområdet pr. denne dag, derfor det første bidrag på 1.163.191.667 euro.

Eesti Pank indbetalte 12.572.592 euro pr. 1. januar 2011.¹⁹ I dette beløb indgik den første rate af Eesti Panks bidrag til udvidelsen af ECB's kapital pr. ultimo december 2010 på 2.983.333 euro og den resterende del af Eesti Panks andel i den indskudte kapital i ECB før udvidelsen på 9.589.259 euro.

Pr. 28. december 2011 indbetalte de nationale centralbanker i euroområdet, inkl. Eesti Pank, et beløb på 1.166.175.000 euro som den anden rate af deres bidrag til udvidelsen af ECB's kapital. Den tredje rate betales ultimo 2012.

Det samlede resultat af ovennævnte indbetalinger i 2011 var en stigning i ECB's indbetalte kapital på 1.178.747.592 euro,²⁰ som det fremgår af nedenstående tabel.²¹

	Indbetalt kapital fra 28.12.2011 €	Indbetalt kapital fra 1.1. til 27.12.2011 €	Indbetalt kapital pr. 31.12.2010 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	220.583.718	180.157.051	180.157.051
Deutsche Bundesbank	1.722.155.361	1.406.533.694	1.406.533.694
Eesti Pank	16.278.234	13.294.901	-
Banc Ceannais na hÉirann/Central Bank of Ireland	101.006.900	82.495.233	82.495.233
Bank of Greece	178.687.726	145.939.392	145.939.392
Banco de España	755.164.576	616.764.576	616.764.576
Banque de France	1.293.273.899	1.056.253.899	1.056.253.899
Banca d'Italia	1.136.439.021	928.162.355	928.162.355
Central Bank of Cyprus	12.449.666	10.168.000	10.168.000
Banque centrale du Luxembourg	15.887.193	12.975.526	12.975.526
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	5.747.399	4.694.066	4.694.066
De Nederlandsche Bank	362.686.339	296.216.339	296.216.339
Oesterreichische Nationalbank	176.577.921	144.216.254	144.216.254
Banco de Portugal	159.181.126	130.007.793	130.007.793
Banka Slovenije	29.901.025	24.421.025	24.421.025
Národná banka Slovenska	63.057.697	51.501.030	51.501.030
Suomen Pankki – Finlands Bank	114.029.487	93.131.154	93.131.154
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	6.363.107.289	5.196.932.289	5.183.637.388

17 Afgørelse ECB/2010/26 af 13. december 2010 om udvidelse af Den Europæiske Centralbanks kapital, EUT L 11, 15.1.2011, s. 53.

18 Afgørelse ECB/2010/27 af 13. december 2010 om indbetaling af udvidelsen af Den Europæiske Centralbanks kapital af de nationale centralbanker i medlemsstater, der har euroen som valuta, EUT L 11, 15.1.2011, s. 54.

19 I henhold til artikel 48.1 i ESCB-statutten og afgørelse ECB/2010/34 af 31. december 2010 om Eesti Panks indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser, EUT L 11, 15.1.2011, s. 58.

20 På grund af afrunding vil en sammenlægning af tallene i tabellen muligvis ikke svare præcist til kapitaludvidelsen.

21 De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer tabellens totaler og subtotaler derfor ikke nødvendigvis overens.

	Indbetalt kapital fra 28.12.2011 €	Indbetalt kapital fra 1.1. til 27.12.2011 €	Indbetalt kapital pr. 31.12.2010 €
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	3.505.014	3.505.014	3.505.014
Česká národní banka	5.839.806	5.839.806	5.839.806
Danmarks Nationalbank	5.986.285	5.986.285	5.986.285
Eesti Pank	-	-	722.309
Latvijas Banka	1.144.799	1.144.799	1.144.799
Lietuvos bankas	1.717.400	1.717.400	1.717.400
Magyar Nemzeti Bank	5.591.235	5.591.235	5.591.235
Narodowy Bank Polski	19.754.137	19.754.137	19.754.137
Banca Națională a României	9.944.860	9.944.860	9.944.860
Sveriges Riksbank	9.112.389	9.112.389	9.112.389
Bank of England	58.580.454	58.580.454	58.580.454
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	121.176.379	121.176.379	121.898.688
I alt	6.484.283.669	5.318.108.669	5.305.536.076

De nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale 3,75 pct. af deres andel i ECB's tegnede kapital som bidrag til ECB's driftsudgifter. Dette bidrag udgjorde 121.176.379 euro ultimo 2011. De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECB's overskud, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECB's eventuelle tab.

Fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB og den tegnede kapital var uændret i 2011. Som følge af Estlands indførelse af den fælles valuta pr. 1. januar 2011 blev fordelingsnøglen og fordelingen af den tegnede kapital på nationale centralbanker i eurolande og lande uden for euroområdet ændret således:²²

²² De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer tabellens totaler og subtotaler derfor ikke nødvendigvis overens.

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2011 Pet.	Tegnet kapital fra 1. januar 2011 €	Fordelingsnøgle pr. 31. december 2010 Pet.	Tegnet kapital pr. 31. december 2010 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	261.010.385	2,4256	261.010.385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2.037.777.027	18,9373	2.037.777.027
Eesti Pank	0,1790	19.261.568	-	-
Banc Ceannais na hÉirann/ Central Bank of Ireland	1,1107	119.518.566	1,1107	119.518.566
Bank of Greece	1,9649	211.436.059	1,9649	211.436.059
Banco de España	8,3040	893.564.576	8,3040	893.564.576
Banque de France	14,2212	1.530.293.899	14,2212	1.530.293.899
Banca d'Italia	12,4966	1.344.715.688	12,4966	1.344.715.688
Central Bank of Cyprus	0,1369	14.731.333	0,1369	14.731.333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18.798.860	0,1747	18.798.860
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0632	6.800.732	0,0632	6.800.732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429.156.339	3,9882	429.156.339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208.939.588	1,9417	208.939.588
Banco de Portugal	1,7504	188.354.460	1,7504	188.354.460
Banka Slovenije	0,3288	35.381.025	0,3288	35.381.025
Národná banka Slovenska	0,6934	74.614.364	0,6934	74.614.364
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	134.927.820	1,2539	134.927.820
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	69,9705	7.529.282.289	69,7915	7.510.020.722

	Fordelingsnøgle fra 1. januar 2011 Pct.	Tegnet kapital fra 1. januar 2011 €	Fordelingsnøgle pr. 31. december 2010 Pct.	Tegnet kapital pr. 31. december 2010 €
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8686	93.467.027	0,8686	93.467.027
Česká národní banka	1,4472	155.728.162	1,4472	155.728.162
Danmarks Nationalbank	1,4835	159.634.278	1,4835	159.634.278
Eesti Pank	-	-	0,1790	19.261.568
Latvijas Banka	0,2837	30.527.971	0,2837	30.527.971
Lietuvos bankas	0,4256	45.797.337	0,4256	45.797.337
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149.099.600	1,3856	149.099.600
Narodowy Bank Polski	4,8954	526.776.978	4,8954	526.776.978
Banca Națională a României	2,4645	265.196.278	2,4645	265.196.278
Sveriges Riksbank	2,2582	242.997.053	2,2582	242.997.053
Bank of England	14,5172	1.562.145.431	14,5172	1.562.145.431
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	30,0295	3.231.370.113	30,2085	3.250.631.681
I alt	100,0000	10.760.652.403	100,0000	10.760.652.403

IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

18 AUTOMATISK VÆRDIPAPIRUDLÅN

Som led i forvaltningen af ECB's egenkapital har ECB indgået en aftale om automatisk værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECB's vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række modparter, der af ECB er godkendt som modparter. I henhold til denne aftale var der pr. 31. december 2011 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 1,2 mia. euro (mod 1,5 mia. euro i 2010).

19 RENTEFUTURES

Pr. 31. december 2011 var følgende valutatransaktioner, angivet til markedskurserne ultimo året, udestående:

Renteutures i fremmed valuta	2011		Udvikling
	Kontraktværdi €	2010 Kontraktværdi €	
Erhvervet	1.651.132.236	458.539.141	1.192.593.095
Afhændet	1.728.229.838	1.251.682.536	476.547.302

Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

20 RENTESWAPS

Pr. 31. december 2011 var renteswapforretninger med en kontraktværdi på 225,7 mio. euro (mod 742,4 mio. euro i 2010), opgjort til markedskursen ultimo året, udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve.

21 VALUTASWAP- OG TERMINSFORRETNINGER

FORVALTNING AF VALUTARESERVER

Valutaswap- og terminsforretninger blev i 2011 udført i forbindelse med forvaltningen af ECB's valutareserve. Pr. 31. december 2011 var følgende tilgodehavender og forpligtelser som følge af disse terminsforretninger, opgjort til markedskursen ultimo året, udestående:

Valutaswap- og terminsforretninger	2011		Udvikling
	2011 €	2010 €	
Tilgodehavender	2.304.007.744	1.697.483.530	606.524.214
Forpligtelser	2.309.882.385	1.740.464.038	569.418.347

LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER

Den 31. december 2011 var der udestående tilgodehavender hos nationale centralbanker og forpligtelser over for Federal Reserve

i form af terminsforretninger, som opstod i forbindelse med formidlingen af dollarlikviditet til Eurosystemets modparter (se note 11 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet").

22 FORVALTNING AF LÅNOPTAGELSES- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER²³

ECB er fortsat ansvarlig for forvaltningen af EU's lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte. I henhold til denne ordning var lån på i alt 11,4 mia. euro fra EU til Letland, Ungarn og Rumænien udestående pr. 31. december 2011.

I forbindelse med lånefacilitetsaftalen mellem de EU-lande, der har euroen som valuta,²⁴ og Kreditanstalt für Wiederaufbau²⁵ som långivere, Den Helleniske Republik som låntager og Bank of Greece som agent for låntager er ECB ansvarlig for at håndtere de dermed forbundne betalinger på vegne af långiverne og låntageren. Der var pr. 31. december 2011 et udestående i de sammenlagte bilaterale lån til fordel for Den Helleniske Republik i henhold til denne ordning på 52,9 mia. euro.

Endvidere har ECB en operationel rolle i forvaltningen af lån inden for den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) og den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (European Financial Stability Facility, EFSF). Pr. 31. december 2011 udgjorde udestående lån til Irland og Portugal 28 mia. euro inden for EFSM-ordningen og 16,3 mia. euro inden for EFSF-ordningen.

23 VERSERENDE RETSSAGER

Document Security Systems Inc. (DSSI) anlagde et erstatningssøgsmål mod ECB ved De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans²⁶ med påstand om, at ECB havde krænket et DSSI-patent²⁷ i forbindelse med fremstillingen

af eurosedler. Retten afviste DSSI's erstatningssøgsmål mod ECB.²⁸ ECB har indledt søgsmål med henblik på at få erklæret patentet ugyldigt i en række nationale jurisdiktioner, og det er allerede lykkedes i nogle af disse jurisdiktioner. Da det endvidere er ECB's 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.

På grund af Rettens afvisning af erstatningssøgsmålet mod ECB samt den kendsgerning, at ECB indtil videre har haft held til at få erklæret nationale dele af DSSI's patent ugyldigt i en række nationale jurisdiktioner, er ECB fortsat overbevist om, at sandsynligheden for betalinger til DSSI er meget lille. ECB overvåger aktivt enhver udvikling i den fortsatte retstv.

23 Se også kapitel 2 i Årsberetningen.

24 Undtagen Den Helleniske Republik og Forbundsrepublikken Tyskland.

25 Der handler i offentlig interesse, under forbehold af instrukserne fra og med støtte af garantien fra Forbundsrepublikken Tyskland.

26 Efter Lissabontraktatens ikrafttræden den 1. december 2009 ændrede Retten i Første Instans navn til Retten.

27 DSSI's europæiske patent nr. 0455 750 B1.

28 Retten i Første Instans' kendelse af 5. september 2007, sag T-295/05. Findes på hjemmesiden www.curia.europa.eu.

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

24 NETTORENTEINDTÆGTER

24.1 RENTEINDTÆGTER FRA VALUTARESERVEAKTIVER

I denne post indregnes renteindtægter – fratrukket renteudgifter – fra ECB's valutareserveaktiver, netto:

	2011 €	2010 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	2.088.888	1.328.753	760.135
Renteindtægter fra pengemarkedsindskud	18.279.491	15.865.666	2.413.825
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	1.479.020	2.712.798	-1.233.778
Renteindtægter på værdipapirer, netto	254.699.342	335.790.909	-81.091.567
Renteindtægter på renteswaps, netto	6.284.214	4.611.662	1.672.552
Renteindtægter på terminsforretninger og valutawapransaktioner i fremmed valuta, netto	7.686.740	6.523.343	1.163.397
Renteindtægt fra valutareserveaktiver i alt	290.517.695	366.833.131	-76.315.436
Renteudgifter på anfordringskonti	-6.126	-8.795	2.669
Renteudgifter på genkøbsforretninger, netto	-291.278	-644.858	353.580
Renteindtægt fra valutareserveaktiver, netto	290.220.291	366.179.478	-75.959.187

Den samlede nedgang i nettorenteindtægten i 2011 skyldtes hovedsagelig en lavere renteindtægt på dollarporteføljen.

24.2 RENTEINDTÆGT FRA FORDELINGEN AF EUROSIEDLER INDEN FOR EUROSYSTEMET

I denne post indregnes renteindtægter i forbindelse med ECB's andel af den samlede udstedelse af eurosedler (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis og note 6.1 "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet"). Indtægtsstigningen i 2011 skyldes primært, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var højere end i 2010.

24.3 FORRENTNING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS TILGODEHAVENDER VEDRØRENDE OVERFØRTE VALUTARESERVER

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 (se note 13 "Eurosystem-interne forpligtelser"). Stigningen i denne forrentning i 2011 skyldes primært, at den gennemsnitlige rente ved de primære markedsoperationer var højere end i 2010.

24.4 ANDRE RENTEINDTÆGTER OG ANDRE RENTEUDGIFTER

Disse poster omfatter renteindtægter på 6,6 mia. euro (mod 3,8 mia. euro i 2010) og renteudgifter på 6,9 mia. euro (mod 3,9 mia. euro i 2010) fra mellemværender i Target2 (se note 6.2 "Andre tilgodehavender/forpligtelser i Eurosystemet, netto" og note 11 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet").

Posterne omfatter endvidere en nettoindtægt på 165,7 mio. euro (mod 140,4 mio. euro i 2010) fra de værdipapirer, som ECB har opkøbt i henhold til programmerne til opkøb af covered bonds, herunder nettoindtægten fra de relaterede værdipapirudlånstransaktioner, og 1.002,8 mio. euro (mod 438,0 mio. euro i 2010) fra de værdipapirer, der er opkøbt i henhold til Securities Markets Programme. Renteindtægter og -udgifter i forbindelse med andre aktiver og passiver i euro samt renteindtægter og -udgifter i forbindelse med likviditetsstøttende operationer i amerikanske dollar er også opført her.

25 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

I 2011 fordelte de realiserede nettogevinsten på finansielle operationer sig som følger:

	2011 €	2010 €	Udvikling €
Realiserede børs kursgevinster på værdipapirer, rentefutures og renteswaps, netto	260.059.727	460.588.711	-200.528.984
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	212.159.502	13.724.616	198.434.886
Realiserede gevinster på finansielle operationer, netto	472.219.229	474.313.327	-2.094.098

Posten indeholdt i 2011 realiserede nettobørs kursgevinster på salg af værdipapirer og nettovalutagevinster på udstømning af fremmed valuta, som primært skyldtes udstømning af japanske yen i forbindelse med ECB's deltagelse i den samordnede internationale intervention i valutamarkederne den 18. marts 2011 (se note 2.2 "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver og Tilgodehavender i fremmed valuta hos resideren i euroområdet").

26 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2011 €	2010 €	Udvikling €
Urealiserede børs kursstab på værdipapirer	-155.240.641	-184.247.603	29.006.962
Urealiserede børs kursstab på renteswaps	-2.216.642	-10.963.861	8.747.219
Urealiserede valutakurstab	0	-1.973	1.973
Nedskrivninger i alt	-157.457.283	-195.213.437	37.756.154

I 2011 skyldtes disse udgifter hovedsagelig nedskrivningen af anskaffelsessummen på en række værdipapirer, der er angivet i balancen til deres markedsværdi pr. 30. december 2011.

27 GEBYRER OG PROVISIONER, NETTO

	2011 €	2010 €	Udvikling €
Indtægt fra gebyrer og provisioner	77.858	110.661	-32.803
Udgift til gebyrer og provisioner	-2.058.638	-1.519.678	-538.960
Gebyrer og provisioner, netto	-1.980.780	-1.409.017	-571.763

I 2011 omfattede indtægter, der indregnes i denne post, strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne består af gebyrer på anfordringskonti og udgifter i forbindelse med rentefutures (se note 19 "Rentefutures").

28 INDTÆGTER FRA AKTIER OG KAPITALINDSKUD

Afkast af ECB's kapitalandele i BIS (se note 7.2 "Andre finansielle aktiver") indregnes i denne post.

29 ANDRE INDTÆGTER

Diverse indtægter i løbet af året stammede primært fra de bidrag, som de nationale centralbanker i euroområdet skal betale til ECB's udgifter i forbindelse med et stort markedsinfrastrukturprojekt.

30 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 173,1 mio. euro (mod 167,7 mio. euro i 2010). I denne post indgår ligeledes et beløb på 43,0 mio. euro (mod 28,8 mio. euro i 2010) vedrørende ECB's pensionsordning, øvrige ydelser efter fratræden og andre langsigtede personaleydelse (se note 14.3 "Øvrige poster"). Personaleomkostninger på 1,3 mio. euro (1,3 mio. i 2010) i forbindelse med opførelsen af ECB's 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 Den Europæiske Unions 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 Den Europæiske Union, og indbetalinger til pensions-, syge- og ulykkesforsikring fratrækkes. Tillæg er skattefri og ikke-pensionsbærende.

Følgende er udbetalt i årlig grundløn til medlemmerne af Direktionen i 2011:

	2011 €	2010 €
Jean-Claude Trichet (formand til og med oktober 2011)	309.290	367.863
Mario Draghi (formand fra november 2011)	61.858	-
Lucas D. Papademos (næstformand til og med maj 2010)	-	131.370
Vitor Constâncio (næstformand fra juni 2010)	318.132	183.918
Gertrude Tumpel-Gugerell (direktionsmedlem til og med maj 2011)	110.460	262.728
Peter Praet (direktionsmedlem fra juni 2011)	154.644	-
José Manuel González-Páramo (direktionsmedlem)	265.104	262.728
Lorenzo Bini Smaghi (direktionsmedlem)	265.104	262.728
Jürgen Stark (direktionsmedlem)	265.104	262.728
I alt	1.749.696	1.734.063

Medlemmerne af Direktionen fik i alt udbetalt 646.154 euro (mod 660.731 euro i 2010) i tillæg samt ydelser fra ECB's bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger.

Ydelser ved tiltrædelse eller fratrædelse udbetalt til direktionsmedlemmer, der tiltrådte eller fratrådte deres stilling i ECB, udgjorde 159.594 euro (mod 52.548 euro i 2010). De er opført

under "Administrationsomkostninger" i resultatopgørelsen (se note 31 "Administrationsomkostninger").

Fratrædelsesgodtgørelser udbetales til afgåede direktionsmedlemmer i en begrænset periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. I 2011 udgjorde disse godtgørelser, relaterede familietillæg og ECB's bidrag til afgåede medlemmers sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger 479.665 euro (mod 34.868 euro i 2010). Pensionsydelser, herunder relaterede tillæg, til afgåede medlemmer af Direktionen eller deres pårørende samt bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger beløb sig til 321.929 euro (mod 354.349 euro i 2010). De samlede godtgørelser til afgåede medlemmer af Direktionen er opført under "Betalte ydelser" og reducerer ECB's ydelsesbaserede forpligtelse vedrørende ydelser efter fratræden til Direktionen (se note 14.3 "Øvrige poster").

Ved udgangen af 2011 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 1.609,²⁹ heraf 158 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2011:

	2011	2010
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.607	1.563
Ansættelser/ændring af kontraktstatus	313	328
Fratrædelser/kontraktudløb	-299	-302
Nettostigning/nedgang som følge af ændringer til/fra deltidsbeskæftigelse	-12	18
Antal medarbejdere pr. 31. januar	1.609	1.607
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.601	1.565

²⁹ Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECB's Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

31 ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger, såsom leje og vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarudgifter til konsulenter, andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

32 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDELPRODUKTION

Disse udgifter vedrører hovedsagelig transportudgifter i forbindelse med levering af nye eurosedler fra seddeltrykkerierne til de nationale centralbanker og til transport af eurosedler mellem nationale centralbanker med henholdsvis for små og for store lagre af eurosedler. Omkostningerne dækkes centralt af ECB.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60394 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Tel.: +49 69 9585-3691
Fax: +49 69 9585 913023
muriel.atton@de.pwc.com

29 February 2012

Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2011, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

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/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

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 about 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 judgement, 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 the Executive Board, 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 2011, 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/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 29 February 2012

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Jens Roennberg
Wirtschaftsprüfer


ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

***Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen.
Kun den engelske udgave med PWC's underskrift er autentisk.***

Formanden og Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbank
Frankfurt am Main

29. februar 2012

De uafhængige revisorers påtegning

Vi har revideret vedlagte årsregnskab fra Den Europæiske Centralbank. Årsregnskabet omfatter balancen pr. 31. december 2011, resultatopgørelsen for perioden 1. januar 2011 – 31. december 2011 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 ECB's afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2010/21). Direktionen har også ansvaret for de interne kontroller, som i henhold til Direktionen er nødvendige for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der er uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl.

Revisorernes ansvar

Vort ansvar er på grundlag af vor revision at komme med en konklusion om årsregnskabet. 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 væsentlig 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 2011 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2011 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af ECB's afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2010/21).

Frankfurt am Main, 29. februar 2012

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Rönneberg ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer Wirtschaftsprüfer

NOTE OM FORDELING AF OVERSKUD/ DÆKNING AF TAB

Denne note er ikke en del af ECB's årsregnskab for 2011.

INDTÆGT FRA ECB'S ANDEL AF DET SAMLEDE SEDELLOMLØB OG BEHOLDNINGERNE AF VÆRDIPAPIRER KØBT I HENHOLD TIL EUROSYSTEMETS SECURITIES MARKETS PROGRAMME

For så vidt angår 2010, besluttede Styrelsesrådet, at hele indtægten fra ECB's andel af det samlede seddelomløb og værdipapirer købt i henhold til Eurosystemets Securities Markets Programme, der beløb sig til henholdsvis 654 mio. euro og 438 mio. euro, skulle overføres til hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici, og der fandt derfor ingen foreløbig fordeling af overskud sted.

For så vidt angår 2011, besluttede Styrelsesrådet, at hele indtægten fra værdipapirer købt i henhold til Securities Markets Programme og en del af indtægten fra ECB's andel af det samlede seddelomløb, der beløb sig til henholdsvis 1.002,8 mio. euro og 163,4 mio. euro, skulle overføres til hensættelser til dækning af valutakurs-, rente-, kredit- og guldprisisici. I forbindelse med den foreløbige fordeling af ECB's overskud blev indtægten fra ECB's andel af det samlede seddelomløb på 652 mio. euro den 3. januar 2012 fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele af ECB's kapital.

FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

I henhold til ESCB-statuttens artikel 33 overføres ECB's 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 indbetalte andele.

Hvis ECB lider et tab, kan dette udlignes af ECB's 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 ESCB-statuttens artikel 32.5.¹

Styrelsesrådet besluttede den 8. marts 2012, at der ikke skulle foretages nogen overførsel til den almindelige reservefond, og at det resterende overskud for 2011 på 76 mio. euro skulle fordeles til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele.

De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECB's overskud, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECB's eventuelle tab.

	2011 €	2010 €
Årets resultat	728.136.234	170.831.395
Foreløbig fordeling af indtægter fra ECB's andel af seddelomløbet og værdipapirer købt i henhold til Securities Markets Programme ¹	-652.000.000)	0
Årets resultat efter fordeling af indtægter fra ECB's andel af seddelomløbet og værdipapirer købt i henhold til Securities Markets Programme	76.136.234	170.831.395
Fordeling af overskud til de nationale centralbanker	-76.136.234	-170.831.395
I alt	0	0

1) Securities Markets Programme blev etableret i maj 2010.

¹ I henhold til ESCB-statuttens artikel 32.5 fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem disse banker indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECB's kapital.

EUROSYSTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2011

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2011	31.12.2010
1 Guld og tilgodehavender i guld	423.458	367.402
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	244.623	224.001
2.1 Tilgodehavender hos IMF	85.655	71.319
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	158.968	152.681
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	98.226	26.940
4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet	25.355	22.603
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	25.355	22.603
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	863.568	546.747
5.1 Primære markedsoperationer	144.755	227.865
5.2 Langfristede markedsoperationer	703.894	298.217
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	20.623
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	14.823	25
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	97	17
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	78.653	45.655
7 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet	618.764	457.415
7.1 Værdipapirer, som holdes af pengepolitiske grunde	273.854	134.829
7.2 Andre værdipapirer	344.910	322.586
8 Den offentlige gæld i euro	33.926	34.954
9 Andre aktiver	346.694	276.493
Aktiver i alt	2.733.267	2.002.210

På grund af afrunding stemmer totaler/subtotaler ikke nødvendigvis.

PASSIVER	31.12.2011	31.12.2010
1 Seddelomløb	888.676	839.702
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	849.477	378.008
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	223.539	212.739
2.2 Indlånsfacilitet	413.882	104.458
2.3 Indskud med fast løbetid	211.000	60.784
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	1.056	27
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	2.423	2.808
4 Udstedte gældsbeviser	0	0
5 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	79.726	79.792
5.1 Offentlig forvaltning og service	65.590	71.685
5.2 Andre forpligtelser	14.137	8.107
6 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	156.876	47.703
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet	4.546	1.995
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet	9.027	14.346
8.1 Indlån og andre forpligtelser	9.027	14.346
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF	55.942	54.480
10 Andre forpligtelser	209.582	172.388
11 Revalueringskonti	394.013	331.510
12 Kapital og reserver	82.978	79.479
Passiver i alt	2.733.267	2.002.210

BILAG

RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF ECB

Denne oversigt indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2011. På ECB's hjemmeside (under "Retsgrundlaget") findes en oversigt over alle de retlige instrumenter,

som er vedtaget af ECB siden bankens etablering og offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende.

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2011/1	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 25. februar 2011 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	EUT C 67, 2.3.2011, s. 1
ECB/2011/2	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 17. marts 2011 om ændring af retningslinje ECB/2007/2 om Target2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	EUT L 86, 1.4.2011, s. 75
ECB/2011/3	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 18. marts 2011 om ændring af retningslinje ECB/2004/18 om offentligt udbud vedrørende eurosedler	EUT L 86, 1.4.2011, s. 77
ECB/2011/4	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 31. marts 2011 om midlertidige foranstaltninger vedrørende belånbarheden af omsættelige gældsinstrumenter, som er udstedt eller garanteret af den irske stat	EUT L 94, 8.4.2011, s. 33
ECB/2011/5	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 20. april 2011 om valg af tjenesteydere af TARGET2-Securities netværksservice	EUT L 134, 21.5.2011, s. 22
ECB/2011/6	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 9. maj 2011 om ændring af afgørelse ECB/2004/3 om aktindsigt i ECB's dokumenter	EUT L 158, 16.6.2011, s. 37
ECB/2011/7	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 9. juni 2011 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Oesterreichische Nationalbank	EUT C 174, 15.6.2011, s. 6
ECB/2011/8	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 21. juni 2011 om procedurerne for miljø-, sundheds- og sikkerhedsgodkendelse af produktionen af eurosedler	EUT L 176, 5.7.2011, s. 52
ECB/2011/9	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 30. juni 2011 om ændring af retningslinje ECB/2008/8 om indsamling af data om euro og driften af Currency Information System 2	EUT L 217, 23.8.2011, s. 1
ECB/2011/10	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 7. juli 2011 om midlertidige foranstaltninger vedrørende belånbarheden af omsættelige gældsinstrumenter, som er udstedt eller garanteret af den portugisiske stat	EUT L 182, 12.7.2011, s. 31
ECB/2011/11	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 25. august 2011 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banco de Portugal	EUT C 258, 2.9.2011, s. 1

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2011/12	Den Europæiske Centralbanks forordning af 25. august 2011 om ændring af forordning ECB/2008/32 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære finansielle institutioner)	EUT L 228, 3.9.2011, s. 13
ECB/2011/13	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 25. august 2011 om ændring af retningslinje ECB/2007/9 om monetær statistik og statistik over finansielle institutioner og markeder	EUT L 228, 3.9.2011, s. 37
ECB/2011/14	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 20. september 2011 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer (omarbejdning)	EUT L 331, 14.12.2011, s. 1
ECB/2011/15	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 14. oktober 2011 om ændring af retningslinje ECB/2007/2 om Target2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	EUT L 279, 26.10.2011, s. 5
ECB/2011/16	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 31. oktober 2011 om ændring af afgørelse ECB/2010/15 om administration af EFSF-lån til medlemsstater, der har indført euroen, og om ændring af afgørelse ECB/2010/31 om åbning af konti til behandling af betalinger i forbindelse med lån fra EFSF til medlemsstater med euroen som valuta	EUT L 289, 8.11.2011, p. 35
ECB/2011/17	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 3. november 2011 om indførelse af det andet program vedrørende køb af særligt dækkede obligationer	EUT L 297, 16.11.2011, p. 70
ECB/2011/18	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 3. november 2011 om ændring af afgørelse ECB/2010/23 om fordelingen af de monetære indtægter til de nationale centralbanker i de medlemsstater, der har euroen som valuta	EUT L 319, 2.12.2011, s. 116
ECB/2011/19	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 15. november 2011 om ændring af afgørelse ECB/2007/7 om de nærmere vilkår for Target2-ECB	EUT L 303, 22.11.2011, p. 44
ECB/2011/20	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 16. november 2011 om fastsættelse af de nærmere regler og procedurer for gennemførelse af kriterierne for værdipapircentralers adgang til Target2-Securities tjenesteydelserne	EUT L 319, 2.12.2011, s. 117
ECB/2011/21	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 1. december 2011 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2012	EUT L 324, 7.12.2011, s. 37
ECB/2011/22	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 9. december 2011 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for De Nederlandsche Bank	EUT C 367, 16.12.2011, s. 1
ECB/2011/23	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 9. december 2011 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for eksterne statistikker (omarbejdning)	EUT L 65, 3.3.2012, s. 1

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2011/24	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 9. december 2011 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for eksterne statistikker	EUT C 64, 3.3.2012, s. 1
ECB/2011/25	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 14. december 2011 om yderligere midlertidige foranstaltninger vedrørende Eurosystemets refinansieringstransaktioner og belånbar sikkerhed	EUT L 341, 22.12.2011, s. 65
ECB/2011/26	Den Europæiske Centralbanks forordning af 14. december 2011 om ændring af forordning ECB/2003/9 om anvendelse af mindstereserver	EUT L 338, 21.12.2011, s. 51
ECB/2011/27	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. december 2011 om ændring af retningslinje ECB/2010/20 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 19, 24.1.2012, s. 37

UDTALELSER VEDTAGET AF ECB

Følgende oversigt indeholder udtalelser vedtaget af ECB i 2011 og i begyndelsen af 2012 i henhold til traktatens artikel 127, stk. 4, og 282, stk. 5, samt artikel 4 i ESCB-statutten. På ECB's hjemmeside under afsnittet "Retsgrundlaget" findes en oversigt over alle de udtalelser, som ECB har vedtaget siden bankens etablering.

a) ECB's udtalelser på anmodning af en EU-institution

Nummer ¹	Forslagsstiller og emne	EUT-henvisning
CON/2011/1	Rådet - Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om OTC-derivater, centrale modparter og transaktionsregistre	EUT C 57, 23.2.2011, s. 1
CON/2011/6	Rådet - Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 98/78/EF, 2002/87/EF og 2006/48/EF for så vidt angår det supplerende tilsyn med finansielle enheder i et finansielt konglomerat	EUT C 62, 26.2.2011, s. 1
CON/2011/8	Rådet - Henstilling med henblik på Rådets afgørelse om arrangementer for genforhandling af den monetære aftale med Fyrstendømmet Monaco	EUT C 60, 25.2.2011, s. 1
CON/2011/12	Rådet - Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om indskudsgarantiordninger (omarbejdning) og forslag til direktiv om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/9/EF om investorgarantiordninger	EUT C 99, 31.3.2011, s. 1
CON/2011/13	Rådet - Den økonomiske styringsreform i den Europæiske Union	EUT C 150, 20.5.2011, s. 1
CON/2011/16	Det Europæiske Råd - Rådets henstilling om udnævnelse af et medlem til direktionen for Den Europæiske Centralbank	EUT C 74, 8.3.2011, s. 1
CON/2011/17	Rådet - Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om short selling og visse aspekter af credit default swaps	EUT C 91, 23.3.2011, s. 1
CON/2011/18	Rådet - Forslag til Rådets forordning om pålydende værdi og tekniske specifikationer for euromønter, som er bestemt til at sættes i omløb (kodifikation)	EUT C 114, 12.4.2011, s. 1
CON/2011/22	Rådet - Henstilling med henblik på Rådets afgørelse om arrangementer for forhandling af en monetær aftale med Den Franske Republik, som handler på vegne af det franske oversøiske område Saint-Barthélemy	EUT C 213, 20.7.2011, s. 16
CON/2011/24	Det Europæiske Råd - Udkast til Det Europæiske Råds afgørelse om ændring af artikel 136 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde med hensyn til en stabilitetsmekanisme for de medlemsstater, der har euroen som valuta	EUT C 140, 11.5.2011, s. 8
CON/2011/32	Rådet - Forslag til forordning om tekniske krav til kreditoverførsler og direkte debiteringer i euro	EUT C 155, 25.5.2011, s. 1

¹ Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

a) ECB's udtalelser på anmodning af en EU-institution

Nummer¹	Forslagsstiller og emne	EUT-henvisning
CON/2011/42	Rådet - Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2003/71/EF og direktiv 2009/138/EF for så vidt angår de beføjelser, der er tillagt Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger og Den Europæiske Værdipapirtilsynsmyndighed	EUT C 159, 28.5.2011, s. 10
CON/2011/44	Rådet - Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om det europæiske national- og regionalregnskabssystem i Den Europæiske Union	EUT C 203, 9.7.2011, s. 3
CON/2011/48	Det Europæiske Råd - Rådets henstilling om udnævnelse af næstformanden for Den Europæiske Centralbank	EUT C 182, 23.6.2011, s. 6
CON/2011/56	Rådet - Forslag til Rådets afgørelse om undertegnelse og indgåelse af en monetær aftale mellem Den Europæiske Union og Den Franske Republik om bibeholdelse af euroen på Saint-Barthélemy efter ændringen af øens status i forhold til Den Europæiske Union	EUT C 213, 20.7.2011, s. 21
CON/2011/58	Rådet – Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forslag til direktiv om kreditaftaler i forbindelse med fast ejendom til beboelse	EUT C 240, 18.8.2011, s. 3
CON/2011/65	Europa-Parlamentet og Rådet - Forslag til forordning om udstedelse af euromønter og forslag til forordning om pålydende værdi og tekniske specifikationer for euromønter, som er bestemt til at sættes i omløb	EUT C 273, 16.9.2011, s. 2
CON/2011/77	Det Europæiske Råd - Rådets henstilling om udnævnelse af et medlem til direktionen for Den Europæiske Centralbank	EUT C 301, 12.10.2011, s. 2
CON/2011/100	Det Europæiske Råd - Rådets henstilling om udnævnelse af et medlem til direktionen for Den Europæiske Centralbank	EUT C 364, 14.12.2011, s. 7
CON/2012/5	Rådet - Forslag til direktiv om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringselskaber og om forslag til forordning om reguleringskrav for kreditinstitutter og investeringselskaber	Endnu ikke offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende

b) ECB's udtalelser på anmodning af en medlemsstat og udtalelser på eget initiativ om en medlemsstats lovgivning²

Nummer¹	Forslagsstiller og emne
CON/2011/2	Cypern - Den cypriotiske børss' beføjelser til at pålægge sanktioner
CON/2011/3	Slovenien - Ændring af bankloven
CON/2011/4	Polen - Lukkede investeringsinstitutters udstedelse af investeringsbeviser, der ikke er beregnet for offentligheden
CON/2011/5	Belgien - Gennemførelsen af principperne om udvikling af finansielle tilsyns-strukturer
CON/2011/7	Litauen - Ændring af det nationale pengepolitiske grundlag med henblik på yderligere harmonisering med Eurosystemet
CON/2011/9	Polen - Ændring af Polens forfatning med henblik på indførelse af euro
CON/2011/10	Italien - Italiens deltagelse i Den Internationale Valutafonds programmer som svar på den finansielle krise
CON/2011/11	Polen - Kreditunioners omfattelse under Finansministeriets støtte til finansielle institutioner
CON/2011/14	Litauen - Ændringer til lovgivningen om endelig afregning og aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse
CON/2011/15	Rumænien - Ændringer til lovgivningen om indskydergarantifonden
CON/2011/19	Frankrig - Recirkulering af eurosedler
CON/2011/20	Belgien - Det centrale register om virksomhedskredit
CON/2011/21	Spanien - Styrkelse af det finansielle system
CON/2011/23	Polen - Betalingstjenester
CON/2011/25	Slovenien - Forhindring af forsinkede betalinger
CON/2011/26	Rumænien - Ændring af lovgivningen om endelig afvikling og finansiell sikkerhedsstillelse
CON/2011/27	Cypern - Lovgivning vedrørende dækkede obligationer
CON/2011/28	Belgien - Ophævelse af Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique opgave som centralt opbevaringssted for protestdokumenter
CON/2011/29	Cypern - Særskat på banker og oprettelse af en uafhængig finansiell stabilitetsfond
CON/2011/30	Belgien - Finansieringen af et centralregister for bankkontonumre
CON/2011/31	Slovenien - Skat på den samlede værdi af en banks balance
CON/2011/33	Ungarn - Forfatningsudkastet med hensyn til Magyar Nemzeti Bank

2 I december 2004 besluttede Styrelsesrådet, at ECB's udtalelser udarbejdet på anmodning af nationale myndigheder som hovedregel offentliggøres umiddelbart efter, at de er vedtaget og efterfølgende videresendt til høringsmyndigheden.

Nummer ¹	Forslagsstiller og emne
CON/2011/34	Grækenland - Det retlige grundlag for Loan and Consignment Fund og om ændringer til forøgelsesordningen for likviditeten i den græske økonomi som følge af den internationale finansielle krise
CON/2011/35	Rumænien - Proceduren til håndtering af afviklingsrisici i nettoafviklingssystemer
CON/2011/36	Grækenland - Ændring af statuten for Bank of Greece
CON/2011/37	Nederlandene - Styrkelse af ledelsesstrukturen for De Nederlandsche Bank og Authority for the Financial Markets
CON/2011/38	Østrig - Ændringer i ledelsesstrukturen for Oesterreichische Nationalbank
CON/2011/39	Irland - Redningsforanstaltninger og genopretningstiltag for kreditinstitutter
CON/2011/40	Slovenien - Ændringer af reglerne om registret over finansielle aktiver
CON/2011/41	Belgien - Ændringer af lovgivningen om endelig afregning og ordninger om finansiel sikkerhed
CON/2011/43	Malta - Forskellige ændringer af lov om Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta
CON/2011/45	Danmark - Indførelse af en medgiftsordning for nødlidende pengeinstitutter
CON/2011/46	Litauen - Reform af tilsyn med det finansielle marked
CON/2011/47	Letland - Ny lovgivning vedrørende kreditregistret
CON/2011/49	Slovakiet - Národná banka Slovenska's opgaver vedrørende finansielt tilsyn og forbrugerkredit
CON/2011/50	Bulgarien - Kapital- og ledelsesstrukturen i værdipapircentralen
CON/2011/51	Tjekkiet - Seddel- og møntomløbet
CON/2011/52	Bulgarien - Forpligtelse til informationsudveksling og samarbejde mellem nationale tilsynsmyndigheder
CON/2011/53	Ungarn - Ungarns statsrevision i forhold til dens revision af Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/54	Spanien - Grænseoverskridende transaktioner
CON/2011/55	Slovenien - Harmonisering af lovgivningen i forbindelse med Target2-Securities og Banka Slovenijes beføjelser til at pålægge sanktioner med hensyn til investeringstjenester
CON/2011/57	Polen - Ændring af udenlandske kreditinstitutters filialer til datterselskaber
CON/2011/59	Ungarn - Recirkulering af kontanter og beskyttelse af nationale og fremmede betalingsmidler mod falskmøntneri
CON/2011/60	Nederlandene - Indgrebsforanstaltninger vedrørende finansielle institutioner i krise
CON/2011/61	Slovenien - Ændringer af lov om forhindring af for sene betalinger
CON/2011/62	Polen - Ændringer af lovrammen for betalingssystemer samt clearing- og afviklingssystemer

Nummer ¹	Forslagsstiller og emne
CON/2011/63	Polen - Indførelsen af samlekonti i de retlige rammer for clearing- og afviklingssystemer
CON/2011/64	Belgien - Beskyttelse mod falskmøntneri og om sikringen af kvaliteten af kontantomløbet
CON/2011/66	Slovakiet - En særlig afgift på finansielle institutter, der driver virksomhed i Slovakiet
CON/2011/67	Litauen - Krav med hensyn til ansvarlige udlån for kreditinstitutter
CON/2011/68	Italien - Italiens ratifikation af en ændring af Den Internationale Valutafonds vedtægter og om kvoteforhøjelse
CON/2011/69	Irland - Nye foranstaltninger til styrkelse af tilsyn og håndhævelse af finansiel lovgivning
CON/2011/70	Slovenien - Tilladelse til at deltage i bankers tilsynsorganer
CON/2011/71	Belgien - Kategorierne af formidlere, som er bemyndiget til at holde depoter for dematerialiserede værdipapirer denomineret i udenlandsk valuta eller regningsenheder
CON/2011/72	Grækenland - Ændringer af den græske afviklingsordning for kreditinstitutter
CON/2011/73	Rumænien - Statistikker og interbankpenge- og statspapirmarkeder forvaltet af Banca Națională a României og om valuta- og reservekravssystemet
CON/2011/74	Rumænien - Udlån til fysiske personer
CON/2011/75	Tjekkiet - Mindstereserver
CON/2011/76	Eget initiativ - Reform af den nederlandske indskydergarantiordning
CON/2011/78	Slovenien - Sanktioner der vedrører beskyttelsen af euroen mod falskmøntneri
CON/2011/79	Belgien - En statsgaranti til dækning af visse lån ydet til Dexia SA og Dexia Crédit Local SA
CON/2011/80	Slovakiet - Regnskabsregisteret
CON/2011/81	Slovenien - Ændring af regler anvendelige for realkreditobligationer og kommuneobligationer
CON/2011/82	Luxembourg - En statsgaranti til dækning af visse lån ydet til Dexia SA og Dexia Crédit Local SA
CON/2011/83	Portugal - Tidlige interventionsforanstaltninger og ændringer vedrørende likvidations- og afviklingsordningen for kreditinstitutter og finansielle institutioner underlagt tilsyn af Banco de Portugal
CON/2011/84	Irland - Redningsforanstaltninger og genopretningstiltag for kreditinstitutter
CON/2011/85	Frankrig - En statsgaranti til dækning af visse lån ydet til Dexia SA og Dexia Crédit Local SA
CON/2011/86	Rumænien - Stabiliserende foranstaltninger og brobanker

Nummer ¹	Forslagsstiller og emne
CON/2011/87	Ungarn - Realkreditlån i udenlandsk valuta og låneaftaler i forbindelse med fast ejendom til beboelse
CON/2011/88	Irland - Udvidelse af den irske stats garanti for kreditinstitutters godkendte forpligtelser
CON/2011/89	Portugal - Banco de Portugals betaling af forøgelsen af Portugals IMF-kvot
CON/2011/90	Danmark - Tabskaution ved brug af udvidet medgiftsordning
CON/2011/91	Litauen - Ændringer af Lietuvos Bankas' regler om fordeling af overskud
CON/2011/92	Tyskland - Beskyttelse mod falskmøntneri og bevarelse af kvaliteten af kontanter i omløb
CON/2011/93	Cypern - Forvaltning af finansielle kriser og oprettelse af en fuldt ud uafhængig fond for finansiel stabilitet
CON/2011/94	Italien - Beskyttelse mod falskmøntneri og bevarelse af kvaliteten af kontanter i omløb
CON/2011/95	Portugal - Statens rekapitalisering af kreditinstitutter
CON/2011/96	Slovakiet - Finanspolitisk ansvarlighed
CON/2011/97	Estland - Repræsentation og betaling af kvoteandele i Den Internationale Valutafond
CON/2011/98	Belgien - Lovgivning, der regulerer finansieringen af centralregisteret for bankkontonumre
CON/2011/99	Litauen – Reviderede ændringer af Lietuvos Bankas' regler om fordeling af overskud Finland - Lovgivningen om værdipapirmarkeder Rumænien - Betalingen af en forhøjelse af Rumæniens kvote i Den Internationale Valutafond Belgien - Etablering og finansiering af en afviklingsfond og ændret beregning af bidrag til indskudsgarantiordningen Ungarn - Magyar Nemzeti Bank Malta - Autenticering af euromønter og håndtering af euromønter, der er uegnede til at være i omløb, og pålæggelse af administrative foranstaltninger og sanktioner Ungarn/eget initiativ - Magyar Nemzeti Banks uafhængighed Grækenland - Ændringer af den græske afviklingsordning for kreditinstitutter
CON/2012/1	Cypern - Aflønning af tjenestemænd
CON/2012/2	Tyskland - Foranstaltninger til stabilisering af det finansielle marked
CON/2012/3	Luxembourg - Dematerialiserede værdipapirer
CON/2012/4	Italien - En garantiordning for italienske bankers passiver og om omvekslingen af lirasedler
CON/2012/6	Irland – Pensionsreformer i den offentlige sektor

KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSISTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG¹

2. SEPTEMBER 2010

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct. Styrelsesrådet træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurer og fremgangsmåde ved markedsoperationerne frem til 18. januar 2011, først og fremmest at de regelmæssige 3-måneders langfristede markedsoperationer skal gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling.

7. OKTOBER OG 4. NOVEMBER 2010

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct.

2. DECEMBER 2010

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct. Styrelsesrådet træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurer og fremgangsmåde ved markedsoperationerne frem til 12. april 2011, først og fremmest at fortsætte med at gennemføre auktioner til fast rente med fuld tildeling.

13. JANUAR OG 3. FEBRUAR 2011

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct.

3. MARTS 2011

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct.

og 0,25 pct. Styrelsesrådet træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurer og fremgangsmåde ved markedsoperationerne frem til 12. juli 2011, først og fremmest at fortsætte med at gennemføre auktioner til fast rente med fuld tildeling.

7. APRIL 2011

ECB's styrelsesråd beslutter at forhøje renten ved de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 1,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 13. april 2011. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten på både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 2,00 pct. og 0,50 pct. med virkning fra 13. april 2011.

5. MAJ 2011

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,25 pct., 2,00 pct. og 0,50 pct.

9. JUNI 2011

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,25 pct., 2,00 pct. og 0,50 pct. Styrelsesrådet træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurer og fremgangsmåde ved markedsoperationerne frem til 11. oktober 2011, først og fremmest at fortsætte med at gennemføre auktioner til fast rente med fuld tildeling.

7. JULI 2011

ECB's styrelsesråd beslutter at forhøje renten ved de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 1,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 13. juli 2011. Styrelsesrå-

¹ Den kronologiske oversigt over Eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2010 findes i ECB's Årsberetning for de respektive år.

det beslutter endvidere at forhøje renten på både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 2,25 pct. og 0,75 pct. med virkning fra 13. juli 2011.

4. AUGUST 2011

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,50 pct., 2,25 pct. og 0,75 pct. Styrelsesrådet vedtager desuden forskellige tiltag for at afbøde de fornyede spændinger på visse finansielle markeder. Konkret beslutter Styrelsesrådet, at Eurosystemet skal udføre likviditetstilførende supplerende langfristede markedsoperationer med en løbetid på ca. 6 måneder som auktioner til fast rente med fuld tildeling. Styrelsesrådet træffer endvidere nærmere beslutning om auktionsprocedurer og fremgangsmåde ved markedsoperationerne frem til 17. januar 2012, først og fremmest at fortsætte med at gennemføre auktioner til fast rente med fuld tildeling.

8. SEPTEMBER 2011

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,50 pct., 2,25 pct. og 0,75 pct.

6. OKTOBER 2011

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,50 pct., 2,25 pct. og 0,75 pct. Styrelsesrådet træffer endvidere nærmere beslutning om markedsoperationerne fra oktober 2011 til 10. juli 2012, først og fremmest at gennemføre to langfristede markedsoperationer – den ene med en løbetid på omkring 12 måneder i oktober 2011 og den anden med en løbetid på omkring 13 måneder i december 2011 – samt fortsat at anvende auktioner til fast rente med fuld tildeling i alle markedsoperationer. Desuden beslutter Styrelsesrådet at ind-

føre et nyt opkøbsprogram for covered bonds i november 2011.

3. NOVEMBER 2011

ECB's styrelsesråd beslutter at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 1,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 9. november 2011. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte renten på både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 2,00 pct. og 0,50 pct. med virkning fra 9. november 2011.

8. DECEMBER 2011

ECB's styrelsesråd beslutter at nedsætte renten ved de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 1,00 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 14. december 2011. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte renten på både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 1,75 pct. og 0,25 pct. med virkning fra 14. december 2011. Styrelsesrådet beslutter desuden at indføre flere ekstraordinære tiltag: at udføre to langfristede markedsoperationer med en løbetid på ca. 3 år, at øge tilgængeligheden af sikkerhedsstillelse, at nedsætte reservekravskoefficienten til 1 pct. og at sætte udførelsen af finjusterende operationer den sidste dag i hver reservekravsperiode midlertidigt i bero.

12. JANUAR, 9. FEBRUAR OG 8. MARTS 2012

ECB's styrelsesråd beslutter, at renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten fastholdes på henholdsvis 1,00 pct., 1,75 pct. og 0,25 pct.

OVERSIGT OVER ECB'S KOMMUNIKATION VEDRØRENDE TILFØRSEL AF LIKVIDITET¹

Eurosystemets likviditetsskabende markedsoperationer i 2011 er nærmere beskrevet på ECB's hjemmeside under "Open market operations".

TILFØRSEL AF LIKVIDITET I EURO

3. MARTS 2011

ECB offentliggør oplysninger om markedsoperationer med afvikling fra 13. april til 12. juli 2011.

31. MARTS 2011

ECB offentliggør oplysninger om suspension af kreditvurderingsgrænsen for gældsinstrumenter udstedt af den irske stat.

9. JUNI 2011

ECB offentliggør oplysninger om markedsoperationer med afvikling fra 13. juli til 11. oktober 2011.

7. JULI 2011

ECB offentliggør en ændring af belånbarheden af gældsinstrumenter udstedt af den portugisiske stat.

4. AUGUST 2011

ECB offentliggør oplysninger om markedsoperationer med afvikling fra 12. oktober 2011 til 17. januar 2012.

6. OKTOBER 2011

ECB offentliggør et nyt opkøbsprogram for covered bonds og oplysninger om markedsoperationer fra oktober 2011 til 10. juli 2012.

3. NOVEMBER 2011

ECB offentliggør oplysninger om sit nye opkøbsprogram for covered bonds.

8. DECEMBER 2011

ECB offentliggør tiltag til støtte for bankernes udlån og aktiviteten på pengemarkedet.

16. DECEMBER 2011

ECB offentliggør to likviditetsskabende finjusterende markedsoperationer med en løbetid på 1 dag.

TILFØRSEL AF LIKVIDITET I ANDRE VALUTAER OG AFTALER MED ANDRE CENTRALBANKER

29. JUNI 2011

ECB offentliggør forlængelse af likviditetsskabende markedsoperationer i amerikanske dollar.

25. AUGUST 2011

ECB offentliggør forlængelse af aftale om swap-facilitet med Bank of England.

15. SEPTEMBER 2011

ECB offentliggør yderligere likviditetsskabende operationer i amerikanske dollar hen over årsskiftet.

30. NOVEMBER 2011

Koordineret centralbanktiltag for at imødegå pres på de globale pengemarkeder.

¹ Datoerne henviser til datoen for offentliggørelse af meddelelserne.

ECB'S PUBLIKATIONER

ECB producerer en række publikationer med oplysninger om sine kerneaktiviteter: pengepolitik, statistik, betalings- og værdipapirafviklingssystemer, finansiel stabilitet og overvågning, internationalt og europæisk samarbejde samt juridiske anliggender. Publikationerne omfatter følgende:

OBLIGATORISKE PUBLIKATIONER

- Årsberetning
- Konvergensrapport
- Månedsoversigt

FORSKNINGSPAPIRER

- Legal Working Papers
- Occasional Papers
- Research Bulletin
- Working Papers

ANDRE/OPGAVERELATEREDE PUBLIKATIONER

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- The European Central Bank: history, role and functions
- The international role of the euro
- Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet ("Dokumentationsgrundlag")
- The monetary policy of the ECB
- The payment system

ECB publicerer desuden brochurer og informationsmateriale om forskellige emner, herunder euro-sedler og -mønter samt seminar- og konferenceberetninger.

En komplet oversigt over ECB's og dens forgænger 1994-98 Det Europæiske Monetære Instituts publikationer (i pdf-format) findes på ECB's hjemmeside (<http://www.ecb.europa.eu/pub/>). Sprogkoderne viser, hvilke(t) sprog de enkelte publikationer findes på.

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.

ORDLISTE

Denne ordliste indeholder udvalgte begreber, der anvendes i Årsberetningen. En mere udførlig og detaljeret ordliste (på engelsk) findes på ECB's hjemmeside.

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 omfatter især operationel risiko, **kreditrisiko** og likviditetsrisiko.

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 indlånslignende indskud fra andre institutionelle enheder end **MFI'er**, især dem, der hovedsagelig er beskæftiget med langfristet finansiering (fx selskaber, der beskæftiger sig med finansiell leasing), kreditformidlende selskaber oprettet med henblik på at eje værdipapirbaserede aktiver, finansielle holdingselskaber, handlere af værdipapirer og derivater (for egen regning), venture- og udviklingsselskaber.

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.

BNP-deflator: Bruttonationalproduktet (BNP) udtrykt i gældende priser (nominelt BNP) divideret med BNP i mængde (realt BNP). Den kaldes også den implicite prisdeflator.

Bruttonationalproduktet (BNP): Et mål for økonomisk aktivitet, nemlig værdien af en økonomis samlede produktion af varer og tjenesteydelser minus produktionsomkostninger plus nettoafgifter på produkter og import i en nærmere bestemt periode. BNP kan fordeles på komponenterne produktion, udgifter og indtægter. De primære udgifter i BNP er husholdningernes endelige forbrug, det endelige offentlige forbrug, faste bruttoinvesteringer, ændringer i lagerbeholdningerne samt import og eksport af varer og tjenesteydelser (herunder inden for euroområdet).

Central modpart: En enhed, der fungerer som mellemmand for **modparterne** i en handel på et eller flere markeder, dvs. som køber for alle sælgere og sælger for alle købere, og dermed garanterer gennemførelse af åbne kontrakter.

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). De omfatter egenkapital, geninvesteret indtjening og anden kapital, der er forbundet med koncerninterne aktiviteter.

Direktionen: Et af ECB's besluttende organer. Den består af ECB's formand og næstformand samt fire andre medlemmer, der udnævnes af **Det Europæiske Råd** ved kvalificeret flertal på anbefaling fra **Rådet for Den Europæiske Union** efter at have hørt Europa-Parlamentet og ECB.

ECB's officielle renter: De renter, der fastsættes af **Styrelsesrådet**. ECB's officielle renter er renten ved de **primære markedsoperationer**, renten på den **marginale udlånsfacilitet** og renten på **indlånsfaciliteten**.

Ecofin-Rådet: Bruges ofte om **Rådet for Den Europæiske Union (Rådet)**, hvor økonomi- og finansministre mødes.

Effektive eurokurser (EER) (nominelle/reale): Et vægtet gennemsnit af bilaterale eurokurser over for euroområdet vigtigste handelspartners valutaer. ECB offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for to grupper handelspartnere, nemlig EER-20 (der omfatter de 10 EU-lande uden for euroområdet og 10 handelspartnere uden for EU) og EER-40 (som består af EER-20 og 20 andre lande). De anvendte vægte afspejler den enkelte handelspartners andel af euroområdets handel med færdigvarer 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.

Ekstraordinære tiltag: Midlertidige initiativer taget af ECB med henblik på at understøtte effektiviteten og transmissionen i rentebeslutninger til økonomien i **euroområdet** i en situation, hvor visse segmenter i de finansielle markeder og det finansielle system mere generelt set ikke fungerer.

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 landene i **euroområdet** og EU-landene uden for euroområdet. ERM2 er en multilateral ordning med faste, men justerbare, centralkurser og et standardudsvingsbånd på ± 15 pct. Beslutninger vedrørende centralkurser og mulige smallere udsvingsbånd træffes i fællesskab af de pågældende EU-lande, eurolandene, 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.

Eurogruppen: En uformel sammenslutning bestående af eurolandenes økonomi- og finansministre. Dens status anerkendes i **Traktatens** artikel 137 og i Protokol nr. 14. Europa-Kommissionen og ECB inviteres regelmæssigt til at deltage i gruppens møder.

Euroområdet: Euroområdet består af de EU-lande, der har euroen som valuta, og som fører en fælles pengepolitik under ECB's **styrelsesråds** ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Cypern, Estland, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Portugal, Slovakiet, Slovenien, Spanien, Tyskland og Østrig.

Europa 2020-strategien: EU's strategi for beskæftigelse samt intelligent, bæredygtig og inkluderende vækst. Den blev vedtaget af **Det Europæiske Råd** i juni 2010. Den bygger på den tidligere Lissabonstrategi, og det er hensigten, at den skal udgøre en sammenhængende ramme for EU's medlemslande til at indføre strukturelle reformer med henblik på at øge den potentielle vækst og mobilisere EU's politikker og instrumenter.

Europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (EFSM), den: En facilitet i EU baseret på **Traktatens** artikel 122, stk. 2, som giver Kommissionen mulighed for at rejse op til 60 mia. euro på vegne af EU til lån til medlemslande, der oplever eller trues af exceptionelle omstændigheder uden for deres kontrol. Lån fra EFSM er underlagt strenge betingelser under fælles EU/IMF-programmer.

Europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF), den: Et aktieselskab oprettet af landene i **eurområdet** på mellemstatsligt plan med henblik på at yde lån til eurolande med finansielle vanskeligheder. Hjælpen er underlagt strenge betingelser under fælles EU/IMF-programmer. EFSF har en effektiv udlånskapacitet på 440 mia. euro, og lånene finansieres ved udstedelse af **gældsinstrumenter** garanteret af eurolandene på pro rata-basis.

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 opførte med at eksistere, da **ECB** blev oprettet 1. juni 1998.

Europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95), det: 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 EU's udgave af det internationale nationalregnskabssystem SNA93.

Europæiske Råd, Det: Institution under EU, der omfatter landenes stats- eller regeringschefer og, uden stemmeret, formanden for Europa-Kommissionen og Det Europæiske Råds egen formand. Rådet giver EU den nødvendige drivkraft for udvikling og definerer den generelle retning for politikker og prioritering heraf. Det har ingen lovgivningsmæssig funktion.

Europæiske stabilitetsmekanisme (ESM), den: En mellemstatslig organisation etableret af landene i **eurområdet** på baggrund af traktaten om oprettelse af den europæiske stabilitetsmekanisme. Den udgør en permanent mekanisme til krisehåndtering i form af finansiell støtte til eurolande, hvis det konstateres, at det er nødvendigt at beskytte den **finansielle stabilitet** i eurområdet generelt. ESM ventes at træde i kraft den 1. juli 2012. Den vil erstatte både den **europæiske finansielle stabilitetsfacilitet** og den **europæiske finansielle stabilitetsmekanisme** og vil til at begynde med have en effektiv udlånskapacitet på 500 mia. euro. Lån fra ESM vil være underlagt strenge betingelser.

Europæiske System af Centralbanker (ESCB), Det: Består af 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 ikke har euroen som deres valuta. ESCB er underlagt ECB's **styrelsesråd** og **direktion** og, som et tredje besluttende organ i ECB, **Det Generelle Råd**.

Europæiske System af Finansielle Tilsyn (ESFS), Det: Gruppe af institutioner, der skal sikre tilsynet med EU's finansielle system. Det omfatter det **Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici**, de tre europæiske tilsynsmyndigheder, Det Fælles Udvalg af Europæiske Tilsynsmyndigheder og EU-landenes nationale tilsynsmyndigheder.

Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), Det: Et uafhængigt organ i EU med ansvar for makroprudentielt tilsyn med det finansielle system inden for EU. Det bidrager til at forebygge eller mindske de **systemiske risici** for den **finansielle stabilitet**, der opstår som følge af udviklingen inden for det finansielle system, og forsøger, under hensyntagen til den makroøkonomiske udvikling, at forhindre perioder med alvorlige finansielle vanskeligheder.

Eurosystemet: Euroområdet centralbanksystem. Omfatter ECB og de nationale centralbanker i de EU-lande, der har euroen som valuta.

Finansiell stabilitet: Den tilstand, hvor det finansielle system – dvs. finansielle formidlere, markeder og markedsinfrastrukturer – 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 ECB's stabs fremskrivninger offentliggøres i marts og september. De indgår i den **økonomiske analyse** i ECB's pengepolitiske strategi og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af de faktorer, der udgør en risiko for **prisstabiliteten**.

Generelle Råd, Det: Et af ECB's 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: Lån af penge ved at kombinere salg af et aktiv (normalt et fastforrentet værdipapir) med efterfølgende genkøb af samme aktiv på et givet tidspunkt og til en lidt højere aftalt pris (som afspejler lånerenten).

Gæld (den offentlige sektor): Den samlede bruttogæld (sedler og mønter samt indskud, lån og **gældsinstrumenter**) til nominel værdi, som er udestående ved årets udgang og konsolideret mellem og inden for sektorerne i **den offentlige sektor**.

Gæld som andel af BNP (den offentlige sektor): **Gæld** som andel af **BNP** til gældende markedspriser. Det er et af de finanspolitiske kriterier i **Traktatens** artikel 126, stk. 2, der definerer, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud.

Gældsinstrument: Udsteders (dvs. låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændehaber (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).

Harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP), det: Et mål for forbrugerpriserne, som udarbejdes af Eurostat og harmoniseres for alle EU-lande.

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, forfalddag, 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. Disse indlån forrentes til en på forhånd fastsat rente (se **ECB's officielle renter**).

Korrespondentcentralbankmodellen (CCBM): En mekanisme indført af **Det Europæiske System af Centralbanker** (ESCB) 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. Det betyder, at der i alle nationale centralbanker findes en konto i værdipapir-administrationen for hver af de andre nationale centralbanker og for ECB.

Kreditinstitut: 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.

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 kreditoperation med en løbetid på mere end en uge, der udføres af **Eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De regelmæssige månedlige markedsoperationer har en løbetid på 3 måneder. Under uroen på de finansielle markeder, der begyndte i august 2007, er der med varierende hyppighed blevet udført supplerende markedsoperationer med løbetider fra 1 **reservekravsperiode** til 36 måneder.

Lissabontraktaten: Ændrer EU's to hovedtraktater: Traktaten om Den Europæiske Union og Traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab. Navnet på sidstnævnte er ændret til Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde. Lissabontraktaten blev underskrevet i Lissabon den 13. december 2007 og trådte i kraft den 1. december 2009.

M1: Et snævert pengemængdemål, som omfatter seddel- og møntomløbet plus indlån på anfordring hos **MFI'erne** og **staten** (fx postvæsenet eller finansministeriet).

M2: Det mellembrede 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 **MFI'erne** 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 **MFI'er**.

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 **ECB's officielle renter**).

Markedsoperation: En operation, der udføres på initiativ af centralbanken på 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.

MFI'er (monetære finansielle institutioner): De finansielle institutioner, der udgør **euroområdet** pengeudstedende sektor. De omfatter Eurosystemet, residente kreditinstitutter (som defineret i EU-lovgivningen) samt alle andre residente finansielle institutioner, som modtager indlån og/eller indlånslignende indskud fra enheder, undtagen MFI'er, og som for egen regning (i det mindste i økonomisk henseende) yder lån og/eller investerer i værdipapirer. Sidstnævnte gruppe omfatter hovedsagelig pengemarkedsforeninger, dvs. foreninger, der investerer i kortfristede instrumenter med lav risiko, sædvanligvis med en løbetid på 1 år eller mindre.

Minimumsbudrente: Den nedre grænse for den rente, til hvilken **modparterne** kan afgive bud ved auktioner til variabel rente.

Modpart: Den anden part i en finansiell transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

Monetær analyse: En af søjlerne i ECB's 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 tidshorisonter. 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 cirkulation og forpligtelserne i forbindelse med **kreditinstitutternes** indlån. Aktiverne er øremærket i overensstemmelse med **Styrelsesrådets** retningslinjer.

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.

Pengemarked: Marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt til og med 1 år.

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.

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 126 og protokollen (nr. 12) 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 126 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, der er en del af **stabilitets- og vækstpagten**.

Program til opkøb af covered bonds (CBPP): Et ECB-program baseret på **Styrelsesrådets** beslutning af 7. maj 2009 om at opkøbe eurodenominerede covered bonds udstedt i **euroområdet** med henblik på at understøtte et specifikt finansielt markedssegment, som er vigtigt for bankernes finansiering og har været særlig kraftigt påvirket af finanskrisen. Programmet omfattede opkøb til en nominel værdi på 60 mia. euro og de var gennemført inden 30. juni 2010. Den 6. oktober 2011 besluttede Styrelsesrådet at indføre et nyt opkøbsprogram for covered bonds, CBPP2. Dette program giver **Eurosystemet** mulighed for at købe eurodenominerede covered bonds udstedt i euroområdet for en planlagt nominel værdi på 40 mia. euro. Opkøbene udføres i både det primære og det sekundære marked.

Realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS-system): Et afviklingssystem, hvor betalingsinstrukser behandles, efterhånden som de opstår, og afvikles i realtid (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** i en på forhånd fastsat **reservekravsperiode**. Opfyldelse af reservekravet vurderes på grundlag af den gennemsnitlige daglige saldo i løbet af reservekravsperioden.

Reservekravsgrundlag: Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregning af et **kreditinstituts reservekrav**

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. ECB offentliggør en kalender over reservekravsperioderne mindst tre måneder inden årets begyndelse.

Rådet for Den Europæiske Union (Rådet): EU's institution bestående af repræsentanter for medlemslandenes regeringer, sædvanligvis de ministre, der er ansvarlige for de pågældende anliggender, samt den relevante kommissær (se også **Ecofin-Rådet**).

Securities Markets Programme (SMP): Et program, der gør det muligt at intervenere på **euro-området** markeder for offentlige og private **gældsinstrumenter** for at sikre dybde og likviditet i dysfunktionelle markedssegmenter og genoprette den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

Securitisering: Pooling af finansielle aktiver, fx realkreditlån, og efterfølgende salg heraf til en ”special-purpose vehicle”, som derefter udsteder fastforrentede værdipapirer med henblik på salg til investorer. Rente og afdrag på disse værdipapirer afhænger af pengestrømmen fra de underliggende finansielle aktiver.

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 EU-landene med henblik på at styrke betingelserne for **prisstabilitet** og for stærk, bæredygtig vækst, der bidrager til øget beskæftigelse. 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 tre 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, (ii) forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud og (iii) forordning (EU) nr. 1173/2011 af 16. november 2011 om effektiv gennemførelse af budgetovervågning i euroområdet. Stabilitets- og vækstpagten suppleres af **Ecofin-Rådets** rapport ”En bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten”, som blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Bruxelles den 22.-23. marts 2005. Pagten suppleres ligeledes af en adfærdskodeks vedrørende specifikationer om gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten og retningslinjer 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 (offentlig forvaltning og service): Statslig forvaltning og service som defineret i **det europæiske nationalregnskabsystem 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.

Styrelsesrådet: ECB's øverste besluttende organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECB's **direktion** og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har euroen som valuta.

Stående facilitet: En centralbankkreditfacilitet, som **modparter** har adgang til på eget initiativ. **Eurosystemet** 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,

muligvis med afsmitningseffekter (fx betydelige likviditets- eller kreditproblemer), hvilket kan true de finansielle markeders stabilitet eller tilliden til markederne. Manglende evne til at opfylde sine forpligtelser kan skyldes driftsmæssige eller økonomiske problemer.

Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): Eurosystemets realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS) for euroen. Første generation af systemet blev erstattet af anden generation (**Target2**) i maj 2008.

Target2: Anden generation af systemet afvikler betalinger i euro i centralbankpenge og er baseret på en fælles it-plattform, hvortil alle betalingsordrer sendes til behandling.

Target2-Securities (T2S): Eurosystemets fælles tekniske platform, som gør det muligt for **værdipapircentraler** og nationale centralbanker at yde central, tværnational og neutral afvikling af værdipapirtransaktioner i centralbankpenge i Europa.

Tilbageførselsforretning: En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver i en **genkøbsforretning** eller foretager udlån mod **sikkerhed**.

Traktaten: Medmindre andet nævnes, henviser ”traktat” i denne årsberetning til Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, og referencer til artikelnumre henviser til nummereringen, der trådte i kraft den 1. december 2009.

Traktater: Medmindre andet nævnes, henviser ”traktater” i denne årsberetning til både **Traktaten** om Den Europæiske Unions funktionsmåde og Traktaten om Den Europæiske Union.

Underskud (den offentlige sektor): Den **offentlige sektors** nettolåntagning, dvs. forskellen mellem de samlede offentlige indtægter og de samlede offentlige udgifter.

Underskuds-/gældsjustering (den offentlige sektor): Forskellen mellem budgetsalden for **den offentlige sektor (underskud eller overskud)** og ændringen i **gæld**.

Underskudskvotient (den offentlige sektor): Underskud som andel af **BNP** til gældende markedspriser. Det er et af de finanspolitiske kriterier i **Traktatens** artikel 126, stk. 2, der definerer, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud (se også **proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud**).

Unoteret handel (OTC): Handel, der ikke involverer et reguleret marked. På markeder med unoteret handel, med fx OTC-derivater, handler deltagerne direkte med hinanden, typisk over telefon eller computer.

Værdipapirafviklingssystem: Et system, hvor værdipapirer kan overføres enten uden betaling eller mod betaling (delivery versus payment).

Værdipapircentral: En enhed, som i) muliggør værdipapirhandel i elektronisk form, ii) yder depotservice (fx administration af virksomhedernes handlinger og indfrielse) og iii) 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 ECB's 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 til, at de på kort til mellemlangt sigt breder sig til andre dele af økonomien (se også **monetær analyse**).

Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC), Det: Et udvalg, som bidrager til forberedelsen af **Ecofin-Rådets** og Europa-Kommissionens arbejde. Udvalget har bl.a. til opgave at følge både medlemslandenes og EU's økonomiske og finansielle situation samt bidrage til 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 ECB og indførelse af euroen. Med indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002 blev ØMU'en fuldført.

