



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

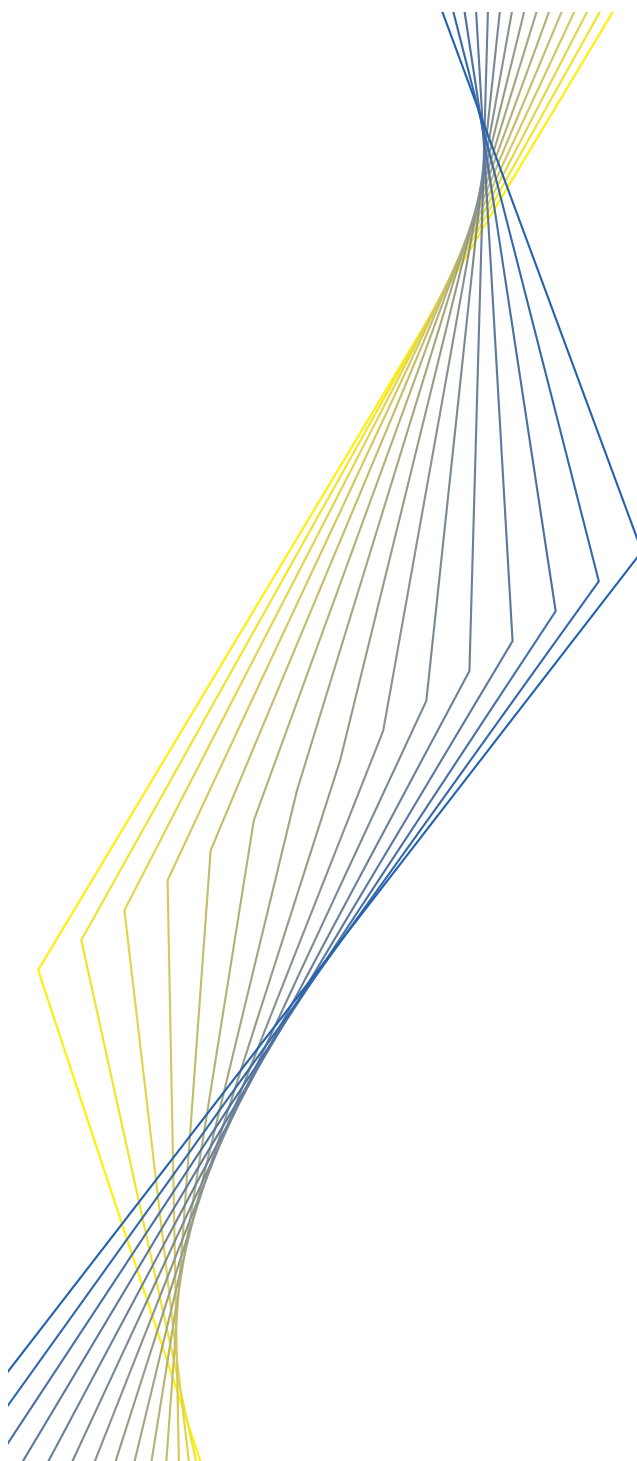
ECB EZB EKT BCE EKP

ÅRSBERETNING

2001



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK



ÅRSBERETNING

2001

© Den Europæiske Centralbank, 2001

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.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

Alle rettigheder forbeholdt.

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

Skæringsdato for statistik i denne årsberetning var den 5. marts 2002.

ISSN 1561-4506

Indholdsfortegnelse

Forord	2
--------	---

Kapitel I

Den økonomiske udvikling og pengepolitikken

1	Oversigt: Pengepolitiske beslutninger i 2001	8
2	Den monetære og finansielle udvikling	12
2.1	Den monetære udvikling	12
2.2	De finansielle markeder	19
3	Prisudviklingen	31
4	Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	37
5	Udviklingen i de offentlige finanser	44
6	De globale makroøkonomiske forhold, valutakurser og betalingsbalancen	48

Kapitel II

Centralbankoperationer

1	Gennemførelse af pengepolitikken	60
1.1	Opsummering	60
1.2	Primære markedsoperationer	62
1.3	Langfristede markedsoperationer	63
1.4	Andre markedsoperationer	64
1.5	Stående faciliteter	64
1.6	Reservekravssystemet	65
1.7	Godkendte aktiver	66
1.8	Aktiviteten på pengemarkedet	68
2	Valutaoperationer og investering af valutareserveaktiver	69
2.1	Valutaoperationer	69
2.2	Eurosystemets valutareserveaktiver	69
2.3	Eurosystemets forvaltning af valutareserver	69
3	ECBs forvaltning af egenkapitalen	71

Kapitel III

Risikostyring

1 Pengepolitiske operationer	74
1.1 Rammer for risikostyring	74
1.2 Vurdering af kreditrisici	75
2 Investeringer	75
3 Nye tiltag i 2002	77

Kapitel IV

Den økonomiske udvikling i EU-lande uden for euroområdet	79
---	----

Kapitel V

Europæisk, internationalt og bilateralt samarbejde

1 Europæiske spørgsmål	90
1.1 Udvikling af rammerne for den økonomiske politik	91
1.2 Reform af de finansielle markeder	93
2 Multilaterale spørgsmål	95
2.1 Multilateral og bilateral overvågning af de makroøkonomiske politikker	95
2.2 Overvågning af udviklingen på de globale finansielle markeder	97
2.3 Det internationale monetære og finansielle systems struktur	98
2.4 Euroens internationale rolle	99
3 Bilaterale spørgsmål	101
3.1 Tiltrædelsesprocessen: Vigtige økonomiske spørgsmål analyseret af Eurosystemet	101
3.2 Samarbejde mellem Eurosystemet og tiltrædelseslandenes centralbanker	104
3.3 Eurosystemets deltagelse i den økonomiske dialog mellem EU og tiltrædelseslandene	104
3.4 Udbygning af arbejdsrelationerne med andre lande	105

Kapitel VI

Overgangen til eurosedler og -mønter samt fremstilling og udstedelse af eurosedler

1	Overgangen til eurosedler og -mønter i 2002	108
1.1	Overgangen til eurosedler og -mønter i euroområdet	108
1.2	Overgangen til eurosedler og -mønter uden for euroområdet	110
1.3	De nationale centralbankers omveksling af nationale sedler	110
2	Fremstilling af eurosedler og -mønter	111
2.1	Krav til fremstilling af eurosedler i forbindelse med indførelsen af euroen	111
2.2	Centralt reservelager af eurosedler	111
2.3	Støtte til produktion af euromønter	111
3	Beskyttelse af eurosedler mod forfalskning	112
3.1	Forskning og udvikling	112
3.2	Beskyttelse mod forfalskning	112
4	Udstedelse af eurosedler	112
5	Oplysningskampagnen Euro 2002	113

Kapitel VII

Betalings- og værdipapirafviklingssystemer

1	Eurosystemets betalings- og afviklingssystemer	118
1.1	TARGET-systemet	118
1.2	Korrespondentcentralbankmodellen (CCBM)	120
2	Generelle spørgsmål vedrørende overvågning af betalingssystemerne	121
3	Systemerne for store betalinger	122
3.1	Udviklingen i andre systemer for store betalinger i euro	122
3.2	Continuous Linked Settlement (CLS)	122
4	Detailbetalingssystemerne	123
4.1	Den endelige overgang til euro i detailbetalingssystemerne	123
4.2	Udviklingen inden for grænseoverskridende detailbetalingsydelse	123
4.3	EBA-initiativer	124
4.4	Elektroniske penge og analyse af e-handel og e-betalinger	124
5	Værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer	124
5.1	Clearing	125
5.2	Afvikling	125
5.3	Samarbejdet med Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder	126
6	Samarbejdet med tiltrædelseslandene og andre aktiviteter	126
6.1	Samarbejdet med tiltrædelseslandene	126
6.2	Andre aktiviteter	127

Kapitel VIII

Finansiel stabilitet og banktilsyn

1	Rammerne for finansiel stabilitet og banktilsyn	130
2	Struktur, performance og risici i banksektoren	131
3	Banklovgivning og finansiel lovgivning	134

Kapitel IX

Det statistiske arbejde

1	Indledning	138
2	Penge- og bankstatistik samt finansmarkedsstatistik	138
3	Betalingsbalancestatistik, statistik over internationale reserver og kapitalbalancen over for resten af verden samt effektive valutakurser	139
4	Finansielle sektorkonti og statistik over offentlige finanser	140
5	Generel økonomisk statistik	140
6	Indarbejdelse af Grækenland i statistikken for euroområdet	141
7	Samarbejde med Europa-Kommissionen og internationale institutioner	141
8	Statistik vedrørende ikke-deltagende medlemslande og tiltrædelseslande	141

Kapitel X

Andre opgaver og aktiviteter

1	Rådgivende funktioner	144
2	Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	147
3	Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	147

Kapitel XI

Ekstern kommunikation og oplysningspligt

1 ECBs kommunikationspolitik og -aktiviteter	150
1.1 Kommunikationspolitikens mål	150
1.2 Vigtige kommunikationsspørgsmål i 2001	150
1.3 Kommunikationsaktiviteter	151
2 Udveksling af oplysninger og synspunkter med Europa-Parlamentet	152
2.1 Forholdet mellem ECB og Europa-Parlamentet	152
2.2 ECBs syn på udvalgte emner under møderne med Europa-Parlamentet	152

Kapitel XII

De institutionelle rammer for Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker

1 Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	158
2 ECBs besluttende organer	159
2.1 Styrelsesrådet	159
2.2 Direktionen	161
2.3 Det Generelle Råd	162
3 ECBs organisation	164
3.1 Corporate governance	164
3.2 Udviklingen på personaleområdet	165
3.3 ECBs organisationsdiagram	166
4 ESCBs sociale dialog	168
5 ESCB-komiteer	168

Kapitel XIII

Årsregnskabet for ECB og konsolideret balance for Eurosystemet 2001

Balance pr. 31. december 2001	172
Resultatopgørelse for året, der slutter den 31. december 2001	174
Anvendt regnskabspraksis	175
Noter til balancen	179
Noter til resultatopgørelsen	184
Revisionspåtegning	186
Note om fordeling af overskud	187
Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2001	188

Bilag

Ordliste	192
Kronologisk oversigt over pengepolitiske tiltag	207
<hr/>	
Retlige instrumenter vedtaget af ECB i 2001	209
<hr/>	
Den Europæiske Centralbanks publikationer	211
<hr/>	

Oversigt over bokse, tabeller og figurer

Bokse

1	Effekten af overgangen til eurosedler og -mønter på sedler og mønter i omløb og M3	17
	Figur: Sedler og mønter i omløb, BNP og offeromkostninger	17
2	Positiv korrelation mellem euroområdet obligationsrenter og aktiekurser i det meste af 2001	25
	Figur: Obligationsrenter og aktiekurser i euroområdet	25
3	Hvordan overgangen til eurosedler og -mønter påvirker forbrugerpriserne i euroområdet	33
4	Udviklingen i strukturreformerne på arbejds- og produktmarkederne i euroområdet	42
5	Finanspolitik og langsigtet økonomisk vækst	47
6	Bestemmende faktorer for synkronisering af internationale konjunkturcykler	49
7	Udviklingen i euroområdets handelsmængder siden krisen i Asien	53
	Figur: Handel med lande uden for euroområdet og intra-euroområdehandel, mængder	53
	Figur: Eksport til lande uden for euroområdet, mængder, samt udenlandsk efterspørgsel og eksportandel	53
	Figur: Euroområdets eksport til USA, Kina, Sydkorea og ASEAN-landene, mængder	54
	Figur: Euroområdets import fra USA, Kina, Sydkorea og ASEAN-landene, mængder	54
8	Centralbankoperationer efter terrorangrebene den 11. september 2001	70
9	Rapport om overholdelse af finansielle standarder (ROSCer) i euroområdet	96
10	Oversigt over Eurosystemets vigtigste policy-orienterede holdninger vedrørende tiltrædelse	102
11	Høringsprocedurer i 2001	144
12	Høring af ECBs repræsentanter i Europa-Parlamentet i 2001	153

Tabeller

1	Komponenter i M3	14
2	M3s modposter	16
3	Sektorfordeling af udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet	20
4	Udviklingen i priser og omkostninger i euroområdet	31
5	Forbrugerprisinflation: Tal for 2001 og forventninger for 2001 og 2002	35
6	Sammensætningen af vækst i realt BNP i euroområdet	38
7	Industriproduktionen i euroområdet	40
8	Udviklingen på arbejdsmarkedet i euroområdet	41
9	Offentlige budgetstillinger i euroområdet	45
10	Vigtigste kategorier af aktiver godkendt til Eurosystemets kreditoperationer	67
11	Makroøkonomiske indikatorer for Danmark	80
12	Makroøkonomiske indikatorer for Sverige	84
13	Makroøkonomiske indikatorer for Storbritannien	86
14	Betalinger i TARGET	118
15	Spidsbelastning i TARGET i 2001	119
16	Fusioner og virksomhedsovertagelser, der omfatter EU-banker	132

Figurer

1	ECB-renter og pengemarkedsrenter	9
2	Vækst i M3 og referenceværdien	13
3	Estimater for det nominelle og det reale pengegab	13
4	Bevægelser i M3 og dets modposter	15
5	Udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet	19
6	Korte renter i euroområdet	21
7	Pengemarkedsrentekurvens hældning og implicit volatilitet i optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter	22
8	(a) Lange statsobligationsrenter i euroområdet, USA og Japan	23
8	(b) 10-årigt rentespænd mellem USA og euroområdet	23
9	Realrente og "break-even"-inflation for forbrugerprisindekset i Frankrig	24
10	Korte bankrenter og en sammenlignelig markedsrente	27
11	Lange bankrenter og en sammenlignelig markedsrente	28
12	(a) Aktieindeks i euroområdet, USA og Japan	29
12	(b) Implicit volatilitet på aktiemarkederne i euroområdet, USA og Japan	29
13	De enkelte komponenter i HICP-inflation i euroområdet	32
14	De enkelte komponenter i producentpriserne i industrien i euroområdet	35
15	Enhedslønomkostninger, lønsum pr. ansat og arbejdskraftsproduktivitet i euroområdet	36
16	Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP i euroområdet	37
17	Tillidsindikatorer for euroområdet	39
18	Euroområdets vareeksport og industriproduktion	39
19	Arbejdsløshed i euroområdet	41
20	Den nominelle effektive eurokurs	52
21	Euroområdets løbende poster og handel med varer og tjenesteydelser	55
22	Mængdeindeks for eksport af forbrugsgoder, halvfabrikata og kapitalgoder til lande uden for euroområdet	56
23	Euroområdets løn- og formueindkomst	56
24	Euroområdets finansielle nettostrømme i 2000 og 2001	57
25	Likviditetsfaktorer og anvendelse af stående faciliteter i euroområdet i 2001	61
26	Antal budgivere og spænd mellem 2-ugers Eonia-swaprenten og den laveste budrente	63
27	Økonomiske og finansielle indikatorer for EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	82
28	Bilaterale kurser mellem valutaer i EU-lande uden for euroområdet og euroen	83
29	Samarbejde mellem Eurosystemet og tiltrædelseslandenes centralbanker i 2001	103
30	Fordeling inden for dagen af grænseoverskridende betalinger i TARGET - 2001	119
31	Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i pct. af den samlede sikkerhedsstillelse over for Eurosystemet	121

Forkortelser

Lande

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

Andre forkortelser

BIS	Den Internationale Betalingsbank
BPM5	IMFs 5. betalingsbalancemanual
CD	Indskudsbeviser
c.i.f	Omkostninger, fragt og forsikring til importørens grænse
CPI	Forbrugerprisindeks
ECB	Den Europæiske Centralbank
ECU	Den europæiske regningsenhed
EER	Effektiv valutakurs
EMI	Det Europæiske Monetære Institut
ENS95	Det europæiske nationalregnskabssystem 1995
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
EU	Den Europæiske Union
EUR	Euro
f.o.b.	Frit ombord ved eksportørens grænse
BNP	Bruttonationalprodukt
HICP	Harmoniseret forbrugerprisindeks
ILO	Den Internationale Arbejdsorganisation
IMF	Den Internationale Valutafond
MFler	Monetære finansielle institutioner
NACE Rev. I	Generel nomenklatur for økonomiske aktiviteter i Det Europæiske Fællesskab
NCBer	Nationale centralbanker
PPI	Producentprisindeks
Repoer	Genkøbsforretninger
SITC Rev. 3	International varefortegnelse for udenrigshandel (3. reviderede udgave)
ULCM	Enhedslønomkostninger i fremstillingssektoren

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

Indførelsen af eurosedler og -mønter i de 12 eurolande var en historisk begivenhed. På de 14 skiltesider mellem kapitlerne i denne Årsberetning illustreres en række begivenheder med relation til overgangen. Billederne stammer fra en samling fotografier, som ECB har bestilt hos fotografen Claudio Hils. De viser eurolandenes forberedelser til overgangen, fra design og fremstilling af eurosedler og -mønter frem til selve €-dag den 1. januar 2002.

	Side
Den Europæiske Centralbank: Lysene i eurosymbolet foran Eurotower i Frankfurt tændtes for første gang ved midnat den 31. december 2001.	XIV
Østrig: Robert Kalina, designer af eurosedlerne, under arbejdet i Österreichische Nationalbank i Wien.	6
Frankrig: Trykplade rengøres på Banque de Frances trykkeri i Chamalières.	58
Grækenland: Ark af eurosedler kontrolleres på Bank of Greeces trykkeri i Athen.	72
Belgien: (højre) Luc Luycx fra Den Kongelige Belgiske Mønt i Bruxelles, designer af den fælles side på euromønterne. (venstre) En 2-euro-mønt og gipsmodellen af mønten.	78
Italien: Euromønter pakkes hos Italiens møntudstedende institution i Rom.	88
Tyskland: Nationale mønter destrueres nær Frankfurt.	106
Spanien: Eurosedler pakket i cellofan i Banco de España i Madrid.	116
Portugal: (højre) En pansret lastbil forlader trykkeriet i Portugal med en ladning eurosedler. (venstre) Bevæbnede vagter sørger for sikkerheden i forbindelse med pengetransporten.	128
Finland: Kursus for kasserere i Suomen Pankki - Finlands Bank i Helsinki.	136
Irland: To irske studerende udklædt som euroseddel og euromønt i et indkøbscenter i Dublin.	142
Den Europæiske Centralbank: Vinderne af konkurrencen om at blive Euro-maskot sammen med ECBs formand, Willem F. Duisenberg, ved præmieoverrækkelsen i Frankfurt den 31. december 2001.	148
Luxembourg: Banque centrale du Luxembourg hilser €-dag velkommen den 1. januar 2002.	156
Holland: Unge hollændere undersøger deres første eurosedler, som de har hævet i en kontantautomat i Maastricht få minutter inde i det nye år den 1. januar 2002.	170



Den Europæiske Centralbank: **Lysene i eurosymbolet foran Eurotower i Frankfurt tændtes for første gang ved midnat den 31. december 2001**

Forord



I dette forord til Årsberetningen 2001 vil jeg begynde med at nævne overgangen til eurosedler og -mønter, som startede den 1. januar 2002. Den er en vigtig milepæl i den europæiske monetære integrationsproces. Overgangen forløb langt mere gnidningsløst end forventet, og de nationale sedler var stort set ude af omløb i god tid før den 1. marts, hvor de sidste tidligere nationale valutaer i euroområdet ophørte med at være lovligt betalingsmiddel i eurolandene. Jeg vil gerne sige tak til alle euroområdets borgere, som har taget entusiastisk imod euroen, og til de finansielle og økonomiske aktører, der har bidraget til succesen. Efter tre år er euroen nu endelig – med indførelsen af eurosedler og -mønter – en håndgribelig realitet for mere end 300 millioner borgere i euroområdet.

Overgangen til eurosedler og -mønter fulgte efter et år, hvor inflationen i euroområdet – udtrykt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) – var 2,5 pct., dvs. 0,2 procentpoint højere end i 2000. Den lille stigning i inflationen sidste år skyldtes primært udviklingen i HICPs mere volatile komponenter, nemlig energi og uforarbejdede fødevarer. Følgeeffekterne af energiprisstigningen, deprecieringen af den ef-

fektive eurokurs i 2000 samt, i en række eurolande, husdyrsygdommes påvirkning af priserne på uforarbejdede fødevarer var blandt de vigtigste årsager til inflationsstigningen, der nåede sit toppunkt i maj 2001 (3,4 pct.) og derefter faldt støt til 2,0 pct. i december (år-til-år). Vendingen i udviklingen var hovedsagelig et resultat af den gradvise afvikling af de faktorer, som medførte inflationspres i slutningen af 2000 og i de første måneder af 2001. Inflationen tiltog en smule i begyndelsen af 2002 på grund af basiseffekter, afgiftsstigninger i flere lande og dårlige vejrforhold. Prisudviklingen synes kun i ringe eller endda ubetydelig grad at være påvirket af overgangen til eurosedler og -mønter.

I løbet af sidste år aftog de generelle risici for prisstabiliteten gradvist. Den økonomiske situation i euroområdet forværredes som følge af den globale afmatning, der begyndte i slutningen af 2000. Terrorangrebene i USA øgede usikkerheden og forlængede den økonomiske nedgang. På baggrund af den aftagende inflationsrisiko i euroområdet besluttede ECBs Styrelsesråd fire gange i løbet af året at nedsætte ECBs officielle rentesatser med i alt 150 basispoint. Styrelsesrådet har siden 8. november 2001 holdt ECBs officielle renter på et uændret niveau for at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt, med en laveste budrente på 3,25 pct. Den årlige vækstrate for M3 steg til et højt niveau i slutningen af 2001, men det betragtes ikke som en trussel mod udsigterne for prisstabilitet i euroområdet. Det er snarere et udtryk for den betydelige usikkerhed på finansmarkederne i 2. halvår 2001. Ved årsskiftet viste de første tegn sig på fornyet økonomisk vækst i euroområdet. Forudsætningerne for et opsving er til stede i euroområdet, selv om opsvingets styrke stadig er forbundet med nogen usikkerhed.

Forværringen af de økonomiske forhold i løbet af 2001 sammenholdt med de faktorer, som i begyndelsen af året midlertidigt øgede inflationen, indebærer store udfordringer for pengepolitikken i euroområdet. Ikke desto mindre sluttede 2001 med forventninger om, at inflationen snart vil være på linje med ECBs definition af

prisstabilitet, dvs. en årlig stigning i inflationen på under 2 pct., og med positive udsigter til, at prisstabiliteten kan fastholdes på mellemlangt sigt.

I den forbindelse indikerer de lange renters niveau i euroområdet, at finansmarkederne har tillid til, at ECB kan fastholde prisstabilitet på mellemlangt og langt sigt. Flere indikatorer for inflationsforventningerne hos de økonomiske aktører viser desuden klart, at ECB har en høj grad af troværdighed med hensyn til at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt. Det afspejles i den relativt begrænsede inflationsusikkerhed i euroområdet, som bl.a. kommer til udtryk i den strukturelle reduktion af inflationsrisikopræmierne i euroområdet. Det illustrerer tydeligt de realøkonomiske fordele, som euroområdet har opnået ved at føre en stabilitetsorienteret politik i de forløbne år.

Konjunkturedgangen i euroområdet i 2001 stillede også krav til finanspolitikken. Det gennemsnitlige budgetunderskud i de lande, der har indført euroen, steg sidste år til 1,3 pct. af BNP som følge af både de automatiske stabilisatorers indvirkning og betydelige skattnedsættelser i nogle eurolande. Euroområdets samlede budgetstilling forværredes for første gang siden 1993, hvorved de fleste lande ikke opfyldte målene i deres stabilitetsprogrammer fremsendt i slutningen af 2000. Den manglende opfyldelse af målene udgjorde i gennemsnit 0,7 pct. af BNP. Principielt gør stabilitets- og vækstpagtens regler det muligt at lade de automatiske stabilisatorer virke, hvis den økonomiske vækst afviger fra trenden. Hvis landene på mellemlangt sigt har opnået et budget i balance eller i overskud, er det meget usandsynligt, at normale konjunkturudsving vil medføre budgetunderskud på mere end 3 pct. af BNP, som er grænseværdien i traktaten. Det er derfor vigtigt, at de lande, der endnu ikke har opnået et budget i balance eller i overskud på mellemlangt sigt, bestræber sig på at nå det så hurtigt som muligt. Stabilitets- og vækstpagten var i denne forstand under pres

sidste år og i begyndelsen af i år, men den vedblev at fungere. Hvis landene ikke følger stabilitets- og vækstpagten og undlader at udnytte det økonomiske opsving til en væsentlig forbedring af deres budgetstilling, vil euroområdets finanspolitiske troværdighed lide et alvorligt knæk. Det får ikke kun negative konsekvenser for den økonomiske vækst på mellemlangt sigt, men vil desuden vanskeliggøre den pengepolitiske opgave med at fastholde prisstabilitet.

2001 var også tiåret for afslutningen på forhandlingerne om traktaten om Den Europæiske Union. Traktatens rammer for de makroøkonomiske politikker har fungeret godt i EU og euroområdet. Efter de uheldige oplevelser i 1970'erne og 1980'erne var traktatens ophavsmænd klar over, at penge- og finanspolitikken ikke skulle orienteres mod en finjustering af den økonomiske aktivitet, men mod at sikre stabile makroøkonomiske forhold. Kun på den måde er der grobund for varig økonomisk vækst. Derfor bør sigtet med pengepolitikken være at fastholde prisstabilitet, hvorimod finanspolitikken bør sikre sunde offentlige finanser.

Den potentielle vækstrate for euroområdet, som ECB har skønnet til 2-2,5 pct. p.a., kan kun forøges ved hjælp af strukturreformer, der forbedrer markedernes funktion. Et mere fleksibelt arbejdsmarked og en fortsat moderat lønudvikling er også yderst vigtige faktorer til nedbringelse af den uacceptabelt høje arbejdsløshedsprocent, som sidste år var 8,3 pct. I 2001 blev der gennemført en række tiltag (især med hensyn til produktmarkederne), hvoraf nogle kan tilskrives Det Europæiske Råds møde i Lissabon i marts 2000. På mødet betonedes vigtigheden af at gennemføre strukturreformer for at fremme økonomisk vækst og nedbringe arbejdsløsheden i EU. Det er nødvendigt at fremskynde indsatsen på disse områder. I årene fremover bliver den væsentligste udfordring for EU og euroområdet at gøre betydelige fremskridt med sådanne strukturreformer.

Udskiftningen af de nationale valutaer med euroen har rejst vigtige spørgsmål i forbindelse med distributionen af monetære indtægter i Eurosystemet. Eurosystemet består af ECB og de nationale centralbanker (NCBer) i eurolandene, som kollektivt udfører centralbankfunktionerne i euroområdet som helhed. I den forbindelse traf Styrelsesrådet i december sidste år beslutning om udstedelsen af eurosedler og fordelingen af monetære indtægter. Ifølge beslutningen skal ECB fra og med 2002 udstede 8 pct. af den samlede mængde eurosedler, mens udstedelsen af de resterende 92 pct. deles mellem Eurosystemets NCBer i overensstemmelse med deres andel af ECBs kapital. NCBernes møntningsgevinst ved udstedelsen af eurosedler medtages i de monetære indtægter, som skal lægges sammen og distribueres i overensstemmelse med reglerne i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank. For at dæmpe virkningen på NCBernes relative indtægtspositioner indføres den nye ordning gradvist i en overgangsperiode frem til 2007. Fra 2008 distribueres alle monetære indtægter mellem NCBerne i overensstemmelse med deres andel af ECBs kapital.

Ved udgangen af 2001 beskæftigede ECB i alt 1.043 medarbejdere fra alle 15 EU-lande, og det totale antal budgetterede stillinger var 1.118,5. Ved udgangen af 2000 var der til sammenligning 941 medarbejdere. Ifølge ECBs budget for 2002 forventes der en lille stigning til lidt over 1.150 i løbet af året. I lyset af erfaringerne fra ECBs første 3½ år er der sket en række organisatoriske ændringer. For at styrke synergien mellem forretningsområderne besluttede ECBs Direktion at ændre de enkelte direktionsmedlemmers ansvarsområder. Desuden er nogle funktioner inden for ECBs forretningsområder blevet ændret. Ændringerne afspejles i ECBs nye organisationsdiagram.

ECBs nettooverskud var i 2001 på 1.822 mio. euro.

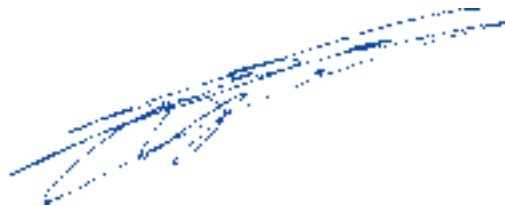
Denne årsberetning opsummerer ESCBs og Eurosystemets aktiviteter i 2001 og gennemgår pengepolitikken i 2001 og i begyndelsen af 2002. Desuden beskrives de mange spørgsmål, bl.a. af teknisk karakter, som opstod i forbindelse med oprettelsen og konsolideringen af Eurosystemet som euroområdets "centralbank".

Afslutningsvis vil jeg gerne vende tilbage til den historiske begivenhed, som afsluttede sidste år og markerede begyndelsen på dette år. Indførelsen af eurosedler og -mønter repræsenterer ikke kun sidste fase i den monetære integrationsproces, men giver også fornyet fremdrift til den økonomiske og finansielle integration i Europa. For det første tilskynder den øgede prisgennemsigthed som følge af overgangen til eurosedler og -mønter til mere grænseoverskridende handel og dermed til øget konkurrence. For det andet bliver folk mere opmærksomme på, at det indre marked ikke er fuldstændigt. Der er stadig lovgivningsmæssige, administrative og juridiske hindringer i forbindelse med varehandel, grænseoverskridende tjenesteydelser samt arbejdskraftens bevægelighed. Indførelsen af euroen – som skulle sætte kronen på værket med hensyn til det indre marked – vil bidrage til at fokusere på disse hindringer og fremme indsatsen for at afskaffe dem. Regeringerne i euroområdet har nu frivilligt givet afkald på deres nationale valutaer, og borgerne i euroområdet kan høste de økonomiske fordele ved at bruge en fælles valuta i et udvidet økonomisk område. Borgerne vil undre sig over, hvordan det er muligt at have en fælles valuta, men ikke at afskaffe andre barrierer mellem eurolandene. Den europæiske integration kan med andre ord blive en proces, der udvikler sig nedefra, iværksat af Europas borgere, snarere end en proces oppefra og ned, iværksat af poli-

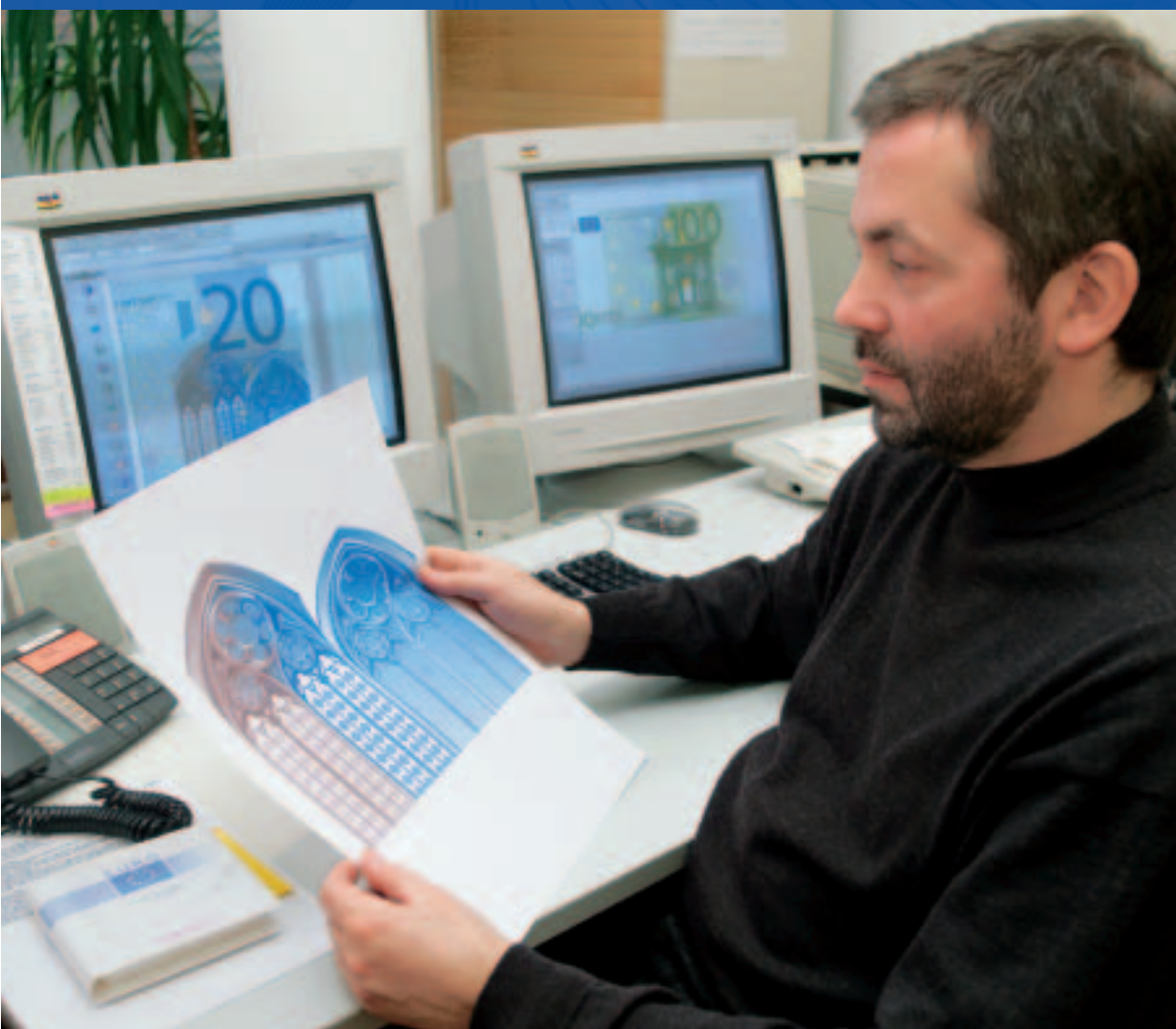
tikere og eksperter. Centralbankfolk får kun sjældent lejlighed til at spille en rolle i begivenheder som overgangen til eurosedler og -mønter, der fundamentalt kan omforme samfund og økonomien i disse samfund. Jeg har haft det privilegium at være formand for Eurosystemet, mens disse begivenheder fandt sted, og jeg vil gerne benytte

lejligheden til at udtrykke min tak til og stolthed over alle de tusinder af kolleger i ECB og NCB-erne, som har gjort de europæiske landes højtidelige aftaler og intentioner i Maastricht til en håndgribelig realitet.

Frankfurt am Main, marts 2002



Willem F. Duisenberg



Østrig: **Robert Kalina**, designer af eurosedlerne, under arbejdet i
Österreichische Nationalbank i Wien

Kapitel I

Den økonomiske udvikling og pengepolitikken

I Oversigt: Pengepolitiske beslutninger i 2001

I 2001 førtes euroområdet pengepolitik i et miljø, der bød på store udfordringer. En af de vanskeligste opgaver for ECBs Styrelsesråd var kravet om hurtig og nøjagtig vurdering af vækstudsigterne for euroområdet, der gradvis ændrede sig hovedsagelig som følge af den globale økonomiske afmatning og olie- og fødevarerprisstigningernes indvirkning på den disponible realindkomst. Opgaven kompliceredes yderligere af det globale stød i forbindelse med terrorangrebene i USA den 11. september, der øgede usikkerheden og forværrede den igangværende økonomiske afmatning i verdensøkonomien og euroområdet. Det kortsigtede inflationspres som følge af de forsinkede virkninger af importprisstigningerne i 2000 samt husdyrsygdommens indvirkning på priserne på uforarbejdede fødevarer i begyndelsen af 2001 gjorde det endnu sværere at føre pengepolitik. I dette miljø var Styrelsesrådets rentebeslutninger rettet mod at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt på grundlag af en vurdering af udsigterne i henhold til de to søjler i ECBs pengepolitiske strategi.

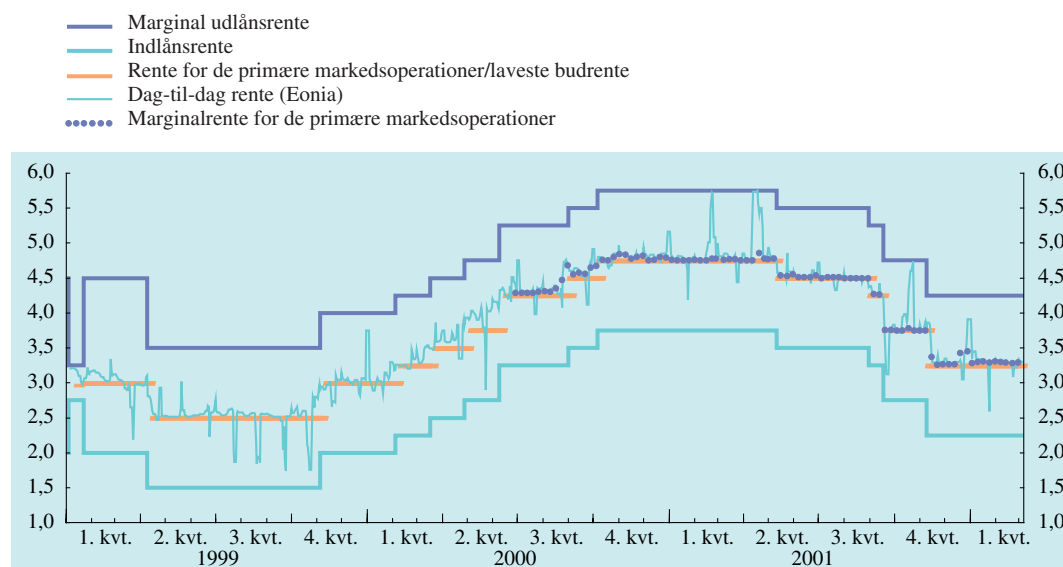
I begyndelsen af 2001 var ECBs officielle rentesatser de satser, der havde været gældende siden 5. oktober 2000, hvor Styrelsesrådet forhøjede dem med 25 basispoint, således at renten for Eurosystemets primære markedsoperationer blev forhøjet til 4,75 pct., og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten blev forhøjet til henholdsvis 5,75 pct. og 3,75 pct. (se figur 1). Det skete på baggrund af en vurdering, der tydede på opadrettede risici for prisstabiliteten. Som følge af stigningerne i oliepriserne og euroens depreciering i 1999 og størstedelen af 2000 havde inflationen i nogle måneder ligget over et niveau, der var foreneligt med prisstabilitet. De fleste prognoser forventede på daværende tidspunkt en fortsat kraftig økonomisk vækst både i og uden for euroområdet. Det øgede risikoen for, at inflationsstigningen ville få en langvarig indvirkning i form af anden runde-effekter via lønstigninger. Desuden indikerede udviklingen i pengemængde- og kreditmålene risiko

for et opadrettet inflationspres på baggrund af den stadig robuste vækst.

I løbet af 2001 aftog risiciene for prisstabiliteten gradvis. Hvad angår den første søjle, begyndte væksten i M3 allerede at falde i løbet af 2000, og den aftog yderligere i begyndelsen af 2001. Faldet skyldtes hovedsagelig en markant nedgang i ekspansionen i de mest likvide komponenter i M3, hvilket afspejlede indvirkningen af den gradvise stigning i ECBs officielle rentesatser siden november 1999. Den årlige vækstrate for udlån til den private sektor faldt også fra begyndelsen af 2001. Afdæmpningen i pengemængde- og kreditmålene tydede på mere afbalancerede monetære risici for prisstabiliteten.

I slutningen af 2000 var der også svage tegn på, at de officielle tal for pengemængdevæksten blev forvredet i opadgående retning som følge af køb af omsættelige instrumenter i M3 foretaget af residenter uden for euroområdet. Et skøn over disse forvriddinger, som forelå kort inden Styrelsesrådets første møde i maj 2001, indebar betydelige beløb – nemlig op til 1 procentpoint af den årlige M3-vækst – som var steget med tiden og nu var højere end hidtil antaget. På baggrund af disse faktorer var væksten i M3 tilsyneladende mindre markant end hidtil antaget, og de første estimater af den korrigerede M3-vækst lå allerede fra sidst i 2000 under referenceværdien på 4½ pct. (Disse forvriddinger kunne først elimineres helt fra de officielle statistikker i november 2001).

Hvad angår den anden søjle, viste den globale økonomi i slutningen af 2000 tegn på svaghed, navnlig begyndende tegn på en nedgang i USA og en forværring af den japanske økonomi. Begge dele gav anledning til voksende usikkerhed vedrørende vækstudsigterne for andre dele af verden. De første tegn på, at euroområdet økonomi var påvirket af denne udvikling, sås i de sektorer, der var mest eksponeret over for eksterne forhold. Væksten i industriproduktionen be-

Figur 1**ECB-renter og pengemarkedsrenter***(I pct. p.a.; daglige data)*

Kilde: ECB.

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

gyndte at aftage fra begyndelsen af 2001, og alle foreliggende undersøgelser af de økonomiske forhold pegede også i retning af en vis nedgang i den økonomiske aktivitet i de første måneder af 2001. Samtidig forventedes forbruget fortsat at være robust som følge af den kraftige beskæftigelsesvækst samt skattemæssige ændringer i en række lande. Alt i alt blev det mere og mere tydeligt, at væksten i realt BNP i euroområdet var faldende, men flere institutioners prognoser fra 1. halvår 2001 samt Eurosystemets stabs fremskrivninger pegede i retning af et forventet fald i væksten i realt BNP i euroområdet i 2001 i retning af et niveau, der stort set var i overensstemmelse med trenden i den potentielle vækst. I lyset af de internationale økonomiske udsigter var disse fremskrivninger dog i stigende grad forbundet med nedadrettede risici.

En anden faktor, der virkede afdæmpende på vækstudsigterne, især udsigterne for væksten i det private forbrug, var den yderligere stigning i HICP-inflationen i euroområdet i begyndelsen af 2001. Det modvirkede den positive virkning på husholdningernes disponible indkomst som følge

af skattemæssige ændringer i en række eurolande i slutningen af 2000 og begyndelsen af 2001. Den årlige HICP-inflation, der var 2,4 pct. i januar 2001, tiltog til et toppunkt på 3,4 pct. i maj 2001. Stigningen kunne hovedsagelig tilskrives stigninger i priserne på uforarbejdede fødevarer i forbindelse med husdyrsygdomme i en række eurolande samt forsinkede virkninger af tidligere stigninger i oliepriserne og euroens depreciering, der havde arbejdet sig igennem producentpriserne. Som følge af disse indirekte effekter steg også HICP-inflationen ekskl. uforarbejdede fødevarer og energi støt i begyndelsen af 2001. Disse prisstigninger i euroområdet gav anledning til en vis bekymring i forbindelse med pengepolitikken, eftersom de også indebar opadrettede risici for inflationsudsigterne på mellemlangt sigt, især i form af mulige anden runde-effekter via lønninger.

Bekymringen for sådanne anden runde-effekter forsvandt dog, efterhånden som udsigterne for euroområdets økonomi forværredes yderligere. De dårlige udsigter for den økonomiske vækst betød både lavere inflationspres fra indenlandsk

efterspørgsel og mindre inflationsrisici fra lønninger. På baggrund heraf, og fordi lønstigningerne hidtil havde været moderate, og reviderede M3-tal viste en betydelig afdæmpning af pengemængdevæksten, besluttede Styrelsesrådet på mødet den 10. maj 2001 at nedsætte ECBs officielle rentesatser med 25 basispoint.

Den økonomiske aktivitet i euroområdet aftog yderligere i de efterfølgende måneder. Nedgangen skyldtes hovedsagelig et fald i eksporten og investeringsvæksten i euroområdet som følge af den globale afmatning og aftagende forbrugsvækst. Desuden aftog det kortsigtede pres på priserne. Under disse forhold stabiliserede væksten i M3 sig fra 2. kvartal 2001 efter en periode med fald og begyndte herefter at stige. Af flere årsager blev denne stigning dog ikke fortolket, som om den indebar risici for inflationen. For det første afspejlede en del af M3-vækststigningen de økonomiske aktørers øgede transaktionsefterspørgsel med henblik på at tilpasse sig tidligere stigninger i energi- og fødevarerpriserne. For det andet skete den kraftige M3-vækst i en periode, hvor rentekurven var forholdsvis flad, hvilket gjorde det mere attraktivt at have kortfristede aktiver end langfristede. For det tredje var der tegn på, at mange investorer som følge af det fortsatte fald i aktiekurserne fra foråret 2000 og usikkerheden på de finansielle markeder foretrak sikrere og mere likvide kortfristede aktiver, fx indskud. Endelig skal det bemærkes, at den kraftige vækst i de officielle M3-tal stadig til dels blev forvrænget af beholdninger af omsættelige instrumenter hos residenter uden for euroområdet. Alle disse faktorer samt det yderligere fald i væksten i udlån til den private sektor tydede på, at oplysningerne ifølge den første søjle var forenelige med fastholdelse af prisstabilitet på mellemlangt sigt. På baggrund af den stadig tydeligere svækkelse af den økonomiske aktivitet og lavere inflationspres besluttede Styrelsesrådet den 30. august 2001 at nedsætte ECBs officielle rentesatser med yderligere 25 basispoint.

Terrorangrebene i USA den 11. september udgjorde et betydeligt stød til verdensøkonomien og truede de finansielle markeds funktion.

Umiddelbart efter terrorangrebene traf Eurosystemet foranstaltninger til at sikre, at de finansielle markeder fortsat fungerede normalt. Eurosystemet udførte flere likviditetstilførende finjusterende markedsoperationer, der stabiliserede pengemarkederne i euroområdet på få dage. Desuden bidrog Eurosystemet via en valuta-swapaftale mellem ECB og Federal Reserve i USA til at afhjælpe manglen på likviditet i amerikanske dollar hos euroområdets banker (se kapitel II).

Terrorangrebene øgede usikkerheden verden over og kunne derfor forstærke den allerede nedadgående tendens i den økonomiske aktivitet. Det svagere internationale miljø påvirkede den udenlandske efterspørgsel i euroområdet negativt og hæmmede erhvervsinvesteringerne. Den øgede usikkerhed kunne endvidere påvirke forbrugsvæksten. Eftersom udsigterne for den økonomiske vækst i euroområdet allerede var forværret inden terrorangrebene, betød disse omstændigheder, at de nedadrettede risici for den økonomiske vækst øgedes, og inflationspresset forventedes at aftage yderligere. Efter et ekstraordinært møde afholdt som telekonference den 17. september nedsatte Styrelsesrådet derfor ECBs officielle rentesatser med 50 basispoint i overensstemmelse med en tilsvarende beslutning i Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC). Beslutningen var en reaktion på usædvanlige omstændigheder og afspejlede Styrelsesrådets overbevisning om, at der var behov for en hurtig og samlet reaktion på dette fælles globale stød. Den afspejlede også opfattelsen af lavere inflationspres i euroområdet og var dermed fuldt forenelig med ECBs pengepolitiske strategi.

I den efterfølgende periode indikerede de foreliggende data, især i forbindelse med den anden søjle i den pengepolitiske strategi, et yderligere fald i inflationspresset på mellemlangt sigt. Efter angrebene den 11. september blev det mere og mere tydeligt, at den økonomiske afmatning i euroområdet ville vare længere og være mere udtalt end tidligere antaget. Den udenlandske efterspørgsel forventedes at falde yderligere, og

usikkerheden som følge af terrorangrebene forventedes at forsinke opsvinget i investeringer i euroområdet og påvirke det indenlandske private forbrug negativt. Alle disse elementer gav anledning til at antage, at den økonomiske aktivitet ville være afdæmpet i 2. halvår 2001, og at væksten i realt BNP også ville være svag i begyndelsen af 2002.

Samtidig aftog virkningen af de prisstød, der stammede fra stigningerne i oliepriserne og euroens depreciering i 1999 og 2000 og stigningerne i fødevarerpriserne i begyndelsen af 2001 gradvis. HICP-inflationen faldt derfor støt i slutningen af 2001. Faldet i inflationspresset bidrog formentlig til at stabilisere inflationsforventningerne, da den tidligere inflationsstigning viste sig at være forbigående. Denne udvikling forventedes imidlertid sammen med afmatningen i den økonomiske aktivitet at medføre en fortsat moderat lønudvikling.

Denne vurdering var i god overensstemmelse med analysen af de monetære data. Efter den 11. september tiltog væksten i M3 endnu en gang kraftigt, men opfattelsen var, at det overvejende afspejlede skift i private investorers porteføljer fra aktier og andre langfristede finansielle aktiver til mere likvide, forholdsvis sikre kortfristede aktiver i M3. Disse skift blev opfattet som investorernes reaktion på den øgede usikkerhed på de finansielle markeder, og Styrelsesrådet skønnede derfor, at de kun ville have midlertidig indvirkning på væksten i M3, således at de ikke var tegn på et fremtidigt inflationspres. Denne vurdering blev underbygget af det fortsatte fald i den årlige vækst i kreditgivning til den private sektor. På denne baggrund besluttede Styrelsesrådet den 8. november at nedsætte ECBs officielle rentesatser med yderligere 50 basispoint. Efter denne beslutning var den laveste budrente for de primære markedsoperationer 3,25 pct., og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten var henholdsvis 4,25 pct. og 2,25 pct.

På mødet den 8. november besluttede Styrelsesrådet også, at det fremover – som hovedregel – kun ville vurdere ECBs pengepolitik og træffe

rentebeslutninger på månedens første møde. Styrelsesrådet meddelte, at månedens andet møde ville dreje sig om ECBs og Eurosystemets øvrige opgaver og ansvarsområder.

På mødet den 6. december foretog Styrelsesrådet sin regelmæssige gennemgang af referenceværdien for M3-væksten og fastholdt værdien 4½ pct. for det brede pengemængdemål, M3. Beslutningen var baseret på ECBs definition af prisstabilitet og uændrede antagelser om en trend i den potentielle vækst på 2-2½ pct. om året og en faldende trend i M3s omløbshastighed på ½-1 pct. om året i euroområdet. Det blev fremhævet, at referenceværdien vedrører det mellemlange sigt. Midlertidige afvigelser i M3 fra et niveau, der er i overensstemmelse med de bestemmende faktorer på langt sigt, kan forekomme på baggrund af en usædvanlig økonomisk udvikling. Den kraftige udvikling i M3-væksten i slutningen af 2001 bør vurderes i lyset heraf. Den skete i et økonomisk og finansielt miljø, der var præget af stor usikkerhed, og indikerer derfor ingen opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt. Det blev også understreget, at en eventuelt tilbageværende overskudslikviditet i økonomien, når den nuværende økonomiske og finansielle markedsusikkerhed er væk, bør vurderes nøje med henblik på, om den signalerer risici for prisstabiliteten.

I slutningen af 2001 og begyndelsen af 2002 bekræftede de foreliggende data Styrelsesrådets tidligere forventninger med hensyn til de økonomiske udsigter i euroområdet og dermed også de tidligere fremadskuende pengepolitiske beslutninger. Væksten i realt BNP viste sig at være tæt på nul i 3. kvartal 2001, og adskillige indikatorer pegede i retning af svag økonomisk aktivitet i 4. kvartal 2001 og begyndelsen af 2002. Samtidig var der forventninger om et generelt opsving i den økonomiske vækst i løbet af 2002. Disse forventninger afspejledes i internationale institutioners foreliggende prognoser og i Eurosystemets stabs fremskrivninger, som blev offentliggjort i december 2001. En række faktorer underbyggede denne opfattelse. Først og fremmest var der ingen større ubalancer i euroområ-

det, som krævede en langvarig tilpasningsproces. Eftersom den usikkerhed, der overskyggede verdensøkonomien, forventedes at aftage med tiden, ansås de sunde grundlæggende økonomiske forhold og de gunstige finansieringsforhold i euroområdet for en god grobund for et opsving. Desuden forudsås det, at det fortsatte fald i forbrugerpris-inflationen ville påvirke den disponible realindkomst positivt og dermed understøtte den indenlandske efterspørgsel. Alt i alt tydede de foreliggende data i begyndelsen af 2002 på, at

den økonomiske aktivitet ville rette sig, selv om det var usikkert, hvornår opsvinget ville finde sted, og hvor kraftigt det ville være.

I begyndelsen af 2002 bekræftede alle oplysninger, herunder alle foreliggende prognoser og Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger, den opfattelse, at den årlige HICP-inflation ville stabilisere sig på et niveau under 2 pct. på mellemlangt sigt.

2 Den monetære og finansielle udvikling

2.1 Den monetære udvikling

Kraftig stigning i M3-væksten skyldtes særlige faktorer

Den årlige vækstrate for det brede pengemængdemål, M3, var i gennemsnit 5,5 pct. i 2001 i forhold til 4,9 pct. i 2000. Efter et betydeligt fald fra foråret 2000 til begyndelsen af 2001 tiltog væksten i M3 dog markant i løbet af 2001 fra et lavpunkt på 3,8 pct. i marts til 8,0 pct. i december (se figur 2). Den betydelige stigning i M3-væksten betød, at det 3-måneders glidende gennemsnit af de årlige vækstrater for M3 fra og med 2. kvartal 2001 lå over referenceværdien på 4½ pct. Det 3-måneders glidende gennemsnit af de årlige vækstrater for M3 var i perioden oktober-december 2001 7,8 pct. i forhold til 4,1 pct. i samme periode i 2000.

Den kraftige stigning i M3-væksten i løbet af 2001 kan tilskrives en række faktorer. Stigningen i energi- og fødevarerpriserne øgede de økonomiske aktørers transaktionsefterspørgsel, og den tiltagende M3-vækst kan delvis ses som en normalisering efter den afdæmpede vækst i pengemængden i slutningen af 2000 og begyndelsen af 2001.

Disse to faktorerers indflydelse kan illustreres ved hjælp af likviditetsmål som det nominelle og det reale pengegab. I figur 3 defineres det nominelle pengegab som forskellen mellem det faktiske

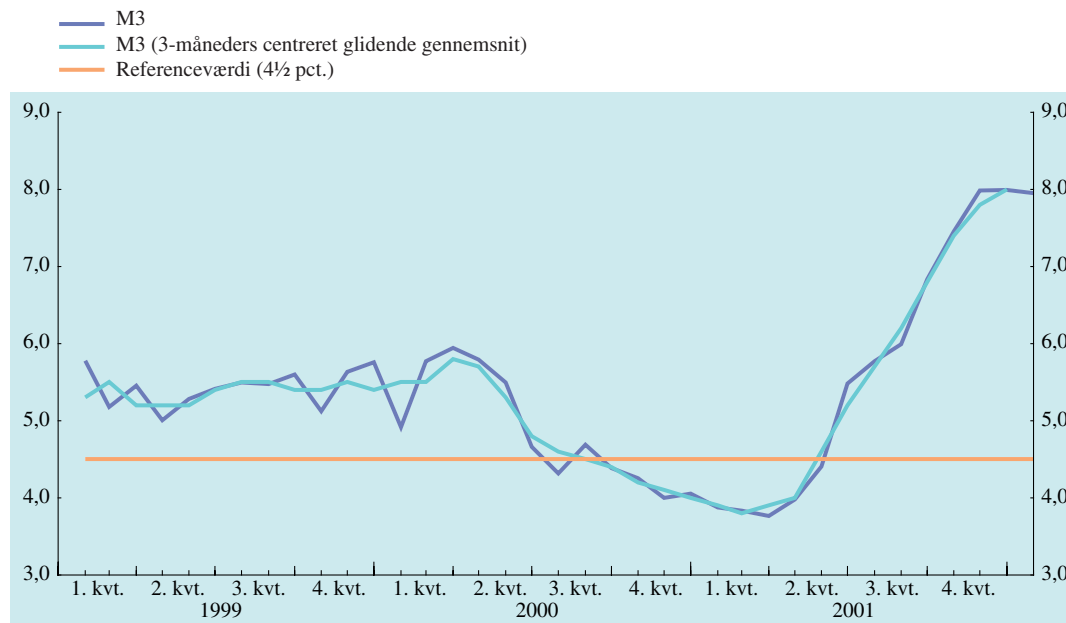
M3-niveau og det M3-niveau, som ville have været tilfældet med en pengemængdevækst i overensstemmelse med referenceværdien siden december 1998 (referenceperioden). Det reale pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau deflateret med HICP og det reale M3-niveau, som ville have været tilfældet med den potentielle vækst på mellemlangt sigt og trenden i M3s omløbshastighed, også her med perioden siden december 1998 som referenceperiode. Ved en fortolkning af det nominelle og det reale pengegab skal der tages højde for det noget tilfældige valg af referenceperiode. Som det fremgår af figur 3, øgedes forskellen mellem de to mål mellem begyndelsen af 2000 og 2. kvartal 2001, hvilket skyldtes inflationsstigningen som følge af de højere energi- og fødevarerpriser. Det deraf følgende højere prisniveau kombineret med svag M3-vækst medførte et lavt realt pengegab i slutningen af 2000 og begyndelsen af 2001, hvilket tydede på, at niveauet for realt M3 var utilstrækkeligt i den pågældende periode. En del af stigningen i M3-væksten i 2001 skyldtes således formentlig en "catch-up"-effekt og en transaktionsefterspørgsel, der var kraftigere end nødvendigt for at bringe de nominelle pengebeholdninger op på det ønskede niveau igen.

Den forholdsvis flade rentekurve var endnu en faktor, der i hvert fald indtil august bevirkede, at euroområdet investorer uden for MFI-sektoren foretrak mere likvide aktiver i 2001. Kortfristede

Figur 2

Vækst i M3 og referenceværdien

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

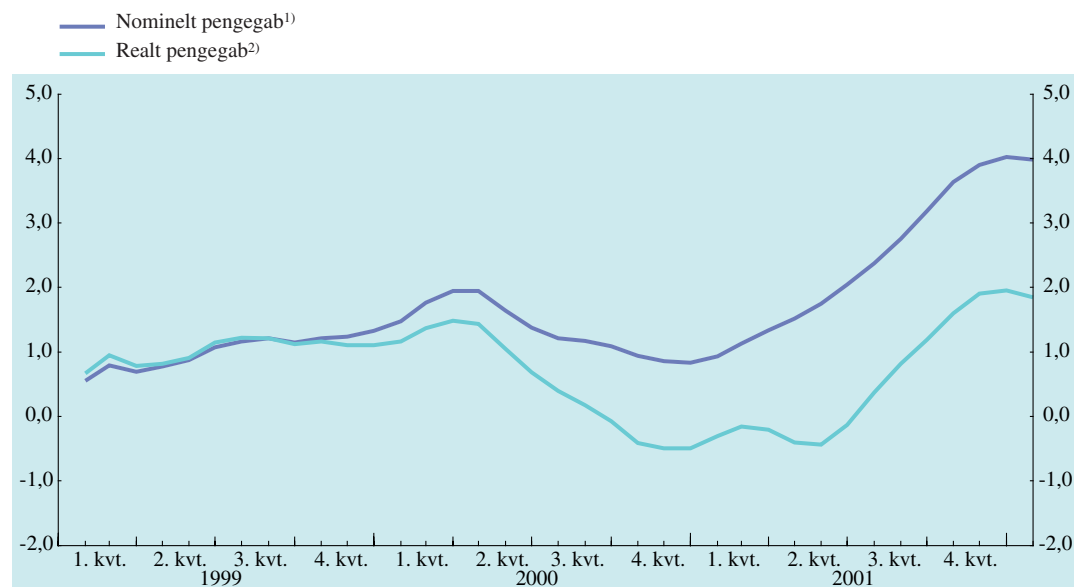


Kilde: ECB.

Figur 3

Estimer for det nominelle og det reale pengegab

(I pct. af M3; 3-måneders glidende gennemsnit)



Kilde: ECB.

1) Faktisk M3s afvigelse fra det niveau, som er i overensstemmelse med referenceværdien for pengemængdevæksten. December 1998 benyttes som referenceperiode.

2) Det nominelle pengegab minus forbrugerprisernes afvigelse fra definitionen af prisstabilitet. December 1998 benyttes som referenceperiode.

Tabel I**Komponenter i M3***(Ændring i pct. år/år; kvartalsvise gennemsnit)*

	2000 4. kvrt.	2001 1. kvrt.	2001 2. kvrt.	2001 3. kvrt.	2001 4. kvrt.	2002 jan.
<i>Sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter</i>						
M1	5,6	2,6	2,4	3,9	5,4	6,6
heraf: Sedler og mønter i omløb	1,9	-1,2	-3,2	-7,5	-18,5	-26,2
heraf: Indlån på anfordring	6,4	3,4	3,5	6,3	10,3	13,2
M2-M1 (= andre kortfristede indskud)	2,2	3,4	4,4	4,9	5,8	6,8
M2	3,8	3,1	3,4	4,5	5,6	6,7
M3-M2 (= omsættelige instrumenter)	6,5	9,4	10,3	16,2	20,9	16,0
M3 ¹⁾	4,2	3,9	4,3	6,0	7,6	7,9
<i>Ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter</i>						
Sedler og mønter i omløb	1,8	-1,3	-3,3	-7,4	-18,4	-26,1
Indlån på anfordring	6,4	3,3	3,9	6,2	10,1	13,1
Tidsindskud med en løbetid på op til 2 år	12,6	15,3	14,0	10,9	6,9	4,1
Indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder	-4,9	-4,7	-2,6	0,5	5,0	8,7
Genkøbsforretninger	10,3	20,7	15,5	20,5	19,7	3,0
Aktier/andele i pengemarkedsforeninger	1,8	5,4	11,2	20,5	30,2	35,2
Pengemarkedspapirer og gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år	12,1	6,3	1,3	0,9	2,2	-4,6

Kilde: ECB.

1) Serierne er korrigeret for beholdninger af omsættelige instrumenter hos residenter uden for euroområdet.

aktiver, der forrentes til en sats tæt på pengemarkedsrenten, var således mere attraktive end langfristede aktiver i størstedelen af 2001. Mens rentekurven gradvis blev stejlere fra sensommeren 2001 efter ECBs nedsættelser af de officielle renter, medførte den dermed forbundne nedgang i de korte markedsrenter et fald i offeromkostningerne ved at besidde instrumenter medregnet i M3, især instrumenter med lav eller ingen forrentning såsom indlån på anfordring, frem for andre kortfristede aktiver, der ikke indgår i M3 (fx korte statspapirer), hvilket yderligere underbyggede den kraftigere M3-vækst i slutningen af 2001.

Endelig var udviklingen i M3 i 2001 tilsyneladende påvirket af udviklingen på aktiemarkedene. De vedvarende svage globale aktiemarkeder mellem marts 2000 og september 2001 synes gradvis at have øget investorernes risikoaversion med hensyn til at besidde aktier. Det medførte igen porteføljeskift fra aktier til lavrisikoaktiver hos euroområdets investorer uden for MFI-sektoren. Senere på året medførte den stærkt øgede usikkerhed på aktiemarkedene efter terrorangrebene den 11. september også en kraftig efterspørgsel efter sikre og likvide aktiver.

Ovennævnte faktorer tyder alt i alt på, at der ikke skal lægges for stor vægt på den kraftige pengemængdevækst i 2001. Så længe disse faktorer er midlertidige, anses de ikke for at signalere risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt.

En nærmere undersøgelse af komponenterne i M3 viser, at den årlige ændringstakt i sedler og mønter i omløb faldt betydeligt i 2001 (se tabel I). Denne udvikling afspejlede i høj grad den tiltagende effekt af den forestående overgang til eurosedler og -mønter (se boks I). Den årlige vækstrate for indlån på anfordring var meget afdæmpet i de første fire måneder af 2001, men steg derefter betydeligt, navnlig i 2. halvår. Ligesom det er tilfældet med M3 som helhed, kan den tiltagende vækst i indlån på anfordring til dels ses som en "catch-up"-effekt efter den tidligere svage vækst og som tilpasning til det højere prisniveau, især fordi der er tale om meget likvide komponenter, som er tæt relateret til transaktioner. Desuden er der tegn på, at tidligere beholdninger af sedler og mønter i høj grad kan være omlagt til indlån på anfordring. Den kraftige stigning i indlån på anfordring, især fra og med september, var også forbundet med den store usikkerhed på de finansielle markeder, da inve-

storerne tilsyneladende har benyttet indlån på anfordring til "parkering" af penge i et begrænset tidsrum.

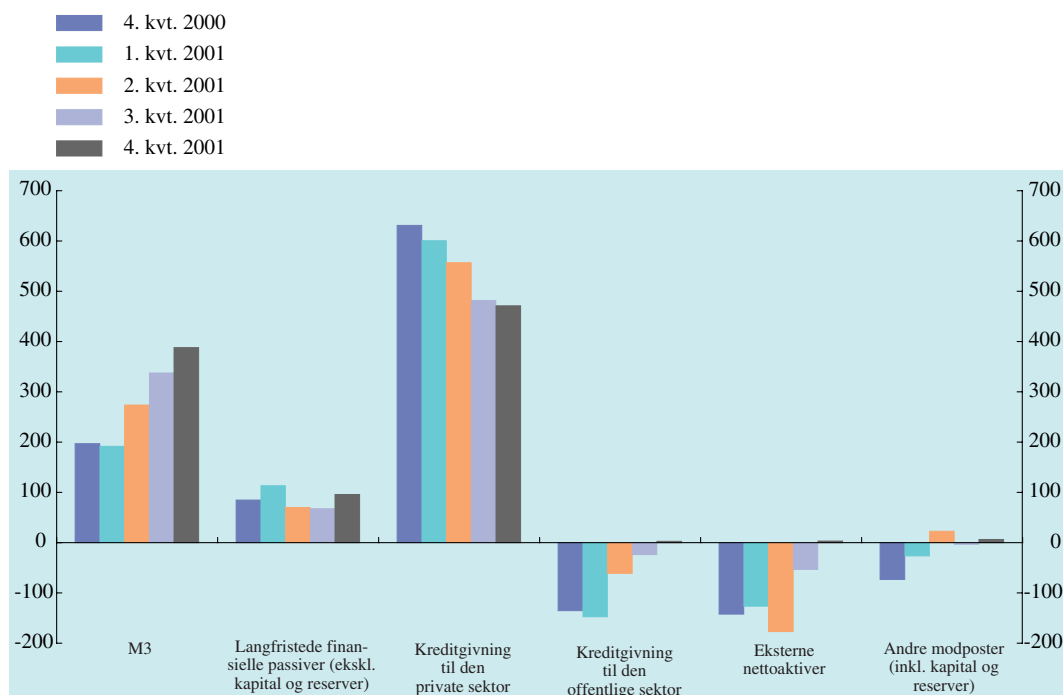
Den årlige vækstrate for omsættelige instrumenter i M3 steg også markant til 20,9 pct. i 4. kvartal 2001 i forhold til 6,5 pct. i 4. kvartal året før. Stigningen skyldtes formentlig primært porteføljeskift som følge af udviklingen på de globale aktiemarkeder og den forholdsvis flade rentekurve i euroområdet i størstedelen af året. Omsættelige instrumenter er særligt velegnede til parkering af penge, da de er likvide, indebærer lav risiko og forrentes til en sats, som er tæt på markedsrenten og dermed typisk højere end forrentningen af kortfristede bankindskud. Inden for omsættelige instrumenter var stigningen i den årlige vækstrate for andele i pengemarkedsforeninger særlig kraftig i 4. kvartal 2001 (30,2 pct. i forhold til 1,8 pct. i 4. kvartal 2000).

Endelig tiltog den årlige vækstrate for andre kortfristede indskud end indlån på anfordring og-

så i 2001. Dermed fortsatte den stigende tendens fra begyndelsen af 2000. Stigningen dækker dog over modsatrettede tendenser inden for kortfristede opsparingsindskud (dvs. indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder) og kortfristede tidsindskud (dvs. tidsindskud med en løbetid på op til 2 år). Mens den årlige ændringstakt i kortfristede opsparingsindskud steg kraftigt (fra -4,9 pct. i 4. kvartal 2000 til 5,0 pct. i 4. kvartal 2001), afdæmpedes den årlige vækst i kortfristede tidsindskud betydeligt, hovedsagelig i 2. halvår (fra 12,6 pct. i 4. kvartal 2000 til 6,9 pct. i 4. kvartal 2001). Dette mønster afspejlede udviklingen i disse M3-komponenters renter, som medførte en ændring i deres relative fordelagtighed i 2001. Fra slutningen af 2000 indsnævredes spændet mellem renterne for kortfristede tidsindskud og kortfristede opsparingsindskud faktisk med 80 basispoint til 60 basispoint i december 2001, hvilket var udtryk for, at udviklingen i tidsindskud lå tættere på det gradvise fald i de korte renter i 2001. Kortfristede opsparingsindskud blev dermed relativt mere attraktive.

Figur 4
Bevægelser i M3 og dets modposter

(Årlige strømme; mia. euro; ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

I januar 2002 aftog den årlige vækstrate for M3 til 7,9 pct. fra 8,0 pct. i december 2001. 3-måneders gennemsnittet af de årlige vækstrater for det brede pengemængdemål, M3, steg til 8,0 pct. i perioden november 2001-januar 2002 fra 7,8 pct. i perioden oktober-december 2001. Stigningen dækkede dog over en nedgang i kortsigtdynamikken i M3 som indikeret ved et fald i 6-måneders vækstraten på årsbasis til 8,1 pct. fra 8,7 pct. i december og 9,7 pct. i november 2001.

Nedgang i kreditgivningen til den private sektor

Figur 4 giver et overblik over udviklingen i M3 og dets modposter i 2001. Figuren viser, at den kraftige stigning i M3-væksten blev ledsaget af faldende (men stadig forholdsvis robust) vækst i kreditgivningen, afdæmpet vækst i langfristede finansielle passiver og en stigning i de eksterne nettoaktiver. Det står i skarp modsætning til situationen i 1999, hvor den kraftige M3-vækst blev ledsaget af høj vækst i kreditgivningen, markant vækst i langfristede finansielle passiver og et kraftigt fald i MFlernes eksterne nettoaktiver.

En nærmere undersøgelse af dette mønster med udviklingen i kreditgivningen som udgangspunkt viser, at den årlige gennemsnitsvækst i MFlernes samlede kreditgivning til residenter i euroområdet faldt til 5,5 pct. i 2001 fra 7,1 pct. i 2000. Det dækkede over modsatrettede tendenser i kreditgivning til henholdsvis den offentlige og den private sektor.

Kreditgivningen til den offentlige sektor steg kraftigt i løbet af 2001 og viste kun et lille årligt fald i 4. kvartal (0,5 pct.), hvilket står i modsætning til det store årlige fald (7,0 pct.) i 4. kvartal 2000 (se tabel 2). Det markant mindre fald kan til dels skyldes det øgede finansieringsbehov i den offentlige sektor i euroområdet som helhed på baggrund af forværrede offentlige budgetsaldi.

Den årlige vækstrate for MFlernes kreditgivning til den private sektor faldt derimod i løbet af 2001 til 6,9 pct. i 4. kvartal fra 10,5 pct. i 4. kvartal 2000. Det afspejlede den betydelige nedgang i den årlige vækstrate for udlån til den private sektor til 6,5 pct. i 4. kvartal 2001 fra 9,6 pct. i 4. kvartal året før. Den kvartalsvise sektorfordeling af udlån fra MFlere i euroområdet til den ikke-

Tabel 2

M3s modposter

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

	2000 4. kvrt.	2001 1. kvrt.	2001 2. kvrt.	2001 3. kvrt.	2001 4. kvrt.	2002 jan.
Langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver)	3,6	3,8	3,1	2,2	2,8	2,9
Tidsindsud med en løbetid på over 2 år	0,9	-0,1	-0,1	-0,4	-0,2	-0,0
Indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder	10,9	12,2	8,2	1,2	-5,7	-11,5
Gældsinstrumenter med en løbetid på over 2 år	5,2	6,3	5,2	4,3	5,8	6,2
Kreditgivning til residenter i euroområdet	6,0	5,6	5,4	5,6	5,2	5,3
Kreditgivning til den offentlige sektor	-7,0	-7,3	-5,3	-1,9	-0,5	1,7
Værdipapirer undtagen aktier	-10,5	-12,3	-8,2	-2,3	-0,5	4,3
Udlån	-1,9	-0,1	-1,3	-1,4	-0,8	-1,8
Kreditgivning til andre residenter i euroområdet	10,5	9,8	8,8	7,8	6,9	6,3
Værdipapirer undtagen aktier	17,8	18,7	23,4	24,3	24,0	24,2
Aktier og porteføljeaktier	17,5	13,6	7,9	4,5	3,1	3,5
Udlån	9,6	9,1	8,3	7,4	6,5	5,8
<i>Memopost: Udlån fordelt efter sektor (ultimo kvartalet)¹⁾</i>						
<i>Til ikke-finansielle selskaber</i>	10,9	10,0	9,0	7,4	6,3	.
<i>Til husholdninger</i>	7,4	6,6	6,3	6,0	5,3	.
<i>Forbrugerkredit²⁾</i>	7,8	4,5	5,2	3,6	3,7	.
<i>Udlån til huskøb²⁾</i>	8,6	8,3	7,7	7,8	6,6	.
<i>Udlån i øvrigt</i>	3,5	3,1	2,7	2,1	2,5	.

Kilde: ECB.

1) Vækstraterne er beregnet på grundlag af strømdata. Sektorerne svarer til definitionerne i ENS95. Yderligere oplysninger findes i fodnoten til tabel 2.5 i afsnittet "Statistik for euroområdet" i ECB Månedsoversigt og de relevante tekniske noter. Uoverensstemmelse mellem tallene skyldes afrunding.

2) Definitionerne på forbrugerkredit og udlån til huskøb er ikke konsekvent i hele euroområdet.

Boks I

Effekten af overgangen til eurosedler og -mønter på sedler og mønter i omløb og M3

Udviklingen i sedler og mønter i omløb i 2001 var stærkt påvirket af den forestående overgang til eurosedler og -mønter den 1. januar 2002. Fra december 2000 til december 2001 faldt sedler og mønter i omløb med 116 mia. euro, hvilket svarer til en årlig vækstrate på -32,2 pct. Som vist på figuren nedenfor er dette fald alt for kraftigt til, at det kan forklares ved den økonomiske afmatning. I 11 ud af 12 eurolande blev der i denne periode observeret en nedgang i sedler og mønter i omløb.

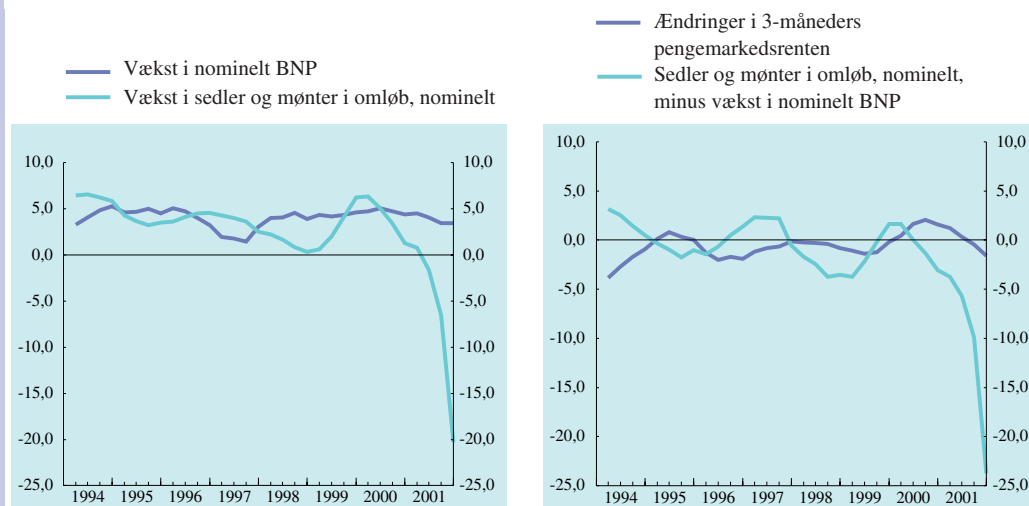
Med henblik på en analyse af faldet i sedler og mønter i omløb i 2001 kan året opdeles i to forskellige perioder: De første tre kvartaler og det sidste kvartal. Hovedårsagen til faldet i sedler og mønter i omløb i de første tre kvartaler af 2001 var formentlig, at de økonomiske aktører i euroområdet afviklede deres eksisterende beholdninger af sedler og mønter. Det medførte især et fald i sedler med en høj værdi. Tilbagestrømningen af sedler i de tidligere nationale valutaer fra udlandet spillede også en rolle. Denne virkning var formentlig særlig udtalt i Tyskland, eftersom D-marken blandt de tidligere nationale valutaer tegnede sig for den største andel i omløb uden for euroområdet. Der var da også tale om et kraftigere fald i D-mark i omløb end i de øvrige tidligere nationale valutaer tilsammen. (Den årlige vækstrate for D-mark i omløb var -46,4 pct. i forhold til -25 pct. for de øvrige tidligere nationale valutaer tilsammen i december 2001).

I 4. kvartal 2001, især i december, var nedgangen i sedler og mønter i omløb mere udbredt og påvirkede både sedler med høj og lav værdi. Foruden faldet i indenlandske beholdninger af sedler og tilbagestrømningen af sedler i de tidligere nationale valutaer fra udlandet kan der også til en vis grad have været tale om en reduktion af beholdninger af sedler og mønter til transaktioner med henblik på overgangen til eurosedler og -mønter. Der er desuden tegn på, at tilbagestrømningen af sedler i de tidligere nationale valutaer fra udlandet, især D-mark, tiltog mod slutningen af 2001.

Der er meget, der tyder på, at faldet i sedler og mønter i omløb i 2001 har medført betydelig substitution mellem sedler og mønter og kortfristede indskud, der medregnes i M3. Væksten i indlån på anfordring, som er den nærmeste substitut for sedler og mønter, tiltog især i løbet af 2001. Trods det kraftige fald i sedler og mønter i omløb kan effekten af overgangen til eurosedler og -mønter på pengemængdemålene, især M3, således antages at være begrænset.

Sedler og mønter i omløb, BNP og offeromkostninger

(Forskel i procentpoint år/år eller ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Endelig understreger overgangen til eurosedler og -mønter betydningen af dels anvendelsen af sedler og mønter som indenlandsk værdiopbevaringsmiddel, dels sedler og mønter i omløb hos residerter uden for euroområdet. Data fra begyndelsen af 2002 om distribution af eurosedler til residerter i og uden for euroområdet kan benyttes som foreløbig indikation af efterspørgslen efter eurosedler blandt residerter uden for euroområdet. Data om de forskellige kanaler for den indledende distribution af sedler til residerter uden for euroområdet (forhåndsdistribution via euroområdets NCBER, videredistribution og distribution af sedler via euroområdets kreditinstitutter) tyder på, at den indledende distribution af sedler og mønter til residerter uden for euroområdet nåede 5 mia. euro ved udgangen af december 2001, dvs. 4 pct. af det samlede distribuerede beløb. Der er yderligere tegn på, at et tilsvarende beløb blev distribueret til residerter uden for euroområdet i januar 2002.

finansielle private sektor viser, at væksten i både udlån til ikke-finansielle selskaber og udlån til husholdninger faldt i 2001 (se tabel 2). Inden for udlån til husholdninger var der tale om et særlig markant fald i stigningen i forbrugercredit (til 3,7 pct. i 4. kvartal 2001 fra 7,8 pct. i 4. kvartal 2000), hvilket kan skyldes den faldende forbrugertillid i euroområdet og den økonomiske afmatning i 2001. Den årlige vækstrate for udlån til huskøb faldt til 6,6 pct. i 4. kvartal 2001 fra 8,6 pct. i 4. kvartal 2000, hvilket tilsyneladende til dels kan tilskrives de mindre gunstige forhold på ejendomsmarkedet i visse eurolande. Samtidig kan den vedvarende, forholdsvis kraftige efterspørgsel efter udlån til huskøb skyldes det forholdsvis store fald i de tilsvarende bankrenter i løbet af året. Den årlige vækstrate for udlån til ikke-finansielle selskaber faldt til 6,3 pct. i 4. kvartal 2001 fra 10,9 pct. i 4. kvartal året før. Denne udvikling kan til dels tilskrives afdæmpningen eller afviklingen af særlige faktorer, der i 2000 havde øget den årlige vækstrate for udlån til selskaber, fx den kraftige aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser og finansieringen af UMTS-licenser. Desuden har svækkelsen af den økonomiske vækst sandsynligvis spillet en vigtig rolle med hensyn til faldet i væksten i udlån til selskaber.

Den afdæmpede vækst i langfristede finansielle passiver i MFI-sektoren (ekskl. kapital og reserver) underbygger ovennævnte tegn på porteføljeskift til aktiver i M3 i 2001. Den årlige vækstrate for langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) var 2,8 pct. i 4. kvartal 2001, hvilket

historisk set var usædvanlig lavt. Denne udvikling afspejlede til dels, at rentekurven var forholdsvis flad i størstedelen af 2001. Det snævrere spænd mellem renten for langfristede finansielle passiver og forrentningen af kortfristede instrumenter har sandsynligvis mindsket efterspørgslen efter langfristede finansielle passiver i 2001. Desuden har de uafklarede forhold på de finansielle markeder, navnlig efter terrorangrebene i september, tilsyneladende bidraget til at mindske efterspørgslen efter langfristede aktiver, selv om der var tale om et lille opsving i denne modposts vækst i de sidste to måneder af året. Denne udvikling kan skyldes den stejle rentekurve fra og med august og en normalisering af situationen på de finansielle markeder efter den øgede usikkerhed som følge af terrorangrebene den 11. september.

Endelig skete der en betydelig ændring i bevægelsesmønstret for eksterne nettoaktiver i MFI-sektoren i 2001. Efter et kraftigt fald i euroområdets MFIs eksterne nettoaktiver i 1999 og 2000 (på henholdsvis 196,6 mia. euro og 142,3 mia. euro) steg de eksterne nettoaktiver hos MFI-sektoren i euroområdet med 3,0 mia. euro i de 12 måneder indtil december 2001. Den betydelige forbedring i MFIs eksterne nettoaktiver afspejlede hovedsagelig en kraftig tilstrømning af midler fra ikke-MFI til euroområdet i perioden juni-december 2001. Betalingsbalancedata tyder på, at denne udvikling afspejlede en nettotilstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer, især af aktier, til euroområdet.

2.2 De finansielle markeder

Fortsat vækst i udstedelsen af gældsinstrumenter

Markedet for gældsinstrumenter udstedt af resider i euroområdet steg fortsat i 2001 i et lidt hurtigere tempo end i 2000, idet udestående gældsinstrumenter tiltog med mere end 7 pct. i perioden ultimo 2000-ultimo 2001 i forhold til en stigning på lige under 7 pct. i 2000. Baggrunden for væksten i 2001 var en stigning på 5,5 pct. i udestående kortfristede gældsinstrumenter i forhold til 4 pct. i 2000 og en stigning på 7,3 pct. i udestående langfristede udstedelser i forhold til 7 pct. i 2000. Langfristede gældsinstrumenter udgjorde ved udgangen af 2001 mere end 90 pct. af de samlede udestående gældsinstrumenter. Denne andel har været stabil siden 1997. Udstedelse af kortfristede gældsinstrumenter udgjorde ca. 75 pct. af den samlede bruttoudstedelse i 2001, hvilket er en kraftig stigning i forhold til den gennemsnitlige andel i 1990'erne.

Udstedelsesaktiviteten i 2001 steg i alle sektorer undtagen MFI-sektoren. Den offentlige sektor og MFI-sektoren dominerer fortsat markedet for gældsinstrumenter i euroområdet, både hvad an-

går udestående beløb og udstedelse, men stigningen skyldtes fortsat stor udstedelsesaktivitet i den private sektor ekskl. MFI-sektoren (se figur 5). Nedgangen i udstedelsesaktiviteten i MFI-sektoren skyldtes primært lavere kreditefterspørgsel i den private ikke-finansielle sektor på baggrund af den økonomiske afmatning samt stigende tilstrømning af indskud til MFler (se afsnit 2.1).

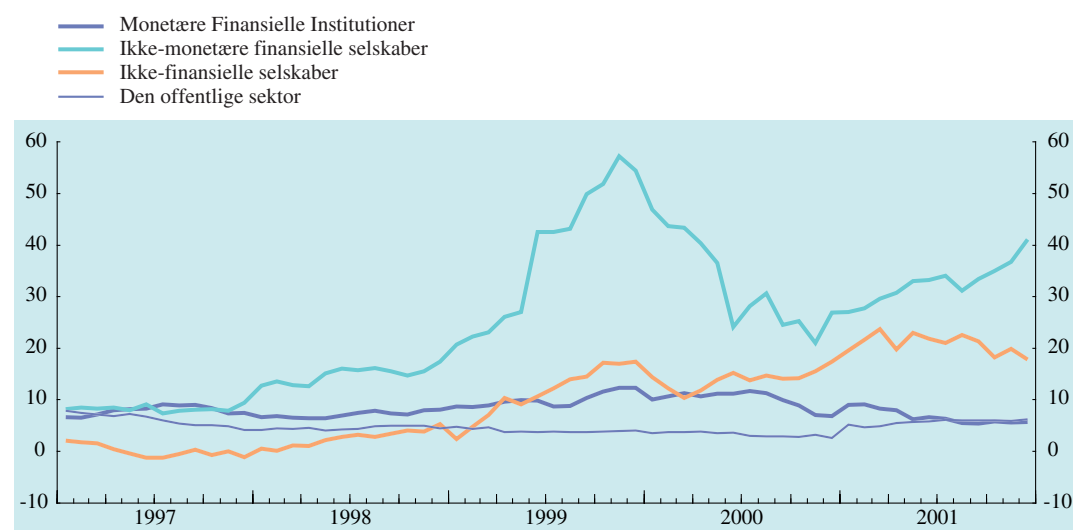
Vækstraten for udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor tiltog fra 2,6 pct. ultimo 2000 til 3,6 pct. ultimo 2001. Dette afspejlede et højere finansieringsbehov i den offentlige sektor i 2001, især på delstats- og lokalt plan.

Hvad angår den private sektor ekskl. MFI-sektoren, steg udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber med ca. 18 pct. i 2001 i forhold til 17 pct. i 2000, mens ikke-monetære finansielle selskabers udstedelse tiltog med ca. 41 pct. i 2001 i forhold til 28 pct. i 2000. Denne kraftige stigning i væksten i udstedelse af gældsinstrumenter i den private sektor ekskl. MFI-sektoren fandt sted, mens den økonomiske vækst i euroområdet svækkedes, og spændet for erhvervsobligationer gene-

Figur 5

Udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af resider i euroområdet

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Anm.: Fra 1. januar 2001 er euroområdedata inkl. data for Grækenland.

relt blev udvidet i 2001, især for udstedere med lav rating.

Den høje udstedelsesaktivitet i den private sektor ekskl. MFI-sektoren skyldtes flere faktorer. Omstrukturering af virksomheder i euroområdet fortsatte støt i 2001 trods en vis afdæmpning i forhold til 1999 og 1. halvår 2000. Renten var også forholdsvis lav set i et historisk perspektiv. Den større anvendelse af finansiering med gældsinstrumenter kan til dels skyldes virksomhedernes noget lavere indtjening og de svækkede finansieringsforhold på aktiemarkedet som følge af høj volatilitet og faldende aktiekurser i 2001. Det dybere og mere likvide marked i 2001 forbedrede de private udstederes muligheder for at udnytte de europæiske kapitalmarkeder, så den gode cirkel fortsatte. Den startede med indførelsen af euroen og består i, at flere udstedere skaber et større marked, der igen tiltrækker flere udstedere. I 2001 tiltrak markedet et stadig større antal individuelle udstedere, så et bredere udsnit af industrielle sektorer i højere grad benytter direkte finansiering via udstedelse af gældsinstrumenter, selv om de største udstedere fortsat var især telekommunikations- og bilsektoren.

Andelen af udestående gældsinstrumenter udstedt af ikke-monetære finansielle selskaber og ikke-finansielle selskaber steg som følge af disse tendenser fra 9,8 pct. ultimo 2000 til 11,5 pct. ultimo 2001, hvorved tendensen fra de foregående år fortsatte (se tabel 3). MFI-sektorens andel af eurodenominerede gældsinstrumenter faldt fra 37,4 pct. ultimo 2000 til 36,5 pct. ultimo 2001. Samtidig med disse ændringer faldt den offentlige sektors andel af eurodenominerede gældsinstru-

menter fra 52,9 pct. ultimo 2000 til 52,0 pct. ultimo 2001.

Bruttoudstedelsen af eurodenominerede gældsinstrumenter fra residenter i euroområdet som andel af den samlede udstedelse i alle valutaer i 2001 var stabil på lige under 93 pct. Euroen var fortsat en attraktiv valuta for internationale udstedere. Udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residenter uden for euroområdet tiltog med ca. 17 pct. i 2001 i forhold til den høje vækstrate på 26,3 pct. i 2000.

Pengemarkedsrenterne faldt på linje med ECBs renter i 2001

I løbet af 2001 faldt pengemarkedsrenterne betydeligt og fortsatte således tendensen fra efteråret 2000. Det afspejlede nedsættelsen af ECBs officielle rentesatser i 4 tempi med i alt 150 basispoint i 2001. Markederne havde ved årets begyndelse ikke forudset et så kraftigt fald i pengemarkedsrenterne i 2001. Det fremgår af forskellen på mindre end 20 basispoint mellem 1-måned og 12-måneders renten i begyndelsen af året, som viser, at markedsdeltagerne kun forventede en moderat nedgang i pengemarkedsrenterne i 2001 (se figur 6). Ifølge renten implicit i Euribor-futureskontrakter forventede markedsdeltagerne i begyndelsen af januar 2001 nærmere et fald i 3-måneders pengemarkedsrenten på ca. ½ procentpoint i løbet af året. Forventningerne til et fald i pengemarkedsrenterne tiltog i løbet af året, da den foreliggende information pegede i retning af en nedgang i inflationspresset.

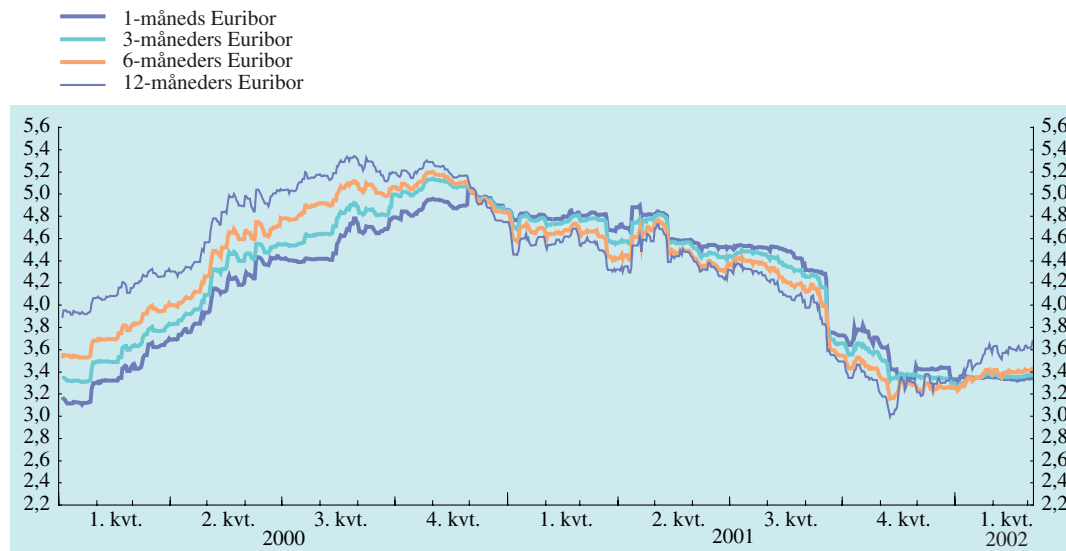
Dag-til-dag renten, målt ved Eonia, afspejlede udviklingen i den laveste budrente for Eurosystemets primære markedsoperationer. Eonia-renten viste generelt lav volatilitet, der var begrænset til slutningen af reservekravsperioderne, hvor banksektoren skal opfylde reservekravene. De vigtigste undtagelser fulgte efter underbud fra Eurosystemets modparter i de primære markedsoperationer. Disse undtagelser fandt sted i februar, april, oktober og november. Desuden

Tabel 3
Sektorfordeling af udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet
(I pct.; ultimo perioden)

	1998	1999	2000	2001
MFI'er	35,8	37,0	37,4	36,5
Privat sektor ekskl. MFI'er	7,2	8,5	9,8	11,5
Offentlig sektor	57,0	54,5	52,9	52,0

Kilde: ECB

Anm.: Fra 1. januar 2001 er euroområdedata inkl. data for Grækenland.

Figur 6**Korte renter i euroområdet***(I pct. p.a.; daglige data)**Kilde: Reuters.*

steg Eonia-renten forbigående som følge af terrorangrebene i september, da markedsdeltagerne i stigende grad foretrak overskudslikviditet. Eurosystemet udførte to finjusterende markedsoperationer, som hjalp med at genoprette normale markedsforhold i dag-til-dag markedet (se kapitel II). Desuden havde Eonia-renten en tendens til at stige en smule den sidste bankdag i hver måned, hvor de finansielle institutioner tilpassede deres balancer. Som tidligere år var dette mest markant ved årsskiftet. I begyndelsen af 2002 medførte overgangen til eurosedler og -mønter nogen usikkerhed med hensyn til likviditeten, men Eonia-rentens volatilitet var fortsat afdæmpet, og situationen var normal efter Eurosystemets to finjusterende markedsoperationer.

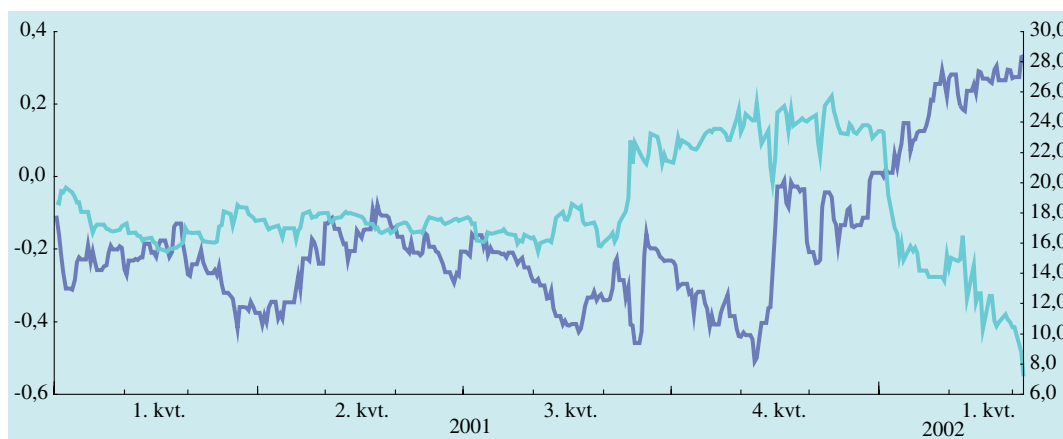
I 1. halvår 2001 faldt alle pengemarkedsrenter uanset løbetid noget mere end de officielle ECB-renter, som blev nedsat med 25 basispoint i maj, hvilket afspejlede øgede forventninger om en yderligere pengepolitisk lempelse i 2. halvår 2001. Efter Styrelsesrådets beslutning den 10. maj var pengemarkedsrenterne for løbetider på op til 1 måned stort set stabile, hvorimod renterne for de lange løbetider fortsat faldt en smule.

I august fortsatte den nedadgående tendens for alle løbetider, hvilket var udtryk for øgede forventninger hos markedsdeltagerne om nedsættelse af ECBs officielle renter, efterhånden som tegnene på aftagende inflationspres på mellem- og langt sigt blev tydeligere. Den 30. august nedsatte Styrelsesrådet ECBs officielle renter med 25 basispoint.

Pengemarkedsrenterne faldt yderligere i dagene efter terrorangrebene den 11. september, da markedsdeltagerne ventede, at begivenhederne ville påvirke den økonomiske tillid og udsigterne for prisstabilitet. Den 17. september besluttede Styrelsesrådet i overensstemmelse med en tilsvarende beslutning i Federal Reserves Federal Open Market Committee i USA at nedsætte de officielle ECB-renter med 50 basispoint. Den implicitte volatilitet i forbindelse med optioner på futureskontrakter på 3-måneders Euribor tiltog betydeligt som følge af terrorangrebene, hvilket tydede på øget usikkerhed blandt markedsdeltagerne om de økonomiske udsigter (se figur 7). Efter Styrelsesrådets beslutning om at nedsætte ECBs officielle renter med 50 basispoint den 8. november stabiliseredes den implicitte volatilitet for senere at falde betydeligt.

Figur 7**Pengemarkedsrentekurvens hældning og implicit volatilitet i optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter***(Daglige data)*

- Spænd mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor (venstre akse; i procentpoint)
- Implicit volatilitet i 3-måneders Euribor-futureskontrakter med termin i marts 2002 (højre akse; i pct. p.a.)

*Kilder: Reuters og Bloomberg.*

I november stoppede renternes nedadgående bevægelse, og pengemarkedsrenterne for de lange løbetider begyndte at stige, hvilket afspejlede de finansielle markeders forventninger om en gradvis konjunkturopgang i euroområdet. Det fik pengemarkedsrentekurven, målt som forskellen mellem 12-måneders og 1-måneders renten, til at flade ud efter en negativ hældning (se figur 7). Ultimo 2001 var 1-måneders og 12-måneders pengemarkedsrenten henholdsvis 3,33 pct. og 3,34 pct., begge ca. 1½ procentpoint lavere end samme tidspunkt året før.

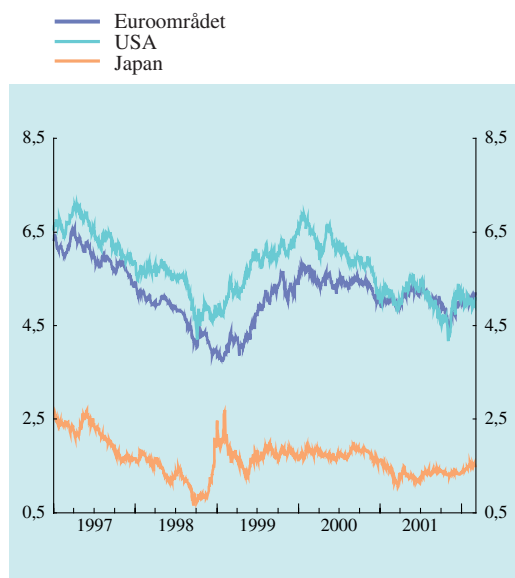
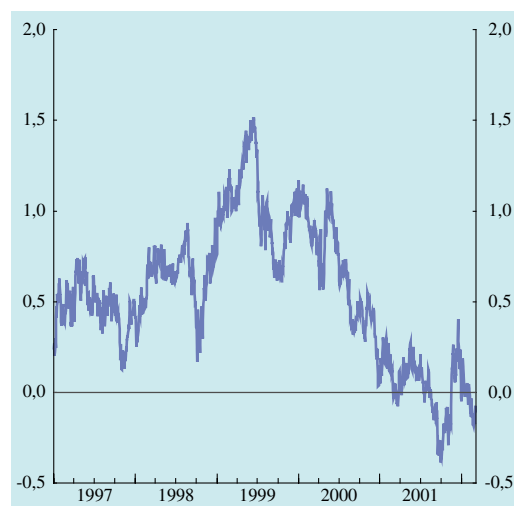
I begyndelsen af 2002 steg pengemarkedsrenterne. Stigningen var mest markant for de lange løbetider, hvilket betød, at pengemarkedsrentekurven fik en positiv hældning.

De lange obligationsrenter i euroområdet ændrede sig overordnet set kun lidt i 2001

De lange obligationsrenter i både euroområdet og USA svingede en del i 2001, men generelt var forskellen mellem ultimo 2000 og ultimo 2001 lille. I euroområdet og USA lå den gennemsnitlige 10-årige statsobligationsrente på ca. 5,1 pct. ultimo 2001 (se figur 8 (a)). Forskellen mellem den

10-årige obligationsrente i USA og euroområdet – som formindskedes betydeligt i 2000 – holdt sig omkring nul i hele 2001, selv om den blev negativ efter terrorangrebene den 11. september og forbigående faldt til ½ procentpoint (se figur 8 (b)). I modsætning til udviklingen i de lange renter faldt de korte og de mellemlange obligationsrenter markant i 2001 i både euroområdet og USA på baggrund af den globale økonomiske afmatning.

De lange renter i USA svingede i løbet af 2001, men forskellen mellem niveauet ultimo 2000 og ultimo 2001 var lille. Udviklingen fandt sted i en situation, hvor den amerikanske økonomi bevægede sig ind i en recession. Den fortsatte afmatning i den økonomiske aktivitet på baggrund af afdæmpet inflationspres resulterede i en betydelig pengepolitisk lempelse fra Federal Reserve, der sænkede målet for federal funds-renten med i alt 475 basispoint i løbet af 2001. Det medførte en markant stejlere rentekurve, hvilket afspejlede markedsdeltagernes generelle optimisme med hensyn til, at den amerikanske økonomi ret hurtigt ville overvinde recessionen. Trods denne optimisme ændredes investorernes opfattelse af recessionens omfang og den forventede start på opsvinget markant i løbet af året, hvilket resulterede

Figur 8**(a) Lange statsobligationsrenter i euroområdet, USA og Japan***(1 pct. p.a.; daglige data)***(b) 10-årigt rentespænd mellem USA og euroområdet***(1 pct. p.a.; daglige data)*

Kilde: Reuters.

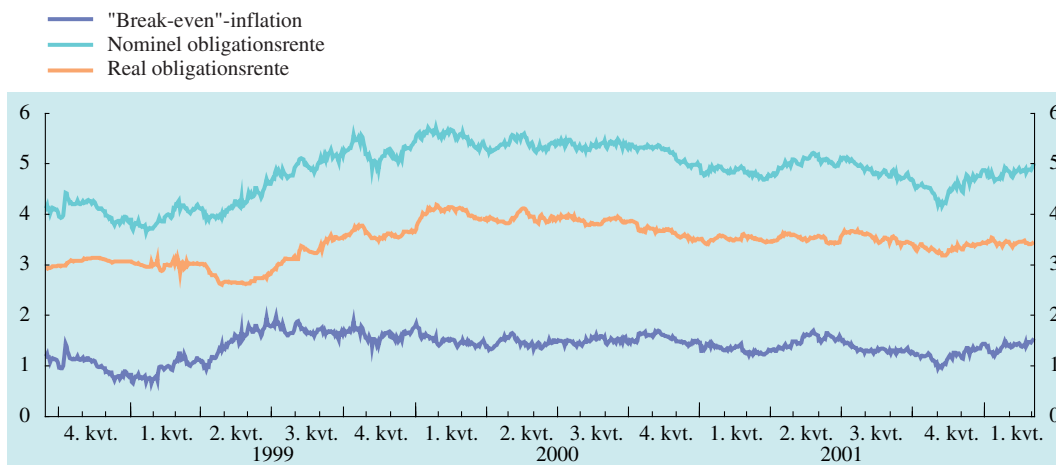
Anm.: De lange statsobligationsrenter vedrører renten for 10-årige obligationer eller den nærmeste foreliggende løbetid. Fra 1. januar 2001 er euroområdedata inkl. data for Grækenland.

rede i de ovennævnte udsving i de lange renter. De lange obligationsrenter steg således ret kraftigt fra midten af marts til ultimo maj på baggrund af den øgede optimisme blandt markedsdeltagerne med hensyn til et hurtigt opsving i den økonomiske aktivitet og dermed relateret inflationsfrygt. Investorerne blev derefter mere pessimistiske med hensyn til vækstudsigterne, hvilket blev forstærket af terrorangrebene i begyndelsen af september. Den kraftige nedgang i de lange renter efter angrebene skyldes desuden i stor udstrækning porteføljeomlægninger fra aktier til langfristede statsobligationer i forbindelse med investorerne forbigående øgede præference for relativt sikre og likvide aktiver. Obligationsrenterne begyndte at stige, da markedet normaliseredes og efter positive nyheder om amerikansk økonomi. Det genskabte markedsdeltagerne tro på et relativt hurtigt opsving.

I Japan bevægede de lange statsobligationsrenter sig fortsat mere eller mindre uafhængigt af renteutviklingen i resten af verden i 2001, hvilket afspejlede den japanske økonomis særlige situation. I alt faldt den japanske 10-årige statsobligati-

onsrente med ca. 30 basispoint til omkring 1,4 pct. fra ultimo 2000 til ultimo 2001. Faldet afspejlede den kraftige og vedvarende forværring af den økonomiske aktivitet i løbet af 2001 og de vedvarende deflationstendenser i Japan, som tilsyneladende har påvirket markedsdeltagerne forventninger til vækst og inflation på langt sigt. På den baggrund lempede Bank of Japan i marts 2001 pengepolitikken kvantitativt med det formål at tilføre rigelig likviditet og holde de korte renter tæt ved nul pct. De lange obligationsrenter faldt ikke yderligere i 2. halvår 2001, hvilket afspejlede markedsdeltagerne øgede bekymring med hensyn til den høje udstedelsesaktivitet og forringede kreditvurdering af Japans offentlige gæld.

Obligationsrenteudviklingen i euroområdet var i 2001 næsten sammenfaldende med udviklingen i USA. Det viser, at fælles globale faktorer – især den globale økonomiske afmatning og usikkerheden i forbindelse med terrorangrebene den 11. september – var de primære årsager til renteutviklingen i begge økonomier. Det blev også bekræftet af udviklingen i aktiemarkedet (se boks 2). Dog var bevægelserne i de lange renter langt

Figur 9**Realrente og "break-even"-inflation for forbrugerprisindekset i Frankrig***(1 pct.; daglige data)*

Kilder: Finansministeriet i Frankrig, ISMA og Reuters.

Anm.: Den reale obligationsrente er udledt af markedskursen på franske obligationer, som indeksreguleres i forhold til det franske forbrugerprisindeks (ekskl. tobak) og udløber i 2009. Den nominelle obligationsrente er udledt af markedskursen på franske fastforrentede obligationer, som også udløber i 2009.

mindre udtalte og mindre volatile i euroområdet, hvilket signalerede markedets mere stabile forventninger til vækst og inflation i euroområdet end i USA. Især markedsdeltagernes langsigtede inflationsforventninger målt ved "break-even"-inflationen – beregnet som forskellen mellem franske 10-årige nominelle statsobligationsrenter og realrenten på franske 10-årige indeksobligationer (deflateret med det franske forbrugerprisindeks) – ændrede sig generelt kun en smule i 2001 og var fortsat relativt lave (se figur 9). Dette kan fortolkes som et udtryk for markedsdeltagernes tillid til, at ECB ville fastholde prisstabilitet i euroområdet på mellemlangt sigt.

Realrenten for franske 10-årige indeksobligationer var stort set uændret fra ultimo 2000 til ultimo 2001. Det viser, at investorernes langsigtede forventninger til den gennemsnitlige realvækst kun ændrede sig en smule i denne periode. Rentekurvens positive hældning kan således opfattes som en indikation af, at markedsdeltagerne ved udgangen af 2001 forventede et relativt hurtigt opsving i euroområdets økonomi. Som resultat af faldet i pengemarkedsrenterne blev hældningen på euroområdets rentekurve, målt som forskellen mellem den 10-årige obligationsrente og 3-måneders Euribor, stejlere fra et næ-

sten fladt niveau i december 2000 til ca. 180 basispoint ved udgangen af 2001.

I perioden fra ultimo december 2001 til den 5. marts 2002 steg den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet en smule til et niveau på omkring 5.2 pct. Da de lange amerikanske obligationsrenter i samme periode forsat var generelt stabile, indsnævredes forskellen mellem de lange amerikanske obligationsrenter og de lange obligationsrenter i euroområdet og var den 5. marts 2002 -10 basispoint.

Bankrenterne faldt og fulgte generelt markedrenterne

De korte bankrenter faldt i 2001 og fulgte dermed tendensen i pengemarkedsrenterne fra slutningen af 2000. Der kunne dog konstateres markante forskelle mellem renterne for de forskellige indskudstyper. Fra slutningen af 2000 til slutningen af 2001 faldt det månedlige gennemsnit af 3-måneders pengemarkedsrenten med ca. 160 basispoint. I samme periode faldt renten for både indlån på anfordring og kortfristede opsparingsindskud (indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder) ret moderat med ca. 30 basis-

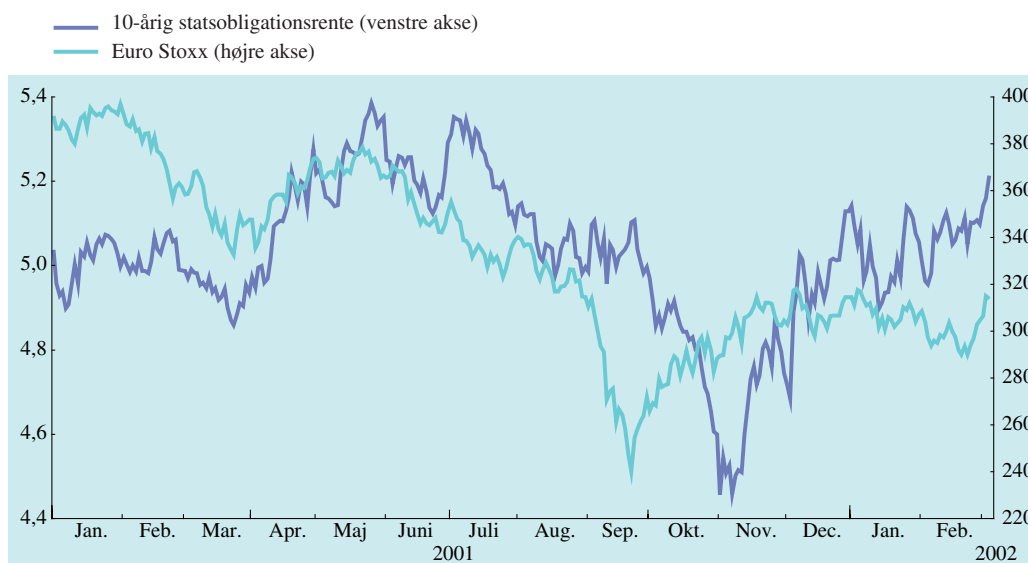
Boks 2

Positiv korrelation mellem euroområdet obligationsrenter og aktiekurser i det meste af 2001

I gennemsnit er der negativ korrelation mellem de ugentlige ændringer i euroområdet lange obligationsrenter og aktiekurser. Det skyldes, at når obligationsrenten falder på baggrund af stabile inflationsforventninger, bør fremtidigt udbytte og fremtidig indtjening diskonteres i mindre grad. Det betyder, at aktiekurserne – som i ligevægt er nutidsværdien af fremtidigt afkast til investorerne – alt andet lige bør stige, hvis de faldende obligationsrenter skyldes faldende realrenter. Men i det meste af 2001 bevægede euroområdet lange renter og aktiekurser sig i samme retning. Fra omkring marts til terrorangrebene i USA i september bevægede euroområdet 10-årige obligationsrente og Euro Stoxx-aktieindekset sig stort set parallelt (se nedenstående figur). Derimod reagerede aktiekurserne og obligationsrenterne ret forskelligt på terrorangrebene. Først faldt aktiekurserne, hvorefter de steg igen nogle uger før obligationsrenterne. Selv om dette medførte en kort periode med negativ ugentlig korrelation mellem renter og kurser fra omkring midten af september til begyndelsen af november, var korrelationen for hele 2001 positiv.

Obligationsrenter og aktiekurser i euroområdet

(Obligationsrenter i pct. p.a.; daglige data)



Kilde: Reuters.

Anm.: Obligationsrenterne er gennemsnitlige 10-årige statsobligationsrenter for euroområdet. Aktiekurserne måles ved Dow Jones Euro Stoxx-indekset.

Omfanget af obligationsrenternes og aktiekursernes fælles bevægelsesmønster afhænger generelt af relative ændringer i de grundlæggende økonomiske faktorer, som påvirker obligationsrenterne og aktiekurserne i løbet af en specifik periode.

Den lange rente afhænger af den forventede korte rente i obligationens restløbetid samt af en obligationsspecifik risikopræmie. Investorerne kompenseres ved hjælp af risikopræmien for risikoen ved ændringer i obligationskursen før obligationens udløb. Jo længere løbetid obligationen har, jo højere er risikopræmien som regel. Hvor den korte rente afspejler pengepolitikens aktuelle stramhedsgrad, der til gengæld afhænger af den forventede inflationspres og den forventede økonomiske aktivitet, afspejler den lange rente grundlæggende markedsdeltagernes forventninger til vækst og inflation på langt sigt.

Aktiekurserne bør afspejle nutidsværdien af det fremtidige udbytte. Som følge heraf er forventningerne til virksomhedernes fremtidige indtjening en af de nøglefaktorer, der bestemmer aktiekurserne. Diskonteringsfakto-

terne kan opdeles i aktuelle og forventede korte renter samt en risikopræmie for aktier, hvorved investorerne kompenseres for risici i forbindelse med aktiekursvolatilitet, men som samtidig afspejler investorenes holdning til at påtage sig sådanne risici (risikopræferencer).

På den baggrund kan korrelationen mellem ændringer i obligationsrenterne og aktiekurserne medvirke til at identificere årsagen til udviklingen på obligations- og aktiemarkedene. Hvis markedsdeltagerne fx forventer højere korte renter i fremtiden, vil aktiekurserne alt andet lige falde, og de lange obligationsrenter vil stige, hvilket medfører en negativ korrelation mellem de to. Hvis markedsdeltagerne derimod forventer øget økonomisk vækst, stiger aktiekurserne ofte – idet virksomhedernes indtjening og dermed udbyttet har en tendens til at stige, når den økonomiske aktivitet forbedres. Obligationsrenterne stiger også, hvilket fører til en positiv korrelation mellem aktiekurserne og de lange renter. Der kan ligeledes opstå en positiv korrelation i situationer med øget risikoaversion, hvor investorerne er usikre på fremtidige aktieafkast. Det skyldes, at usikkerheden ofte foranlediger porteføljeomlægninger fra aktier til langfristede statsobligationer, der kan anses som mere sikre investeringer ("flight to safety"). Porteføljeomlægningernes effekt på kurserne – lavere aktiekurser og lavere obligationsrenter – kan tolkes som en stigning i risikopræmien for aktier og et fald i risikopræmien på obligationer.

På samme måde kan det udprægede fælles bevægelsesmønster for obligationsrenterne og aktiekurserne i størstedelen af 2001 sandsynligvis primært tilskrives ændringer i de generelle udsigter for økonomisk vækst i euroområdet. I løbet af 2001 blev de økonomiske udsigter for euroområdet således mindre positive, hvilket var i overensstemmelse med den globale udvikling. Det medførte fald i såvel de korte som de lange renter, om end i mindre omfang. Samtidig faldt aktiekurserne, hvilket tyder på, at den igangværende økonomiske afmatning havde større effekt på forventningerne til virksomhedernes indtjening end på de forventede renter til diskontering af fremtidigt udbytte.

I september blev denne kraftige positive korrelation mellem ændringer i obligationsrenterne og aktiekurserne afbrudt af terrorangrebene i USA. Begivenhederne øgede i væsentlig grad usikkerheden og risikoaversionen hos aktiemarkedets aktører og fik investorerne til at skifte fra aktier til sikrere værdipapirer. Det kraftige fald i aktiekurserne som følge heraf synes primært at være et resultat af en stigning i risikopræmien for aktier. Dog holdt de lange renter sig stabile umiddelbart efter angrebene. Det skyldtes, i modsætning til tidligere perioder med uro på de finansielle markeder, at investorerne i euroområdet syntes at foretrække kortfristede obligationer eller bankindsud som sikre aktiver fremfor langfristede obligationer. Terrorangrebene synes ikke i første omgang at have medført nogen betydelig revidering af de langsigtede vækstudsigter for økonomien i euroområdet. Som resultat heraf viste obligationsrenterne og aktiekurserne meget begrænset korrelation umiddelbart efter terrorangrebene.

Da markederne normaliseredes, sandsynligvis som følge af politikernes hurtige reaktion på den nye situation efter terrorangrebene, steg aktiekurserne gradvis i takt med, at markedsdeltagerne tilsyneladende forlangte en lavere risikopræmie for aktier på linje med faldende usikkerhed og risikoaversion. Aktiekursernes stigning skete samtidigt med et fald i de lange obligationsrenter. Det medførte en forbigående stærk negativ korrelation mellem ændringer i aktiekurserne og de 10-årige obligationsrenter.

Det efterfølgende opsving i de lange renter fra begyndelsen af november – der blev udløst af investorenes aftagende pessimisme med hensyn til de økonomiske udsigter for euroområdet – medførte generelt yderligere stigninger i aktiekurserne, hvilket genoprettede den positive korrelation mellem de lange renter og aktiekurserne, der havde været gældende i størstedelen af året. Ud over effekten af yderligere fald i risikopræmien for aktier, medførte det, at aktiekursudviklingen de sidste to måneder af 2001 igen var kraftigt påvirket af højere forventninger til økonomisk vækst og dermed til indtjeningen.

I modsætning til den almindelige negative korrelation bevægede aktiekurserne og de lange obligationsrenter i euroområdet sig i samme retning i det meste af 2001. Dette kunne indikere, at udviklingen på obligations- og aktiemarkedet i 2001 primært var et resultat af investorenes skiftende synspunkter med hensyn til vækstudsigterne for euroområdet, hvilket illustrerer markedsdeltageres særlige vanskeligheder i 2001 med at vurdere den fremtidige økonomiske aktivitet og udsigterne til overskud i virksomhederne.

point, hvilket reducerede rentespændet over for 3-måneders pengemarkedsrenten med ca. 130 basispoint ultimo 2001. Renten for tidsindskud med en løbetid på op til 1 år faldt derimod med ca. 115 basispoint (se figur 10). Den udvikling er ikke særlig usædvanlig. Erfaringen viser, at markedsrenternes udvikling har slået langsommere og mindre fuldstændigt igennem på indlån på anfordring og kortfristede opsparingsindskud end på kortfristede tidsindskud delvis på grund af landespecifikke institutionelle forhold. Bankrenterne for udlån til virksomheder med en løbetid på op til 1 år faldt med ca. 95 basispoint. Mens pengemarkedsrenterne ultimo 2001 var tilbage på niveauet ultimo 1999, var denne udlånsrente fortsat mere end 40 basispoint over niveauet i december 1999. Udvidelsen af rentespændet kan dels tilskrives den sædvanlige træghed i markedsrenternes påvirkning af bankrenterne dels en øget kreditrisiko i forbindelse med den generelle økonomiske afmatning i 2001, som fx kom til udtryk i udvidelsen af erhvervsobligationsrentespændet i 2001. De fleste korte bankrenter faldt fortsat i januar 2002.

som de lange bankrenter er tættest knyttet til – var stort set stabile i 1. halvår 2001 og faldt i 2. halvår indtil december, hvor de begyndte at stige. Det fortsatte fald i de lange bankrenter skyldtes delvis fald i markedsrenterne tilbage i 2000, især i 4. kvartal. Fra ultimo 2000 til november 2001 faldt den 5-årige statsobligationsrentes månedlige gennemsnit med ca. 85 basispoint. Til sammenligning faldt renten for langfristede tidsindskud (tidsindskud med løbetider på over 2 år) og for lån til husholdninger til huskøb med ca. 95 basispoint i samme periode, mens den gennemsnitlige rente for lån til virksomheder med en løbetid på over 1 år faldt med ca. 75 basispoint. Fra december steg den 5-årige statsobligationsrentes månedlige gennemsnit markant, hvilket hurtigt afspejlede sig i renten for langfristede indskud og i mindre grad afspejlede sig i renten for lån til husholdninger til huskøb. Den gennemsnitlige rente for lån til virksomheder faldt fortsat i januar 2002. Udviklingen er snarere en følge af et fald i risikopræmien for usikrede lån, som blev opbygget i 2001, end usædvanlig træghed.

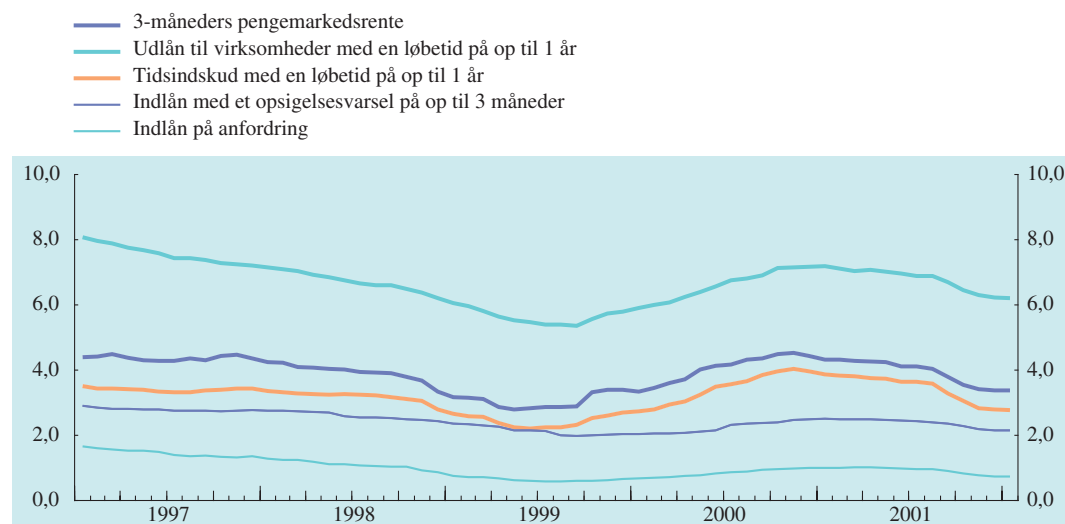
De lange bankrenter faldt jævnt indtil november (se figur 11). De mellemlange markedsrenter målt ved det månedlige gennemsnit af den 5-årige statsobligationsrente – den markedsrente,

De globale aktiekurser faldt i 2001

Aktiekurserne faldt globalt i 2001 og fortsatte den nedadgående tendens, som begyndte i sep-

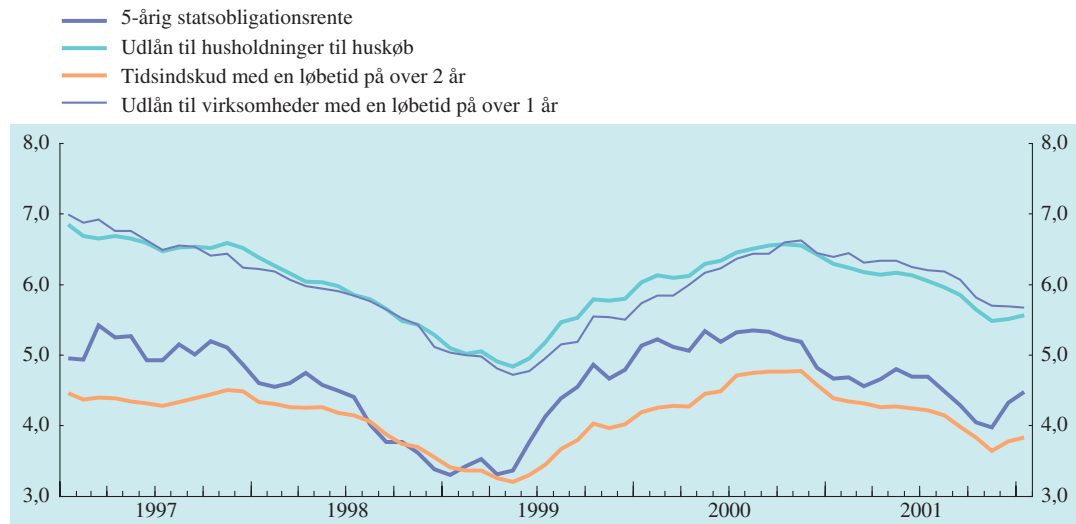
Figur 10
Korte bankrenter og en sammenlignelig markedsrente

(1 pct. p.a.; månedlige gennemsnit)



Kilder: ECB og Reuters.

Anm.: Fra januar 2001 inkl. data for Grækenland.

Figur 11**Lange bankrenter og en sammenlignelig markedsrente***(I pct. p.a.; månedlige gennemsnit)**Kilder: ECB og Reuters.**Anm.: Fra 1. januar 2001 inkl. data for Grækenland.*

tember 2000. Derved udjævnedes de betydelige stigninger før april 2000, og benchmark-indeks i USA og euroområdet nærmede sig niveauet i slutningen af 1998 (se figur 12 (a)). En væsentlig faktor bag den bredt funderede og fortsatte nedgang i aktiekurserne i 2001, som var koncentreret omkring teknologirelaterede sektorer i 2000, syntes at være den globale økonomiske afmatning, som opstod i løbet af 2001. Den var ledsaget af nedjusteringer af forventningerne til virksomhedernes fremtidige rentabilitet, virksomhedernes varsling om lavere indtjening og en justering af den stigende udvikling i aktiekurserne før 2. kvartal 2000. Aktiemarkedet i 2001 var desuden præget af perioder med stor usikkerhed som målt ved implicit volatilitet udledt af kurserne på optionskontrakter (se figur 12 (b)).

Aktiekurserne i USA, Japan og euroområdet fulgte generelt det samme mønster i 2001. Benchmark-aktieindeksene faldt generelt i 1. kvartal 2001, og den implicite volatilitet på aktiemarkedet tiltog, efterhånden som udsigterne for den globale økonomi blev mere usikre. Men mellem ultimo marts og ultimo maj steg aktiekurserne til niveauet i begyndelsen af året, primært på grund af øget tillid til en hurtig global konjunkturopgang. Den øgede tillid til en hurtig

konjunkturopgang aftog ikke desto mindre ret hurtigt, og aktiekurserne faldt igen næsten konstant fra begyndelsen af juni til slutningen af september som resultat af fortsat aftagende indtjening i virksomhederne og nedjustering af forventningerne til den økonomiske aktivitet og virksomhedernes overskud.

Den nedadgående tendens i aktiekurserne blev midlertidigt forstærket i september på grund af terrorangrebene i USA. Ud over en betydelig umiddelbar negativ påvirkning af aktiekurserne medførte angrebene en kraftig stigning i den implicite volatilitet. Det afspejlede de meget usikre rentabilitetsudsigter, især for forsikrings- og rejsebranchen. I løbet af oktober og november var den implicite volatilitet dog mere i overensstemmelse med tidligere erfaringer, og aktiekurserne rettede sig gradvis til niveauet før terrorangrebene. Dette kan betyde, at udviklingen i aktiekurserne var udtryk for, at begivenhederne ikke ville have en vedvarende virkning på virksomhedernes indtjening, herunder på indtjeningen i de virksomheder, der var mest berørt af begivenhederne den 11. september 2001. De amerikanske og europæiske pengepolitiske myndigheders indgreb samt den amerikanske regerings finanspolitiske foranstaltninger medvirkede ligeledes til at

genskabe markedets tillid. Aktiekurserne i USA, målt ved Standard & Poor's 500-indekset, faldt med 14 pct. fra slutningen af 2000 til slutningen af 2001, mens Nikkei 225-indekset i Japan faldt med 24 pct. i samme periode. I euroområdet faldt det brede Dow Jones Euro Stoxx-indeks med 20 pct. fra ultimo 2000 til ultimo 2001.

Trods pengepolitiske lempelser i hele 2001 påvirkedes aktiekurserne i USA negativt af den yderligere afmatning i den økonomiske aktivitet i løbet af året. I begyndelsen af 2001 var der stadig udbredt forventning om et opsving i løbet af 2. halvår, men der var efterhånden flere og flere tegn på en mere alvorlig og langvarig konjunktur nedgang. For virksomhederne betød det en kraftig forværring af den rapporterede indtjening og en stigning i antallet af konkurser, mens investorerne samtidig nedjusterede deres forventninger til virksomhedernes fremtidige indtjening. I overensstemmelse hermed faldt aktiekurserne betydeligt inden for de fleste sektorer, hvilket understregede den generelle økonomiske afmatning i 2001. I lighed med 2000 bidrog

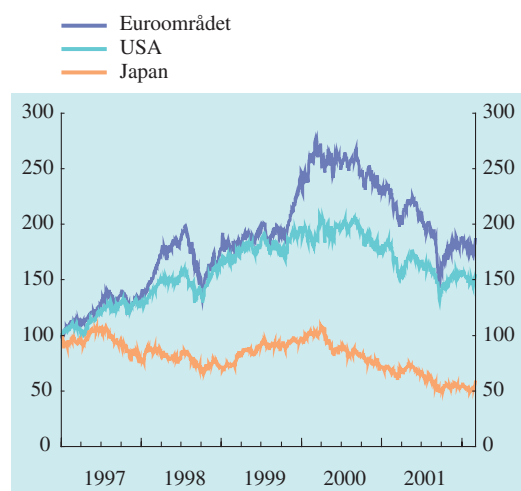
teknologisektoren væsentligt til nedgangen i det brede indeks fra ultimo 2000 til ultimo 2001 på grund af en yderligere væsentlig nedjustering af forventningerne til indtjeningen i denne sektor på langt sigt.

I Japan afspejlede nedgangen i aktiekurserne den fortsatte svækkelse af den indenlandske økonomi, som forværredes af den globale økonomiske afmatning. Det medførte, at såvel virksomheder på hjemmemarkedet som eksportvirksomheder oplevede en kraftig nedgang i indtjeningsforventningerne. Det store antal misligholdte lån i den finansielle sektor bidrog også til nedgangen i aktiekurserne i Japan i 2001. Implicit volatilitet udledt af kurserne på optionskontrakter på Nikkei 225-indekset var højere end tidligere år, hvilket afspejlede den fortsatte usikkerhed om den fremtidige udvikling i den japanske økonomi.

I euroområdet var aktiekurserne i 2001 påvirket i negativ retning af en øget erkendelse i løbet af året af, at konjunktur nedgangen ville blive mere langvarig end forventet ved årets begyndelse.

Figur 12

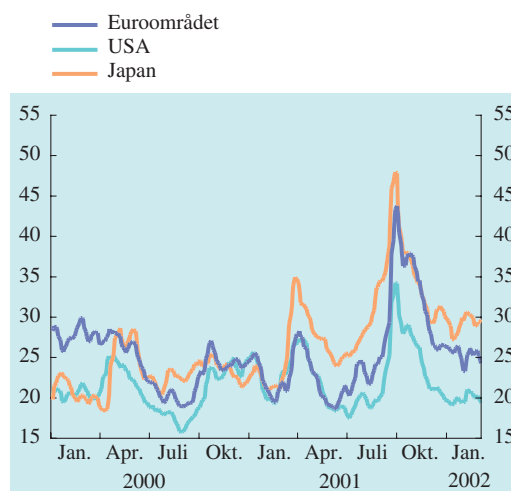
(a) Aktieindeks i euroområdet, USA og Japan
(1. januar 1997 = 100; daglige data)



Kilde: Reuters.

Anm.: Dow Jones Euro Stoxx bredt (aktie)indeks for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan. Fra 1. januar 2001 er euroområdedata inkl. data for Grækenland.

(b) Implicit volatilitet på aktiemarkedene i euroområdet, USA og Japan
(1 pct. p.a.; 10-dages glidende gennemsnit af daglige data)



Kilde: Bloomberg.

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

Samtidig var virksomhedernes rapporterede indtjening generelt dårligere end forventet, og der var desuden en tendens til, at virksomhederne understregede usikkerheden vedrørende deres fremtidige indtjening. Delvis på grund af den samtidige økonomiske afmatning i alle de vigtigste industrilande faldt aktiekurserne på tværs af alle sektorer i euroområdet fra ultimo 2000 til ultimo 2001. Der var kun små sektorforskelle i forhold til tidligere år med undtagelse af telekommunikations- og teknologisektoren, hvor der var markante nedgange. Aktieindekset for telekommunikationssektoren faldt med 28 pct. fra ultimo 2000 til ultimo 2001 efter en nedgang på 43 pct. i 2000. Investorerne syntes i stigende grad at være bekymrede for virksomhedernes rentabilitet inden for denne sektor i lyset af den høje gæld i forbindelse med finansiering af køb af UMTS-licenser i 2000 og investeringerne i den nødvendige teknologi. I lighed med udvik-

lingen i USA faldt aktiekurserne i teknologisektoren med 37 pct. fra ultimo 2000 til ultimo 2001 i forbindelse med, at markedet nedjusterede forventningerne til indtjeningen i denne sektor.

I perioden fra ultimo 2001 til den 5. marts 2002 var aktiekurserne i euroområdet, målt ved Dow Jones Euro Stoxx-indekset, og i USA, målt ved Standard & Poor's 500-indekset, stort set stabile. Udviklingen på det amerikanske aktiemarked synes at afspejle den fortsatte bekymring vedrørende bæredygtigheden af virksomhedernes store gæld samt pålideligheden af virksomhedernes rapporterede indtjening, især i virksomheder inden for telekommunikations- og teknologisektoren. Alligevel begyndte markedets deltagere at tro på, at et økonomisk opsving var på vej. Tilsvarende blandede signaler synes at påvirke aktiekurserne i euroområdet.

3 Prisudviklingen

Den opadgående tendens i HICP-inflationen vendte i maj 2001

I 2001 var HICP-inflationen hovedsagelig påvirket af udviklingen i de mere volatile komponenter – energi og uforarbejdede fødevarer. Selv om væksten i enhedslønomkostningerne steg noget i løbet af året som følge af den konjunkturbetingede nedgang i væksten i arbejdskraftsproduktivet, var det indenlandske prispres fortsat afdæmpet. Den opadgående tendens i inflationen, som startede i foråret 1999, fortsatte i begyndelsen af 2001. Mellem december 2000 og maj 2001 steg år-til-år HICP-ændringstakten fra 2,6 pct. til 3,4 pct. Inflationen begyndte at falde fra toppunktet i maj 2001. I 4. kvartal 2001 var den årlige vækst i HICP 2,2 pct., dvs. 0,5 procentpoint

lavere end stigningen i 4. kvartal 2000. I gennemsnit tiltog HICP med 2,5 pct. i 2001, hvilket var 0,2 procentpoint højere end i 2000 (se tabel 4).

Den samlede inflation kraftigt påvirket af de volatile priskomponenter

Det var primært priserne på uforarbejdede fødevarer, der bidrog til stigningen i den årlige HICP-inflation fra januar 2001 til toppunktet i maj. Prisstigningen på uforarbejdede fødevarer skyldtes hovedsageligt sundhedshensyn i forbindelse med BSE-tilfældene i en række eurolande. Udbruddet af mund- og klovsyge i nogle lande og de forholdsregler, der blev taget for at begrænse spredning af sygdommen, medførte et yderligere

Tabel 4

Udviklingen i priser og omkostninger i euroområdet

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

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2002	2002
				1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	Sep.	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.
Det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) og dets komponenter													
Samlet indeks	1,1	2,3	2,5	2,3	3,1	2,5	2,2	2,3	2,4	2,1	2,0	2,7	2,4
heraf:													
Varer	0,9	2,7	2,5	2,4	3,5	2,4	1,8	2,1	2,1	1,6	1,7	2,5	2,1
Fødevarer	0,6	1,4	4,6	3,3	5,0	5,2	4,8	5,1	5,2	4,6	4,7	5,6	4,9
Forarbejdede fødevarer	0,9	1,1	2,9	1,9	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	3,3
Uforarbejdede fødevarer	0,0	1,7	7,2	5,3	8,5	8,0	6,9	7,7	7,7	6,4	6,5	8,4	7,2
Industrivarer	1,0	3,4	1,5	2,0	2,7	1,0	0,3	0,6	0,5	0,1	0,2	0,9	0,8
Industrivarer ekskl. energi	0,7	0,7	1,1	0,5	1,4	1,0	1,6	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9
Energi	2,4	13,3	2,8	7,2	7,3	1,2	-4,1	-1,3	-2,7	-5,0	-4,5	-1,7	-2,8
Tjenesteydelser	1,5	1,7	2,5	2,2	2,5	2,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0
Andre pris- og omkostningsindikatorer													
Producentpriser i industrien ¹⁾	-0,4	5,5	2,2	4,6	3,7	1,5	-1,0	0,7	-0,7	-1,3	-1,1	-0,9	.
Enhedslønomkostninger ²⁾	1,3	1,1	.	2,1	2,5	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Arbejdskraftsproduktivitet ²⁾	0,9	1,4	.	0,2	0,0	0,1	.	-	-	-	-	-	-
Lønsum pr. ansat ²⁾	2,3	2,5	.	2,3	2,5	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Samlede timelønomkostninger ³⁾	2,2	3,4	.	3,2	2,9	3,4	.	-	-	-	-	-	-
Oliepriser (EUR pr. tønde) ⁴⁾	17,1	31,0	27,8	28,4	31,7	29,0	22,4	28,8	23,8	21,7	21,5	22,6	23,5
Råvarepriser ⁵⁾	-5,9	16,7	-7,6	-0,8	-3,0	-10,4	-15,6	-18,1	-19,3	-15,1	-12,3	-6,2	.

Kilder: Eurostat, nationale data, International Petroleum Exchange, HWWA (Hamburg Institute of International Economics) og ECBs beregninger.

Anm.: I perioder før 2001 er Grækenland ikke inkluderet i HICP-data, men kun i de andre pris- og omkostningsindikatorer.

1) Ekskl. byggeri.

2) Hele økonomien.

3) Hele økonomien (ekskl. landbrug, offentlig administration, uddannelse, sundhedsvæsen og andre tjenesteydelser).

4) Brent Blend (til 1 måneds terminslevering). I ECU indtil december 1998.

5) Ekskl. energi. I euro; ECU indtil december 1998.

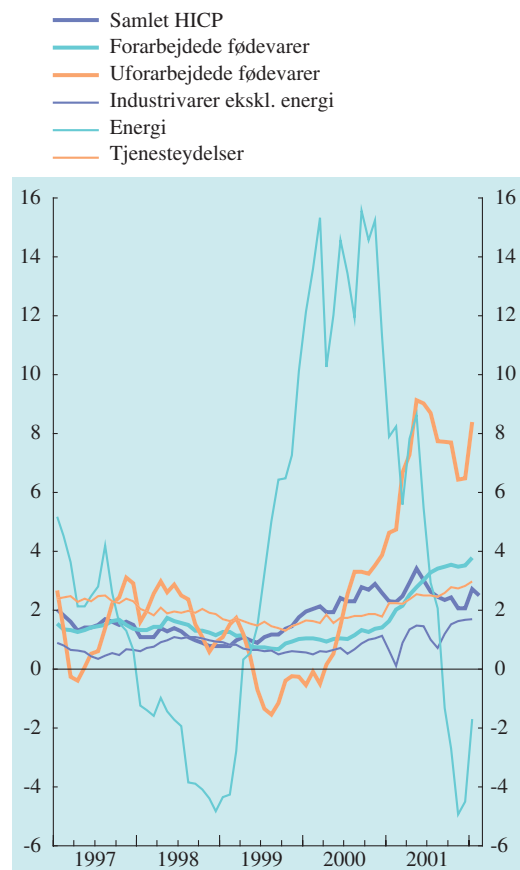
opadrettet pres på priserne på uforarbejdede fødevarer. År-til-år steg priserne på uforarbejdede fødevarer fra 4,6 pct. i januar 2001 til 9,1 pct. i maj (se figur 13). Efterhånden som det opadrettede prispres i forbindelse med ovennævnte sundhedsfaktorer aftog i løbet af sommeren 2001, faldt år-til-år ændringstakten for denne komponent. Den årlige ændringstakt lå således på 6,5 pct. i december 2001. Selv om prisniveauet for uforarbejdede fødevarer faldt i 2. halvår 2001, var det stadig højere ved slutningen af året end før udbruddet af BSE.

Nedgangen i inflationen, som kom efter toppunktet i maj 2001, skyldtes primært lavere energipriser. Faldet i den årlige ændringstakt i energipriserne, som begyndte ultimo 2000,

fortsatte i 2001 med en kort afbrydelse i 2. kvartal 2001, som afspejlede det forbigående opsving i oliepriserne i euro. Den årlige vækstrate i energipriserne var negativ i de sidste fire måneder i 2001. År-til-år nedgangen i energikomponenten var 4,5 pct. i december 2001 i forhold til en stigning på 7,9 pct. i januar 2001 og toppunktet 15,6 pct. i september 2000. Nedgangen i år-til-år ændringstakten i energipriserne afspejlede på den ene side basiseffekter i forbindelse med stigningen i energipriserne i løbet af 2000 og på den anden side et betydeligt fald i oliepriserne i euro i løbet af 2001. Oliepriserne lå gennemsnitlig på 22,4 euro pr. tønde i 4. kvartal 2001, hvilket var 12,1 euro (eller 35,1 pct.) lavere end gennemsnittet i det tilsvarende kvartal året før. I modsætning til 2000 blev oliepriserne i euro i 2001 næsten udelukkende bestemt af bevægelser i olieprisen i amerikanske dollar og ikke af bevægelser i euroens kurs over for dollaren.

Figur 13
De enkelte komponenter i HICP-inflation i euroområdet

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



Kilde: Eurostat.

Anm.: I perioder før 2001 omfatter HICP-data ikke Grækenland.

Stigning i HICP-inflationen ekskl. volatile komponenter i 2001

HICP-inflationen ekskl. priserne på uforarbejdede fødevarer og energi var i 2001 stadig påvirket af indirekte effekter, som skyldes stigninger i oliepriserne og depreciering af euroen i 1999 og det meste af 2000. Priserne på forarbejdede fødevarer medførte pres på denne komponent som følge af forsinkede effekter af tidligere stigninger i priserne på uforarbejdede fødevarer. Indenlandske prispres var dog afdæmpede hele året. På baggrund af disse indirekte og forsinkede effekter tiltog HICP-inflationen ekskl. priserne på uforarbejdede fødevarer og energi yderligere i løbet af 2001. Denne udvikling afspejler en højere årlig ændringstakt i alle tre primære delkomponenter: forarbejdede fødevarer, industrivarer ekskl. energi og tjenesteydelser. I december 2001 var år-til-år ændringstakten i HICP ekskl. priserne på uforarbejdede fødevarer og energi 2,5 pct., hvilket var 1,0 procentpoint højere end i december 2000 og 1,6 procentpoint højere end lavpunktet i oktober 1999.

I december 2001 var den årlige stigningstakt i priserne på industrivarer ekskl. energi 1,7 pct., hvilket var 0,6 procentpoint højere end i december 2000. Stigningen i år-til-år ændringstakten aftog gradvis i 2. halvår, da de ovennævnte indirekte effekter begyndte at aftage. Den årlige stigning i priserne på tjenesteydelser tiltog fra 1,8 pct. i december 2000 til 2,2 pct. i januar 2001, som følge af ændringer i de regulerede priser og afgifter i nogle få eurolande. År-til-år ændringstakten i priserne på tjenesteydelser blev ligeledes påvirket af gennemslagseffekter af tidligere stigninger i importpriserne og nåede derved op på 2,8 pct. i december 2001. Stigningen i år-til-år ændringstakten i HICP ekskl. priserne på uforarbejdede fødevarer og energi i 2001 afspejlede også højere priser på forarbejdede fødevarer som følge af den forsinkede virkning af tidligere stigninger i

priserne på uforarbejdede fødevarer. I december 2001 var den årlige vækst i priserne på forarbejdede fødevarer 3,5 pct., hvilket var en stigning på 2,1 procentpoint i forhold til december 2000. Stigningerne i år-til-år væksten for denne komponent mindskedes ligeledes i løbet af de sidste to kvartaler i 2001, hvilket tyder på en afvikling af disse indirekte effekter.

Alt tyder på en begrænset påvirkning af HICP-inflationen i løbet af 2001 som følge af overgangen til eurosedler og -mønter. Man bør i den forbindelse huske på, at det er meget svært at udskille eventuelle effekter af overgangen fra andre kilder til inflationspres. Emnet gennemgås nærmere i boks 3, "Hvordan overgangen til eurosedler og -mønter påvirker forbrugerpriserne i euroområdet".

Boks 3

Hvordan overgangen til eurosedler og -mønter påvirker forbrugerpriserne i euroområdet

Alle priser i euroområdet blev konverteret til euro ved indførelsen af eurosedler og -mønter den 1. januar 2002. Undersøgelsesresultater fra Europa-Kommissionen tydede på en vis frygt for, at overgangen ville føre til udbredte prisstigninger. I denne boks gøres der rede for de vigtigste argumenter og de faktiske forhold i forbindelse med eventuelle opad- og nedadrettede virkninger på forbrugerpriserne som følge af overgangen til eurosedler og -mønter.

Økonomiske faktorer peger på muligheden for såvel opadrettet som nedadrettet prispres

Der er tre primære faktorer, som kan påvirke priserne i forbindelse med overgangen til eurosedler og -mønter: overvæltning af omkostninger, de såkaldte menuomkostninger samt afrunding til nye fordelagtige priser. Hvad angår omkostninger, har virksomhederne haft engangsomkostninger (fx IT-investeringer og uddannelse af medarbejdere), som måske overvælttes på priserne for at fastholde avancen. Foreliggende, om end begrænsede, oplysninger viser, at omkostningerne har været relativt moderate. Omkostningerne har derudover primært været engangsomkostninger og er forekommet over en længere periode. På grund af omkostningerne i forbindelse med ændring af priserne (også kaldet menuomkostninger), som ofte fører til forholdsvis få prisjusteringer, kunne detailhandlen desuden have tilrettelagt deres regelmæssige prisjusteringer, så de ville falde sammen med overgangen til eurosedler og -mønter. Resultatet ville være en usædvanlig koncentration af individuelle prisændringer tæt på tidspunktet for overgangen, hvilket kunne påvirke det normale sæsonmønster. Men gennemsnitsinflationen ville ikke påvirkes på langt sigt. Der opstår en yderligere risiko for prisstigninger i forbindelse med virksomhedernes oprunding af priser til nye fordelagtige priser i euro for at forbedre avancen. Fordelagtige (eller psykologiske) priser (fx en pris, der slutter med tallet 9) er meget almindelige i detailhandlen, og virksomhederne kan have gennemgået deres prisstrukturer efter konverteringen til euro, således at de har lige så mange fordelagtige priser som før overgangen. Prisjusteringer af denne type vil dog oftest omfatte både op- og nedrunding, og den samlede nettoeffekt er usikker a priori.

Flere faktorer er dog med til at begrænse generelle prisstigninger. Konkurrencen på de fleste markeder i euroområdet synes således at være tilstrækkelig kraftig til at begrænse et opadrettet prispres fra begyndelsen. Virksomhederne sænker endda priserne for at tiltrække kunder eller erobre markedsandele. Den nuværende efterspørgselssituation begrænser ligeledes mulighederne for prisstigninger. Desuden er forbrugere og forbrugerorganisationer blevet opfordret til at være på vagt og overvåge situationen, og den dobbelte prismærkning har gjort det sværere for detailhandlen at hæve priserne. Alle statslige instanser har desuden sikret, at konvertering af deres priser, afgifter og gebyrer er prisneutral eller kommer forbrugeren til gode, og de lokale myndigheder er blevet anmodet om at følge dette eksempel. Historiske eksempler på konverteringer, fx overgangen til decimalsystemet i Storbritannien og Irland i 1971, viser ligeledes en meget begrænset nettoeffekt på priserne.

Disse faktorer tyder på, at de generelle priseffekter som følge af overgangen vil være begrænsede for euroområdet som helhed. Desuden forekommer de over en længere periode, og nogle detailhandlere og leverandører har lovet ikke at hæve priserne i konverteringsperioden. Forbrugernes nøje overvågning af priserne under konverteringen kan have medført, at prisjusteringerne er fremskyndet, eller at de er udskudt. Mens en eventuel effekt på inflationen vil være af midlertidig karakter, vil øget prisgennemsigtighed og konkurrence på længere sigt sandsynligvis dæmpe prispres.

Empiriske data tyder kun på en begrænset effekt

I 2001 begyndte nationale statistikorganer, Eurosystemet og forbrugerorganisationer at overvåge psykologisk fordelagtige priser i flere eurolande.¹ Ved at følge prisdynamikken på udvalgte forbrugsgoder, som normalt udbydes til fordelagtige priser, har de forsøgt at beregne den faktiske påvirkning fra konverteringen til euro. Det skal understreges, at det er uhyre vanskeligt at identificere effekten af overgangen, da prisændringer enten kan skyldes overgangen (afrunding eller overvæltning af omkostninger i forbindelse med overgangen) eller blot afspejler en ændring i andre omkostningsfaktorer (fx lønninger og importpriser osv.) eller avancer. Med dette i mente bekræfter overvågningsresultaterne, at påvirkningen fra overgangen til eurosedler og -mønter på prisudviklingen indtil videre har været ret begrænset. Selv om der har været visse tegn på euroafledte prisstigninger på nogle specifikke produkter i de enkelte lande i løbet af de seneste måneder, har disse påvirkninger været ubetydelige for så vidt angår effekten på det samlede HICP for eurolandene og for euroområdet som helhed. For januar 2002 vurderede Eurostat, at mellem 0,0 og 0,16 procentpoint af måned-til-måned stigningstakten i HICP på 0,5 pct. sandsynligvis kan tilskrives overgangen til eurosedler og -mønter. Konjunkturbarometre udarbejdet af NCBerne og andre organisationer bekræfter også generelt, at overgangen til eurosedler og -mønter ikke i nævneværdig grad har påvirket priserne.²

Økonomiske faktorer tyder således på, at overgangen til eurosedler og -mønter kun har en begrænset effekt på priserne. Den faktiske udvikling indtil nu indikerer, at overgangen ikke har medført generelle, væsentlige prisstigninger. Indførelsen af euroen øger prisgennemsigtigheden i hele euroområdet, hvilket sandsynligvis vil tilskynde til arbitrage og styrke konkurrencen. Dette vil i sidste ende komme forbrugeren til gode ved at dæmpe fremtidige prisstigninger.

1) Se fx "Appendix: price analysis in the period of changeover from the D-Mark to the euro" i månedsoversigt fra Deutsche Bundesbank, november 2001 og "Effects of the euro changeover on consumer prices in Finland", Finlands Statistik og det finske finansministerium, juni 2001.

2) Se fx pressemeddelelse fra Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, "The January 2002 survey on the introduction of the euro", 6. marts 2002.

Tabel 5**Forbrugerpris-inflation: Tal for 2001 og forventninger for 2001 og 2002**

(Ændring i pct. år/år)

	2001				2001
	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	
Samlet HICP	2,6	3,2	2,7	2,2	2,5
<i>Forventninger for 2001</i>					
	– undersøgelsesdato –				
Survey of Professional Forecasters	2,0	2,3	2,7	2,6	-
Consensus Economics Forecasts ¹⁾	2,0	2,3	2,7	2,6	-
<i>Forventninger for 2002</i>					
	– undersøgelsesdato –				
Survey of Professional Forecasters	1,7	1,8	1,9	1,7	-
Consensus Economics Forecasts ¹⁾	1,7	1,8	1,9	1,7	-

Kilder: Eurostat, Consensus Economics Forecasts og ECBs Survey of Professional Forecasters.

1) De kvartalsvise forventninger er gennemsnittet af de månedlige forventninger i det pågældende kvartal.

Fortsat afdæmpede inflations-forventninger trods højere inflation

En række undersøgelser (fx ECBs Survey of Professional Forecasters og Consensus Economics Forecasts) viser kun få tegn på en overreaktion i inflationsforventningerne som følge af stigningen i den faktiske inflation i løbet af 1. halvår 2001. Dette fremgår af tabel 5, som viser den faktiske HICP-inflation i de fire kvartaler i 2001 (og det årlige gennemsnit) sammen med udviklingen i den forventede gennemsnitlige inflation for 2001 og 2002, målt hvert kvartal i 2001.

Mens inflationsforventningerne for 2001 gradvis blev opjusteret i løbet af året i takt med det faktiske resultat, var forventningerne til 2002 meget mere stabile og lå fortsat under 2 pct. hele året. De stabile forventninger indikerer, at de økonomiske aktører stort set opfattede inflationsstigningen i 2001 som forbigående. Dette blev sandsynligvis forstærket af ECBs beslutsomhed med hensyn til at sikre, at inflationsstigningen var et kortvarigt fænomen, som igen kunne bidrage til, at risikoen for anden runde-effekter på lønningerne ville blive begrænset.

Inflationsspredning stort set uændret i 2001

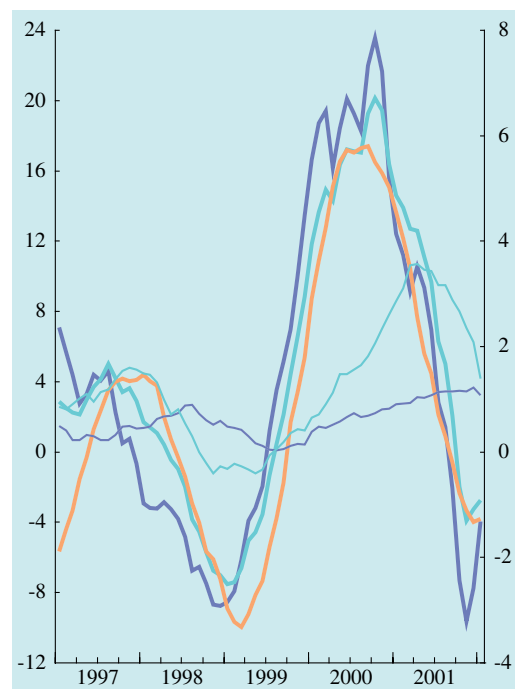
Spredningen i HICP-inflationen mellem eurolandene var stort set uændret i 2001. Spændet mellem de to lande med den højeste og den laveste

inflation var på 3,3 procentpoint, hvilket er næsten uændret i forhold til 2000. Standardafvigelsen var fortsat ca. 1 procentpoint. Ændringerne i den årlige gennemsnitlige HICP-inflation varie-

**Figur 14
De enkelte komponenter i producentpriserne i euroområdet**

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

- Energi (venstre akse)
- Industri ekskl. byggeri (højre akse)
- Halvfabrikata (højre akse)
- Kapitalgoder (højre akse)
- Forbrugsgoder (højre akse)



Kilde: Eurostat.

Ann.: Data vedrører Euro 12 (inkl. perioder før 2001).

Figur 15
Enhedslønomkostninger, lønsum pr. ansat og
arbejdskraftsproduktivitet i euroområdet
(Ændring i pct. år/år; kvartalsdata)



Kilder: Nationale data og ECBs beregninger.
 Anm.: Data vedrører Euro 12 (inkl. perioder før 2001); hele økonomien.

rede fra land til land primært som følge af forskelle i virkningen af forbigående faktorer og engangsfaktorer. Især har effekten af dyresygdomme samt vejrforhold på fødevarerpriserne i de enkelte lande bidraget til de forskellige mønstre.

Producentpriserne kraftigt påvirket af udviklingen i råvarepriserne

Indekset over producentpriserne i industrien (ekskl. byggeriet) steg gennemsnitligt med 2,2 pct. i 2001, hvilket er 3,3 procentpoint lavere end stigningen i 2000. Det er primært et udtryk for udviklingen i energi- og halvfabrikatakomponenterne, som til gengæld afspejler lavere priser på

energi og råvarer ekskl. energi. Efter stigningen i producentpriserne nåede sit toppunkt på 6,7 pct. i oktober 2000, faldt den årlige ændringstakt betydeligt, og i december 2001 registreredes en negativ vækstrate på 1,1 pct. (se figur 14).

De gennemsnitlige prisstigninger på kapitalgoder og forbrugsgoder tiltog i 2001 i forhold til 2000. Det skyldes primært indirekte effekter i forbindelse med tidligere stigninger i importpriserne, især energi. Den opadgående bevægelse i de årlige vækstrater for disse komponenter standsede imidlertid i 2001. Udviklingen bekræfter det synspunkt, at de indirekte effekter, som styrer udviklingen i disse komponenter, reduceredes i 2. halvår 2001.

Fortsat moderate lønstigninger i 2001

Den årlige vækst i lønsum pr. ansat steg en smule i 1. og 2. kvartal 2001 sammenlignet med det foregående år (se figur 15). I 3. kvartal faldt vækstraten med 0,1 procentpoint til 2,4 pct., hvilket er 0,3 procentpoint højere end i 4. kvartal 2000. Til gengæld steg den årlige vækstrate for de samlede timelønomkostninger i byerhvervene fra 2. til 3. kvartal 2001 med 0,5 procentpoint til 3,4 pct. Stigningen kom efter det trendmæssige fald siden 1. kvartal 2000. Dog bør bevægelser i denne indikator behandles med forsigtighed, da udviklingen er påvirket af en række statistiske skævheder. De foreliggende lantedata indikerer, at de nominelle lønninger også fortsat steg moderat i 4. kvartal 2001.

På baggrund af konjunkturedgangen i euroområdet faldt år-til-år ændringstakten i arbejdskraftsproduktiviteten i 1. og 2. kvartal 2001, hvorimod den steg marginalt i 3. kvartal. Sammen med udviklingen i den årlige vækstrate i lønsum pr. ansat medfører dette, at den årlige vækst i enhedslønomkostningerne steg i løbet af årets første to kvartaler og faldt med 0,2 procentpoint til 2,3 pct. i 3. kvartal 2001.

4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked

Aftagende vækst i realt BNP i 2001 som følge af forskellige ugunstige forhold

I 2. halvår 2000 begyndte den økonomiske vækst i euroområdet at aftage bl.a. som følge af den negative effekt af langvarige olieprisstigninger på forbrug og investeringer. I løbet af 2001 aftog væksten yderligere på grund af forskellige negative forhold, der påvirkede både den indenlandske efterspørgsel og eksporten, og som afspejledes i lavere aktivitet i både industrien og service-sektoren. For det første lagde en højere inflation i 1. halvår 2001, som følge af kraftige prisstigninger for energi og fødevarer, en dæmper på væksten i den disponible realindkomst. For det andet begrænsede forværringen af de eksterne forhold, som hovedsagelig kunne tilskrives nedgangen i USA ultimo 2000, væksten i euroområdets eksport. Forværringen af de eksterne forhold øgede også usikkerheden i forbindelse med investerings- og i mindre omfang forbrugsbeslutninger. For det tredje medførte terrorangrebene i USA den 11. september 2001 en yderligere kraftig stigning i den generelle usikkerhed, hvilket afspejledes i et yderligere fald i virksomheds- og forbrugertilliden i euroområdet. Dermed forsinkedes det opsving i euroområdets vækst, som der havde været visse foreløbige tegn på i sommermånederne. Ifølge Eurostat var væksten i realt BNP i 2001 som helhed 1,5 pct. sammenlignet med den høje vækstrate på 3,4 pct. i 2000 (se tabel 6). De grundlæggende faktorer i euroområdets økonomi er imidlertid fortsat solide. Faldet i inflationen og de gunstige finansieringsbetingelser bidrager til en gradvis styrkelse af den indenlandske efterspørgsel.

Lav vækst i indenlandsk efterspørgsel og eksport

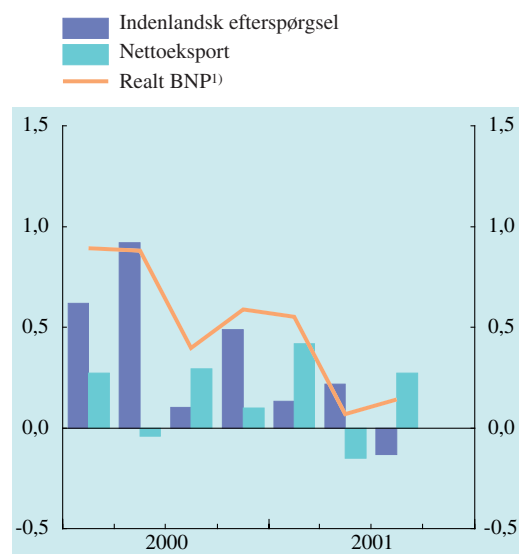
Den høje inflations negative effekt, forværringen af de eksterne forhold og den øgede usikkerhed betød, at den indenlandske efterspørgsel og eksporten bidrog mindre til den reale BNP-vækst i euroområdet. Den indenlandske efterspørgsel,

som var hovedårsagen til den kraftige vækst i perioden 1998-2000, var også hovedårsagen til faldet i væksten i realt BNP i 2001 (se figur 16). Den endelige indenlandske efterspørgsel (dvs. indenlandsk efterspørgsel ekskl. lagerændringer) bidrog med 1,4 procentpoint til væksten i 2001 sammenlignet med et bidrag på ca. 3 procentpoint i de tre foregående år. Desuden bidrog lagerændringer negativt til væksten i 2001 med 0,5 procentpoint i forhold til et bidrag på nul i 2000. Nettoeksportens bidrag til væksten var derimod 0,6 procentpoint i 2001 som helhed, dvs. uændret i forhold til 2000. Det er udtryk for, at nedgangen i eksportvæksten blev opvejet af et fald i importvæksten.

Væksten i privatforbruget var 1,0 pct. kvartal-til-kvartal i 1. kvartal 2001 sammenlignet med en mere afdæmpet vækstrate i 2. halvår 2000. Det afspejlede effekten af skattenedsættelser i en række eurolande i slutningen af 2000 og begyndelsen af 2001 på husholdningernes disponible indkomst. Faldet i købekraften som følge af den høje inflation i de første måneder af 2001 mod-

Figur 16
Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP i euroområdet

(Kvartalsvise bidrag i procentpoint)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Ann.: Alle data er sæsonkorrigeret.

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

Tabel 6**Sammensætningen af vækst i realt BNP i euroområdet***(Ændring i pct., medmindre andet er anført; sæsonkorrigeret)*

	Årlig vækst ¹⁾								Kvartalsvis vækst ²⁾				
	1999	2000	2001	2000 4. kv.	2001 1. kv.	2001 2. kv.	2001 3. kv.	2001 4. kv.	2000 4. kv.	2001 1. kv.	2001 2. kv.	2001 3. kv.	2001 4. kv.
Realt bruttonationalprodukt	2,6	3,4	3,2	2,8	2,4	1,6	1,4	0,4	0,6	0,6	0,1	0,1	-0,2
heraf:													
Indenlandsk efterspørgsel	3,2	2,8	2,8	2,2	1,7	1,0	0,7	0,1	0,5	0,1	0,2	-0,1	-0,2
Privat forbrug	3,2	2,6	2,5	1,9	2,0	1,8	1,8	0,1	0,2	0,9	0,6	0,1	0,1
Offentligt forbrug	2,1	1,9	1,6	1,6	1,9	1,9	2,0	0,1	0,7	0,7	0,4	0,2	0,5
Faste bruttoinvesteringer	5,4	4,3	3,9	3,2	1,3	-0,4	-1,3	0,9	0,0	-0,4	-0,8	0,0	-0,8
Lagerændringer ³⁾⁴⁾	-0,2	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,2	-0,4	0,0	-0,2	-0,2
Nettoeksport ³⁾	-0,5	0,6	0,5	0,6	0,8	0,7	0,6	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,0
Eksport ⁵⁾	5,2	12,0	12,4	12,0	8,7	5,1	0,8	3,6	2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,9
Import ⁵⁾	7,2	10,8	11,5	10,7	6,9	3,5	-0,9	3,0	2,2	-1,4	-0,3	-1,4	-1,1
Real bruttoværditilvækst:													
heraf:													
Industri ekskl. byggeri	0,8	4,6	4,5	4,2	3,7	1,5	0,5	0,8	0,6	1,2	-1,0	-0,3	-1,6
Byggeri	2,5	1,9	1,0	0,5	-1,4	-1,3	-1,1	-0,0	-0,1	-0,1	-1,1	0,2	0,2
Markedsrelaterede tjenesteydelser ⁶⁾	4,0	4,3	4,1	4,1	3,5	3,1	2,7	0,8	0,9	0,8	0,5	0,5	0,4

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

1) Årlig vækst; ændring i pct. i forhold til samme periode året før.

2) Kvartalsvis vækst; ændring i pct. i forhold til det foregående kvartal.

3) Som et bidrag til væksten i realt BNP; i procentpoint.

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

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

6) Inkl. handel, transport og kommunikation samt finansielle og erhvervsrelaterede tjenesteydelser.

virkede imidlertid denne positive effekt. Efter 1. kvartal aftog væksten i privatforbruget og var afdæmpet resten af året, selv om den faldende inflation understøttede væksten i den disponible realindkomst i 2. halvår 2001. Dette kan måske tilskrives en forsinket og ufuldstændig justering af forbruget i lyset af skattemæssige og den øgede usikkerhed vedrørende udsigterne for væksten og beskæftigelsen delvis som følge af forværringen af de eksterne forhold. I 2001 som helhed steg privatforbruget med 1,8 pct. i forhold til 2,5 pct. i 2000. Ved udgangen af 2000 lå forbrugertilliden fortsat rekordhøjt, men begyndte efterfølgende at aftage betydeligt, da komponenterne arbejdsløshedsforventninger og generelle økonomiske udsigter begyndte at falde kraftigt i kølvandet på den stigende usikkerhed (se figur 17).

I 2001 aftog faste bruttoinvesteringer med 0,2 pct. i forhold til året før efter en robust årlig

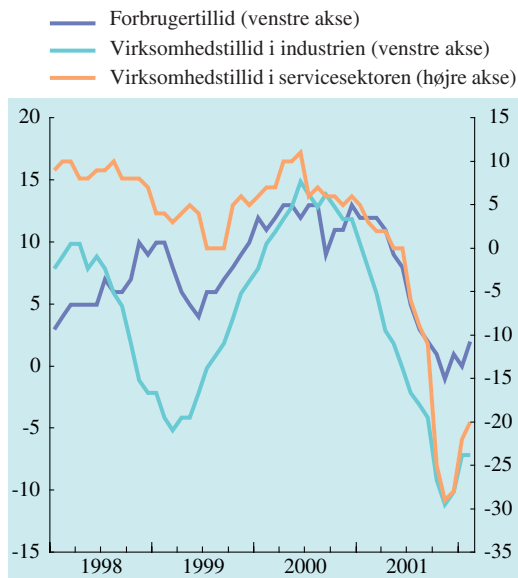
vækst på over 5 pct. i 1998-1999 og over 4 pct. i 2000. Faldet i investeringer kan i hvert fald delvis tilskrives det nedadrettede pres på rentabiliteten som følge af høje oliepriser og en svækket ekstern og indenlandsk efterspørgsel, der kom til udtryk i lavere kapacitetsudnyttelse. Forværringen af de eksterne forhold i løbet af 2001 medførte desuden øget usikkerhed om tidspunktet for et opsving, og denne usikkerhed tiltog efter terrorangrebene i USA. Virksomhederne udskød derfor deres investeringsbeslutninger trods de gunstige finansieringsbetingelser og den fortsat moderate lønudvikling.

Stort set samme fald i vækstraten for eksport og import

I 2001 tiltog eksporten og importen i euroområdet med henholdsvis 3,4 pct. og 1,8 pct., hvilket for begge tals vedkommende var ca. 9 pro-

Figur 17
Tillidsindikatorer for euroområdet

(Nettotal i pct.)



Kilde: Europa-Kommissionens virksomheds- og forbrugerundersøgelser.

Anm.: Alle data er sæsonkorrigeret. De viste data er beregnet som afvigelser fra gennemsnittet for perioden siden januar 1985 for forbrugertillid og virksomhedstilliden i industrien og perioden siden april 1995 for virksomhedstilliden i servicesektoren.

centpoint lavere end i 2000. Nettoeksportens bidrag til væksten i realt BNP i 2001 var derfor uændret i forhold til det foregående år.

Nationalregnskabsdata for euroområdets eksport og import omfatter intra-euroområdehandel og afspejler således både eksterne og indenlandske påvirkninger. Udenrigshandelsdata for den mængdemæssige varehandel inden for euroområdet og med lande uden for euroområdet indikerer, at år-til-år vækstraten for eksport til lande uden for euroområdet begyndte at falde stort set samtidig med år-til-år vækstraten for eksport mellem eurolande, selv om den førstnævnte nedgang var en smule kraftigere i 2001. Der var dog forskellige underliggende årsager til faldet i de to vækstrater, idet eksporten til lande uden for euroområdet hovedsagelig blev påvirket af opbremsningen i den udenlandske efterspørgsel i årets løb, mens eksporten mellem eurolandene afspejlede nedgangen i den indenlandske efterspørgsel i euroområdet (se figur 18).

Mindre spredning i den reale BNP-vækst mellem eurolandene i 2001

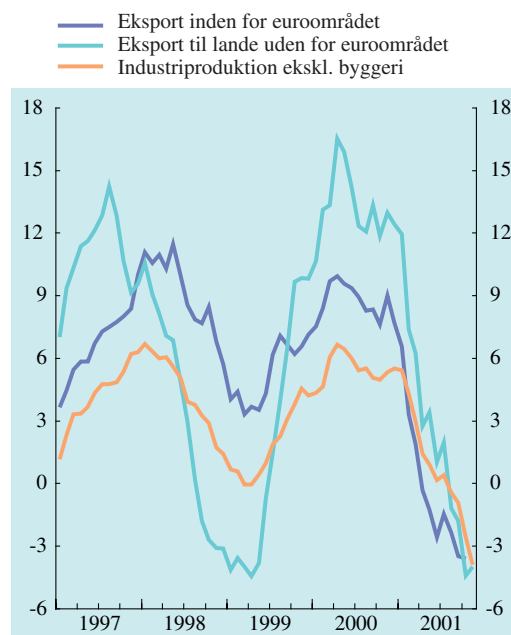
I 2001 faldt spændet i BNP-væksten mellem de to eurolande med den højeste og den laveste vækstrate til ca. 5,5 procentpoint sammenlignet med 8,5 procentpoint i 2000. Standardafvigelsen faldt til ca. 1,7 procentpoint i forhold til 2,5 procentpoint i 2000. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP aftog i 2001 kraftigt i alle eurolande uden undtagelse, selv om omfanget varierede en smule.

Faldet i industriproduktionen var den indledende årsag til nedgangen i den reale BNP-vækst

De ugunstige eksterne forhold havde størst og mest direkte betydning for industriproduktionen. I 2001 som helhed var væksten i den reale

Figur 18
Euroområdets vareeksport og industriproduktion

(Mængder; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: De viste data er beregnet på grundlag af 3-måneders centrerede glidende gennemsnit.

Tabel 7
Industriproduktionen i euroområdet

(Ændring i pct.)

	Årlig vækst ¹⁾								Kvartalsvis vækst ²⁾				
	1999	2000	2001	2000	2001	2001	2001	2001	2000	2001	2001	2001	2001
				4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
Industri i alt ekskl. byggeri	2,0	5,5	0,2	5,2	4,3	0,9	-0,4	-3,9	1,6	-0,4	-1,1	-0,5	-1,9
<i>fordelt efter industrihovedgrupper:</i>													
Industri i alt ekskl. byggeri og energi	1,8	5,8	-0,2	5,5	4,5	0,5	-0,7	-4,8	1,4	-0,3	-1,6	-0,2	-2,3
Halvfabrikata	1,5	5,8	-1,3	5,1	2,9	-0,2	-1,6	-6,0	1,7	-1,3	-1,5	-0,5	-2,6
Kapitalgoder	2,4	8,6	1,4	8,9	8,1	1,6	0,3	-3,8	1,7	0,6	-1,7	-0,5	-1,9
Forbrugsgoder	1,7	2,4	-0,0	2,0	3,3	0,4	0,0	-3,4	1,3	-1,7	0,4	0,1	-2,1
Varige forbrugsgoder	1,3	5,8	-2,6	4,0	3,1	-1,8	-3,8	-7,5	1,3	-1,1	-2,0	-1,5	-2,2
Ikke-varige forbrugsgoder	1,8	1,7	0,5	1,6	3,3	0,8	0,8	-2,5	1,3	-1,8	0,9	0,4	-2,0
Energi	1,6	1,5	0,4	0,1	-1,6	1,0	0,7	1,9	-1,8	-0,0	1,7	0,3	0,1
Fremstilling	1,9	5,9	0,1	5,8	5,2	0,9	-0,5	-4,6	1,9	-0,4	-1,5	-0,6	-2,3

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

- 1) Årlig vækst; ændring i pct. i forhold til samme periode året før beregnes ved hjælp af data korrigeret for antal arbejdsdage.
- 2) Kvartalsvis vækst; ændring i pct. i forhold til det foregående kvartal beregnes ved hjælp af sæsonkorrigerede data, som også er korrigeret for antal arbejdsdage.

værditilvækst i industrien ekskl. byggeriet 1,0 pct. sammenlignet med over 4 pct. året før (se tabel 6). Kvartal-til-kvartal væksten var positiv i 1. kvartal 2001, men negativ resten af året, hvilket stort set tegnede mønstret for den reale BNP-vækst.

Nedgangen i industriproduktionen (ekskl. byggeri og energi) begyndte i 1. kvartal 2001 og skyldtes oprindeligt et fald i halvfabrikata og forbrugsgoder (se tabel 7). I 2. kvartal bidrog faldet i kapitalgoder til nedgangen i den samlede produktion. I 2001 som helhed aftog produktionsvæksten for kapitalgoder og halvfabrikata betydeligt med ca. 7 procentpoint for begge sektorer i forhold til 2000. Hvad angår de eksportfølsomme sektorer, afspejler dette især den negative effekt af forværringen af de eksterne forhold, som blev forstærket af en afmatning i de høje vækstrater for produktionen af informations- og kommunikationsvarer. I euroområdet aftog væksten i produktionen af radio-, fjernsyns- og kommunikationsudstyr og kontormaskiner og computere fra ca. 20 pct. i 2000 til omkring 2 pct. i 2001. Væksten i produktionen af kapitalgoder var fortsat positiv i 2001 som helhed, mens væksten i produktionen af halvfabrikata var negativ. Der var tale om en forholdsvis begrænset nedgang i væksten i forbrugsgoder, nemlig fra 2,4 pct. i 2000 til nul i 2001, som hovedsagelig kunne tilskrives et

begrænset fald i produktionen af ikke-varige forbrugsgoder, mens faldet i varige forbrugsgoder var væsentlig mere markant.

I byggeriet faldt produktionen målt ved den reale værditilvækst med 0,6 pct. i 2001 sammenlignet med en vækst på ca. 2 pct. i de to foregående år. Nedgangen i 2001 kunne hovedsagelig tilskrives svagere byggeaktivitet i 1. halvår 2001, mens der var tegn på en stabilisering i 2. halvår. Svagheden i byggeriet skyldtes en række forhold. Først og fremmest havde stigningen i opførelsen af beboelses- og kontorejendomme i de seneste år med kraftig økonomisk vækst medført et rigeligt udbud i nogle lande. Den øgede usikkerhed i 2001 vedrørende udsigterne for vækst og beskæftigelse kan desuden have medført, at virksomheder og husholdninger – trods gunstige finansieringsbetingelser – udskød investeringsbeslutninger, der indebærer betydelige finansielle forpligtelser og i høj grad er uigenkaldelige.

Aktivitetudviklingen i servicesektoren en smule forsinket i forhold til industrien

Den reale værditilvækst i servicesektoren aftog med ca. 1 procentpoint i 2001 hovedsagelig som følge af et fald i vækstraten for markedsrelaterede tjenesteydelser fra 4,5 pct. i 2000 til 3,1 pct.

Tabel 8**Udviklingen på arbejdsmarkedet i euroområdet**

(Ændring i pct. år/år og pct.)

	1999	2000	2001	1999 3. kv.	1999 4. kv.	2000 1. kv.	2000 2. kv.	2000 3. kv.	2000 4. kv.	2001 1. kv.	2001 2. kv.	2001 3. kv.	2001 4. kv.
Arbejdsstyrken	0,7	0,9	.	0,7	0,6	0,7	0,9	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8	.
Beskæftigelse	1,6	2,1	.	1,6	1,6	1,8	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,2	.
Landbrug ¹⁾	-2,9	-1,5	.	-2,8	-2,5	-1,9	-1,8	-1,6	-0,8	-0,0	-0,6	-1,3	.
Industri ²⁾	0,3	1,0	.	0,2	0,3	0,7	1,0	1,1	1,3	1,2	0,8	0,3	.
- Ekskl. byggeri	-0,0	0,8	.	-0,2	-0,1	0,1	0,8	1,0	1,3	1,4	0,8	0,2	.
- Byggeri	1,0	1,6	.	1,3	1,3	2,4	1,5	1,0	1,4	0,8	0,8	0,7	.
Tjenesteydelser ³⁾	2,6	2,8	.	2,5	2,4	2,6	2,9	2,8	2,8	2,5	2,1	1,8	.
Arbejdsløshedsprocent⁴⁾													
I alt	9,8	8,8	8,3	9,7	9,4	9,2	8,9	8,7	8,5	8,4	8,3	8,3	8,4
Under 25 år	19,2	17,4	16,5	18,9	18,3	18,0	17,5	17,2	16,7	16,5	16,5	16,5	16,7
25 år og derover	8,5	7,7	7,2	8,4	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	7,3

Kilder: Nationale data og ECBs beregninger vedrørende arbejdsstyrken, Eurostat vedrørende beskæftigelse og arbejdsløshed.

1) Inkl. fiskeri, jagt og skovbrug.

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

3) Ekskl. ekstraterritoriale organer og organisationer.

4) I pct. af arbejdsstyrken ifølge ILOs anbefalinger.

i 2001. De vigtigste stød, der påvirkede den økonomiske vækst i euroområdet i 2001, havde sandsynligvis en direkte negativ effekt på aktiviteten i markedsrelaterede tjenesteydelser. Fx har de høje oliepriser og terrorangrebene haft en negativ effekt på aktiviteten inden for transportsektoren. Endvidere kan nedgangen i produktionsvæksten i markedsrelaterede tjenesteydelser være en forsinket reaktion på faldet i industriproduktionen, eftersom en stor andel af de erhvervsrelaterede tjenesteydelser vedrører produktionsprocessen i industrien.

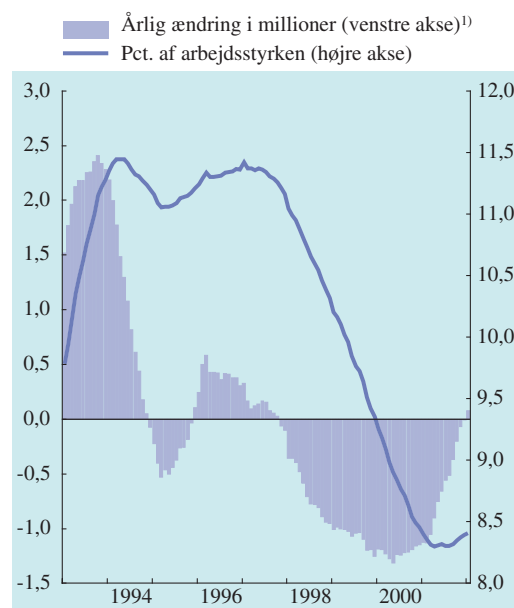
Markant afdæmpning i beskæftigelsesvæksten i 2001

Beskæftigelsesvæksten i euroområdet anslås i gennemsnit at være lavere i 2001 (ca. 1,4 pct.) end i de tre foregående år, dvs. sammenlignet med 2,1 pct. i 2000 og 1,6 pct. i både 1999 og 1998 (se tabel 8). Kvartal-til-kvartal vækstraten for beskæftigelsen aftog betydeligt gennem hele 2001 fra 0,5 pct. i 4. kvartal 2000 til næsten nulvækst i 4. kvartal 2001, hvilket med en vis forsinkelse afspejler opbremsningen i den økonomiske aktivitet siden 2. halvår 2000.

Samtlige sektorer bidrog til nedgangen i den samlede beskæftigelsesvækst i 2001 (se tabel 8). Det kraftige fald i beskæftigelsesvæksten i markedsrelaterede tjenesteydelser (handel og transport samt finansielle og erhvervsrelaterede tjenesteydelser), der udgør over en tredjedel af den

Figur 19**Arbejdsløshed i euroområdet**

(Månedlige data; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

1) År-til-år ændringer er ikke kursjusterede.

samlede beskæftigelse, har tilsyneladende været hovedårsagen til nedgangen i beskæftigelsesvæksten. Efter en forholdsvis kraftig beskæftigelsesvækst i industrien i 2000 aftog beskæftigelsesvæksten i de første tre kvartaler af 2001 i såvel byggeriet som fremstillingssektoren, som generelt er meget følsomme over for udviklingen i den økonomiske aktivitet. Beskæftigelsen i landbrugssektoren faldt yderligere i 2001, dog langsommere end i de seneste år. Med en år-til-år vækstrate på over 2,1 pct. i gennemsnit i de første tre kvartaler af 2001 fortsatte servicesektoren under ét med at skabe job, dog i et langsommere tempo end i 2000.

Fortsat stort set uændret arbejdsløshed i 2001

I 2001 var den standardiserede arbejdsløshedsprocent 8,5 pct. i gennemsnit sammenlignet med 8,9 pct. i 2000. Efter den kraftige og konstante nedgang i arbejdsløsheden fra midten af 1997 til slutningen af 2000 faldt arbejdsløshedsprocenten i euroområdet en smule i perioden januar-april 2001, mens den stabiliserede sig i perioden maj-august og begyndte at stige i den sidste del af året, hvilket er i overensstemmelse med nedgangen i beskæftigelsesvæksten (se figur 19). I løbet af året faldt antallet af arbejdsløse i euroområdet kun med 24.000 sammenlignet med over 1 mio. om året i perioden 1998-2000. I 2001 var der i gennemsnit ca. 11,4 mio. arbejdsløse i euroområdet, hvilket er det laveste antal arbejdsløse siden 1992. Denne udvikling skal ses i lyset af en vedvarende vækst i arbejdsstyrken (ca. 0,9 pct.) i 2001.

Selv om alle aldersgrupper og begge køn blev negativt påvirket af den mindre gunstige udvikling

på arbejdsmarkedet, er grupperne med den højeste arbejdsløshed, dvs. kvinder og unge, tilsyneladende ikke blevet yderligere berørt af den seneste konjunkturedgang. Samlet set lå arbejdsløshedsprocenten for unge stort set uændret på 16,7 pct. i 4. kvartal 2000 og 2001, mens arbejdsløshedsprocenten for gruppen over 25 år aftog med 0,1 procentpoint til 7,3 pct. i samme periode. Arbejdsløsheden for begge aldersgrupper fulgte det samme mønster, idet den faldt indtil foråret 2001 og steg fra sidst på sommeren til december 2001. Arbejdsløshedsprocenten for mænd steg i 2001, mens arbejdsløshedsprocenten for kvinder fortsat faldt, dog langsommere end i 2000. I 2001 formindskedes forskellen mellem den gennemsnitlige arbejdsløshedsprocent for mænd (6,9 pct.) og kvinder (10,2 pct.) således yderligere en smule. Arbejdsløshedsprocentens tilnærmelse på tværs af alder og køn, som især var mærkbar i perioden 1997-2000, hvor der var kraftig økonomisk vækst, fortsatte samlet set i løbet af 2001 på tværs af kønnene, mens den gik i stå på tværs af aldersgrupperne.

Arbejdsløsheden steg i de fleste eurolande. Visse lande med en høj arbejdsløshed registrerede imidlertid et mindre fald i arbejdsløshedsprocenten i løbet af året, hvorved spredningen i eurolandenes arbejdsløshedsprocenter mindskedes yderligere i 2001.

Den forholdsvis positive udvikling i beskæftigelsen i euroområdet i de seneste år kan måske delvis tilskrives reformerne på arbejds- og produktmarkederne samt den fortsat moderate lønudvikling. De seneste fremskridt vedrørende strukturreformerne på arbejds- og produktmarkederne i euroområdet opsummeres i boks 4.

Boks 4

Udviklingen i strukturreformerne på arbejds- og produktmarkederne i euroområdet

Strukturreformer, der har til formål at øge fleksibiliteten på arbejds- og produktmarkederne i euroområdet, vil sandsynligvis medføre betydelige økonomiske fordele og mindske tilpasningsomkostningerne i forbindelse med økonomiske stød. På denne baggrund understregede Det Europæiske Råd i Lissabon i marts 2000 betydningen af strukturreformer for at fremme vækst og beskæftigelse i EU. Især vurderer Det Europæiske Råd, at gennemførelsen af produkt- og arbejdsmarkedsreformer er afgørende for, at EU kan blive den mest konkurren-

cedygtige og dynamiske økonomi i verden. Dette budskab blev bekræftet i konklusionerne fra Det Europæiske Råds møder i Stockholm, Laeken og Barcelona i 2001 og 2002. I denne boks opsummeres udviklingen i strukturreformerne på arbejds- og produktmarkederne i euroområdet i 2001.

Der er sket visse fremskridt med strukturreformerne på *produktmarkederne* i euroområdet i de seneste år, især med hensyn til integration af produktmarkederne og lovreformer i netværksindustrier. Integrationen af produktmarkederne fortsatte i 2001, selv om visse af tiltagene først gennemføres om et par år. Den gennemsnitlige andel af direktiver om det indre marked, som eurolandene mangler at gennemføre, faldt fra ca. 3,3 pct. i november 2000 til ca. 2,7 pct. i oktober 2001. Desuden vedtog Ministerrådet statuten for det europæiske selskab i oktober 2001. Denne statut giver virksomhederne mulighed for at oprette et selskab, som opererer på EU-plan og er underlagt fællesskabslovgivningen, der gælder i alle medlemslande. Hvad angår lovreform i netværksindustrier, var der enighed om mere vidtrækkende – men stadig ikke fuldstændig – liberalisering af EUs postsektor. Desuden nåede man til enighed om en ny direktivpakke vedrørende reform af telekommunikationssektoren. Såfremt det med disse reformer lykkes at øge konkurrencen på produktmarkederne i euroområdet, vil det sandsynligvis have en nedadrettet effekt på forbrugerpriserne og på langt sigt medføre gunstigere udsigter for beskæftigelse og vækst.

Trods den positive udvikling varierede liberaliseringstempoet betydeligt mellem de enkelte medlemslande, og de veletablerede virksomheders markedsandele er fortsat meget høje. Det bør desuden bemærkes, at EU-landene ikke nåede til enighed om en række vigtige reformtiltag i 2001, såsom overtagelsesdirektivet og EU-patentet. På Det Europæiske Råds møde i Barcelona blev det besluttet, at alle forbrugere i EU, undtagen husholdninger, fra 2004 frit kan vælge el- og gasudbydere. Hvad angår liberalisering af markedet for husholdninger, blev der imidlertid ikke afgivet nogen løfter. Desuden udgør el- og gasforsyningen i de fleste lande fortsat lov-mæssigt et regionalt eller lokalt monopol, og der er risiko for, at de fleste fordele ved liberaliseringen tilfalder disse monopoler og dermed ikke kommer forbrugerne til gode.

For så vidt angår *arbejdsmarkederne* i euroområdet, har de forskellige lande gjort varierende fremskridt med strukturreformerne. Det skyldes, at EUs arbejdsmarkedsreformer i højere grad er baseret på nationale initiativer i modsætning til produktmarkedsreformerne, hvis gennemførelse ofte afhænger af EF-direktivernes anvendelsesområde.

I 2001 gennemførte nogle eurolande reformer, som skulle sænke skattetrykket med henblik på at øge incitamentet til at arbejde. Disse reformer var et led i de fortsatte bestræbelser på at reducere skatter og sociale bidrag, som fik større og større betydning i løbet af 1990'erne. En række medlemslande har desuden aftalt eller iværksat foranstaltninger til forbedring af jobsøgningsprocessen ved at forsøge enten at øge incitamenterne til at arbejde via reform af understøttelsessystemet eller at gøre arbejdsformidlingen mere effektiv. Endelig blev der gjort visse bestræbelser på at fremme deltidsarbejde. Lempelse af reglerne vedrørende sikkerhed i ansættelsen var ikke på dagsordenen i 2001.

Den vedvarende, høje arbejdsløshed og den lave arbejdsmarkedsdeltagelse i flere eurolande viser, at der er behov for flere og mere omfattende arbejdsmarkedsreformer. Der er især behov for fleksible lønninger, øget løn-differentiering, reform af skattesystemet og de sociale ydelser, så man tilskynder jobsøgning frem for ikke-deltagelse, bedre uddannelse, træning og livslang læring. Derved undgås det, at humankapitalen forringes og forældes. Der er også behov for mindre restriktive regler vedrørende sikkerhed i ansættelsen. Når det er sagt, var der i perioden med kraftig vækst i 1997-2000 tale om en kraftigere beskæftigelsesvækst og et større fald i arbejdsløsheden end tidligere i 1990'erne, hvilket tyder på, at arbejdsmarkedsreformerne i eurolandene i de seneste år har udviklet sig i den rigtige retning.

Sammenfattende er eksisterende hindringer for fleksibilitet og konkurrence på arbejds- og produktmarkederne i euroområdet gradvist ved at blive fjernet. Dog er der behov for yderligere væsentlige fremskridt, hvis ambitionen om at gøre EU til den mest konkurrencedygtige og dynamiske økonomi i verden skal opfyldes. Som understreges på Det Europæiske Råds møde i Barcelona i 2002, skal der således især fokuseres på forbedring af beskæftigelsen og integration af markederne i EU.

5 Udviklingen i de offentlige finanser

Forværring af budgetsaldiene i 2001

For første gang siden 1993 forværredes eurolandenes gennemsnitlige budgetsaldi i 2001. De seneste data fra Eurostat viser et underskud på 1,3 pct. af BNP i forhold til et underskud på 0,8 pct. i 2000 (begge tal er ekskl. indtægterne fra salget af UMTS-licenser) (se tabel 9). Beregnet inkl. UMTS-indtægterne var der et overskud på 0,2 pct. i 2000 og et underskud på 1,3 pct. af BNP i 2001. Årsagerne til den budgetmæssige forværring er effekten af de automatiske stabilisatorer i forbindelse med den økonomiske afmatning og betydelige skattnedsættelser i nogle eurolande uden tilstrækkelige modsvarende besparelser. Som konsekvens heraf kunne størstedelen af landene ikke opfylde de budgetmål, der fremgik af stabilitetsprogrammerne i slutningen af 2000 og begyndelsen af 2001. Afvigelsen fra målene udgjorde i gennemsnit 0,7 pct. af BNP.

Selv om det gennemsnitlige underskud for euroområdet forværredes, forbedrede nogle få lande budgetsaldiene i 2001 (Grækenland, Spanien, Italien og Østrig), i visse tilfælde delvis på grund af den forsinkede virkning af den kraftige økonomiske vækst i 2000 på skatteindtægter samt engangstiltag. Syv lande rapporterede budgetter i balance eller i overskud i 2001, og et land viste et underskud på under 0,5 pct. af BNP, mens de resterende fire lande (Tyskland, Frankrig, Italien og Portugal) fortsat rapporterede om forholdsvis store underskud. Tyskland og Portugal viste endda underskud på ca. 1 procentpoint over målet i de tidligere stabilitetsprogrammer. I 2001 var hverken Portugals underskud på 2,2 pct. af BNP eller Tysklands underskud på 2,7 pct. af BNP langt fra referenceværdien på 3 pct. i Maastrichttraktaten. Kun fire lande (Spanien, Luxembourg, Østrig og Finland) nåede målene i de tidligere stabilitetsprogrammer, og to lande (Luxembourg og Østrig) mere end opfyldte deres budgetmål.

Den offentlige udgiftskvotient i euroområdet faldt en smule i 2001 som følge af et fortsat fald i renteudgifterne. Den primære udgiftskvotient

steg en smule efter et fald på ca. $\frac{3}{4}$ procentpoint i 2000. Omkring halvdelen af landene kunne yderligere reducere de offentlige udgifters andel af BNP. De offentlige investeringer i eurolandene stabiliseredes i 2001 på 2,5 pct. af BNP. Som tidligere år blev udgiftsmålene for sundhedssektoren overskredet i mange lande i 2001. Med få undtagelser aftog indtægtskvotienten i alle eurolande i 2001, hovedsagelig på grund af betydelige nedsættelser af skatter og sociale bidrag i mange eurolande (Belgien, Tyskland, Frankrig, Irland, Italien, Luxembourg, Holland og Finland).

Den offentlige gældskvotient i euroområdet aftog med 1,0 procentpoint til 69,1 pct. i 2001. Faldet var mindre end det oprindelige mål, hvilket skyldes forværringen af budgetsaldiene og lavere økonomisk vækst end forventet. Af alle eurolandene viste kun Portugal en stigende gældskvotient. Især Spanien og Grækenland havde kraftige fald på mere end 3 procentpoint. Gældsunderskudsjusteringer, som ikke påvirker underskudskvotienterne, men som har en virkning på den offentlige gæld, var i 2001 0,3 pct. af BNP. Den begrænsede nedgang i gældskvoten kan desuden skyldes, at nogle lande har benyttet betydelige indtægter fra privatisering til andre finansielle transaktioner fx kapitaltilførsel til offentlige virksomheder.

Efter de finanspolitiske lempelser i 2000 var finanspolitikens stramhedsgrad i euroområdet ifølge Europa-Kommissionens data mindre i 2001, hvilket fremgår af det fortsatte fald i det konjunkturkorrigerede primære overskud. Lempelsen var tydeligst i de lande, der havde gennemført betydelige skattnedsættelser uden tilstrækkelige modsvarende besparelser. Ud over denne diskretionære finanspolitiske lempelse var budgetresultaterne i 2001 også påvirket af de automatiske stabilisatorer. Forværringen af budgetsaldiene i forhold til de oprindelige mål i stabilitetsprogrammerne afspejler primært budgeteffekten af den økonomiske afmatning i forhold til de – i tilbageblik – relativt optimistiske makroøkonomiske prognoser, der var grundlag for de

Tabel 9**Offentlige budgetstillinger i euroområdet***(I pct. af BNP)***Offentligt overskud (+) eller underskud (-)**

	1998	1999	2000	2001
Euroområdet	-2,2	-1,3	-0,8	-1,3
Belgien	-0,9	-0,6	0,1	0,0
Tyskland	-2,2	-1,6	-1,3	-2,7
Grækenland	-2,4	-1,7	-0,8	-0,3
Spanien	-2,6	-1,1	-0,4	0,0
Frankrig	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5
Irland	2,3	2,3	4,5	1,7
Italien	-2,8	-1,8	-1,7	-1,4
Luxembourg	3,2	3,8	5,8	5,0
Holland	-0,8	0,4	1,5	0,2
Østrig	-2,4	-2,2	-1,9	0,1
Portugal	-2,3	-2,2	-1,9	-2,2
Finland	1,3	1,9	7,0	4,9

Offentlig bruttogæld

	1998	1999	2000	2001
Euroområdet	73,7	72,6	70,1	69,1
Belgien	119,3	115,0	109,3	107,5
Tyskland	60,9	61,3	60,3	59,8
Grækenland	105,0	103,8	102,8	99,7
Spanien	64,6	63,1	60,4	57,2
Frankrig	59,5	58,5	57,4	57,2
Irland	55,1	49,6	39,0	36,6
Italien	116,4	114,5	110,6	109,4
Luxembourg	6,3	6,0	5,6	5,5
Holland	66,8	63,1	56,0	53,2
Østrig	63,9	64,9	63,6	61,7
Portugal	54,8	54,2	53,4	55,6
Finland	48,8	46,8	44,0	43,6

Kilder: Eurostat og ECB for aggregater for euroområdet.

Anm.: Data er baseret på ENS95. Budgetsaldi er ekskl. indtægter fra salget af UMTS-licenser.

oprindelige budgetplaner for 2001, da de fleste lande undlod at begrænse de automatiske stabilisatorers indvirkning.

Vurdering af stabilitetsprogrammerne

En sammenligning af målene for 2002 i stabilitetsprogrammerne, der forelå i slutningen af 2001, med målene i de programmer, der forelå et år tidligere, viser, at de fleste lande har tilpasset deres nominelle budgetmål til den forværrede økonomiske situation. Det afspejler de dårligere

budgetresultater i 2001 end forventet samt de automatiske stabilisatorers indvirkning i 2002. Generelt er den planlagte finanspolitik i euroområdet i 2002 en smule restriktiv ifølge de opdaterede stabilitetsprogrammer.

I visse lande er der behov for yderligere forbedring for at opnå et budget "tæt på balance eller i overskud". Nogle af disse lande kan i øjeblikket kun i meget begrænset omfang fortsat lade de automatiske stabilisatorer virke, fordi landenes nominelle underskud har nærmet sig referenceværdien på 3 pct. af BNP. Underskuddene kan

endda blive større, hvis planlagte konsoliderings-tiltag viser sig mindre effektive end forventet, hvis budgettet overskrides igen, eller hvis konjunkturopsvinget bliver svagere eller forsinket i forhold til nogle af stabilitetsprogrammernes relativt optimistiske antagelser om den økonomiske vækst.

De seneste stabilitetsprogrammer bekræfter forpligtelsen til at opnå budgetbalance senest i 2003 i Italien og senest i 2004 i Tyskland, Frankrig og Portugal. Fastholdelse af denne forpligtelse forhindrer, at det mellemlange mål om en budgetstilling tæt på balance eller i overskud hele tiden udskydes. Herved fastholdes stabilitets- og vækstpagtens troværdighed. De nødvendige tiltag for at opnå målene er dog ikke altid veldefinerede. Undertiden sker opfyldelse af underskudsmålene via engangstiltag fx salg af ejendomme, som ikke udgør en varig budgetkonsolidering (især i Italien i 2002 og 2003, hvor engangstiltagene skal erstattes af permanente tiltag, som i øjeblikket drøftes).

I betragtning af budgetudviklingen i 2001 og fremskrivningerne for 2002 henstillede Kommissionen til Ecofin-rådet om at give Tyskland og Portugal en advarsel i januar 2002. Ecofin-rådet mente, at de to landes fornyede bekræftelse og endda styrkelse af forpligtelsen til at overholde deres budgetmål var tilstrækkeligt til at imødegå de bekymringer, der lå til grund for Kommissionens henstilling. Ecofin-rådet støttede kraftigt opnåelsen af sunde budgetstillinger senest i 2003/2004 i sine udtalelser om de opdaterede stabilitetsprogrammer for landene, der endnu ikke har opnået budgetbalance.

Lande, der allerede har opnået en sund budgetstilling, bør lade de automatiske stabilisatorer virke symmetrisk i løbet af konjunkturcyklen for på den måde at bidrage til makroøkonomisk stabilitet. På den anden side er diskretionær, konjunkturbestemt finanspolitik ikke hensigtsmæssig, da den tidligere ikke har givet de forventede positive effekter. Lange tidsmæssige forskydninger har ofte medført en forsinket procyklisk virk-

ning af de tiltag, der skulle stabilisere konjunkturudsving. Regeringerne har desuden været mere tilbøjelige til at stimulere økonomien i nedgangsperioder end til at dæmpe ekspansionen i opgangsperioder. Især har der været tilbøjelighed til at indføre udgiftsøgende tiltag, som skulle være midlertidige, snarere end til at afskaffe tiltagene, når de ikke længere var nødvendige af hensyn til de økonomiske forhold. Denne asymmetriske adfærd medfører, hvis den varer ved, en stigende tendens i de offentlige udgifter og underskudskvotienten, som kan bringe de offentlige financers bæredygtighed i fare.

Udviklingen i strukturreformer af de offentlige finanser

I overensstemmelse med konklusionerne på Det Europæiske Råds møde i Lissabon i 2000 om at øge Europas vækstpotentiale bør strukturreformerne af de offentlige finanser sættes højt på dagsordenen. Ved at fremme økonomisk vækst vil velgennemtænkte finanspolitiske reformtiltag ikke kun forbedre velfærden, men også bidrage til de offentlige financers bæredygtighed på længere sigt (se boks 5). Generelt har de tiltag, som skulle forbedre de offentlige financers bidrag til øget vækst, dog været begrænsede.

I et strukturelt perspektiv er de gennemførte eller planlagte skattelettelser et positivt tiltag, da de kan forbedre den økonomiske vækst på mellemlangt til langt sigt. De bør dog indledes med eller ledsages af modsvarende besparelser for ikke at bringe opnåelsen eller opretholdelsen af sunde budgetstillinger i fare. I betragtning af, at de offentlige finanser fremmer væksten, bør sådanne besparelser fokusere på de løbende udgifter. I 2002 forventes den primære udgiftskvotient dog at stige med ½ procentpoint. Da budgetoverskridelser tidligere ofte har hindret konsolideringen, vil effektive mekanismer til overvågning og begrænsning af udgifter på alle niveauer i den offentlige sektor desuden forbedre budgetmålenes troværdighed.

Boks 5

Finanspolitik og langsigtet økonomisk vækst

En af euroområdet største udfordringer er at forbedre de langsigtede vækstudsigter. Væksten i de fleste eurolande har vist aftagende tendens i de sidste 40 år, og vækstraten var i 1990'erne i gennemsnit kun 2 pct., hvilket er 1 procentpoint under vækstraten i USA. Manglen på et dynamisk miljø, der kan føre til investeringer og jobskabelse, er en vigtig årsag til dette relativt dårlige resultat. Omfattende finanspolitiske reformer er nødvendige for at opnå en højere potentiel vækstrate.

De offentlige financers bidrag til langsigtet vækst

De grundlæggende bestemmende faktorer for vækst er opsparing, investering i human- og realkapital, teknologisk udvikling og beskæftigelsesvækst. Finanspolitikken påvirker primært disse vækstfaktorer via de offentlige financers stabilitet og bæredygtighed samt via udgifts- og skattepolitikken. Finanspolitikkenes rolle i forbindelse med at fremme fremtidig vækst i euroområdet har været en kombination heraf.

De offentlige financers stabilitet og bæredygtighed

Et lavt underskud og en lav offentlig gæld er forudsætninger for at opnå stabile og bæredygtige offentlige finanser. Med en sådan budgetstilling forstærkes forventningerne til makroøkonomisk stabilitet, til forudsigelige finanspolitiske rammer og fordelagtige finansieringsbetingelser på langt sigt. Det skaber igen gunstige forhold for investorer, innovatorer og iværksættere.

Udgiftspolitik

Udformningen af den offentlige udgiftspolitik kan også påvirke væksten. Almindeligvis skal udgiftsprogrammer vægtes mod effektivitetsomkostningerne ved disse aktiviteter (fx sammenlignet med den private sektor), mod det deraf følgende manglende incitament til at arbejde, investere og spare op samt de forvriddinger, der opstår på grund af skatterne, der skal finansiere dem. Rundhåndede sociale ydelser kan fx reducere incitamentet til at arbejde betydeligt. De offentlige sektorer er forholdsvis store, også internationalt set, og de offentlige udgifter i de fleste eurolande udgør over 40 pct. af BNP.

Skattepolitik

Skattepolitikken er en vigtig bestemmende faktor for vækst på langt sigt. Især reducerer høje person-, selskabs- og kapitalindkomstskatter incitamentet til at arbejde, til at investere i uddannelsesmæssig og realkapital og til at spare op. Hvad angår finansiering af den offentlige sektor via skattepolitikken, er situationen endnu ikke tilfredsstillende, hverken set fra et nationalt eller et internationalt synspunkt. Marginale indkomstskatter og gennemsnitlige skattebyrder er stadig relativt høje, og de offentlige indtægter udgør mere end 40 pct. af BNP i de fleste eurolande. Der er sket visse fremskridt i form af omstrukturering af skattesystemerne og reduktion af marginalindkomstskattebyrden. Mulighederne for skattnedsættelser er dog begrænset, da de bør ledsages af tilstrækkelige begrænsninger i udgifterne.

Finanspolitikken i Europas vækststrategi

Det Europæiske Råd blev på mødet i Stockholm i marts 2001 enige om et strategipapir for at forbedre de offentlige financers kvalitet og bæredygtighed for derigennem at forbedre bidraget til vækst og beskæftigelse. Strategien fokuserer på tre nøgleelementer. For det første bør regeringerne understøtte en stabil samfundsøkonomi via finanspolitisk konsolidering og gældsnedbringelse og bør ligeledes fremme yderligere beskæftigelses- og pensionsreformer. For det andet bør regeringerne gøre skattesystemerne og de sociale systemer mere beskæftigelsesvenlige i form af skattesænkninger og sociale reformer. For det tredje bør de offentlige udgifter omlægges mod akkumulering af real- og humankapital. Rapporten lægger op til en samlet strategi, som vil styrke den økonomiske vækst og beskæftigelsen ved at støtte konsolidering, bæredygtighed og vækst i en god cirkel.

For at opnå disse mål er det vigtigt at have institutioner, som kan skabe incitament til at føre politikker rettet mod stabilitet og bæredygtighed. Det bør ligeledes overvejes at reformere de regler og institutioner, der regulerer skatte- og udgiftspolitikken i eurolandene. Der er således behov for at undersøge og eventuelt revidere reglerne for den offentlige sektors rolle i finansiering og udbud af varer, tjenesteydelser og social sikring, samt måden, hvorpå disse aktiviteter udføres.

6 De globale makroøkonomiske forhold, valutakurser og betalingsbalancen

Kraftig forværring af den globale økonomi i 2001

Den globale økonomi oplevede en markant nedgang gennem hele 2001 efter et rekordår for den økonomiske vækst i 2000. Væksten i BNP på verdensplan skønnes at have nået 2 pct. i 2001 i forhold til 4,6 pct. i 2000, som var den højeste vækstrate siden midten af 1980'erne. Vækstraten for verdenshandlen faldt endnu kraftigere fra 12,5 pct. til skønsmæssigt 0,7 pct. Vigtige faktorer bag denne afmatning var faldet i efterspørgslen efter IKT-produkter (informations- og kommunikationsteknologi), navnlig i USA, den generelle forringelse af de globale økonomiske forhold og den forsinkede virkning af den kraftige stigning i oliepriserne i 2000 (se boks 6). Terrorangrebene den 11. september 2001 øgede usikkerheden og havde en kortvarig, men umiddelbar indvirkning på den økonomiske aktivitet.

I 2001 sluttede de sidste 10 års økonomiske ekspansion i USA, og National Bureau of Economic Research (NBER) erklærede i november 2001, at en recession var startet i marts 2001. NBER understregede i sin meddelelse, at terrorangrebene den 11. september havde forstærket den allerede udtalte afmatning i væksten i realt BNP. I 2001 steg realt BNP med 1,2 pct. i forhold til 4,1 pct. i 2000. Samtidig steg arbejdskraftsproduktiviteten i byerhvervene i gennemsnit med 1,9 pct. efter en stigning på 3,3 pct. i 2000. Den vigtigste årsag til faldet i væksten i realt BNP i 2001 var den kraftige nedgang i private faste erhvervsinvesteringer og lagerbeholdninger. I 2001 faldt de reale private faste erhvervsinvesteringer med 1,9 pct. i forhold til en stigning på 7,6 pct. i 2000. Alt i alt blev væksten i realt BNP i 2001 understøttet af væksten i det private forbrug, der bidrog med 2,1 procentpoint i forhold til 3,3 procentpoint i 2000, og af de offentlige udgifter, mens den kraftige nedgang i den reale eksport i forhold til den reale import medførte, at nettoudenrigshandlens bidrag til væksten i realt BNP var -0,1 procentpoint i forhold til -0,8 procentpoint i 2000.

På baggrund heraf blev ubalancen i den amerikanske økonomi ikke fuldt korrigeret. Navnlig fortsatte væksten i kreditgivning til den private sektor, mens forholdet mellem nettopengestrøm og gældsbetjening i virksomhedssektoren faldt. Væksten i husholdningernes gæld fortsatte også, og husholdningernes gældsbetjeningsbyrde var fortsat historisk høj. Endvidere bidrog afmatningen i den amerikanske økonomi kun marginalt til forbedringen af forholdet mellem betalingsbalancens løbende poster og BNP fra 4,5 pct. i 2000 til 4,1 pct. i 2001.

Hvad angår inflationen, bidrog nedgangen i oliepriserne til en betydelig reduktion af inflationspresset i USA. Den årlige inflation målt ved forbruger- og producentprisindeksene faldt til henholdsvis 2,8 pct. og 2 pct. i 2001 fra henholdsvis 3,3 pct. og 3,6 pct. i 2000. Trods den faldende indenlandske efterspørgsel steg vækstraten for forbrugerprisindekset (CPI) ekskl. fødevarer og energi, der tegner et mere pålideligt billede af det underliggende prispres, dog marginalt til 2,6 pct. fra 2,4 pct. i 2000.

På baggrund af en dybere og mere langvarig økonomisk afmatning end tidligere forventet nedsatte Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) målet for fed funds-renten flere gange i løbet af året til 1,75 pct. den 11. december 2001, hvilket var det laveste i 40 år. I slutningen af 2000 var målet 6,5 pct. Ifølge officielle meddelelser fra FOMC byggede de pengepolitiske beslutninger i 2001 på de vedvarende udsigter til en forværring af de økonomiske forhold efter tilpasningen i erhvervssektoren og nedgangen i væksten i det private forbrug. I februar 2001 forelagde den nye regering et forslag om en permanent reduktion af indtægterne, især gennem en nedsættelse af de personlige indkomstskatter, for Kongressen. I maj 2001 godkendte Kongressen skattelettelse på i alt 1.350 mia. dollar i perioden 2002-2011. Regeringens oprindelige forslag lød på 1.600 mia. dollar.

Boks 6

Bestemmende faktorer for synkronisering af internationale konjunkturcykler

Et særligt kendetegn ved afmatningen i verdensøkonomien i 2001 var den udprægede synkronisering mellem de vigtigste økonomier. Øget synkronisering af konjunkturcyklerne er en vigtig faktor i økonomiske prognoser og politikbeslutninger. Hvis den øgede synkronisering af konjunkturcykler er en følge af stærkere transmissionsmekanismer mellem konjunkturcykler i forskellige lande i forbindelse med globaliseringsprocessen, kan selv store, forholdsvis lukkede økonomier i højere grad påvirkes af afsmitning fra udlandet. I så fald skal der ved en vurdering af udsigterne for et bestemt land lægges betydelig større vægt på det internationale miljø. De vigtigste faktorer i forbindelse med international synkronisering af konjunkturcykler er handelsforbindelser, spredning af finansielle aktiver på tværs af grænser, afsmitning af tillid og fælles stød.

Den indbyrdes økonomiske afhængighed mellem forskellige lande er i høj grad en afspejling af handelsforbindelserne. Disse internationale handelsforbindelser er generelt blevet styrket med tiden, eftersom handelsmængderne er steget hurtigere end verdensproduktionen. Euroområdet er fx øget betydeligt i de seneste 10 år. Eksporten af varer til lande uden for euroområdet er tiltaget fra 9 pct. af BNP i 1991 til over 15 pct. af BNP i 2000. Vareimporten er ligeledes steget fra 11 pct. af BNP til 16 pct. af BNP i denne periode. Internationale produktionskæder, der bidrog til den øgede åbenhed, er blevet en vigtig faktor, når det drejer sig om afsmitning via handelskanalen. Nedgangen i USA i den seneste tid hænger fx sammen med et kraftigt fald i den amerikanske efterspørgsel efter IKT-produkter (informations- og kommunikationsteknologi), der er let omsættelige og omfatter internationale produktionskæder. Den afmatning, der startede i USA i 2. halvår 2000, spredte sig således hurtigt til de små åbne økonomier i Sydøstasien, som er storproducenter af IKT-produkter og storimportører af varer fra tredjelande, fx euroområdet. Under den seneste konjunkturedgang blev euroområdet ikke alene påvirket af direkte handelseffekter som følge af den økonomiske afmatning i USA, men også af indirekte tredjelandseffekter som følge af den amerikanske afmatnings indvirkning på Sydøstasien og andre områder i verden. Disse effekter slog dog først igennem i løbet af 2001.

Det understreger, at handelskanalen kun tegner sig for en del af transmissionen. På baggrund heraf er opmærksomheden i den senere tid blevet rettet mod de finansielle forbindelser. Private investorer, virksomhedsinvestorer og institutionelle investorer har kraftigt øget spredningen af deres aktiver og passiver på tværs af grænserne i de seneste år. Virksomhederne har navnlig udvidet deres aktiviteter internationalt – især gennem fusioner og virksomhedsovertagelser – og indtægterne fra udenlandske datterselskabers aktiviteter tegner sig generelt for en stigende andel af de samlede indtægter. Mellem 1980 og 2000 mere end fordobledes udenlandske aktiver og passiver i procent af BNP hos residenter i alle større udviklede økonomier. Med undtagelse af Japan tiltog den internationale aktivspredning markant i 1990'erne. Ved årtusindskiftet var summen af udenlandske aktiver og passiver i mange større økonomier tæt på 100 pct. af BNP. Som følge af grænseoverskridende investeringer kan både virksomheder og husholdninger have været mere udsat over for den eksterne udvikling. Desuden er de finansielle markeder, muligvis på grund af øgede grænseoverskridende investeringer, blevet mere samvarierende i de senere år, især med hensyn til aktieafkast. Aktiekurserne påvirker virksomhedernes finansieringsvilkår og de private husholdningers formue, og korrelation i aktiekurserne kan således i sig selv være en betydelig transmissionskanal. Finansielle forbindelser kan derfor have spillet en rolle i forbindelse med den seneste synkronisering.

Endvidere kan afsmitning af tillid spille en rolle i forbindelse med transmission af konjunkturcykler. En høj grad af grænseoverskridende korrelation mellem tillidsindikatorer kan blot være udtryk for den underliggende korrelation mellem reale konjunkturcykler, men kan også skyldes afsmitning. Hvis residenter fx "efterligner" udenlandske residents adfærd, kan der være tale om afsmitning af tillid uanset eksisterende økonomiske forbindelser. Der er observeret en stærk korrelation mellem erhvervstilliden i USA og euroområdet i perioden 1999-2001 med en korrelationskoefficient på op til 0,8 (med en forsinkelse på tre kvartaler, hvad angår USA) i forhold til 0,4 for perioden 1990-2001.¹

1) IMF: *World Economic Outlook*, oktober 2001, boks 2.1.

Den nuværende parallelle udvikling i væksten i verdens store økonomiske regioner kan dog også være udtryk for effekten af fælles stød. Siden den første oliekrise i begyndelsen af 1970'erne har større afmatninger i verdensøkonomien ofte været tilskrevet en forsinket effekt af kraftige olieprisstigninger. Det kan også være tilfældet med afmatningen i de større økonomier i 2001, eftersom oliepriserne i dollar er mere end tredoblet i perioden 1999-2000. En mere robust vurdering af den relative betydning af de forskellige mulige bestemmende faktorer for den observerede synkronisering af konjunkturcyklerne vil dog kræve et mere solidt teoretisk og empirisk grundlag end det foreliggende.

I Japan sås svage tegn på et økonomisk opsving i 2000, men i 2001 forværredes de økonomiske forhold mærkbart, til dels som følge af nedgangen i den globale efterspørgsel i 2001 på baggrund af strukturproblemer i det private erhvervsliv og en vedvarende lavkonjunktur i aktiviserne. På baggrund af en hurtigt faldende eksportvækst og stigende lagerbeholdninger i 2001 faldt industriproduktionen i størstedelen af året, især i den IKT-intensive elektroniksektor. Svagheden i fremstillingssektoren spredte sig efterhånden til økonomiens øvrige sektorer og medførte en kraftig forværring af arbejdsmarkedssituationen med en hidtil uset arbejdsløshedsprocent på 5,5 pct. i december 2001 og en kraftig nedgang i antallet af overarbejdstimer. Efterhånden som det private forbrug og de faste erhvervsinvesteringer faldt, aftog væksten i det samlede BNP i 2. og 3. kvartal 2001, hvilket skabte bekymring for en stigning i misligholdte lån og for finanssektorens sundhed generelt.

På prissiden tiltog deflationspresset i størstedelen af 2001, hvilket medførte et gennemsnitligt fald på 0,7 pct. i forbrugerprisindekset. På baggrund heraf besluttede Bank of Japan flere gange i 2001 at lempe pengepolitikken. Mest bemærkelsesværdigt ændrede Bank of Japan midt i marts 2001 sit operationelle mål for pengemarkedsoperationer fra den usikrede dag-til-dag rente til saldoen på anfordringskonti i centralbanken. Den meddelte også, at den nye operationelle strategi ville blive fastholdt, indtil den årlige ændringstakt for forbrugerprisindekset (ekskl. visse fødevarer) stabiliserer sig på mindst 0 pct. Målet for saldoen på anfordringskonti blev i første omgang sat til 5 billioner yen, men blev efterfølgende forhøjet flere gange til mellem 10 og 15 billioner yen. Endvidere blev opkøbet af

langfristede statsobligationer øget fra 400 mia. til 1 billion yen om måneden. Som følge heraf blev den usikrede dag-til-dag rente fastholdt i nærheden af 0. Hvad angår finanspolitikken, godkendte det japanske parlament i november 2001 et tillægspakke for finansåret 2001, der indeholdt yderligere udgifter på 3 billioner yen med henblik på strukturreformer, herunder foranstaltninger til styrkelse af det sociale sikkerhedsnet. Endnu en tillægspakke på 2,6 billioner yen blev godkendt i begyndelsen af januar 2002. Den offentlige sektors samlede budgetunderskud steg som følge heraf til 6,4 pct. af BNP i 2001, og gældens andel af BNP steg til 132 pct. i 2001.

I Asien oplevede mange nye vækstøkonomier en kraftig konjunkturedgang som følge af IKT-eksportens sammenbrud. I mange af de små åbne økonomier smittede nedgangen i udenrigshandlen af på den indenlandske økonomi og medførte øget pres på virksomheder og husholdninger, hvorved den indenlandske efterspørgsel svækkedes. Desuden aftog den private nettokapitaltilstrømning – til dels som en afspejling af øget økonomisk usikkerhed og indvirkningen af eksterne forhold – hvilket bidrog til at dæmpe den økonomiske aktivitet yderligere. De åbne økonomier, der er mest påvirket af nedgangen i IKT-sektoren, oplevede således faldende BNP i løbet af året. De mere lukkede økonomier Kina og Indien viste sig derimod at være ret modstandsdygtige over for eksterne forhold og viste robuste årlige vækstrater for realt BNP på henholdsvis 7,3 pct. og 5,0 pct. som følge af store indenlandske investeringer og et kraftigt forbrug. På denne baggrund medførte aftagende BNP-vækst i denne region et faldende inflationspres, der blev forstærket af lavere oliepriser i den sidste del af året.

I forhold til andre nye vækstøkonomier klarede overgangsøkonomierne den globale afmatning og følgerne af terrorangrebene den 11. september 2001 forholdsvis godt. I størstedelen af disse lande var produktionsvæksten ret kraftig i 1. halvår, og den begyndte kun langsomt at aftage i 2. halvår 2001, efterhånden som eksportvæksten svækkedes. Alt i alt modstod de finansielle markeder den internationale turbulens ret godt, hvilket betød, at begivenhederne i Argentina og Tyrkiet kun havde begrænset effekt på obligationsrentespændene. I Rusland skønnes væksten i realt BNP at være 5 pct. i 2001 i forhold til 8,3 pct. 2000. Landets budgetstilling og udlandsstilling forbedredes som følge af de tidligere højere oliepriser, hvilket også medførte et betydeligt fald i udlandsgælden. I løbet af året svækkedes de eksterne faktorer bag væksten dog, efterhånden som oliepriserne faldt, den reale valutakurs steg, og det globale miljø blev mindre gunstigt.

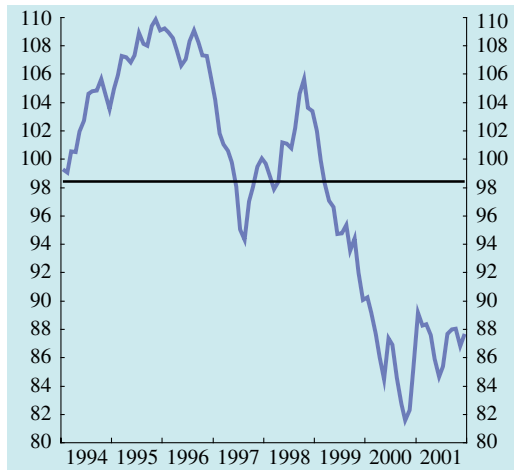
Efter at have været robust i 1. halvår begyndte væksten også at aftage i de fleste central- og øst-europæiske lande. I mange lande aftog inflationen, hvilket til dels afspejlede en stabilitetsorienteret pengepolitik og faldende økonomisk aktivitet. Den største bekymring gjaldt forværringen af de offentlige underskud, der kun til dels kunne tilskrives de strukturelle udgifter i forbindelse med overgangsprocessen. I Tjekkiet nåede væksten et toppunkt i 1. kvartal 2001 som følge af kraftig indenlandsk efterspørgsel og en stor tilstrømning af udenlandske direkte investeringer, hvorefter den aftog i 2. halvår. På tilsvarende måde blev produktionsvæksten i Ungarn i første omgang fastholdt af stigningen i husholdningernes forbrug. I årets løb begyndte den lavere udenlandske efterspørgsel dog at gøre sig gældende, hvilket medførte svækkelse af den eksportorienterede fremstillingssektor og afdæmpet investeringsvækst. I Polen faldt produktionsvæksten til godt 1 pct. i 2001 fra 4 pct. i 2000 som følge af ugunstige indenlandske forhold og efterfølgende lavere udenlandsk efterspørgsel.

Tyrkiet lod liren flyde i slutningen af februar 2001 som følge af svage grundlæggende økonomiske forhold og banksektorens betydelige sårbarhed.

Dermed øgedes det opadrettede inflationspres. I 2. halvår aftog markedets bekymring over den indenlandske gælds bæredygtighed noget, ikke mindst takket være IMF's indsats, hvilket afspejledes i en betydelig forbedring af en række indikatorer vedrørende det finansielle marked.

I 2001 blev de latinamerikanske lande negativt påvirket af den globale økonomiske afmatning og den forværrede økonomiske krise i Argentina. Den økonomiske aktivitet i regionen gik derfor i stå efter at have oplevet kraftig vækst året før. I Argentina lykkedes det ikke ved hjælp af finansiell støtte fra multilaterale organisationer, omfattende gældssaneringsprogrammer og finanspolitiske spareforanstaltninger at hindre høj usikkerhed og faldende økonomisk aktivitet. Denne negative udvikling førte til misligholdelse af statens forpligtelser og – i begyndelsen af 2002 – afskaffelse af det "currency board"-system, der blev indført i 1991. Argentinas finansielle kaos bidrog indtil oktober 2001 til forværringen af den økonomiske situation i Brasilien, der efter at have oplevet robust vækst i begyndelsen af 2001 også blev negativt påvirket af både den globale afmatning og alvorlig indenlandsk elektricitetsmangel. Desuden faldt tilstrømningen af udenlandske direkte investeringer til Brasilien kraftigt i forhold til det foregående års rekordhøje niveau, hvilket understregede landets sårbarhed over for ugunstige eksterne stød. Den mexicanske økonomi var ikke påvirket nævneværdigt af problemerne i Sydamerika, men den økonomiske aktivitet faldt mærkbart som følge af udviklingen i USA og faldet i oliepriserne, da Mexico er nettoolieeksportør.

Afrika er den eneste større økonomiske region, der viste kraftigere vækst i 2001 end året før (ca. 4 pct. i 2001 i forhold til 2,8 pct. i 2000), hovedsagelig på baggrund af afslutningen på tørken i Maghreb-landene. Eftersom eksporten tegner sig for over en tredjedel af Afrikas BNP, var den økonomiske aktivitet i regionen dog også påvirket af den globale afmatning. Desuden var afsætningsforholdene for de fleste råvarer ekskl. brændstof, der ikke alle er tæt forbundet med den globale cyklus, forholdsvis svage i 2001.

Figur 20**Den nominelle effektive eurokurs¹⁾***(Månedlige gennemsnit; indeks: 1 kv. 1999 = 100)*

Kilde: ECB.

1) Dataene er ECBs beregninger (se artiklen i ECB Månedsoversigt for april 2000). En stigning i indekset indikerer en appreciering af euroen. Den vandrette linje angiver gennemsnittet i den viste periode (januar 1994-januar 2002).

Euroen var stort set stabil i 2. halvår 2001

Efter det kraftige opsving i de sidste måneder af 2000 og begyndelsen af januar 2001 faldt euroens nominelle effektive kurs gradvis til lavpunktet i juni 2001. I 2. halvår styrkedes den fælles valuta dog, og den stabiliserede sig på et niveau lidt over gennemsnittet i 2000 (se figur 20). Denne udvikling skete på baggrund af en global økonomisk afmatning og øget usikkerhed vedrørende de relative vækstudsigter i de vigtigste økonomiske områder. Samlet var den nominelle effektive eurokurs ultimo 2001 over 2 pct. lavere end primo året, men over 1½ pct. højere end gennemsnitsniveauet i 2000. Den 5. marts 2002, som er skæringsdatoen for denne Årsberetning, var den nominelle effektive eurokurs deprecieret med 1,1 pct. i forhold til gennemsnittet for 2001. Den reale effektive kurs, der er korrigeret for pris- og lønomkostningsforskelle mellem euroområdet og dets handelspartnere, har stort set fulgt det nominelle indeks.

I slutningen af 2000 og begyndelsen af 2001 apprecierede euroen over for den amerikanske dollar på baggrund af tegn på en umiddelbart forestående afmatning i USA. Derefter deprecie-

rede euroen dog over for den amerikanske dollar i størstedelen af 1. halvår 2001, og den nåede et lavpunkt på 0,8384 dollar den 6. juli 2001. Denne udvikling var tilsyneladende forbundet med en strøm af data, der bekræftede vækstnedgangen i euroområdet, og en udbredt opfattelse på finansmarkederne af, at den amerikanske økonomi ville rette sig hurtigere end euroområdet. Efterhånden som udsigterne til et hurtigt økonomisk opsving i USA begyndte at svinde i august 2001 styrkedes euroen over for den amerikanske dollar, og apprecieringen tiltog på baggrund af den øgede globale risikoaversion efter de tragiske begivenheder den 11. september. Efterhånden som markedsusikkerheden aftog i månederne derefter stabiliserede euroen sig på et noget lavere niveau. Ved udgangen af 2001 lå euroen på USD 0,88, dvs. næsten 6½ pct. lavere end i begyndelsen af året og over 4½ pct. under gennemsnittet for 2000. Den 5. marts lå euroen på USD 0,87, hvilket var 3,1 pct. under gennemsnittet i 2001.

Euroen apprecierede over for den japanske yen i 2001. I det meste af 1. halvår lå den tæt på det niveau, den nåede efter den kraftige appreciering over for yennen i 4. kvartal 2000. Euroen kom midlertidigt under nedadrettet pres i maj 2001, hovedsagelig som følge af stadig flere tegn på omfanget af den økonomiske afmatning i euroområdet. I løbet af sommeren bidrog det forværrede erhvervsklima i Japan dog til, at euroen apprecierede og nærmede sig samme niveau som i begyndelsen af året. Mellem september og november 2001 lå euroen omkring et gennemsnit på JPY 108,96, inden den apprecierede kraftigt på baggrund af en yderligere forværring af den økonomiske situation i Japan mod slutningen af året. Den 28. december lå euroen på JPY 115,33, hvilket var ca. 6½ pct. højere end i begyndelsen af året og næsten 16 pct. højere end gennemsnittet i 2000. Den 5. marts lå euroen på JPY 114,46, dvs. 5,3 pct. højere end gennemsnittet for 2001.

Den schweiziske franc udviklede sig stort set stabilt over for euroen i løbet af året, i hvert fald indtil september 2001. Terrorangrebene mod USA udløste en appreciering af den schweiziske

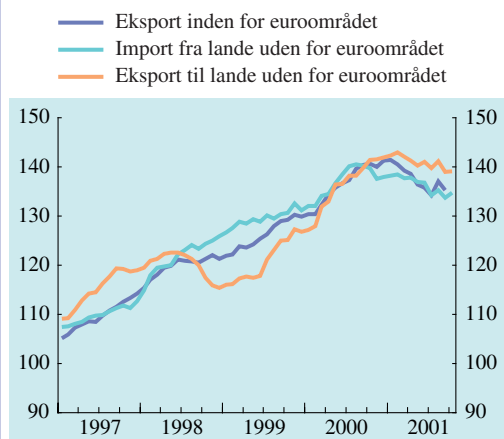
Boks 7

Udviklingen i euroområdet handelsmængder siden krisen i Asien

Efter kraftig vækst i 1. halvår 2000 begyndte den sæsonkorrigerede vareimportmængde fra lande uden for euroområdet at falde i 4. kvartal 2000, mens eksportmængden til lande uden for euroområdet begyndte at falde i 1. kvartal 2001. Sidstnævnte faldt dog mindre kraftigt end eksportmængden mellem eurolandene (der bortset fra statistiske afvigelser svarer til importen mellem eurolandene). Nedenfor sammenlignes med handelsudviklingen under krisen i Asien i 1998 med henblik på at analysere omfanget af nedgangen i udenrigshandlen i 2000/2001. Nedgangen i 2000/2001 kan tilsyneladende tilskrives en afmatning i både den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, eftersom både eksportmængden til lande uden for euroområdet og mellem eurolandene faldt, mens krisen i Asien hovedsagelig udgjorde et eksternt stød. Krisen i Asien synes dog at have medført, at visse asiatiske lande permanent tegnede sig for en større andel af euroområdets import, mens euroområdets eksportmængder til en række asiatiske lande fortsat lå under niveauet fra 1997.

Handel med lande uden for euroområdet og intra-euroområdehandel, mængder

(Indeks: 1995 = 100; 3-måneders glidende gennemsnit)

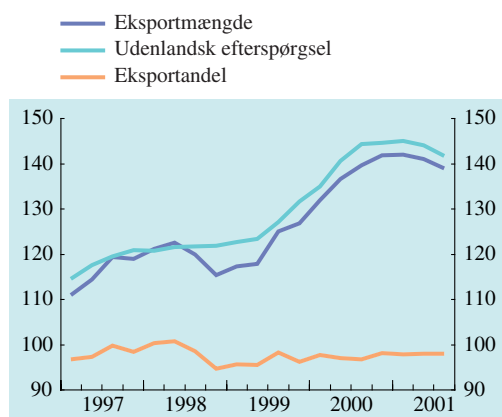


Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: Alle data er sæsonkorrigerede månedlige data.

Eksport til lande uden for euroområdet, mængder, samt udenlandsk efterspørgsel og eksportandel

(Indeks: 1995 = 100)



Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: Alle data er sæsonkorrigerede kvartalsdata. Eksportandelen beregnes ved at dividere eksporten til lande uden for euroområdet med den udenlandske efterspørgsel.

Sammenligning af den seneste udvikling i handlen med lande uden for euroområdet og mellem eurolandene og udviklingen under krisen i Asien

Den sæsonkorrigerede vareimportmængde fra lande uden for euroområdet og mellem eurolandene steg kraftigt fra begyndelsen af 1997 til midten af 2000, mens eksportmængden til lande uden for euroområdet faldt i 2. halvår 1998, hvorefter den steg kraftigt i 1999. Eksportmængden til lande uden for euroområdet var således kraftigt påvirket af krisen i Asien, mens handlen mellem eurolandene og importen fra lande uden for euroområdet var stort set upåvirket af nedgangen i 1998.

I 4. kvartal 2000 begyndte importmængden fra lande uden for euroområdet at falde, mens eksportmængden til lande uden for euroområdet først begyndte at falde lidt senere, nemlig i 1. kvartal 2001 (se figuren "Handel med lande uden for euroområdet og intra-euroområdehandel, mængder"). Et slående træk er, at nedgangen i eksporten til lande uden for euroområdet i 2000/2001 er ret lille i forhold til udviklingen under krisen i Asien, selv om faldet i den udenlandske efterspørgsel var forholdsvis kraftigere under nedgangen i 2000/2001 (se figuren "Eksport til lande uden for euroområdet, mængder, samt udenlandsk efterspørgsel og eksportandel"). Skønt faldet i eksportmængderne til lande uden for euroområdet under krisen i Asien tilsyneladende delvis kun-

ne tilskrives apprecieringen af de tidligere nationale valutaer, faldt eksporten til lande uden for euroområdet i 2001 trods den forholdsvis lave effektive eurokurs og kunne tilsyneladende overvejende tilskrives nedgangen i den globale økonomiske aktivitet. Desuden steg euroområdets andel af eksportmarkedet marginalt i 2001.

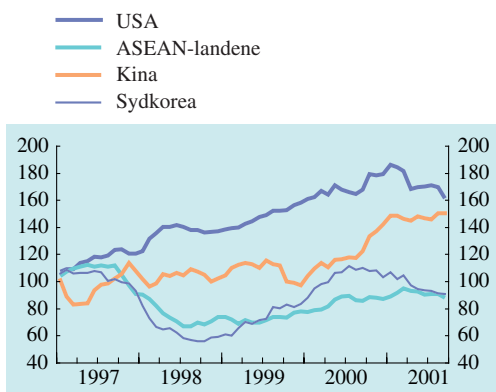
Nedgangen i eksporten mellem eurolandene i 2000/2001 er noget kraftigere end faldet i eksporten til lande uden for euroområdet. Situationen er markant forskellig fra situationen under krisen i Asien, hvor eksportmængderne til lande uden for euroområdet faldt drastisk, mens eksporten mellem eurolandene fortsatte med at stige. Nedgangen i 2000/2001 synes således at være mere omfattende, da den tilsyneladende skyldes en afmatning i både den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, mens krisen i Asien hovedsagelig udgjorde et eksternt stød.

Udviklingen i euroområdets handel med partnerlande uden for euroområdet siden krisen i Asien

Når man sammenligner udviklingen i handelsmængden i 2000/2001 med udviklingen efter krisen i Asien, er det en fordel at betragte handlen med USA og handlen med vigtige handelspartnere i Asien (ekskl. Japan) adskilt. Nedenstående figur viser, at eksportmængden fra euroområdet til de relevante asiatiske lande faldt mærkbart efter krisen i Asien. Ikke alle lande blev dog påvirket på samme måde. Euroområdets eksport til Kina faldt en del, men steg hurtigt igen, mens eksporten til ASEAN-landene og Sydkorea faldt støt i en længere periode og aldrig kom op på samme niveau som inden krisen. Det skyldtes formentlig både konkurrenceevneeffekter og en mere vedvarende nedgang i den indenlandske efterspørgsel i ASEAN-landene, mens den kinesiske efterspørgsel fortsat var mere robust i den pågældende periode.

Euroområdets eksport til USA, Kina, Sydkorea og ASEAN-landene, mængder

(Indeks: 1995 = 100; 3-måneders glidende gennemsnit)

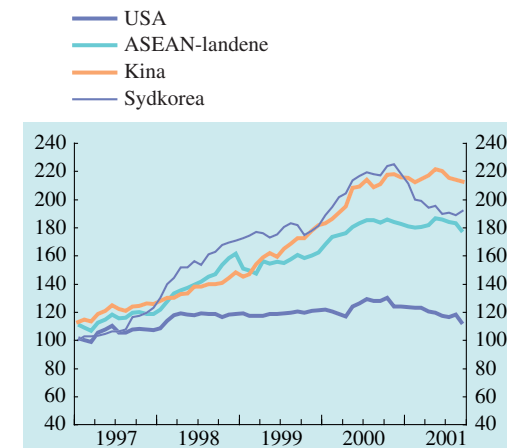


Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: Alle data er sæsonkorrigerede månedlige data. ASEAN-landene er: Brunei-Darussalam, Cambodja, Filippinerne, Indonesien, Laos, Malaysia, Myanmar, Singapore, Thailand og Vietnam.

Euroområdets import fra USA, Kina, Sydkorea og ASEAN-landene, mængder

(Indeks: 1995 = 100; 3-måneders glidende gennemsnit)



Kilder: Eurostat og ECB.

Anm.: Alle data er sæsonkorrigerede månedlige data.

Euroområdets eksportmængde til Kina steg faktisk med 41 pct. fra juli 1997 til juli 2001, mens eksporten til ASEAN-landene faldt med 13 pct. i samme periode. Nedenstående figur viser også, at eksporten til USA steg meget hurtigt indtil januar 2001 (hvor den var næsten fordoblet i forhold til 1997), hvilket til dels skyldtes den kraftige BNP-vækst i USA i de seneste år. Da USA er et vigtigt eksportmarked for euroområdet, forekommer eksporten til USA at have tegnet sig for en uforholdsmæssig stor del af euroområdets eksportvækst siden 1997, og en stor del af faldet i eksportmængderne til lande uden for euroområdet i 2001 kan således forklares på baggrund af afmatningen i den amerikanske økonomi.

Ovenstående figur, der sammenligner den seneste udvikling i importen med perioden efter krisen i Asien, viser, at importmængden fra mange asiatiske lande efter 1997 steg betydeligt hurtigere end resten af importen fra lande uden for euroområdet. Faktisk steg importmængderne fra Kina og Sydkorea med over 100 pct. i den pågældende periode. For Sydkoreas vedkommende skyldes det formentlig hovedsagelig konkurrencevneeffekter som følge af lavere importpriser (i euro), der stadig ligger under niveauet fra 1997 trods euroens depreciering siden dens indførelse. Hvad angår Kina, er stigningen i importmængden sandsynligvis forbundet med de forholdsvis store udenlandske direkte investeringer.

Ovennævnte udvikling i eksporten og importen har medført en ændring i Asiens og USAs relative andele af euroområdets handel. Mellem 1996 og 2000 faldt euroområdets eksport til Asien fra ca. 22 pct. til lidt under 19 pct. af euroområdets eksport, mens eksporten til USA steg fra ca. 13 pct. til godt 17 pct. I samme periode steg importen fra Asien fra ca. 24 pct. til godt 27 pct., mens importen fra USA var stort set uændret. Alt i alt ser det ud til, at krisen i Asien har forstærket den allerede stigende tendens i euroområdets import fra lande som Kina og Sydkorea. Euroområdets eksportmængder til adskillige asiatiske lande er derimod stadig under niveauet fra 1997 trods stigningen i euroområdets konkurrenceevne som følge af euroens depreciering siden 1999.

franc over for euroen, formentlig som følge af "safe haven"-præferencer. Ved udgangen af 2001 havde euroen kun delvis rettet sig over for den schweiziske franc og lå den 5. marts på CHF 1,48.¹

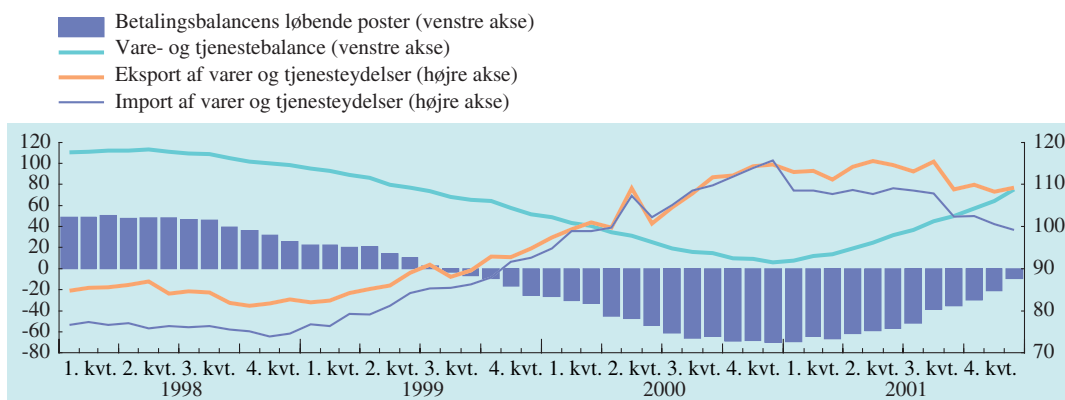
Underskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt i 2001

Underskuddet på de løbende poster på euroområdets betalingsbalance udgjorde 9,3 mia. euro i 2001 i forhold til et underskud på 70,1 mia. euro i 2000 (alle data vedrører Euro 12). Nedgangen

i underskuddet skyldtes hovedsagelig en stigning i overskuddet på varebalancen fra 11,7 mia. euro i 2000 til 74,1 mia. euro i 2001 samt skiftet fra et underskud på tjenestebalancen (5,2 mia. euro) til et overskud (1,5 mia. euro) i samme periode. Det blev kun delvis opvejet af stigningen på 10,2 mia. euro i underskuddet på løn- og formueindkomst i 2001 (til 37,7 mia. euro) i forhold til året før. Underskuddet på løbende overførsler var stort set uændret.

1) Udviklingen i den danske krone, den svenske krone og det britiske pund er nærmere beskrevet i kapitel III.

Figur 2 I
Euroområdets løbende poster og handel med varer og tjenesteydelser
(Milliarder euro; sæsonkorrigeret)

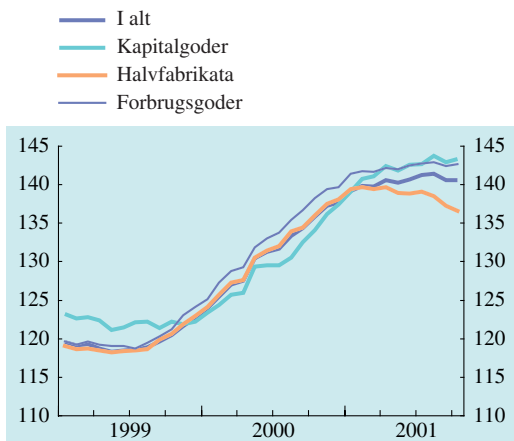


Kilde: ECB.

Anm.: Data vedrører Euro 12. Betalingsbalancens løbende poster og vare- og tjenestebalancen er akkumuleret over 12 måneder.

Figur 22
Mængdeindeks for eksport af forbrugsgoder, halvfabrikata og kapitalgoder til lande uden for euroområdet

(Indeks: 1995 = 100; ikke sæsonkorregeret; 12-måneders glidende gennemsnit)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger baseret på Eurostats data.

Anm.: Alle data vedrører Euro 12. De seneste observationer vedrører oktober 2001.

Selv om både eksport- og importmængderne faldt i løbet af året (se boks 7) som følge af lavere efterspørgsel både i udlandet og i euroområdet, var nedgangen mere markant for importen, hvilket til dels kan forklare stigningen i overskuddet på varebalancen (se figur 21). Importpriserne faldt med 9,9 pct. i de første 10 måneder af 2001 efter at være steget med 20,3 pct. i 2000. Det kunne hovedsagelig tilskrives udviklingen i oliepriserne, der steg fra 17,1 euro pr. tønde i 1999

til 31,0 euro pr. tønde i 2000, hvorefter de faldt til 27,8 euro pr. tønde i 2001.

Produktfordelingen for eksporten til lande uden for euroområdet viser, at faldet i eksportmængderne startede noget tidligere inden for forbrugsgoder end inden for halvfabrikata og kapitalgoder. Nedgangen var langt større inden for halvfabrikata end inden for de andre to kategorier (se figur 22).

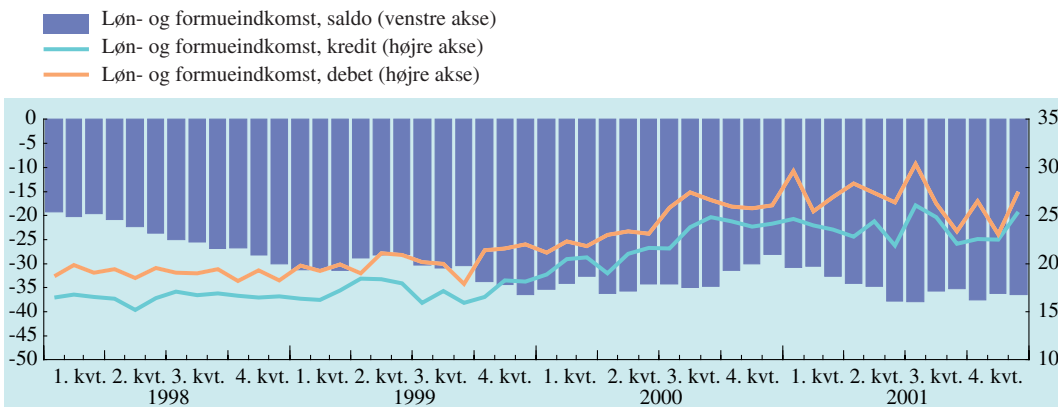
Med hensyn til løn- og formueindkomst viser figur 23, at både kredit- og debetsiden faldt i 2. halvår, hovedsagelig som følge af den globale afmatning og den dermed forbundne nedgang i rentabiliteten. Der var dog tale om et kraftigere fald i indtægter end i udgifter, hvorved underskuddet på løn- og formueindkomst steg i 2001.

Nettoudstrømningen af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer faldt i 2001

Nettoudstrømningen af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer var lavere i 2001 (53,0 mia. euro) end i 2000 (87,6 mia. euro), se figur 24). Denne nedgang i nettoudstrømningen i 2001 skyldtes hovedsagelig et skift i porteføljeinvesteringer fra en stor nettoudstrømning i 2000 (102,8 mia. euro) til en nettotilstrømning i

Figur 23
Euroområdets løn- og formueindkomst

(Milliarder euro; sæsonkorregeret)



Kilde: ECB.

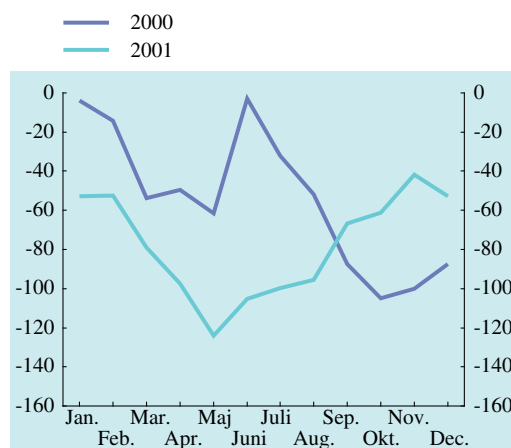
Anm.: Data vedrører Euro 12. Saldoen er akkumuleret over 12 måneder.

2001 (40,9 mia. euro), hvilket kun delvis blev opvejet af et skift i direkte investeringer fra en nettotilstrømning i 2000 (15,2 mia. euro) til en nettoudstrømning i 2001 (93,9 mia. euro). Udviklingen i 2001 skal ses på baggrund af en betydelig nedgang i forhold til 2000 inden for fusioner og virksomhedsovertagelser, der ofte afvikles via ombytning af aktier, og som medførte en tilstrømning af udenlandske direkte investeringer og en udstrømning af porteføljeinvesteringer. På den anden side vedrørte nettoudstrømningen af direkte investeringer i 2001 overvejende koncernlån, hvilket til dels kan afspejle engangskostninger for euroområdet virksomheder i forbindelse med omstrukturering af tidligere overtagne virksomheder i udlandet. Skiftet i porteføljeinvesteringer til en nettotilstrømning i 2001 afspejler en betydelig stigning i nettotilstrømningen af aktier, der kan være relateret til den internationale porteføljeomlægning som følge af de forværrede vækstudsigter for USA. Omvendt viste gældsinstrumenter en stor nettoudstrømning i 2001. Denne udvikling synes primært at være forbundet med forventninger om kapitalgevinster som følge af et forventet stort rentefald i USA.

Siden 1999 har euroområdet betalingsbalance vist et underskud på de løbende poster kombi-

Figur 24
Euroområdets finansielle nettostrømme i 2000 og 2001

(Milliarder euro; kombinerede direkte investeringer og porteføljeinvesteringer netto; akkumulerede data)



Kilde: ECB.

Ann.: Et positivt (negativt) tal angiver en nettotilstrømning (nettoudstrømning).

neret med en betydelig nettoudstrømning af både direkte investeringer og porteføljeinvesteringer. Den vigtigste indtægtskilde på betalingsbalancen har været kortfristede operationer udført af euroområdet MFler (ekskl. Eurosystemet). Disser nettostilling over for udlandet forbedredes dog i 2001, da deres nettopassiver faldt fra 162,6 mia. euro i 2000 til 3,8 mia. euro i 2001.



Frankrig: **Trykplade rengøres på Banque de Frances trykkeri i Chamalières**

Kapitel II

Centralbankoperationer

I Gennemførelse af pengepolitikken

I.1 Opsummering

De operationelle rammer for gennemførelsen af den fælles pengepolitik fungerede effektivt i 2001 i forlængelse af de generelt positive erfaringer siden starten af Den Økonomiske og Monetære Union. Med undtagelse af Grækenlands optagelse i euroområdet pr. 1. januar 2001 blev rammerne kun ændret i meget begrænset omfang i årets løb. De tre hovedelementer, dvs. markedsoperationer, stående faciliteter og reservekrav, – samt fremgangsmåden for gennemførelse af pengepolitikken baseret på NCBernes decentrale udførelse og forvaltning – var uændrede. De operationelle rammer er udførligt beskrevet i "Den fælles pengepolitik i tredje fase. Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer" fra december 2000.

Blandt markedsoperationerne er de primære markedsoperationer de vigtigste, da de spiller en afgørende rolle i forbindelse med styringen af likviditetsforholdene og samtidig signalerer pengepolitikens stramhedsgrad. De primære markedsoperationer blev udført som auktioner til fast rente fra januar 1999 til den 20. juni 2000 og derefter som auktioner til variabel rente med en laveste budrente. De primære markedsoperationer tilvejebringer størstedelen af refinansieringen til banksektoren. De er regelmæssige, likviditetstilførende tilbageførselsforretninger i form af ugentlige standardauktioner og har normalt en løbetid på to uger. En gang om måneden udfører Eurosystemet desuden langfristede markedsoperationer med en løbetid på tre måneder. Formålet med disse operationer er at tilvejebringe langfristet refinansiering til banksektoren. I 2001 udførte Eurosystemet ud over de faste markedsoperationer to finjusterende tilbageførselsforretninger og to strukturelle tilbageførselsforretninger.

Eurosystemets to stående faciliteter – den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten – har til formål af tilføre og opsuge dag-til-dag likviditet,

signalere pengepolitikens stramhedsgrad samt fastsætte en øvre og nedre grænse for dag-til-dag markedsrenten.

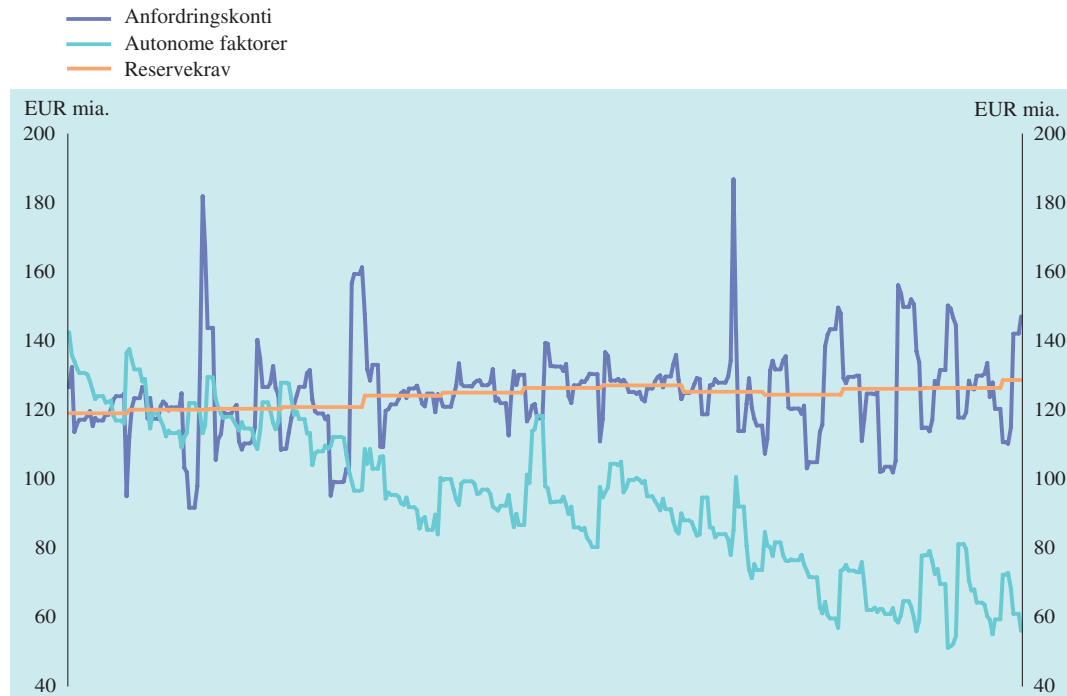
Ud over at tilbyde de stående faciliteter pålægger Eurosystemet kreditinstitutterne reservekrav svarende til 2 pct. af visse kortfristede passiver. Formålet er at stabilisere de korte pengemarkedsrenter og øge banksektorens strukturelle likviditetsunderskud over for Eurosystemet. Dette har en betydelig stabiliserende effekt på pengemarkedsrenterne inden for reservekravsperioden. Eurosystemet kan således under normale omstændigheder begrænse markedsoperationerne til primære markedsoperationer og langfristede markedsoperationer. Eftersom reservekravsindeståenderne forrentes med den gennemsnitlige marginale rente for Eurosystemets primære markedsoperationer i løbet af reservekravsperioden, indebærer de ingen betydelige omkostninger for banksektoren.

Hvad angår styringen af likviditetsforholdene på euroområdet pengemarked, fokuserer Eurosystemet på interbankmarkedet for reserver, dvs. anfordringsindskud fra euroområdet kreditinstitutter i Eurosystemet med henblik på at opfylde reservekravene. Omfanget af disse reserver bestemmes af nettoeffekten af den likviditet, der tilføres via de pengepolitiske operationer, og den likviditet, der opsuges af de "autonome faktorer". Sidstnævnte er poster på centralbankens balance, som ikke afhænger af pengepolitiske operationer, fx sedler i omløb, statslige indskud, betalinger under afvikling og eksterne nettoaktiver.

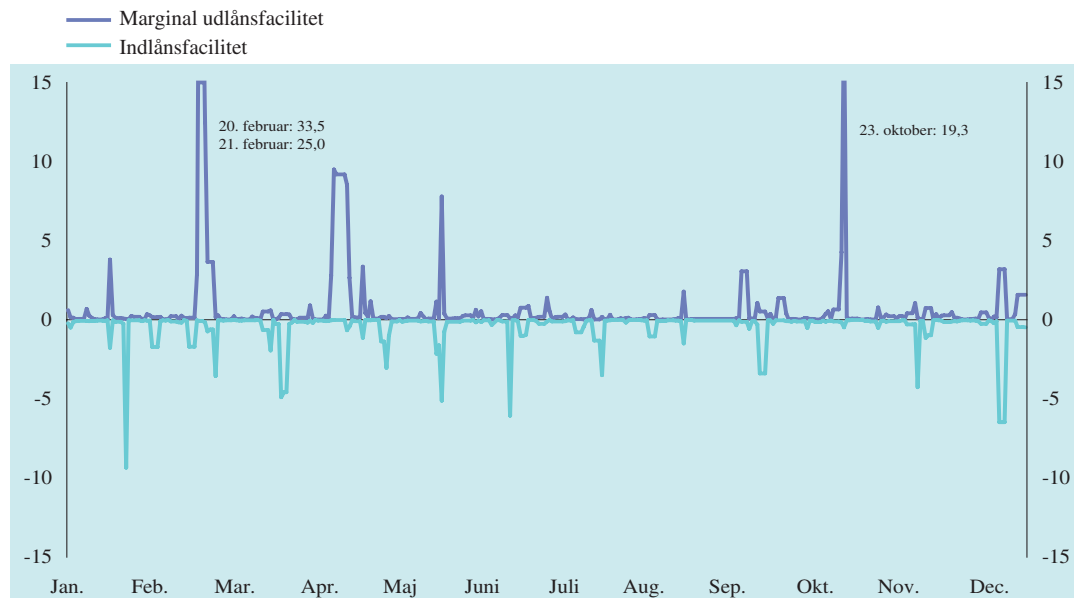
De autonome faktorer udgjorde i gennemsnit 94,1 mia. euro i 2001 og svingede mellem 51,1 mia. euro og 142,6 mia. euro (se figur 25). De autonome faktorer udgjorde i gennemsnit 9,0 mia. euro mindre i 2001 end i 2000, hvorved banksektorens likviditetsunderskud over for Eurosystemet blev reduceret med dette beløb. Den nedadgående tendens i de autonome faktorer skyldtes nedgangen i sedler i omløb forud for

Figur 25

Likviditetsfaktorer og anvendelse af stående faciliteter i euroområdet i 2001



Stående faciliteter



overgangen til eurosedler og -mønter i 2002. Den mest volatile autonome faktor var statslige indskud i NCBerne. Volatiliteten (målt som de daglige ændringers standardafvigelse) udgjorde 4,3 mia. euro i forhold til 1,1 mia. euro for sedler i omløb og 1,5 mia. euro for eksterne nettoaktiver.

Eurosystemets pengepolitiske rammer sikrer, at et bredt udvalg af modparter kan deltage i de pengepolitiske operationer. Kreditinstitutter, som er underlagt reservekrav, har i princippet adgang til de stående faciliteter og må deltage i markedsoperationer, der udføres som standardauktioner. Ud over at opfylde de generelle adgangskriterier skal modparterne også opfylde Eurosystemets operationelle kriterier af kontraktlig eller lovgivningsmæssig karakter, som har til formål at sikre en effektiv gennemførelse af de pengepolitiske operationer. Således havde 3.409 af de 7.219 kreditinstitutter i euroområdet, der var underlagt reservekrav ultimo december 2001, adgang til inlånsfaciliteten, og 3.065 havde adgang til den marginale udlånsfacilitet. 2.454 kreditinstitutter var godkendt til at deltage i markedsoperationer, der udføres som standardauktioner. En udvalgt gruppe på 141 kreditinstitutter kunne deltage i finjusterende operationer. I forhold til ultimo 2000 var 302 færre kreditinstitutter underlagt reservekrav, hvilket hovedsagelig skyldtes konsolideringen i banksektoren.

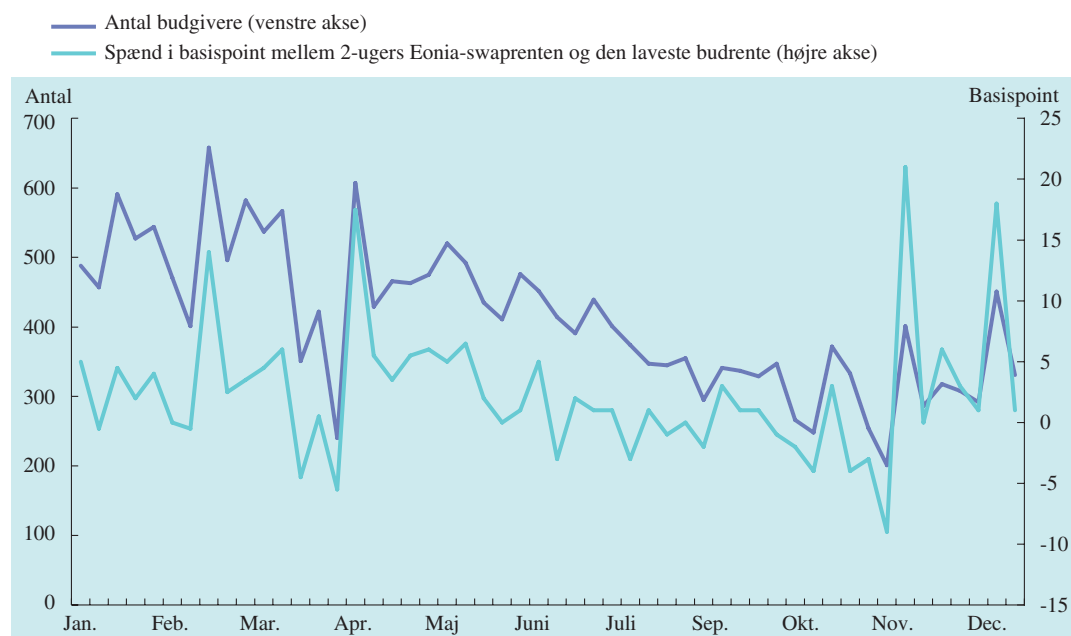
1.2 Primære markedsoperationer

I 2001 udførte Eurosystemet 52 primære markedsoperationer. De primære markedsoperationers bidrag til den samlede likviditetstilførsel via regelmæssige markedsoperationer udgjorde 73 pct. De primære markedsoperationer blev udført som auktioner til variabel rente med en laveste budrente i henhold til proceduren med tildeling til flere rentesatser (en såkaldt amerikansk auktion). Denne procedure indebærer, at bud til en højere rente end den marginale tildelingsrente (laveste accepterede bud), tildeles i fuldt omfang til budrenten, mens bud til den marginale rente tildeles forholdsmæssigt. Tildelingsbeløbe-

ne lå mellem 5 mia. euro og 172 mia. euro med et gennemsnit på 79 mia. euro. Budkvotienten, som angiver det antal gange det samlede budbeløb overstiger det samlede tildelingsbeløb, varierede mellem 1,0 og 16,7 med et gennemsnit på 1,9.

I auktioner med tildeling til flere rentesatser kan tildelingsrenterne (dvs. den marginale rente og den gennemsnitlige vægtede rente) ligge højere end den laveste budrente. I 2001 var det gennemsnitlige spænd mellem den marginale rente og den laveste budrente i de primære markedsoperationer 2,3 basispoint, hvorimod det gennemsnitlige spænd mellem den gennemsnitlige vægtede rente og den marginale rente var 1,4 basispoint. Det lille spænd tyder på, at modparterne havde forudset den marginale rente i operationerne, og at der generelt var en begrænset spredning i modparternes budrenter. En sammenligning mellem buddene i de primære markedsoperationer i 2001 og i 2. halvår 2000 viser, hvordan renteforventningerne påvirker tildelingsrenterne. Der var i 2000 forventning om en stigende rente, hvorved pengemarkedsrenterne og dermed budrenterne og tildelingsrenterne lå betydeligt højere end den laveste budrente. I 2001 dominerede forventningen om en faldende rente, hvorved markedsrenten lå tæt på eller endog lavere end den laveste budrente (se figur 26). Resultatet var, at budrenterne lå tæt på den laveste budrente, som også ofte viste sig at være identisk med den marginale rente.

Forventningen om en faldende rente i 2001 bidrog til et fald i det gennemsnitlige antal modparter, der deltog i Eurosystemets primære markedsoperationer i løbet af året (se figur 26). Det gennemsnitlige antal faldt med 36 pct. til 410 i forhold til 2. halvår 2000. I 2001 varierede antallet af modparter i de primære markedsoperationer fra 201 til 658. Den nedadgående tendens i deltagelsen i de primære markedsoperationer kan bl.a. tilskrives konsolideringen i euroområdets banksektor, koncentrationen af likviditetsstyring inden for bankkoncerner og et mere effektivt interbankmarked, som reducerer behovet for direkte refinansiering fra centralbanken.

Figur 26**Antal budgivere og spænd mellem 2-ugers Eonia-swaprenten og den laveste budrente***(Ugentlige data)*

Ud over at forårsage et fald i tildelingsrenten og antallet af budgivere, kan kraftige forventninger om en faldende rente også medføre underbud. Dette var netop tilfældet i de primære markedsoperationer, der blev udført den 13. februar, 10. april, 9. oktober og 6. november. I disse primære markedsoperationer lå det samlede budbeløb fra modparterne under banksektorens faktiske likviditetsbehov, hvilket medførte et stærkt opadrettet pres på dag-til-dag renten. I alle fire tilfælde tilførte ECB i den følgende primære markedsoperation store likviditetsbeløb, dog uden fuldt ud at neutralisere likviditetsforholdene, da ECB også var nødt til at tage hensyn til likviditeten i den følgende reservekravsperiode. De stramme likviditetsforhold og de høje dag-til-dag interbankrenter, som skyldtes underbuddene, fik deltagerne på pengemarkedet til at indse, at underbud ikke er en holdbar strategi for bankerne til at forbedre deres indtjening.

Samtidig med overgangen til auktioner til variabel rente i juni 2000 blev det besluttet at offentliggøre et estimat for banksektorens samlede likviditetsbehov for at gøre det lettere for mod-

parterne at udarbejde deres bud. Estimatet omfatter to komponenter, nemlig reservekravene og de autonome faktorer. Reservekravenes omfang kendes normalt ret nøjagtigt, mens estimatet for de autonome faktorer er knap så pålideligt. I 2001 udgjorde den gennemsnitlige absolute prognoseafvigelse (dvs. den absolute forskel mellem den estimerede værdi af de autonome faktorer, der offentliggøres en gang om ugen, og den faktiske værdi) 1,9 mia. euro. Standardafvigelsen i forskellen mellem den estimerede og den faktiske værdi var 2,7 mia. euro.

1.3 Langfristede markedsoperationer

Ud over de primære markedsoperationer udfører Eurosystemet også langfristede markedsoperationer, som er likviditetstilførende tilbageførsforretninger i form af månedlige auktioner med en løbetid på tre måneder. I årets løb bidrog de langfristede markedsoperationer gennemsnitligt med ca. 27 pct. af den samlede refinansiering via regelmæssige markedsoperationer. I modsætning til de primære markedsoperationer

udføres de langfristede markedsoperationer som regel ikke for at styre likviditetsforholdene eller for at sende signal om pengepolitikens stramhedsgrad. For at Eurosystemet kan lade renten tilpasse sig efterspørgslen efter likviditet, udføres de langfristede markedsoperationer i form af auktioner til variabel rente med tildeling til flere rentesatser (amerikansk auktion), tildelingsbeløb annonceret på forhånd og ingen laveste budrente. Alle de langfristede markedsoperationer, der blev udført i 2001, havde et forudannonceret tildelingsbeløb på 20 mia. euro. Udestående lån til banksektoren via denne type markedsoperation udgjorde således 60 mia. euro.¹ I gennemsnit deltog 225 modparter i de langfristede markedsoperationer i 2001, og antallet af deltagende modparter varierede mellem 195 og 268. Deltagelsen faldt med 17 pct. i forhold til 2000, hovedsagelig af samme årsager som nævnt i forbindelse med de primære markedsoperationer.

Buddene i de langfristede markedsoperationer varierede generelt mere end i de primære markedsoperationer. Det skyldes primært, at der ikke var en laveste budrente. Den gennemsnitlige vægtede rente oversteg i årets løb den marginale rente med 2,7 basispoint i forhold til 2,2 basispoint i 2000. Budkvotienten udgjorde i gennemsnit 2,0 i forhold til 2,8 i det foregående år.

1.4 Andre markedsoperationer

I 2001 udførte Eurosystemet to finjusterende operationer og to strukturelle operationer. De to finjusterende operationer blev udført for at normalisere markedet og for at tilføre likviditet efter terrorangrebene i USA den 11. september (se boks 8).

Den 27. april og 27. november udførte Eurosystemet 1-uges strukturelle tilbageførelsesforretninger parallelt med de respektive primære markedsoperationer. Med disse operationer, også kaldet delauktioner, udjævnedes ECB størrelsen af de to udestående primære markedsoperationer². På grund af forudgående underbud

afveg størrelsen af de to udestående primære markedsoperationer betydeligt. De to strukturelle operationer var også standardauktioner, dog med en kortere løbetid, og de blev udført som auktioner til variabel rente med samme laveste budrente som i de parallelle primære markedsoperationer. Den 27. april tildelte ECB 80 mia. euro i den primære markedsoperation og 73 mia. euro i den 1-uges strukturelle operation, begge med samme marginale rente. Den 27. november tildelte ECB 71 mia. euro i den primære markedsoperation og 53 mia. euro i den 1-uges strukturelle operation, hvor den marginale rente var 1 basispoint højere end i den primære markedsoperation.

1.5 Stående faciliteter

I 2001 var rentekorridoren mellem de to stående faciliteter uændret på 200 basispoint. Den laveste budrente for de primære markedsoperationer var fortsat midt i korridoren.

I løbet af året udgjorde den daglige gennemsnitlige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten henholdsvis 0,7 mia. euro og 0,4 mia. euro. Den gennemsnitlige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet steg med 97 pct., primært på grund af underbudssituationerne (se figur 25), hvorimod den gennemsnitlige anvendelse af indlånsfaciliteten faldt med 21 pct. i forhold til 2000. Anvendelsen af de stående faciliteter er normalt forholdsvis lav i det meste af reservekravsperioden, som det fremgår af figur 25. Modparterne anvender generelt kun indlånsfaciliteten, når de har opfyldt reservekravet, hvilket for de fleste kreditinstitutters vedkommende først sker i de sidste dage af reservekravsperioden. Den gennemsnitlige anvendelse af indlånsfaciliteten var således i de sidste tre bankdage i reser-

1) På grund af tekniske problemer i afgivelsen af bud blev tildelingsbeløbet den 28. marts 2001 reduceret til 19,1 mia. euro.

2) Sådanne delauktioner klassificeres fremover formelt som primære markedsoperationer, hvorved den marginale rente inkluderes i beregningen af renten for indestående på reservekravskonti.

vekravsperioderne 7 gange højere end de øvrige dage i reservekravsperioderne i 2001. Det samme gælder i mindre omfang for anvendelsen af den marginale udlånsfacilitet, der i gennemsnit i de sidste tre bankdage var 5 gange højere end de øvrige dage i reservekravsperioderne. Det samlede antal kreditinstitutter med adgang til indlånsfaciliteten faldt med 190, og med hensyn til den marginale udlånsfacilitet steg antallet med 6.

1.6 Reservekravssystemet

I 2001 udgjorde reservekravene for kreditinstitutter i euroområdet i gennemsnit 124 mia. euro. Det var en stigning på 12,2 mia. euro i forhold til 2000, og banksektorens samlede strukturelle likviditetsunderskud over for Eurosystemet steg med samme beløb. De samlede reservekrav svingede mellem 119,1 mia. euro (i den reservekravsperiode, der sluttede den 23. januar) og 127,2 mia. euro (i den reservekravsperiode, der sluttede den 23. august). Det gennemsnitlige månedlige reservekravsgrundlag, der er underlagt reservekravskoefficienten på 2 pct., steg med 10 pct. i forhold til 2000.

Af de 7.219 kreditinstitutter, der var underlagt reservekrav i december 2001, opfyldte de 4.649 deres reservekrav direkte, mens andre opfyldte dem indirekte via tredjemand. Bankernes indskud på anfordringskonti svingede mellem 91,6 mia. euro og 186,9 mia. euro i årets løb, og var således en betydelig stødpude mod uventede likviditetstræk (se figur 25). Eonia-renten viste således begrænset volatilitet i 2001. Standardafvigelsen i de daglige ændringer udgjorde kun 15 basispoint, hvilket er lavt set i et internationalt perspektiv, trods meget få finjusterende operationer. I 2000 udgjorde standardafvigelsen i Eonia 14 basispoint. Således blev reservekravssystemets to hovedfunktioner, som er at stabilisere pengemarkedsrenterne og øge banksektorens strukturelle likviditetsunderskud, igen opfyldt fuldt ud.

Eftersom reservekravssystemet fungerede problemfrit, blev dets vigtigste karakteristika ikke

ændret, og der blev i 2001 kun føjet to nye elementer til systemet. For det første fremsatte ECB den 1. marts 2001 en henstilling med henblik på en rådsforordning med det formål at forlænge Styrelsesrådets frist fra 15 dage til 2 måneder for afgørelser i forbindelse med kreditinstitutternes indsigelser mod sanktioner for manglende opfyldelse af reservekrav. Ændringen blev bindende, da forordningen om ændring af Rådets forordning (EF) nr. 2531/98 om Den Europæiske Centralbanks anvendelse af mindstreserver trådte i kraft den 26. januar 2002. For det andet blev Den Europæiske Centralbanks forordning ECB/2001/4 om ændring af forordning ECB/1999/4 af 23. september 1999 om Den Europæiske Centralbanks beføjelser til at pålægge sanktioner vedtaget den 10. maj 2001. Forordningen pålægger NCB'er og ECB at opbevare original dokumentation i sager om manglende overholdelse i mindst fem år.

Grækenlands indtræden i euroområdet den 1. januar 2001 medførte justering af Eurosystemets første reservekravsperiode i 2001, da perioden først startede i Grækenland den 1. januar 2001, mens den i de øvrige deltagende medlemslande startede den 24. december 2000 som sædvanlig. Grækenlands indtræden i euroområdet medførte en stigning på 2,1 mia. euro i Eurosystemets samlede reservekrav fra den 1. januar 2001. I alt 57 græske kreditinstitutter blev pålagt Eurosystemets reservekrav.

I 2001 var der i gennemsnit pr. reservekravsperiode 70 tilfælde af manglende overholdelse af reservekravsforpligtelsen, hvilket medførte en gennemsnitligt daglig underdækning på 1,2 mio. euro. En stor del af sagerne om manglende overholdelse drejede sig om ubetydelige beløb og medførte ingen bøde. Dog var der adskillige overtrædelser af betydeligt omfang, og 25 sager førte til bøder på mere end 10.000 euro. De fleste kreditinstitutter erkendte deres fejl, mens 14 institutter gjorde indsigelse, som krævede en afgørelse fra ECBs Direktion. Ét kreditinstitut anmodede om, at Styrelsesrådet gennemgik Direktionens afgørelse.

1.7 Godkendte aktiver

Ifølge ESCB-statutten skal alle Eurosystemets kreditoperationer være dækket af tilstrækkelig sikkerhed. Rammerne for sikkerhedsstilling skal beskytte Eurosystemet mod tab i forbindelse med pengepolitiske operationer og betalings-systemoperationer (se kapitel III om risikostyring), sikre ligebehandling af modparter samt øge den operationelle effektivitet. Der anvendes fælles godkendelseskriterier for sikkerhed i forbindelse med Eurosystemets kreditoperationer. Samtidig tages der passende hensyn til forskellene i centralbankernes praksis, de finansielle strukturer i de forskellige eurolande og Eurosystemets behov for tilstrækkelig sikkerhed i kreditoperationerne. Ifølge artikel 102 i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab er enhver foranstaltning, hvorved der gives offentlige institutioner privilegeret adgang til finansielle institutioner, forbudt. Rammerne for sikkerhedsstilling bør således ikke skelne mellem offentlige og private udstedere.

For at tage højde for forskelle i medlemslandenes finansielle struktur, omfatter de godkendte aktiver til kreditoperationer en lang række forskellige instrumenter. Der skelnes mellem to kategorier af aktiver til Eurosystemets kreditoperationer, nemlig "liste 1" og "liste 2". Denne skelnen har ingen indflydelse på aktivernes egnethed til Eurosystemets forskellige pengepolitiske operationer. Dog anvender Eurosystemet normalt ikke liste 2-papirer i egentlige købs- eller salgsforretninger. Liste 1-papirer består af omsættelige gældsinstrumenter, der opfylder ECBs ensartede kriterier for godkendelse. Liste 2-papirer består af aktiver af særlig betydning for de nationale finansmarkeder og banksektorer. Godkendelseskriterierne for disse papirer fastsættes af NCBerne i henhold til ECBs minimumskriterier for godkendelse. Liste 2-papirer kan være omsættelige eller ikke-omsættelige gældsinstrumenter eller aktier.

Eurosystemets modparter kan anvende godkendte aktiver på tværs af grænserne, dvs. de kan skaffe midler fra den nationale centralbank i det

medlemsland, hvor de har hjemsted, ved at benytte sig af aktiver i et andet medlemsland. Korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) samt "links" mellem værdipapirafviklingssystemer, der opfylder Eurosystemets standarder, sætter modparterne i stand til at stille sikkerhed på tværs af grænserne i forbindelse med alle Eurosystemets likviditetstilførende operationer. CCBM kan benyttes til alle godkendte aktiver, da særlige løsninger anvendes til ikke-omsættelige papirer og liste 2-papirer med begrænset likviditet og særlige karakteristika, der ikke kan overføres gennem et værdipapirafviklingssystem (se kapitel VII).

Fra januar til december 2001 steg den samlede mængde af omsættelige aktiver, der er godkendt som sikkerhed til Eurosystemets kreditoperationer, med 5 pct. fra ca. 6,3 billioner euro til 6,6 billioner euro. En meget stor del af de omsættelige aktiver, dvs. 95 pct., var liste-1-papirer, mens de resterende 5 pct. var liste 2-papirer. Ud over omsættelige aktiver består liste 2-papirerne af ikke-omsættelige gældsinstrumenter, herunder banklån, handelsveksler og egenveksler med pant i fast ejendom.³ Selv om liste 1-papirer udgør hovedparten af sikkerheden for de pengepolitiske operationer, anvender nogle kreditinstitutter i vidt omfang liste 2-papirer som sikkerhed.

Selv om der er store mængder værdipapirer til rådighed som sikkerhedsstilling for modparterne i Eurosystemets kreditoperationer, udgør kreditinstitutternes faktiske beholdninger af aktiver kun en del af de samlede godkendte aktiver, eftersom en del af disse aktiver er placeret hos andre økonomiske aktører. Ifølge Eurosystemets grove estimat fra begyndelsen af 2001 tegnede kreditinstitutter i eurområdet sig for ca. en tredjedel (dvs. ca. 2,1 billioner euro) af alle godkendte aktiver. Modparternes faktiske beholdninger af aktiver til sikkerhedsstilling er en funktion af bankernes balancestruktur, som til gengæld er forbundet med den finansielle struktur i de enkelte eurolande. Forskellene i den sikker-

3) Der foreligger ingen tal for beholdningen af godkendte, ikke-omsættelige liste 2-papirer.

Tabel 10**Vigtigste kategorier af aktiver godkendt til Eurosystemets kreditoperationer**

Aktiv	Liste 1 (EØS)	Liste 2 (euroområdet)
Omsættelige	<ul style="list-style-type: none"> • ECB-gældsbeviser (udstedes ikke i øjeblikket) og NCB-gældsbeviser (udstedt før ØMU) • Gældsinstrumenter udstedt af udenlandske og overnationale institutioner • Statspapirer og gældsinstrumenter udstedt af regionale og lokale myndigheder • Udækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter • Værdipapirer med sikkerhed i specificerede aktiver • Erhvervsobligationer 	<ul style="list-style-type: none"> • Statspapirer og gældsinstrumenter udstedt af regionale og lokale myndigheder • Obligationer udstedt af kreditinstitutter • Erhvervsobligationer • Indskudsbeviser • Mellemfristede statsgældsbeviser • Commercial paper • Aktier • Omsættelige private fordringer
Ikke-omsættelige	<ul style="list-style-type: none"> • Ingen 	<ul style="list-style-type: none"> • Banklån • Egenveksler med pant i fast ejendom • Handelsveksler

hed, som modparterne har til rådighed, afspejler også forskelle i udviklingen af de finansielle markeder i de enkelte eurolande, fx markederne for private værdipapirer og de juridiske rammer for lån mod sikkerhed. Forskellene, hvad angår tilgængelighed, er tilsyneladende aftagende, dels på grund af øget udstedelse af private gældsinstrumenter i euroområdet siden euroens indførelse, dels på grund af den væsentlige stigning i grænseoverskridende anvendelse af sikkerhed.

Den sikkerhed, der er godkendt til Eurosystemets kreditoperationer, omfatter et meget bredt udvalg af aktiver af høj kvalitet og denomineret i euro. Aktiverne er udstedt (eller garanteret) af enheder inden for Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, hvad angår liste 1-papirer, eller enheder i euroområdet, hvad angår liste 2-papirer (se tabel 10). En væsentlig del af liste 1-papirerne (som kun består af gældsinstrumenter) er obligationer udstedt af den offentlige sektor, dvs. staten, regionale eller lokale myndigheder. Værdipapirer udstedt af staten er typisk kendetegnet ved et højt udestående beløb, store udstedelser, betydelig omsætning og små bid-offer spreads. De udgør mængdemæssigt den største type af godkendt sikkerhed i næsten alle eurolande. Værdipapirer udstedt af regionale og lokale myndigheder i de forskellige lande har forskellig likviditetsgrad, men er generelt mindre likvide end statsobligationer. Andre aktivtyper, der klassificeres som liste 1-papirer, er værdipapirer udstedt af internationale og overnationale institutioner.

Inden for liste 1 omfatter værdipapirer udstedt af den private sektor værdipapirer med sikkerhed i specificerede aktiver, udækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter og erhvervsobligationer. Mange obligationer med sikkerhed i specificerede aktiver er værdipapirer med sikkerhed i boligejendomme eller gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor. Til forskel fra andre værdipapirer med sikkerhed i specificerede aktiver udstedes disse direkte af specialiserede kreditinstitutter frem for særlige enheder.⁴ "Pfandbriefe" opstod på det tyske og østrigske marked, men tilsvarende værdipapirer har i de seneste år vundet stigende indpas i andre eurolande (fx "obligations foncières" i Frankrig og "cédulas hipotecarias" i Spanien).

I visse eurolande er der store udeståender af udækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter, men omsætningen er generelt lav i forhold til statsobligationer eller visse Pfandbrief-produkter (fx "Jumbo"-udstedelser). Størrelsen af de enkelte udstedelser er normalt mindre for erhvervsobligationer end for andre gældsinstrumenter i mange eurolande, og de foreliggende data viser, at omsætningen er betydeligt lavere end for statsobligationer. Der er dog sket en markant stigning i udstedelsen af erhvervsobligationer efter euroens indførelse.

4) En særlig enhed er en juridisk person, der er etableret med det formål at erhverve beholdninger af visse aktiver til sin balance og udstede værdipapirer med sikkerhed i disse aktiver, som sælges til tredjemand.

Liste 2-aktiver omfatter obligationer udstedt af kreditinstitutter eller erhvervsobligationer, commercial paper, mellemfristede statsgældsbeviser, obligationer udstedt af regionale myndigheder, banklån, handelsveksler, egenveksler med pant i fast ejendom og aktier. Med undtagelse af den sidste kategori er markedets dybde og likviditeten generelt lavere for liste 2-papirer end for liste 1-papirer. Mange af liste 2-papirerne er ikke noteret på et reguleret marked eller handles ikke på et reguleret marked.

ECB står for styring og offentliggørelse af den samlede liste over godkendte aktiver i Eurosystemets kreditoperationer, ligesom ECB også vedligeholder en database med godkendte aktiver. NCBerne bidrager med oplysninger til ECB om udstedte aktiver på de nationale markeder. Data indsamles hver uge, og alle interesserede har adgang via ECBs websted (www.ecb.int). Offentliggørelse af listen over godkendte aktiver på internettet har vist sig at være en effektiv metode. Effektivisering af opdateringsproceduren samt hyppigere opdatering af den ugentlige oversigt er i øjeblikket under forberedelse.

1.8 Aktiviteten på pengemarkedet

Euroens indførelse har medført et betydeligt, likvidt og integreret pengemarked i hele euroområdet. Det gælder for de fleste pengemarkedssegmenter, men der er især tegn på integration inden for usikret långiving og swapsegmenter. Der er også tegn på integration i en række finansielle centre, hvilket kommer til udtryk i centralisering af likviditetsstyringsaktiviteter i banksektoren inden for euroområdet. De grænseoverskridende aktiviteter i euroområdet er betydelige og betragtes i vid udstrækning som delvis nationale. Formidlingsaktiviteten er efterhånden også koncentreret inden for et relativt lille antal

store institutioner, som er mindre hjemmemarkedsorienterede, og som har spredt deres aktiviteter til hele euroområdet.

Eurorepomarkedet er mindre integreret, men oplevede alligevel fremskridt i form af betydelig vækst i grænseoverskridende aktiviteter. Markedets aktører har som led i bestræbelserne på at fremme integrationen af repomarkedet deltaget i et projekt under ledelse af European Banking Federation og European Repo Council om oprettelsen af et repræsentativt benchmark for "generel sikkerhed" for eurorepomarkedet (Eurorepo-referencercenter). Dette benchmark blev indført i marts 2002.

Markedet for kortfristede værdipapirer (fx skatkammerbeviser, commercial paper og indskudsbeviser) viste fortsat en begrænset integration i forhold til udviklingen i andre segmenter på pengemarkedet. Markedet er stadig spredt, da aktiviteterne hovedsagelig foregår på hjemmemarkederne. Den øgede tendens til markedsfinansiering har imidlertid bidraget til en betydelig vækst i udstedelse af commercial paper.

Aktiviteter i pengemarkedsderivater udstedt i euro, fx renteswaps og futures, steg fortsat betydeligt i 2001. Bank for International Settlements' (BIS) centralbankundersøgelse udføres hvert tredje år senest i april 2001, hvor BIS konkluderede, at eurodenominerede derivater tegner sig for 47 pct. af den globale daglige omsætning i unoterede rentederivater. Likviditeten i renteswapmarkedet er forbedret, bl.a. på grund af systematisk brug af dette markedssegment til kurssikring og positionstagning. Eonia får større og større betydning som indeks for dag-til-dag renteswapmarkedet. Swapmarkedet anvender nu næsten udelukkende Eonia som referencerente for de meget korte løbetider.

2 Valutaoperationer og investering af valutareserveaktiver

Eurosystemet besidder og forvalter de deltagende EU-landes valutareserver.

2.1 Valutaoperationer

I 2001 udførte ECB ingen interventioner på valutamarkedet på eget initiativ. Den 24., 26. og 27. september udførte ECB og udvalgte NCBER operationer på valutamarkedet på vegne af den japanske centralbank ifølge agentaftalen mellem ECB og den japanske centralbank. På baggrund af terrorangrebene i USA indgik Federal Reserve og ECB den 12. september en swapaftale, som blev benyttet den 12., 13. og 14. september (se boks 8).

Den 15. november 2000 godkendte Den Internationale Valutafond (IMF) ECBs ansøgning om at blive foreskrevet indehaver af særlige trækingsrettigheder (SDR), hvilket giver ECB mulighed for at deltage i frivillige transaktioner med IMFs medlemslande og andre foreskrevne indehavere. I april 2001 underskrev ECB og IMF en stående aftale om at gøre det lettere for IMF at iværksætte SDR-transaktioner på ECBs vegne med andre foreskrevne indehavere (se kapitel V). Aftalen blev benyttet én gang i 2001.

2.2 Eurosystemets valutareserveaktiver

Ved udgangen af 2001 udgjorde ECBs valutareserveaktiver 46,8 mia. euro netto i forhold til 43,5 mia. euro ved udgangen af 2000. Stigningen afspejler tre faktorer, nemlig den græske centralbanks overførsel af valutareserveaktiver til ECB i forbindelse med Grækenlands optagelse i euroområdet i begyndelsen af året, renteindtægterne fra ECBs valutareserver og ændringen i valutareserveaktivernes markedsværdi. ECB kan indkalde yderligere valutareserveaktiver fra NCBERne i henhold til betingelserne i sekundær fællesskabslovgivning (Rådets forordning (EF) nr. 1010/2000 af 8. maj 2000 om Den Europæiske Cen-

tralbanks yderligere indkaldelse af valutareserveaktiver).

Styrelsesrådet har defineret valutafordelingen i ECBs valutareserver, der består af guld, amerikanske dollar og japanske yen, på grundlag af undersøgelser af den optimale valutafordeling og anslåede operationelle behov og kan ændre den, hvis og når dette skønnes hensigtsmæssigt. For at undgå uoverensstemmelse med ECBs fælles pengepolitik er der ingen aktiv styring af valutaforordelingen af reserverne til investeringsformål. I overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 26. september 1999 har ECB ikke foretaget nogen styring af guldaktiverne. Alle Eurosystemets centralbanker har underskrevet denne aftale, som fastsætter, at parterne ikke må øge aktiviteten på markederne for udlån af guld, guldfutures og guldoptioner.

NCBERne styrer ECBs valutareserver i overensstemmelse med ECBs retningslinjer og instruktioner. Desuden styrer de selv deres valutareserver efter egne retningslinjer. Operationer over en vis grænse kræver dog meddelelse til eller godkendelse fra ECB for at sikre overensstemmelse med ECBs fælles pengepolitik.

Hvad angår valutareserverne både i ECB og NCBERne, offentliggøres der hver måned, med en måneds forsinkelse, data om internationale reserver og valutalikviditet i henhold til IMFs særlige datastandard (SDDS) på ECBs websted (www.ecb.int). Disse data supplerer den ugentlige konsoliderede oversigt over Eurosystemets finansielle stilling.

2.3 Eurosystemets forvaltning af valutareserver

ECBs forvaltning af valutareserver skal sikre, at ECB på ethvert tidspunkt har tilstrækkelige likvide ressourcer til enhver form for intervention på valutamarkedet, hvis og når Styrelsesrådet skønner det hensigtsmæssigt. Likviditet og sikkerhed

Boks 8

Centralbankoperationer efter terrorangrebene den 11. september 2001

Terrorangrebene i USA den 11. september 2001 havde vidtrækkende konsekvenser på de finansielle markeder, og centralbankerne i de vigtigste økonomier trådte til for at normalisere markederne. Den dag angrebene fandt sted, meddelte Eurosystemet, at det var parat til at normalisere markederne og om nødvendigt tilføre likviditet.

Eurosystemet udførte i overensstemmelse med sin meddelelse to likviditetstilførende finjusterende operationer for at udjævne udviklingen i euroområdet pengemarked. Operationerne blev gennemført som tilbageførselsoperationer i form af ekstraordinære auktioner med afvikling inden for dagen og med en løbetid på 1 dag. En fast rente på 4,25 pct., som var identisk med den gældende laveste budrente i de primære markedsoperationer, blev anvendt i begge operationer. I den første operation udgjorde det samlede budbeløb 69,3 mia. euro fra 63 modparter. I den anden operation afgav 45 modparter bud på i alt 40,5 mia. euro. ECB tildelte likviditet for alle bud i begge operationer.

Ud over at tilføre eurolikviditet hjalp Eurosystemet euroområdets banker med at opfylde uopsættelige dollarlikviditetsbehov som følge af afviklingsproblemer med visse amerikanske korrespondentbanker og de amerikanske bankers uvilje mod at udlåne dollar, før deres egne likviditetsbehov var på plads, hvilket først skete efter børserne i Europa var lukket. Den 12. september indgik Federal Reserve og ECB en swaptale for at tilføre den nødvendige dollarlikviditet. Ifølge aftalen kunne ECB trække op til 50 mia. dollar i Federal Reserve Bank of New York mod tilsvarende euroindskud i ECB. Swaftalen udløb den 13. oktober.

ECB trak på swapfaciliteten den 12., 13. og 14. september. Den 12. september blev der i alt trukket 5,4 mia. dollar med udløb den 17. september. De følgende to dage blev der trukket dag-til-dag-swap for i alt 14,1 mia. dollar den 13. september og 3,9 mia. dollar den 14. september. Dollarindskuddene blev stillet til rådighed for Eurosystemets NCBer, som således kunne opfylde dollarlikviditetsbehovet hos euroområdets banker.

Den 17. september sænkede Federal Open Market Committee federal funds-renten på baggrund af den stigende usikkerhed om de økonomiske udsigter i USA og resten af verden som følge af terrorangrebene. I overensstemmelse med denne beslutning og ud fra en betragtning om, at begivenhederne i USA ville påvirke tilliden i euroområdet, nedsatte ECBs Styrelsesråd ligeledes den 17. september den laveste budrente i Eurosystemets primære markedsoperationer med 50 basispoint til 3,75 pct. En række andre centralbanker valgte også at sænke deres officielle rentesatser den 17. og 18. september (se oversigten over alle pengepolitiske beslutninger i 2001 i kapitel I).

På valutaområdet medførte dollarens umiddelbare depreciering på grund af terrorangrebene et kraftigt og uønsket opadrettet pres på den japanske yen. Den 24., 26. og 27. september købte ECB (og udvalgte NCBer i euroområdet, der handlede på vegne af ECB) euro for yen for den japanske centralbank i henhold til agentaftalen mellem ECB og den japanske centralbank.

er derfor grundlæggende krav i forbindelse med investering af ECBs valutareserver. Under disse begrænsninger forvaltes ECBs valutareserver således, at deres værdi maksimeres.

ECBs valutareserver forvaltes decentralt af euroområdets NCBer på grundlag af de investeringsretningslinjer og det strategiske benchmark, som fastsættes af ECBs Styrelsesråd, og det taktiske benchmark, som fastsættes af ECBs Direktion. Ud over valutafordelingen har ECB define-

ret fire hovedparametre for investering af sine valutareserver. Hovedparametrene er for det første et investeringsbenchmark i to niveauer (dvs. et strategisk og et taktisk benchmark) for hver valuta; for det andet den tilladte afvigelse fra disse benchmarks, hvad angår renterisiko; for det tredje en liste over godkendte instrumenter og operationer; og for det fjerde grænser for kreditrisiko (se kapitel III). NCBerne udnytter den margin, som afvigelsesbåndene og risikogrænsningen giver, til at opnå det størst mulige

udbytte på deres porteføljer i forhold til benchmark under ECBs løbende overvågning. NCB-erne udfører investeringer på ECBs vegne som synlig agent, således at ECBs modparter kan skelne mellem NCBernes operationer på henholdsvis ECBs og egne vegne.

Disse rammer har fra starten fungeret tilfredsstillende, og der arbejdes løbende på at forbedre teknikkerne for portefølje- og risikostyring. Som led i den gradvise udvidelse af antallet af investeringsinstrumenter og for at forbedre effektiviteten i positionstaging kan futures på penge- og obligationsmarkedet fra 1. kvartal 2002 anvendes

til forvaltning af valutareserver. ECB har desuden yderligere spredt sine investeringer i fastforrentede værdipapirer til fordel for ikke-statslige gældsinstrumenter med høj kreditkvalitet med det formål at forbedre porteføljernes udbytte i forhold til risiko.

Andre faktorer bidrog også til at styrke ECBs forvaltning af valutareserverne. Disse faktorer er den igangværende udvikling af rammerne for risikostyring (se kapitel III) og ændringerne i såvel IT-systemet (med lanceringen af en ny udgave af porteføljestyresystemet) som i retsakter (bl.a. European Master Agreement).

3 ECBs forvaltning af egenkapitalen

Hovedformålet med ECBs egenkapital er at fungere som reservefond, der sikrer tilstrækkelige indtægter med et passende sikkerhedsniveau. ECBs egenkapital udgjorde initialt ca. 4.000 mio. euro. I 2001 blev ECBs egenkapital forøget væsentligt af to grunde. For det første bidrog Grækenland til ECBs kapital ved sin indtræden i euroområdet i begyndelsen af året. For det andet blev en del af ECBs samlede overskud for 2000 overført til den almindelige reservefond.

ECBs besluttende organer har fastsat de fire hovedparametre for investering af egenkapital på de europæiske obligationsmarkeder. Parametrene er for det første et strategisk investeringsbenchmark; for det andet en tilladt afvigelse fra dette benchmark, hvad angår renterisiko; for det tredje en liste over godkendte instrumenter og operationer; og for det fjerde grænser for kreditrisiko. ECB udnytter den margin, som afvigelsesbåndene og risikobegrænsningen giver, til at opnå det størst mulige udbytte på egenkapitalporteføljen.

I henhold til formålet med ECBs egenkapital og hovedparametrene investeres egenkapitalen hovedsagelig i statsobligationer i euroområdet samt andre højt ratede obligationer mod sikkerhed. Siden 1999 har også visse obligationsderivater i euroområdet og direkte udlån med sikker-

hed i værdipapirer været godkendte instrumenter. Som led i den gradvise udvidelse af antallet af tilladte investeringsinstrumenter blev et program for automatisk udlån af værdipapirer i forbindelse med egenkapital lanceret i februar 2001.

Listen over godkendte modparter for investering af ECBs egenkapital udarbejdes adskilt fra de lister som vedrører forvaltningen af ECBs valutareserveaktiver, men opfylder de samme kriterier om forsigtighed og effektivitet. De relevante retsakter, herunder den nye European Master Agreement, svarer til retsakterne i forbindelse med forvaltningen af valutareserver.

Eftersom ECBs egenkapital i øjeblikket er investeret udelukkende i eurodenominerede aktiver, er det afgørende at undgå sammenblanding med ECBs pengepolitiske beslutninger. For at forhindre misbrug af fortrolige oplysninger i forvaltningen af ECBs egenkapital og for at værne om ECBs omdømme, er der således etableret en "kinesisk mur". Det betyder, at den enhed, der forvalter egenkapitalen, er skarpt adskilt både funktionsmæssigt og fysisk fra ECBs andre enheder. Endvidere følger ECB en forholdsvis passiv investeringspolitik, især på pengemarkedet, for ikke at sende signaler, der kan opfattes som pengepolitikrelaterede.



Grækenland: **Ark af eurosedler kontrolleres på
Bank of Greces trykkeri i Athen**

Kapitel III

Risikostyring

ECBs risikostyringsfunktion omfatter styring og overvågning af de finansielle risici, som ECB påtager sig direkte eller de 12 NBCEr i Eurosystemet påtager sig på ECBs vegne. ECBs risikostyring kan inddeles i to hovedområder, nemlig pengepolitiske operationer og investeringsoperationer. Førstnævnte fokuserer på risici i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer, herunder operationer i betalingssystemerne (hovedsagelig gennem tilførsel af intradag likviditet via TARGET-systemet). Sidstnævnte fokuserer på valutareserveaktiver og forvaltning af ECBs egenkapital.

I Pengepolitiske operationer

I forbindelse med pengepolitikken og kreditoperationer i betalingssystemerne påtager Eurosystemet sig en risiko, når det indgår en transaktion med en modpart, der måske ikke kan opfylde sine kreditforpligtelser. Denne kreditrisiko reduceres ved hjælp af sikkerhedsstillelse. I henhold til artikel 18, stk. 1, i statuten for ESCB skal alle Eurosystemets kreditoperationer være baseret på passende sikkerhed.

Med henblik på at beskytte Eurosystemet mod tab, at sikre ligebehandling af modparterne og at øge den operationelle effektivitet skal aktiverne opfylde visse kriterier for at blive godkendt som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer. Kriterierne er fastlagt i rammerne for sikkerhedsstillelse.

På grund af forskellene i medlemslandenes finansielle strukturer samt interne forhold i Eurosystemet skelnes der mellem to kategorier af godkendte aktiver, som kan anvendes i Eurosystemets kreditoperationer, nemlig "liste 1" og "liste 2". Liste 1 består af omsættelige gældsinstrumenter, som opfylder ECBs ensartede godkendelseskriterier gældende for hele euroområdet. Liste 2 består af yderligere aktiver (omsættelige og ikke-omsættelige) af særlig betydning for de nationale finansmarkeder og banksektorer. Godkendelseskriterierne for disse papirer fastsættes af de respektive NBCEr og skal godkendes af ECB. Der skelnes ikke mellem de to lister, for så vidt angår aktivernes kvalitet eller godkendelse til de forskellige kreditoperationer, bortset fra at liste 2-papirer normalt ikke anvendes i Eurosystemets egentlige købs- eller salgsforretninger.

I.1 Rammer for risikostyring

Liste 1- og liste 2-papirer er begge underlagt risikostyring. Risikostyringen i forbindelse med de underliggende aktiver i Eurosystemets kreditoperationer skal beskytte Eurosystemet mod finansielle tab, hvis de underliggende aktiver skal realiseres på grund af misligholdelse fra en modparts side. Eurosystemet anvender således sikkerhedsstillelsen til at få den tilførte likviditet igen. Det er i sådanne situationer, at Eurosystemet påtager sig de markeds- og likvidetsrisici, der er forbundet med sikkerheden. De risikostyringsinstrumenter, som Eurosystemet havde til rådighed i 2001, var initialmargin, haircuts, variationsmargin, begrænsninger i forbindelse med udstedere/debitorer eller garantier samt yderligere garantier.

Risikostyring

Med henblik på passende risikostyring evaluerer Eurosystemet i overensstemmelse med bedste markedspraksis parametre som den aktuelle og potentielle prisudvikling og prisvolatiliteten i forbindelse hermed. Mål for "Value at Risk" (VaR) anvendes til estimering af de haircuts, der kræves for at udtrykke det erfaringsmæssigt maksimale fald i sikkerhedens kursværdi med en given sandsynlighed over en given tidshorizont. Yderligere instrumenter til kalibrering af haircuts omfatter back testing og stress testing.

Foruden de initialmargin, som anvendes på kreditbeløbet, anvender Eurosystemet haircuts afhængig af aktivets type, restløbetid og kuponstruktur. Ved haircuts trækkes en vis procentdel

fra aktivets kursværdi. I 2001 var liste 1-papirer inddelt i tre haircut-grupper: Instrumenter med fast rente, instrumenter med variabel rente og inverse instrumenter med variabel rente.

De haircuts, der anvendes i forbindelse med liste 2-papirer, afspejler de særlige risici ved disse aktiver og er mindst lige så store som de haircuts, der anvendes i forbindelse med liste 1-papirer. Initialmarginer og margin calls anvendes på liste 2-papirer på samme måde som på liste 1-papirer. I 2001 var liste 2-papirer inddelt i fire forskellige haircut-grupper efter forskellene i karakteristika og likviditet: Aktier, omsættelige gældsinstrumenter med begrænset likviditet, gældsinstrumenter med begrænset likviditet og særlige karakteristika samt ikke-omsættelige gældsinstrumenter.

Aktiverne værdiansættes dagligt, og NCBerne beregner dagligt de underliggende aktivers påkrævede værdi under hensyntagen til Eurosystemets principper for værdiansættelse. Hvis de underliggende aktiver efter værdiansættelsen ikke opfylder sikkerhedskravene, udføres symmetriske margin calls i form af levering af yderligere aktiver eller kontantbetalinger.

Værdiansættelsesprincipper

Ved værdiansættelse af de underliggende aktiver i Eurosystemets kreditoperationer anvendes følgende principper. For omsættelige liste 1- eller liste 2-papirer angiver Eurosystemet et enkelt referencemarked, hvorfra kursinformation hentes ifølge en mark-to-market strategi. Eurosystemet definerer den mest repræsentative kurs på referencemarkedet, som så anvendes til beregning af kursværdier. Hvis flere kurser noteres, anvendes

den laveste (normalt budkursen). For ikke-omsættelige liste 2-papirer eller for omsættelige papirer, der normalt ikke handles, så det ikke er muligt at anvende mark-to-market princippet, anvender Eurosystemet generelt en mark-to-model strategi baseret på tilbagediskontering af fremtidige betalingsstrømme. Tilbagediskonteringen er baseret på en passende nulcuponkurve, og via kreditspænd tages der udtrykkelig højde for forskellene i kreditrisiko mellem udstedere. Kreditspændets størrelse afhænger af de nationale markeders karakteristika og foreslås derfor af NCBen efter analyse af de foreliggende markedsdata. Kreditspændene skal godkendes af ECB.

1.2 Vurdering af kreditrisici

Aktiver, der anvendes som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, skal have en høj kreditkvalitet. ECBs bedømmelse af gældsinstrumenternes kreditkvalitet bygger bl.a. på foreliggende vurderinger foretaget af kreditvurderingsbureauer, NCBernes egne kreditvurderingssystemer samt visse institutionelle kriterier, der skal sikre indehaverne særlig beskyttelse, herunder garantier. Gældsinstrumenter, der er udstedt eller garanteret af modparten eller andre enheder, som modparten har en snæver forbindelse til, accepteres ikke som underliggende aktiver af Eurosystemet.

De godkendte aktivers kreditkvalitet overvåges konstant for at sikre, at den mindst svarer til Eurosystemets minimumsniveau for finansiell soliditet. ECB overvåger NCBernes egne kreditvurderingssystemer og undertiden de nationale kreditvurderingsbureauer, der vurderer nationale liste 2-papirer.

2 Investeringer

Ved udgangen af 2001 havde ECB en reserveportefølje på 46,8 mia. euro, som bestod af valuta-reserver, guld og særlige trækingsrettigheder (SDR).

Valutareserverne er denomineret i amerikanske dollar og japanske yen og forvaltes af NCBerne på vegne af ECB. Denne reserveportefølje er først og fremmest en interventionsportefølje.

Foruden de aktivt forvaltede investeringer har ECB en guldbeholdning.

ECBs egenkapital er denomineret i euro og forvaltes af en særskilt gruppe porteføljeforvaltere hos ECB. Disse investeringer, der også kaldes ECBs egenkapital, har til formål at generere et afkast, der dækker ECBs driftsudgifter.

ECBs finansielle sundhed og omdømme afhænger af, at investeringsporteføljen forvaltes hensigtsmæssigt. Et vigtigt element i forvaltningen af disse investeringer er en passende struktur for risikostyring.

Rammer for risikostyring

Rammerne for styring af risici i forbindelse med ECBs investeringsportefølje består af tre tæt forbundne elementer:

- Etablering af en analyseramme for allokering af aktiver i forbindelse med valutareserver og investeringsreserver. Det indebærer fastsættelse af valutafordelingen for reserveporteføljerne og de strategiske benchmarks for hver portefølje.
- Analyse af investeringernes performance.
- Etablering af hensigtsmæssige mål for risikostyring og overholdelse.

Allokering af aktiver

Ved denne proces bestemmes den optimale valutaforordeling for valutareserverne og den optimale allokering af aktiver for hver valutaportefølje.

Hensyn til likviditet og risikospredning er afgørende for fastsættelse af valutaforordelingen. Den faktiske allokering af aktiver for hver portefølje fører til, at der etableres strategiske investeringsbenchmarks for hver portefølje.

Strategiske benchmarks skal indikere og imødekomme ECBs langsigtede præferencer med hen-

syn til risici og afkast. De giver Eurosystemets porteføljeforvaltere klare indikationer om de markeds-, kredit- og likviditetsrisici, som ECB ønsker. Disse benchmarks er afgørende for ECBs performance, da de er de vigtigste determinanter for investeringernes afkast.

Målet for allokering af aktiver er at opnå de maksimale afkast inden for de begrænsninger, som gælder for ECB. De strategiske benchmarks gennemgås hvert år. I forbindelse med den årlige gennemgang i 2001 blev der udviklet nye metoder til estimering af de forventede afkast for hver aktivklasse, og scenarierne for forventet afkast indgik i de forskellige optimeringsøvelser, som blev gennemført inden udarbejdelsen af benchmarks. Desuden blev rentekurven for hver aktivklasse udsat for stress testing for at vurdere mulige fremtidige allokeringers modstandsdygtighed over for eksterne stød.

Denne tilgang til allokering af aktiver er betegnende for ECBs proaktive tilgang til risikostyring.

Analyse af investeringernes performance

Kvartalsvise, halvårslige og årlige analyser af performance og risiko i forbindelse med investeringer forelægges ECBs Styrelsesråd og Direktion samt porteføljeforvaltere og ansvarlige beslutningstagere hos ECB og i Eurosystemet. Performance og risiko måles i overensstemmelse med anbefalingerne fra Association of Investment Management and Research (AIMR). Desuden identificeres de faktorer, der påvirker investeringernes performance. I 2001 fokuseredes der især på en undersøgelse af likviditetsbegrænsningerne i forbindelse med forvaltning af interventionsporteføljer. Alle markeder og instrumenter, som ECB investerer i, skal opfylde på forhånd definerede likviditetskriterier, som er godkendt af ECBs Direktion. Disse krav indebærer en definition af likviditet, der skal overholdes, også under pres. Likviditetskriterierne for valutareserverne er naturligvis de strengeste. Det er vigtigt for ECB at kende virkningen af disse krævende likviditetskriterier. ECBs investeringer sammenhol-

des derfor med teoretiske, effektive grænser for at måle omkostningerne i form af tabt afkast som følge af definitionen af likviditet.

Hensigtsmæssige mål for risikostyring og overholdelse

Mål for risikostyring og overholdelse anvendes til at måle og styre markeds-, kredit- og likviditetsrisici. Varighed er det primære mål for markedsrisikoen. Relative mål for markedsrisikoen som Value at Risk og tracking error overvåges dog også. Tracking error er et særlig nyttigt mål, da den giver et enkelt tal, der afspejler den markedsrisiko, som porteføljeforvalterne tager, uanset kilde (risiko i forbindelse med spænd, rentekurver og skift er alle indeholdt i dette tal). Der er endvidere afsat betydelige ressourcer til at opdele markedsrisikoen efter risikokilde. Det giver en dybere forståelse af afkastenes sammensætning.

3 Nye tiltag i 2002

I 2002 fortsætter bestræbelserne på at forbedre ECBs rammer for risikostyring.

Eurosystemets kreditoperationer: Nye tiltag omfatter indførelsen af en forbedret behandling af likviditetsrisikoen. Desuden analyseres indvirkningen af Baselkomiteens forslag til nye kapitaldækningsregler på rammerne for sikkerhedsstillelse. ECB kan se frem til et interessant arbejde med at forbedre de kreditrisikoinformationer, der benyttes til vurdering af den finansielle soliditet i forbindelse med Eurosystemets sikkerhedsstillelse.

Inden for investeringsoperationer vil fokus være rettet mod to hovedområder. For det første forbedres tilskrivningen af performance, så den kan tilskrives markedsfaktorer med større nøjagtighed. Dermed bliver den nuværende ex post-analyse af performance mere effektiv, så beslutnings-

ECBs investeringsbeslutninger følger en forsigtig risikopolitik, og der lægges stor vægt på kreditværdighed og likviditet. For at kunne deltage i valutareservestyringsoperationer skal modparterne opfylde visse minimumskriterier for kreditværdighed samt visse operationelle krav. Minimumskravene til modparternes kreditværdighed afhænger af den pågældende transaktion og den dermed forbundne kreditrisiko. Som supplement til kreditvurderingsbureauernes vurderinger analyseres modparternes kreditværdighed endvidere ved hjælp af en statistisk metode, som er udviklet af Afdelingen for Risikostyring og omfatter en række uafhængige variabler. Rammerne for kreditgivning til modparterne fastsættes og fordeles blandt NCBerne i forhold til størrelsen af de midler, som de forvalter på vegne af ECB. Alle handelsrelationer med godkendte modparter er underbygget med relevant juridisk dokumentation.

tagerne kan træffe deres fremtidige investeringsbeslutninger på et bedre grundlag. For det andet implementeres en IT-plattform, der forbinder alle de applikationer, som i øjeblikket anvendes til risikostyring. Det giver mulighed for en kombineret analyse, der bygger på kredit- og markedsrapporter og analyser, hvorved beslutningsprocessen forbedres.

I sidste ende sikrer disse tiltag, at ECB opnår det maksimale afkast inden for de gældende begrænsninger. En hensigtsmæssig styring af de finansielle risici øger ECBs finansielle uafhængighed og styrke. Hermed forbedres ECBs omdømme og institutionelle uafhængighed, hvilket i sidste ende giver banken mulighed for at opfylde sit hovedmål, nemlig at fastholde prisstabilitet. I den forbindelse er betydningen af en effektiv og hensigtsmæssig risikostyring indlysende.



Belgien: (højre) **Luc Luycx** fra Den Kongelige Belgiske Mønt i Bruxelles, designer af den fælles side på euromønterne
(venstre) **En 2-euro-mønt og gipsmodellen af mønten**

Kapitel IV

Den økonomiske udvikling i EU-lande uden for euroområdet

Eurosystemet og NCBERne i EU-landene uden for euroområdet arbejder tæt sammen i Det Generelle Råds regi med henblik på at bidrage til fastholdelsen af prisstabilitet i EU som helhed. En generel gennemgang af makroøkonomiske forhold såvel som penge- og valutapolitik er en vigtig del af koordineringen mellem Eurosystemet og de tre NCBER, som ikke deltager i euroområdet. Selv om disse NCBER har andre institutionelle og operationelle rammer for deres pengepolitik, er det overordnede pengepolitiske mål for dem alle at fastholde prisstabilitet.

Danmark

I 2001 aftog væksten i dansk økonomi, og realt BNP steg moderat med 1,2 pct. i forhold til 3,0 pct. i 2000 (se tabel 11). Denne kraftige opbremsning skyldes bl.a. en normalisering efter effekten af orkanen i december 1999, som satte

skub i aktiviteten i 2000. Op til 1,5 procentpoint af faldet i væksten fra 2000 til 2001 kan skyldes, at denne midlertidige stigning i aktiviteten ikke længere gjorde sig gældende. Eksportvæksten faldt fra 11,5 pct. i 2000 til 3,4 pct. i 2001. Importvæksten faldt ligeledes, og nettoeksportens bidrag til væksten i realt BNP var både positivt og betydeligt i 2001. Den fortsatte vækst i eksporten afspejler, at vindmølleeksporten steg kraftigt, mens efterspørgslen efter lægemidler og svinekød på eksportmarkederne var forholdsvis upåvirket af konjunkturudsving. Eksporten af svinekød steg midlertidigt på grund af udbruddet af mund- og klovsyge i Storbritannien. Forbrugertilliden steg en smule, mens privatforbruget voksede moderat med 1,1 pct., og det offentlige forbrug tiltog med 1,4 pct. i 2001. Samlet set var de sidstnævnte elementer ikke tilstrækkelige til at opveje et fald i investeringerne, hvor materialer og byggeri nåede samme niveau som i 1999. Bidraget fra den indenlandske efterspørgsel inkl. la-

Tabel 11
Makroøkonomiske indikatorer for Danmark

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

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 1. kv.	2001 2. kv.	2001 3. kv.	2001 4. kv.
Realt BNP	2,5	3,0	2,5	2,3	3,0	1,2	2,0	0,9	1,2	0,7
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:¹⁾</i>										
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	2,1	4,6	3,9	-0,5	2,5	0,8	-0,2	0,5	1,2	1,4
Nettoeksport	0,4	-1,7	-1,4	2,8	0,6	0,5	2,3	0,4	-0,0	-0,7
HICP	2,1	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,3	2,5	2,3	2,0
Lønsum pr. ansat	3,3	3,5	3,7	3,1	3,8	4,2	4,3	3,8	4,3	4,4
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	2,1	1,9	3,0	2,2	1,5	3,5	2,6	3,5	3,7	4,2
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	-0,1	2,2	-2,5	-0,3	9,8	2,8	6,9	5,8	1,4	-2,3
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP)	.	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	0,1
Samlet beskæftigelse	0,6	1,2	1,7	1,5	0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,0
Arbejdslededsprocent (pct. af arbejdsstyrken)	6,3	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,4	4,4	4,3	4,2
Budgetsaldo (pct. af BNP) ²⁾³⁾	-1,0	0,4	1,1	3,1	2,5	2,5	.	.	.	.
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ²⁾	65,1	61,2	55,6	52,0	46,8	44,5	.	.	.	.
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁴⁾	3,9	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	5,2	5,0	4,6	3,7
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁴⁾	7,2	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,0	5,3	5,2	4,8
Valutakurs over for ECU eller euro ⁴⁾⁵⁾	7,36	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,46	7,46	7,44	7,44

Kilder: Eurostat, Europa-Kommissionen, nationale data og ECBs beregninger.

Anm.: Nationalregnskaberne er i overensstemmelse med ENS95. HICP-data før 1995 er baseret på nationale definitioner og er ikke fuldt sammenlignelige med HICP fra 1995.

1) Procentpoint.

2) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.

3) Offentligt overskud (+)/underskud (-).

4) Periodens gennemsnit.

5) Nationale valutaenheder pr. ECU indtil udgangen af 1998. Derefter pr. euro.

gerbeholdninger til væksten i realt BNP faldt fra 2,5 pct. i 2000 til 0,8 pct. i 2001. Det danske arbejdsmarked var fortsat forholdsvis stramt med et fald i arbejdsløshedsprocenten til 4,3 pct. som det laveste.

På trods af det stramme arbejdsmarked og de høje energipriser var prisudviklingen i Danmark stort set afdæmpet i 2001. Stigningstakten i HICP var forholdsvis stabil i årets løb med et fald i det årlige gennemsnit til 2,3 pct. fra 2,7 pct. i 2000. Lønningerne steg hurtigere end i euroområdet, primært på grund af et fald i arbejdstid i forbindelse med en stigning i antallet af feriedage, om end lønningerne i den offentlige sektor steg kraftigt. Lønsum pr. ansat steg moderat med 4,2 pct., og enhedslønomskostningerne steg med 3,5 pct. i 2001. Begge tal ligger over de tilsvarende for euroområdet.

Danmarks offentlige finanser var sunde i 2001. Det offentlige overskud var 2,5 pct. af BNP i 2001 (ekskl. UMTS-indtægter), dvs. uændret i forhold til 2000. Den offentlige gæld fortsatte sit fald fra 46,8 pct. af BNP til 44,5 pct. Målsætningen for budgetoverskud i det ajourførte danske konvergensprogram er 1,9 pct. af BNP i 2002 og 2,1 pct. i 2003. Tallene er lavere end forudsat i det tidligere ajourførte konvergensprogram. Forskellen skyldes primært den foreslåede omstrukturering af den særlige pensionsopsparingsordning, som ikke længere ligger i den offentlige sektor. Bruttogældskvoten påvirkes kun i moderat omfang af reformen og skønnes at falde til 42,9 pct. af BNP i 2002 og 40,1 pct. i 2003.

Efter folkeafstemningen den 28. september 2000 om indførelsen af euroen fortsatte Danmark sin fastkurspolitik over for euroen med et snævert udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. for kronen omkring centralkursen i ERM2. Som følge af fastkurspolitikken skal udviklingen i de vigtigste officielle og korte markedsrenter primært ses på baggrund af ECBs rentebeslutninger og udviklingen i den danske kronens kurs over for euroen. Den danske krone var fortsat stabil i 2001 (se figur 28), hvor den var marginalt stærkere end centralkursen på DKK 7,46038 over for euroen i størstedelen af

året. Danmarks Nationalbank intervererede på markederne i slutningen af september og opkøbte valuta for at dæmpe kronens appreciering. Kronen blev styrket, da visse pensionskasser omlagde deres porteføljer fra udenlandske aktier til danske obligationer for at beskytte deres reserver mod yderligere fald i udenlandske aktiekurser.

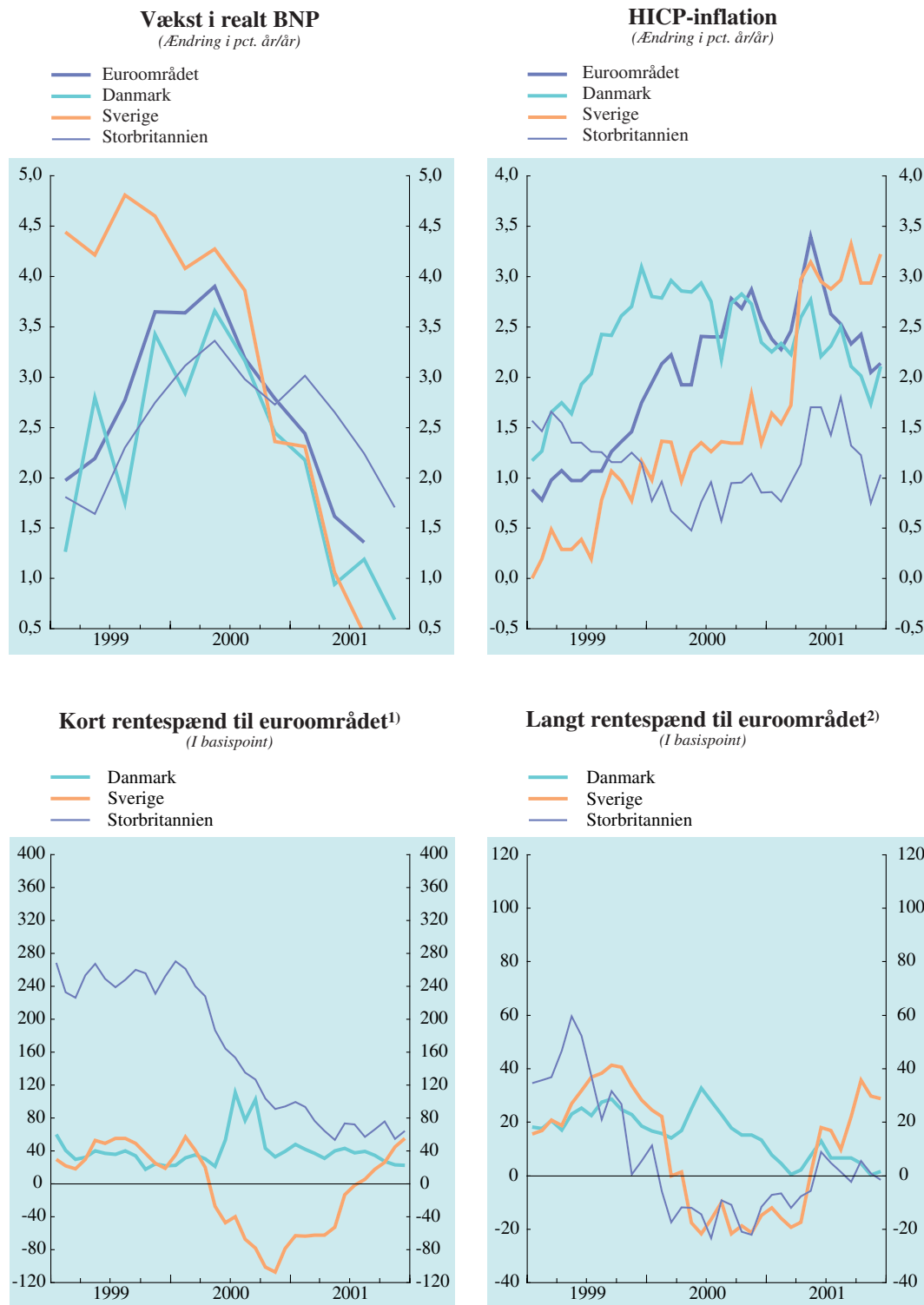
I 2001 sænkede Danmarks Nationalbank udlånsrenten fem gange mellem juli og november og reducerede således spændet over for den marginale rente for ECBs primære markedsoperationer til 35 basispoint (se figur 27). Det svarer til spændet før folkeafstemningen i september 2000. Ud over to mindre sænkninger på hver 0,05 procentpoint, nedsatte Danmarks Nationalbank udlånsrenten med 0,3 procentpoint den 30. august og med 0,5 procentpoint den 18. september i overensstemmelse med ECBs beslutning om at sænke de officielle rentesatser. Den 8. november blev udlånsrenten igen nedsat med 0,5 procentpoint til 3,6 pct. i overensstemmelse med ECBs tilsvarende rentesænkning. I begyndelsen af februar 2002 blev udlånsrenten igen sænket til 3,55 pct. Udviklingen i den lange rente i 2001 afspejler stort set udviklingen inden for euroområdet. Spændet mellem de lange danske obligationsrenter og de lange obligationsrenter i euroområdet indsnævredes til næsten nul i begyndelsen af 2001 og var derefter lidt positivt resten af året.

Sverige

Vækstraten i den svenske økonomi aftog betydeligt i 2001 (se figur 27). Realt BNP steg med 1,2 pct. sammenlignet med 3,6 pct. i 2000 (se tabel 12). Den internationale afmatning påvirkede i væsentlig grad svensk eksportindustri, hvilket afspejlede svensk økonomis sårbarhed over for udviklingen i USA og i telekommunikationsindustrien. Eksportvæksten aftog til 1,4 pct. i 2001 i forhold til 10,3 pct. i 2000. Væksten i investeringer aftog ligeledes betydeligt på grund af nedgangen i efterspørgsel og ressourceudnyttelse. Faktorer som kraftige fald i aktiekurserne, der formindskede såvel husholdningernes formue som

Figur 27

Økonomiske og finansielle indikatorer for EU-landene uden for euroområdet og euroområdet



Kilder: ECB og Eurostat.

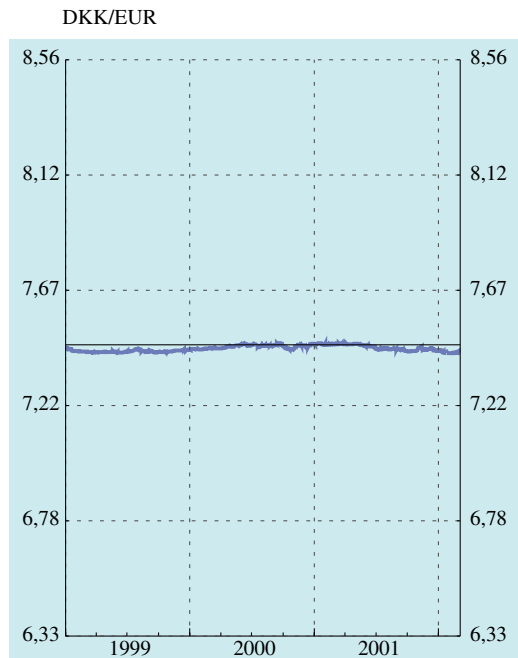
1) For landene uden for euroområdet: 3-måneders pengemarkedsrenten; for euroområdet: 3-måneders Euribor.

2) Den lange statsobligationsrente, renten for 10-årige obligationer eller den nærmeste tilsvarende løbetid.

Figur 28

Bilaterale kurser mellem valutaer i EU-lande uden for euroområdet og euroen

Den danske krone

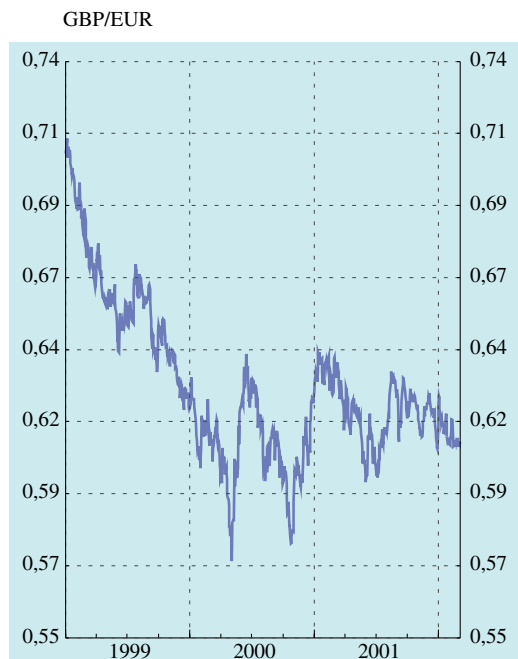


Centralkurs over for euroen pr. 31. december 1998: 7,46038.

Den svenske krone



Det britiske pund



Kilde: Nationale data.

Anm.: Figurene for Danmark, Sverige og Storbritannien har et udsvingsområde på 30 pct.

Tabel 12**Makroøkonomiske indikatorer for Sverige***(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 1. kvrt.	2001 2. kvrt.	2001 3. kvrt.	2001 4. kvrt.
Realt BNP	1,1	2,1	3,6	4,5	3,6	1,2	2,7	1,0	0,4	0,7
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:¹⁾</i>										
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	0,7	0,7	3,9	3,2	3,2	0,2	2,3	-0,2	-2,0	0,7
Nettoeksport	0,4	1,4	-0,3	1,3	0,4	1,0	0,4	1,2	2,4	0,1
HICP	0,8	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	1,6	3,0	3,1	3,0
Lønsum pr. ansat	6,8	3,8	3,3	1,3	7,3	3,8	2,8	4,7	3,3	4,2
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	5,1	0,7	0,9	-0,9	5,7	4,5	2,9	5,5	4,9	4,5
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	-4,2	0,7	-0,5	1,0	4,6	4,3	4,4	6,5	4,8	1,5
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP)	.	.	0,7	0,5	0,7	0,6	0,7	0,5	0,8	0,5
Samlet beskæftigelse	-0,6	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	3,2	2,0	2,1	0,7
Arbejdslededsprocent (pct. af arbejdsstyrken)	9,6	9,9	8,3	7,2	5,9	5,1	5,3	5,0	4,9	5,1
Budgetsaldo (pct. af BNP) ²⁾	-3,4	-1,5	1,9	1,8	3,7	4,7	.	.	.	.
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ²⁾	76,0	73,1	70,5	65,0	55,3	56,0	.	.	.	.
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁴⁾	6,0	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,1	4,2	4,3	3,9
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁴⁾	8,0	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	4,8	5,2	5,3	5,1
Valutakurs over for ECU eller euro ⁴⁾⁵⁾	8,51	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,00	9,12	9,41	9,48

*Kilder: Eurostat, Europa-Kommissionen, nationale data og ECBs beregninger.**Anm.: Nationalregnskaberne er i overensstemmelse med ENS95.**1) Procentpoint.**2) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.**3) Offentligt overskud (+)/underskud (-).**4) Periodens gennemsnit.**5) Nationale valutaenheder pr. ECU indtil udgangen af 1998. Derefter pr. euro.*

forbrugertillid, påvirkede især privatforbruget, som steg med 0,2 pct. i forhold til 4,6 pct. i 2000. Den disponible realindkomst fortsatte sin positive udvikling, primært på grund af skattesænkninger, hvilket dog hovedsageligt forbedrede opsparelskvoten snarere end øgede forbrugsudgifterne. Importvæksten aftog ligeledes, og nettoeksportens bidrag til væksten i realt BNP steg til 1,0 procentpoint. Bidraget fra indenlandsk efterspørgsel var 0,7 procentpoint. Den hurtige opbremsning i den økonomiske aktivitet har endnu ikke haft større indvirkning på arbejdsmarkedet, og arbejdslededsprocenten var forholdsvis stabil på omkring 5 pct. med fortsat vækst i beskæftigelsen i den private sektor.

Den årlige inflationstakt målt ved både HICP, CPI og UNIDX¹⁾ steg kraftigt i foråret 2001 til ca. 3 pct., hvilket svarede til situationen i euroområdet (se figur 27). Resten af året lå inflationen på omkring 3 pct. Den årlige HICP-inflation var i

gennemsnit 2,7 pct. i forhold til 1,3 pct. i 2000, mens CPI steg til 2,6 pct. fra 1,3 pct. i 2000. Inflationsstigningen skyldes primært prisudviklingen på fx kød, indenlandsk frugt og grønt, elektricitet og telefonafgifter. Disse priskomponenter påvirkedes af forskellige midlertidige udbudsstød som effekten af mund- og klovsyge og BSE inden for fødevarerindustrien samt vejforholdene. Stigningen i de øvrige indenlandske priskomponenter skete gradvis og skyldtes for størstedelens vedkommende den indirekte effekt af tidligere olieprisstigninger, den kraftige stigning i ressourceudnyttelse i de seneste år, hvilket afspejles i stigende enhedslønomkostninger, og større overskud på markeder med svag konkur-

1) UNIDX defineres som CPI ekskl. renteudgifter og den direkte effekt af ændrede afgifter og tilskud. I Sverige er det samlede CPI målvariablen for pengepolitikken. Eftersom midlertidige faktorer i de senere år har påvirket prognoserne, er de pengepolitiske beslutninger dog baseret på en vurdering af UNIDX.

rence. Enhedslønoms-kostningerne steg med 4,5 pct. i forhold til 5,7 pct. i 2000, primært på grund af en konjunkturedgang i arbejdskraftsproduktiviteten, hvilket indebærer en risiko for beskæftigelsessituationen og inflationen. Månedlige lønstatistikker udviser dog lavere vækstrater, også inkl. enhedslønoms-kostninger. Importeret inflation var moderat i 2001 trods svækkelsen af den svenske krone, hvilket afspejlede en nedgang i oliepriserne.

Sveriges offentlige budgetoverskud steg fra 3,7 pct. af BNP i 2000 til 4,7 pct. af BNP i 2001. Skat-tenedsættelser på ca. 1 pct. af BNP blev bl.a. op-vejet af engangsindtægter. Til trods for skatte-nedsættelserne er den svenske skatteprocent fortsat høj i forhold til andre industrialiserede lande. Gældskvoten steg en smule fra 55,3 pct. i 2000 til 56 pct. i 2001. I Sveriges ajourførte kon-vergensprogram skønnes budgetoverskuddet for 2002 og 2003 at være henholdsvis 2,1 pct. og 2,2 pct. Dette fald i budgetoverskuddet skyldes primært indfasningen af den indkomstskattere-form, der blev påbegyndt i 2000. Gældskvoten skønnes at falde til 49,7 pct. i 2002 og 47,3 pct. i 2003.

Siden 1993 har Sveriges Riksbank ført en fleksibel valutapolitik med det pengepolitiske mål ud-trykt som et specifikt inflationsmål. Efter 1995 er inflationsmålet angivet som en 2 pct. stigning i CPI inden for en margin på ± 1 procentpoint. Centralbankens intervention på valutamarkedet i juni 2001 skete på baggrund af en markant de-preciering af den svenske krone. I lyset af en for-holdsvis høj ressourceudnyttelse og uventede kraftige prisstigninger, som kunne påvirke inflati-onsforventningerne, mente Sveriges Riksbank, at der var risiko for, at inflationsmålet ville blive overskredet. Den 5. juli hævdede banken derfor re-ponenten med 0,25 procentpoint til 4,25 pct. Efter terrorangrebene i USA og en mere udtalt international afmatning tidligt på efteråret sæn-kede Sveriges Riksbank den 17. september re-ponenten med 0,5 procentpoint på grund af en øget risiko for, at den fremskrevne inflation ville ligge lavere end målet.

Som udtryk for disse ændringer i den pengepo-litiske rente bevægede den korte svenske mar-kedsrente sig på et højere niveau end den korte rente i euroområdet i midten af 2001, med et spænd på omkring 50 basispoint ved udgangen af året (se figur 27). Den lange rente fulgte udvik-lingen på de internationale kapitalmarkeder uden nogen klar tendens størstedelen af året. Rente-spændet i forhold til euroområdet bevægede sig fra ca. -10 til ca. 40 basispoint ultimo 2001, hvil-ket sandsynligvis kunne tilskrives en højere valu-takursrisikopræmie som følge af deprecieringen af den svenske krone og øget international usik-kerhed. Kronen deprecierede med næsten 11 pct. over for euroen indtil september og rettede sig derefter i slutningen af året og i begyndelsen af 2002 (se figur 28).

Storbritannien

I Storbritannien aftog den gennemsnitlige vækst i realt BNP til 2,4 pct. i forhold til 3,0 pct. i 2000, da den eksterne afmatning kun delvis blev op-vejet af kraftig indenlandsk efterspørgsel (se tabel 13). Den gradvise afmatning skyldtes primært konjunkturedgangen i de højteknologiske indu-strier, specielt inden for optisk og elektronisk udstyr, den vigende udenlandske efterspørgsel og det fortsat stærke pund. Dette kunne også af-læses i den øgede divergens mellem økonomiens forskellige sektorer, et større underskud på de løbende poster og en lavere opsparingskvote. Især viste produktionen i fremstillingssektoren en nedgang på 2,3 pct. efter en stigning på 1,9 pct. i 2000, hvorimod værditilvæksten i servicesekto-ren fortsat var kraftig på 4,0 pct. i forhold til 3,8 pct. i 2000.

Husholdningernes reale forbrug steg med 4,2 pct. i 2001, dvs. en marginal stigning fra 4,1 pct. i 2000. Væksten kunne hovedsagelig tilskrives højere realindkomst, stigninger i husholdninger-nes formue og kraftig kreditgivning. De høje huspriser hang sammen med lave realrenter og øget konkurrence på realkreditmarkedet som følge af tidligere liberalisering. Produktionsvæk-sten nød ligeledes godt af stigningen i det offent-

Tabel 13**Makroøkonomiske indikatorer for Storbritannien***(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001 1. kvrt.	2001 2. kvrt.	2001 3. kvrt.	2001 4. kvrt.
Realt BNP	2,6	3,4	3,0	2,1	3,0	2,4	3,0	2,7	2,2	1,7
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:¹⁾</i>										
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	3,1	4,0	5,2	3,5	3,8	3,3	4,3	3,4	2,7	2,5
Nettoeksport	-0,4	-0,5	-2,2	-1,4	-0,7	-0,8	-1,3	-0,8	-0,5	-0,7
HICP	2,5	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	0,9	1,5	1,5	1,0
Lønsum pr. ansat	3,3	4,3	5,1	4,7	4,1	.	5,7	5,1	5,2	.
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	1,8	2,8	3,2	3,8	2,1	.	3,6	3,3	3,5	.
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	0,2	-7,1	-6,2	-2,5	0,5	-0,1	0,5	2,1	-0,2	-2,8
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP)	-2,4	-0,3	-1,6	-6,9	-6,2	.	-3,9	-4,1	-4,3	.
Samlet beskæftigelse	1,1	2,0	1,1	1,3	1,0	0,8	1,0	0,9	0,6	0,7
Arbejdsløshedsprocent (pct. af arbejdsstyrken)	8,0	6,9	6,2	5,9	5,4	.	5,0	4,9	5,0	.
Budgetsaldo (pct. af BNP) ²⁾	-4,4	-2,0	0,4	1,3	1,8	0,9	.	.	.	.
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ²⁾	52,3	50,8	47,6	45,2	42,4	39,0	.	.	.	.
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁴⁾	6,0	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	5,6	5,2	4,9	4,1
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁵⁾	7,9	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,2	5,1	4,8
Valutakurs over for ECU eller euro ⁶⁾	0,81	0,69	0,68	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,62	0,62

*Kilder: Eurostat, Europa-Kommissionen, nationale data og ECBs beregninger.**Anm.: Nationalregnskaberne er i overensstemmelse med ENS95. HICP-data før 1995 er baseret på nationale definitioner og er ikke fuldt sammenlignelige med HICP fra 1995.**1) Procentpoint.**2) Estimer for kalenderår. I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.**3) Estimer for kalenderår. Offentligt overskud (+)/underskud (-).**4) Periodens gennemsnit. 3-måneders interbankinskud i pund.**5) Periodens gennemsnit. Kilde: BIS.**6) Periodens gennemsnit. Nationale valutaenheder pr. ECU indtil udgangen af 1998. Derefter pr. euro.*

lige forbrug fra 1,9 pct. i 2000 til 2,4 pct. i 2001, hvilket bragte Storbritannien videre mod målene for det offentlige forbrug. Faste bruttoinvesteringer steg med 1,1 pct. i forhold til 4,9 pct. i 2000. Erhvervsinvesteringerne blev bremset af en forværring af virksomhedssektorens finansielle stilling samt øget usikkerhed om udviklingen i efterspørgslen. Sidstnævnte faktor medførte, at virksomhederne nedbragte deres lagerbeholdninger, hvorved væksten i realt BNP blev reduceret med 0,1 procentpoint. Afmatningen i erhvervsinvesteringer blev delvis opvejet af en stigning i offentlige investeringer, hvilket afspejlede planer om en ajourføring af den offentlige sektors kapitalbeholdning. Den indenlandske efterspørgsel bidrog til væksten i realt BNP med 3,3 procentpoint, dvs. mindre end i 2000. For sytten år i træk bidrog udenrigshandlen negativt til vækst med et fald i eksportvæksten fra 10,3

pct. i 2000 til 0,8 pct. i 2001. Importvæksten faldt ligeledes, dog knap så meget som eksporten, hvilket skyldtes den fortsat kraftige indenlandske efterspørgsel samt pundets relativt høje kurs over for euroen. Den samlede beskæftigelse steg på årsbasis med 0,8 pct., dvs. mindre end stigningen i 2000, hvilket medførte et fald i arbejdsløshedsprocenten fra 5,4 pct. i 2000 til ca. 5 pct. i 2001. I 2. halvår viste arbejdsmarkedet dog tegn på svækkelse, da arbejdsløshedsprocenten steg en smule, og det blev rapporteret, at manglen på uddannet arbejdskraft var mindsket. Generelt var arbejdsløshedsprocenten stabil og lavere end forventet.

RPIX-inflationen lå under regeringens mål på 2,5 pct. næsten hele året.²⁾ HICP-inflationen steg til

2) RPIX er detailprisindekset ekskl. ydelser på realkreditlån.

1,2 pct. i 2001 fra 0,8 pct. i 2000. Importpriserne faldt en smule i forhold til 2000. I 1. halvår blev inflationen midlertidigt påvirket i opadgående retning af dårlige vejrforhold og mund- og klov-sygeepidemien. Inflationen blev dæmpet af en moderat udvikling i råvare- og producentpriserne. Den årlige stigning i indtjeningen i hele økonomien tiltog en smule sammenlignet med 2000 og omfattede en robust vækst i fast løn, som blev opvejet af lavere bonusser. Den årlige vækst i enhedslønoms-kostninger i hele økonomien steg også i forhold til 2000. Generelt var omkostningspresset fortsat afdæmpet, og stigningen i inflationen kan tyde på, at detailhandlens avance rettede sig, muligvis som resultat af det fortsat stærke privatforbrug.

Efter betydelige forbedringer af det offentlige budget i de foregående år, der har medført et overskud på 1,8 pct. (ekskl. UMTS-licenser) i 2000, faldt overskuddet til 0,9 pct. af BNP i 2001. Faldet var resultatet af en betydelig stigning i de offentlige udgifter, hvilket medførte en ekspansiv finanspolitik. Gældskvoten faldt fra 42,4 pct. i 2000 til 39 pct. i 2001. Ifølge det ajourførte konvergensprogram forudses en yderligere finanspolitisk ekspansion, hvilket vil føre til underskud

på henholdsvis 0,2 pct. og 1,1 pct. af BNP i finansårene 2001-2002 og 2002-2003. Gældskvoten forventes i de samme finansår at falde til henholdsvis 38,1 pct. og 37,2 pct.

Bank of England fører pengepolitik inden for rammerne af flydende valutakurser og med et specifikt og symmetrisk inflationsmål, som den britiske regering har fastsat til en årlig stigning i RPIX på 2,5 pct. I 2001 blev reforenten sænket syv gange med i alt 2 procentpoint til 4,0 pct. Rentesænkningerne skete i forbindelse med svækkelsen af den internationale økonomi, en konjunkturedgang i fremstillingssektoren samt en gunstig inflationsudvikling. Som følge af rentesænkningerne formindskedes spændet mellem den korte rente og euroområdetets korte rente om end langsommere end i 2000. Den lange rente steg i 1. halvår, hvorefter den faldt og sluttede ultimo lavere end primo 2001. Begge renter lå lavere end de gennemsnitlige renter i euroområdet størstedelen af året (se figur 27). Det britiske pund svingede over for euroen omkring et gennemsnit på GBP 0,62. Apprecieringen i 1. halvår til GBP 0,59 blev stort set opvejet af en depreciering i juli og august.

Italien: **Euromønter** pakkes hos Italiens møntudstedende institution i Rom



Kapitel V

Europæisk, internationalt og bilateralt samarbejde

I Europæiske spørgsmål

I 2001 fortsatte ECB med at udbygge sine regelmæssige kontakter med fællesskabsinstitutioner og relevante organer.¹ I overensstemmelse med traktatens artikel 113 deltog repræsentanter for ECB i møder i Ecofin-rådet, når spørgsmål vedrørende ESCBs mål og opgaver blev behandlet. I 2001 omfattede disse spørgsmål især forhold på finansmarkedet og udarbejdelse af de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker. Formanden for Ecofin-rådet deltog endvidere i en række møder i ECBs Styrelsesråd. I 1. halvår 2001, hvor Sverige, som ikke har indført euroen, havde formandskabet for EU, deltog formanden for Eurogruppen på vegne af formanden for Ecofin-rådet. Et medlem af Europa-Kommissionen deltog også i Styrelsesrådets møder.

Ud over disse kontakter i medfør af traktatens artikel 113 blev ECBs formand og centralbankcheferne inviteret til at deltage i Ecofin-rådets tre uformelle møder i Malmø (Sverige) i april og i Liège og Laeken (Belgien) i henholdsvis september og december 2001. På mødet i Malmø fik Ecofin-ministrene samt medlemslandenes centralbankchefer og formanden for ECB også mulighed for at udveksle synspunkter med deres kolleger i de 13 ansøgerlande. Mødet i Liège gav mulighed for en dybdegående diskussion og vurdering af de økonomiske konsekvenser af terrorangrebene på USA den 11. september 2001. Desuden blev ECBs formand inviteret til at udveksle synspunkter med EU-landenes stats- og regeringschefer på Det Europæiske Råds uformelle møde i Ghent i oktober. Drøftelserne på dette møde vedrørte først og fremmest den generelle økonomiske situation og status for forberedelserne til indførelsen af eurosedler og -mønter.

ECB fortsatte med at deltage regelmæssigt i Eurogruppens møder. Disse møder giver ECB mulighed for at deltage i en åben, uformel dialog om politiske emner med eurolandenes finansministre og den kommissær, som er ansvarlig for økonomiske og monetære anliggender. Drøftelserne i Eurogruppen drejede sig fortsat primært

om de overordnede økonomiske udsigter for euroområdet, budgetudviklingen i de enkelte eurolande og i stigende grad om gennemførelsen af de nødvendige strukturreformer. Regelmæssig overvågning af forberedelserne til indførelsen af eurosedler og -mønter var også et fokusområde for Eurogruppen i 2001.

Ud over disse politiske relationer deltog ECB i Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs (EFCs) og Det Økonomiske og Politiske Udvalgs (EPCs) arbejde. Gennem sit medlemskab af disse udvalg, som rådgiver og udarbejder analyser til Ecofin-rådet og Eurogruppen, har ECB bidraget med ekspertise til de forskellige procedurer inden for den økonomiske politik og til multilaterale overvågningstiltag. ECB deltog bl.a. i udarbejdelsen af de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker og vurderingen af medlemslandenes stabilitets- og konvergensprogrammer. Desuden bidrog ECB til mange andre aktiviteter i begge udvalg, herunder videreudviklingen af analyseværktøjer og -metoder samt Det Økonomiske og Politiske Udvalgs omfattende gennemgang af de enkelte lande. Da sidstnævnte arbejde hovedsagelig drejede sig om strukturreformer og beskrives i Det Økonomiske og Politiske Udvalgs årsrapport om strukturreformer, fik ECB ikke alene et nyttigt indblik i, hvordan det går med strukturreformprocessen, men også mulighed for at udveksle synspunkter med medlemslandene.

ECB deltog også i den halvårlige makroøkonomiske dialog på både teknisk og politisk plan. I overensstemmelse med mandatet fra Det Europæiske Råd i Köln drøftede repræsentanter for medlemslandene, Europa-Kommissionen, ECB, centralbanker uden for euroområdet og arbejdsmarkedets parter på EU-plan de økonomiske udsigter, og hvilke udfordringer det medfører i forbindelse med politikkerne. Den makroøkonomiske dialog er således stadig et forum for fortrolig

1) ECBs relationer med Europa-Parlamentet er beskrevet separat i kapitel XI i denne Årsberetning.

udveksling af synspunkter og opbygning af tillid mellem deltagerne.

Endelig arbejdede ECB fortsat tæt sammen med Europa-Kommissionen. Samarbejdet omfattede regelmæssige kontakter på en lang række områder samt bilaterale besøg mellem formanden for Europa-Kommissionen, kommissæren for økonomiske og monetære anliggender og medlemmer af Direktionen.

Blandt de mange spørgsmål, der blev behandlet i de europæiske institutioner og organer, som ECB arbejder tæt sammen med, skal følgende fremhæves, da de er af særlig stor økonomisk og institutionel betydning.

1.1 Udvikling af rammerne for den økonomiske politik

I det tredje år efter indledningen af tredje fase af ØMU blev rammerne for den økonomiske politik videreudviklet. Rammerne omfatter en specifik ansvarsfordeling på politikområdet, multilaterale procedurer og fælles politikinstrumenter.² Der blev især lagt vægt på at forbedre de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker, der benyttes som grundlag for medlemslandenes beslutninger vedrørende den økonomiske politik, og på proceduremæssig og metodologisk forbedring af stabilitets- og vækstpagten. Desuden blev anvendelsen af "den åbne koordinationsmetode", som blev indført efter Det Europæiske Råd i Lissabon, udvidet, især med øget henvisning til indikatorer og nøjagtige tidsplaner for opnåelse og vurdering af fremskridt på en lang række politikområder.

De overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker 2001

I forbindelse med vedtagelsen af de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker anvendte Fællesskabet for første gang den proce-

sure, der blev indført på Det Europæiske Råds møde i Lissabon. De overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker nød således godt af bidrag fra Rådet i en række forskellige sammensætninger, herunder Ecofin-rådet, Rådet (arbejds- og socialministrene) og Rådet (det indre marked). Det Europæiske Råd gav på sit møde i Stockholm i marts også vejledning om nøgle-spørgsmål i forbindelse med de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker 2001, hvilket understregede, at Det Europæiske Råd har en fremtrædende, vejledende og koordinerende rolle for at sikre en overordnet sammenhæng i de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker og en effektiv overvågning af fremskridtene hen imod deres gennemførelse.

Europa-Kommissionen forelagde en omfattende rapport om gennemførelsen af de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker 2000. Kommissionens gennemførelsesrapporter udarbejdes i overensstemmelse med traktatens artikel 99, stk. 3, og giver et nøjagtigt og detaljeret billede af den faktiske gennemførelse af de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker. Derved fremhæves både gode og dårlige resultater, hvilket danner grundlag for udarbejdelse af nye retningslinjer for det følgende år. Det er vigtigt, at overholdelsen af henstillingerne i de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker overvåges nøje, da Ecofin-rådet i medfør af traktatens artikel 99, stk. 4, kan beslutte at rette en henstilling til et medlemsland, hvis landets økonomiske politik ikke er i overensstemmelse med de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker, eller der er risiko for, at den bringer Den Økonomiske og Monetære Unions rette virkemåde i fare. I 2001 vedtog Ecofin-rådet den første henstilling i medfør af denne særlige bestemmelse, som skal sikre, at de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker overholdes.

2) Se artiklen "Rammerne for den økonomiske politik i ØMU" i ECB Månedsoversigt for november 2001.

Forbedret gennemførelse af stabilitets- og vækstpakten

I ØMU er medlemslandene i medfør af traktatens artikel 104 forpligtet til at undgå uforholdsmæssigt store underskud. Deres budgetpolitikker er desuden underlagt bestemmelserne i stabilitets- og vækstpakten, ifølge hvilke eurolandene årligt skal forelægge EU-Rådet og Europa-Kommissionen stabilitetsprogrammer med den nødvendige information til multilateral overvågning af deres budgetpolitikker. Hvert medlemslands stabilitetsprogram skal redegøre for budgetpolitikens mål på mellemlangt sigt, som skal være et budget tæt på balance eller i overskud, og for de justeringer, der kræves for at nå målet. Desuden skal det redegøre for de økonomiske politiktiltag, der er eller vil blive gennemført for at nå målet, samt for de vigtigste antagelser vedrørende den forventede økonomiske udvikling og for, hvordan ændringer i disse antagelser kan påvirke budgetresultaterne. EU-landene uden for euroområdet forelægger konvergensprogrammer med en tilsvarende redegørelse samt information om de pengepolitiske mål på mellemlangt sigt. Stabilitets- og konvergensprogrammerne undersøges af EU-Rådet, som vurderer, hvorvidt programmernes mål, antagelser og tiltag er hensigtsmæssige, især med henblik på at undgå uforholdsmæssigt store underskud. Desuden vurderer EU-Rådet programmernes overensstemmelse med de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker.

Da stabilitets- og konvergensprogrammerne spiller en afgørende rolle i den multilaterale overvågning, er det vigtigt, at de har et passende indhold, der giver mulighed for sammenligning mellem medlemslandene. Derfor vedtog Den Monetære Komité (nu: Det Økonomiske og Finansielle Udvalg) en udtalelse og en adfærdskodeks om stabilitets- og konvergensprogrammernes form og indhold, som Ecofin-rådet godkendte den 12. oktober 1998. Adfærdskodeksen er en tjekliste for medlemslandene, når de skal udarbejde deres stabilitets- og konvergensprogrammer, og giver specifikke retningslinjer ved-

rørende information om bl.a. budgetmål, underliggende antagelser, politiktiltag og følsomhedsanalyse.

I 2001 gennemgik Det Økonomiske og Finansielle Udvalg erfaringerne med vurderingen af stabilitets- og konvergensprogrammerne siden adfærdskodeksens vedtagelse. Udvalget fandt, at adfærdskodeksen fra 1998 alt i alt havde bidraget til velfungerende procedurer, men at den kunne forbedres. Derfor vedtog Det Økonomiske og Finansielle Udvalg en ny udtalelse og adfærdskodeks. Den opdaterede udgave blev godkendt af Ecofin-rådet den 10. juli 2001. Den nye udtalelse og adfærdskodeks opdaterer og reviderer de tidligere udgaver på følgende områder:

- For det første præciserer den reviderede udtalelse og adfærdskodeks forholdet mellem de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker og stabilitets- og vækstpakten. Det understreges især, at stabilitets- og konvergensprogrammerne skal være i overensstemmelse med de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker, som er det primære instrument i forbindelse med samordning af de økonomiske politikker.
- For det andet fremmer den reviderede udtalelse og adfærdskodeks ligebehandlingen af medlemslandene. Stabilitets- og konvergensprogrammernes form og indhold bliver således mere standardiseret. Medlemslandene skal fremover overholde en række mindstekrav med hensyn til oplysning. Det Økonomiske og Finansielle Udvalg har godkendt disse mindstekrav, som er tilføjet adfærdskodeksen som bilag. Så vidt muligt skal alle medlemslande anvende de samme antagelser vedrørende det eksterne økonomiske miljø. Endelig skal stabilitets- og konvergensprogrammerne forelægges tidligere og inden for en kortere periode end hidtil. Det giver Ecofin-rådet mulighed for at undersøge alle stabilitets- og konvergensprogrammerne inden for højst to på hinanden følgende mødeperioder.

- For det tredje tager den reviderede udtalelse og adfærdskodeks højde for konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Lissabon og Stockholm, hvad angår de offentlige finansers kvalitet og de budgetmæssige konsekvenser af en aldrende befolkning. I fremtiden skal stabilitets- og konvergensprogrammerne således redegøre for tiltagene til forbedring af de offentlige finansers kvalitet, for de langsigtede budgetmæssige konsekvenser af befolkningens aldring og for, hvordan disse problemer forventes løst.

1.2 Reform af de finansielle markeder

Siden euroens indførelse har opmærksomheden i stigende grad været rettet mod at fjerne de sidste barrierer for et egentligt indre marked for finansielle tjenesteydelser med henblik på at udnytte alle fordelene ved den fælles valuta. I Lissabon i marts 2000 satte stats- og regeringscheferne sig det ambitiøse mål at gøre EU til den mest konkurrencedygtige og dynamiske videnbaserede økonomi i verden. For at nå dette mål opfordrede de bl.a. til hurtigere fuldførelse af det indre marked for finansielle tjenesteydelser. I 2001 blev der gennemført yderligere vigtige tiltag for at nå dette mål. Især opfordrede Det Europæiske Råd i Stockholm til hurtigere gennemførelse af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, og det godkendte "Lamfalussy-rapporten" om gennemførelsen af regler med henblik på et effektivt europæisk værdipapirmarked.

Handlingsplan for finansielle tjenesteydelser

Det Europæiske Råd i Stockholm opfordrede til fuld gennemførelse af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser senest i 2005 for at fjerne de sidste barrierer på det europæiske marked for finansielle tjenesteydelser. Det var en politisk understregning af dette vigtige projekt, som blev iværksat i 1999.

Handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser giver retningslinjer for de foranstaltninger, der

skal træffes på de finansielle markeder, og identificerer de områder, hvor der er behov for fremskridt. Endvidere gives retningslinjer for deres gennemførelse. Resultaterne gennemgås regelmæssigt af Europa-Kommissionen med bistand fra Politikgruppen for Finansielle Tjenesteydelser, hvor ECB også er repræsenteret. I den femte rapport om gennemførelsen af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser fra december 2001 konkluderede Kommissionen, at der var sket betydelige fremskridt. Ud af de 42 tiltag, som er nævnt i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, var 25 enten blevet gennemført eller stod for at blive gennemført. I 2001 vedtog EU-Rådet og Europa-Parlamentet retsfor skrifter om statuten for det europæiske selskab, hvidvaskning af penge og visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter). Kommissionen manglede kun at vedtage forslag til retsfor skrifter for seks af de resterende 17 tiltag. Det drejede sig bl.a. om revidering af kapitaldækningsreglerne for banker og investeringsselskaber samt investeringsservicedirektivet. Ansvar for hurtig gennemførelse af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser påhviler nu hovedsagelig EU-Rådet og Europa-Parlamentet, som skal vedtage den nødvendige lovgivning på grundlag af Europa-Kommissionens forslag. I den forbindelse nåede EU-Rådet i december 2001 til enighed om fire forslag vedrørende fjernsalg af finansielle tjenesteydelser, finansiell sikkerhedsstillelse, markedsmisbrug og internationale regnskabsstandarder. Der er dog stadig vigtige udestående spørgsmål, hvilket også fremgår af Kommissionens femte rapport. Det drejer sig især om manglen på væsentlige fremskridt med hensyn til direktivet om pensionskasser og forslaget til et direktiv om overtagelsesbud, som efter 12 års forhandlinger blev forkastet af Europa-Parlamentet. Selv om der allerede er sket fremskridt, er der således brug for mere målrettede foranstaltninger, såfremt handlingsplanen skal gennemføres inden for den fastsatte tidsfrist. Derfor iværksatte Kommissionen en midtvejs-evaluering i februar 2002.

Lamfalussy-rapporten

Det Europæiske Råd i Stockholm godkendte forslagene i Vismandsudvalgets rapport om regulering af de europæiske værdipapirmarkeder og understregede således vigtigheden af hurtig gennemførelse af et integreret værdipapirmarked (som skal være fuldt gennemført senest i 2003). Vismandsudvalget med Alexandre Lamfalussy som formand blev nedsat i juli 2000 for at undersøge, hvordan der mere effektivt kan gennemføres regler med henblik på et effektivt værdipapirmarked i EU. Den såkaldte Lamfalussy-rapport blev offentliggjort i februar 2001 efter en omfattende høringsprocedure, som ECB også bidrog til. Rapporten indeholdt forslag om en procedure i fire trin for vedtagelse af regler for værdipapirmarkederne og overvågning af reglernes gennemførelse. Desuden indeholdt den forslag om oprettelse af to nye komiteer, nemlig Det Europæiske Værdipapirudvalg (ESC), som har både regulerende og rådgivende funktioner, og det rådgivende Udvalg af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR). Procedurens fire trin er følgende: På første trin fastlægges grundprincipperne for de relevante retsfor skrifter gennem rammedirektiver og -forordninger. På dette trin bistår ESC Kommissionen i udarbejdelsen af forslag. På andet trin vedtager Kommissionen gennemførelsesfor skrifter med bistand fra ESC via en særlig komitologiprocedure. I den forbindelse yder CESR Kommissionen teknisk bistand i udarbejdelsen af forslag. På tredje trin skal det sikres, at fællesskabslovgivningen fortolkes effektivt og konsekvent, hvilket påhviler CESR. På fjerde trin skal Kommissionen overvåge medlemslandenes overholdelse af fællesskabslovgivningen.

Siden Det Europæiske Råd i Stockholm godkendte Lamfalussy-rapporten, er de to komiteer blevet nedsat. ESC består af repræsentanter for medlemslandenes finansministerier under ledelse af Europa-Kommissionen. CESR er uafhængig af Kommissionen og består af lederne af de nationale kompetente myndigheder inden for regulering af værdipapirer og tilsyn. I september 2001 overtog CESR det uformelle forum FESCOs (Forum of European Securities Commissions) akti-

viteter og sekretariat. ECB deltager som observatør i ESCs møder og kan i medfør af CESRs vedtægter inviteres til CESRs møder, "hvor det er relevant".

Kommissionen har foreslået to nye direktiver om prospekter og markedsmissbrug,³ som skal vedtages og gennemføres efter de nye regler. På grundlag af traktatens artikel 105, stk. 4, offentliggjorde ECB en udtalelse om de to forslag henholdsvis den 18. og 22. november 2001. I udtalelsen om det foreslåede direktiv om prospekter hilste ECB direktivforslaget velkommen som et effektivt middel til at opnå øget integration af de europæiske finansmarkeder. Direktivforslaget vil udvide markedsadgangen med hensyn til kapitalfremskaffelse i EU og fjerne bestående barrierer for grænseoverskridende udbud af værdipapirer. ECB bemærkede imidlertid, at de høje oplysningskrav må afvejes over for behovet for effektivitet i udstedelsesforløbet, således at omkostningerne står i forhold til den udstedende virksomheds størrelse og arten af de udbudte værdipapirer. I udtalelsen om det foreslåede direktiv om markedsmissbrug hilste ECB forslaget velkommen som et bidrag til indførelse af sunde og ensartede standarder, der yderligere vil fremme de europæiske finansmarketers integritet, øge investorernes tillid og sikre, at markederne er velfungerende.

Den 5. februar 2002 nåede Kommissionen og Europa-Parlamentet til enighed om en række udestående institutionelle spørgsmål vedrørende Lamfalussy-proceduren, især med hensyn til Europa-Parlamentets rolle i forbindelse med vedtagelse af gennemførelseslovgivning. Dermed fjernedes den sidste hindring for Lamfalussy-procedurens anvendelse i forbindelse med kommende finansmarkedslovgivning, i første omgang ovennævnte direktiver om prospekter og markedsmissbrug.

3) Kommissionens forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiver om i) prospektet i forbindelse med udbud af værdipapirer til offentligheden eller til handel og ii) insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug).

2 Multilaterale spørgsmål

I 2001 deltog Eurosystemet fortsat i de internationale organisationer og foras aktiviteter i forbindelse med monetære, finansielle og økonomiske spørgsmål. De praktiske ordninger vedrørende ECBs internationale repræsentation og samarbejde, som er beskrevet i ECB Årsberetning 1999, var stort set uændrede. Samarbejdet med adskillige internationale organisationer og fora blev udbygget. IMF udarbejdede en rapport om overholdelse af finansielle standarder (ROSCer) for euroområdet, og OECD udarbejdede den første økonomiske oversigt over euroområdet (se afsnit 2.2). De finansielle forbindelser til IMF blev styrket gennem aftalen om særlige trækingsrettigheder (SDR), der blev indgået mellem IMF og ECB som "prescribed holder" (foreskrevet indehaver) den 18. april 2001. Denne ordning giver IMF mulighed for at iværksætte SDR-transaktioner mellem ECB og andre indehavere af SDR og bidrager dermed til at smidiggøre IMF's SDR-system.

2.1 Multilateral og bilateral overvågning af de makroøkonomiske politikker

Eurosystemet deltager i regelmæssige peer reviews (multilateral overvågning) og samråd med internationale institutioner (bilateral overvågning) om den monetære, finansielle og økonomiske udvikling samt pengepolitikken og den finansielle og økonomiske politik. Det giver Eurosystemet bedre mulighed for at analysere eksterne faktorerens indvirkning på euroområdets forhold. Disse procedurer indebærer ikke international ex ante-koordinering af den fælles pengepolitik med de politikker, der føres af lande uden for euroområdet. Ex ante-koordinering, der omfatter mere end regelmæssig udveksling af oplysninger og synspunkter mellem de vigtigste politiske beslutningstagere, er uforenelig med Eurosystemets mandat – som er at fastholde prisstabilitet i euroområdet – og med dets uafhængighed.

Multilateral overvågning

ECB deltog i udvekslingen af oplysninger og synspunkter med andre politiske beslutningstagere i multilaterale organisationer og fora. Regelmæssige møder om den monetære, finansielle og økonomiske udvikling samt pengepolitikken og den finansielle og økonomiske politik på vigtige økonomiske områder bidrog bl.a. til at afklare synspunkter vedrørende de aktuelle politikker i euroområdet og den eksterne udviklings indvirkning på euroområdets økonomi. Nogle af disse møder blev forberedt på EU-plan, bl.a. af Det Økonomiske og Finansielle Udvalg.

2001 bød på adskillige internationale møder med en sådan multilateral udveksling af synspunkter. ECBs formand repræsenterede sammen med Eurogruppens formandskab euroområdet på de møder mellem G7-landenes finansministre og centralbankchefer, hvor overvågnings- og valutakursspørgsmål blev behandlet. ECBs formand deltog også i drøftelserne om verdensøkonomiens tilstand i en række andre uformelle fora, fx møderne mellem G10- og G20-landenes ministre og centralbankchefer.

ECBs observatør deltog i IMF's bestyrelses regelmæssige analyse af den globale økonomiske udvikling og markedsudviklingen og i IMF's bestyrelses drøftelser af de globale økonomiske udsigter (World Economic Outlook) (maj, oktober og december 2001).

ECB deltog i OECDs økonomisk-politiske komité (EPC), som drøftede de globale udsigter på kort sigt og de politiske krav i den nærmeste fremtid og bidrog dermed til at udarbejde OECDs økonomiske oversigt (Economic Outlook) (juni og november 2001). EPC gennemgik endvidere de økonomiske politikker, som har til formål at fremme væksten, og drøftede de økonomisk-politiske konsekvenser af opsparings- og investeringstendenserne. ECB deltog også i møderne i EPCs underkomiteer og arbejdsgrupper.

Boks 9

Rapport om overholdelse af finansielle standarder (ROSCer) i euroområdet

På ECBs anmodning udarbejdede IMF en ROSC om overholdelse af udvalgte koder og hovedprincipper i euroområdet (november 2001). ECBs bidrag til ROSCen afspejlede ECBs og Eurosystemets forpligtelse til at overholde internationale standarder og koder samt deres støtte til de internationale finansielle institutioners bestræbelser på at fremme overholdelsen af bedste praksis. Det bør ses som et supplement til de ROSC- eller FSAP-moduler (program til vurdering af den finansielle sektor), som udarbejdes af de enkelte eurolande.

I ROSCen vurderedes gennemsigtheden i pengepolitikken og tilsynet med betalingssystemerne på baggrund af IMF's adfærdskodeks for gennemsigthed i penge- og tilsynspolitikken. Endvidere blev det vurderet, hvorvidt euroområdets to vigtigste betalingssystemer, TARGET og Euro 1, overholdt hovedprincipperne for systemisk vigtige betalingssystemer udarbejdet af komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS). IMF-staben fandt, at Eurosystemet i høj grad overholdt principperne for gennemsigthed i pengepolitikken og tilsynet med betalingssystemerne. ECB følger et større publikationsprogram, der giver omfattende information om ECBs politikker, procedurer og praksis. Ifølge IMF-staben bidrager især ECB Månedsoversigt og andre regelmæssige offentlige meddelelser, som ledsager pengepolitiske beslutninger, til at oplyse offentligheden om pengepolitikken på en åben og hensigtsmæssig måde. IMF-staben fandt dog, at visse områder kan forbedres. IMF-staben anbefalede, at tidsplanerne for tidlig offentliggørelse udvides med en måned for at opfylde kravene i IMF's særlige datastandard vedrørende tidsplaner for tidlig offentliggørelse af monetær statistik. ECB har overholdt denne anbefaling siden september 2001. IMF-staben konkluderede endvidere, at ansvarsfordelingen i forbindelse med valutakurspolitikken bør præciseres yderligere. Endelig anbefalede IMF forbedringer af oplysningspraksis i forbindelse med visse funktioner, som udføres af NCBerne.

Hvad angår betalingssystemerne, overholder Euro 1 ifølge ROSCen alle hovedprincipperne. TARGET var næsten helt i overensstemmelse med hovedprincipperne og betegnes som effektiv med hensyn til overførsel af midler i hele EU, hvilket bidrager til en problemfri gennemførelse af pengepolitikken i euroområdet. Ikke desto mindre påviste IMF-staben områder, som kan forbedres med hensyn til driftssikkerhed, risikovurdering, høringsprocedurer, effektivitet og ledelse (se afsnit 2 i kapitel VII).

Bilateral overvågning

Eurosystemet deltog i bilaterale analyser af pengepolitikken og den finansielle og økonomiske politik med IMF og OECD. I 2001 udarbejdede IMF-staben to artikel IV-rapporter om euroområdets penge- og valutakurspolitik, der supplerede konsultationerne med enkeltlandene om andre politikker, fx finans- og strukturpolitikken. Den første rapport blev rundsendt til IMF's bestyrelse og offentliggjort i april 2001. Den anden rapport blev drøftet i IMF's bestyrelse og offentliggjort i november 2001 sammen med en note til informering af offentligheden (PIN), der opsummerede IMF's bestyrelses vurdering.⁴ IMF's eksekutivdirektører bemærkede, at euroområdets økonomiske aktivitet på baggrund af en generel international konjunkturedgang viste sig at være mindre robust end antaget, men at de

makroøkonomiske grundlæggende forhold stadig er sunde, så længe der ikke forekommer betydelige skævheder. Hvad angår pengepolitikken, bemærkede de, at truslerne mod prisstabiliteten var ved at aftage, og at ECB havde modvirket en betydelig del af den pengepolitiske stramning, som fandt sted i 2000. De anbefalede, at ECB sammen med den amerikanske centralbank og andre centralbanker handlede hurtigt for at øge tilliden og tilføre banksektoren tilstrækkelig likviditet efter begivenhederne den 11. september. Stabilitets- og vækstpagtens mellemlange sigte blev hilst velkommen, da det øger tilliden til en sund finanspolitik. For at øge euroområdets vækstpotentiale anbefalede de yderligere strukturreformer, især på arbejdsmarkedet. I november

4) Se IMF's websted <http://>

2001 offentliggjorde IMF endvidere stabens baggrundsdokumenter om relevante spørgsmål vedrørende euroområdet, fx første søjle i ECBs pengepolitiske strategi, eksterne støds effekt på euroområdets inflation, eurokursen og estimering af produktionspotentialer.

I forbindelse med artikel IV-høringerne udarbejdede IMF også en rapport om overholdelse af finansielle standarder (ROSCer) i euroområdet (se boks 9).

I april 2001 offentliggjorde OECD den første økonomiske oversigt over euroområdet, som bl.a. var baseret på arbejde udført i forbindelse med en OECD-delegations besøg i ECB. OECDs komité for gennemgang af økonomi og udvikling, hvor Eurogruppens formandskab, Europa-Kommissionen og ECB sammen repræsenterede EU, skulle færdiggøre undersøgelsen. Ifølge undersøgelsen havde eksterne udviklingstendenser skabt bekymring over de makroøkonomiske udsigter for euroområdet, selv om euroområdet er bedre i stand til at modstå disse ugunstige eksterne stød, end de enkelte medlemslande var tidligere. Undersøgelsen omfattede desuden en gennemgang af de monetære betingelser, som viste sig at være forholdsvis fleksible, og af de forskellige aspekter af de pengepolitiske rammer, herunder offentliggørelsen af makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab.

2.2 Overvågning af udviklingen på de globale finansielle markeder

Global finansiell markedsstabilitet

Da Eurosystemet i overensstemmelse med traktaten skal bidrage til en smidig gennemførelse af de kompetente myndigheders politikker vedrørende tilsyn med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet, fokuserede ECB fortsat på de internationale finansielle institutioners og foras arbejde om udviklingen på de globale finansielle markeder. ECB deltog i forum for finansiell

stabilitets (FSFs) regelmæssige overvågning af markedsudviklingen med henblik på at indsamle oplysninger om sårbare områder i de nationale og internationale finansielle systemer. Endvidere deltog ECB i komiteen for det globale finansielle system (CGFS) med henblik på at identificere potentielle sårbare områder og vurdere ændringer i de finansielle markeders operationelle infrastruktur. Inden for OECD deltog ECB fortsat i komiteen for finansmarkedernes (FMCs) undersøgelser af den strukturelle udvikling på de globale finansielle markeder. IMF gennemgik udviklingen på de finansielle markeder i rapporten om de internationale kapitalmarkeder (august 2001). Som led i forberedelserne til denne rapport besøgte en IMF-delegation ECB for at drøfte den seneste udvikling på de europæiske finansielle markeder med særlig fokus på finansiell integration og de politikker, der skal sikre finansiell stabilitet.

Særlige initiativer til fremme af den finansielle stabilitet

En række internationale organisationer og fora, som ECB deltager i, undersøgte særlige emner i forbindelse med de internationale finansielle markeders funktion. Der blev især fokuseret på initiativer til bekæmpelse af hvidvaskning af penge og foranstaltninger til bekæmpelse af finansiering af terroraktiviteter, især efter den 11. september 2001.

ECB deltog i en række komiteer i G10-centralbankchefernes regi. Baselkomiteen for banktilsyn fortsatte med at arbejde på en dybdegående revision af kapitaldækningsreglerne for banker (de nye kapitaldækningsregler beskrives nærmere i kapitel VIII). CGFS analyserede finansieringen af den nye økonomi, gennemgik markedets likviditetsforhold og undersøgte de seneste ændringer på de vigtigste markeder for fastforrentede værdipapirer. G10-stedfortræderne er ved at forberede to undersøgelser. Den ene omhandler de finansielle markeders retsgrundlag og sigter mod at øge deres evne til at modstå finansielle problemer, og den anden omhandler de mikro-

økonomiske determinanter for kursudviklingen. ECB deltog også i arbejdet i komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS), der har et medlem af ECBs Direktion som formand, og komiteen for guld og udenlandsk valuta.

FSF vurderede fremskridtene i forbindelse med gennemførelsen af dens anbefalinger fra 2000 om tiltag til håndtering af problemer i forbindelse med højt gearede institutioner. Der var sket fremskridt med hensyn til at styrke risikostyringen hos modparterne og tilsynet med lovgivningen samt med hensyn til højt gearede institutioners levering af information til kreditudbydere. FSF undersøgte ligeledes de hidtidige foranstaltninger til løsning af problemer i forbindelse med offshore-finanscentrene og opfordrede disse centre til at forbedre deres tilsyns- og samarbejdspraksis, bl.a. gennem deltagelse i IMF's vurderingsprogram. Endelig færdiggjorde FSF sin internationale vejledning til indskydergarantiordninger.

2.3 Det internationale monetære og finansielle systems struktur

Eurosystemet bidrog til at videreudvikle foranstaltninger til forbedring af det globale monetære og finansielle systems overordnede stabilitet. Det skete både ved direkte deltagelse i de relevante internationale institutioner og fora og ved en indsats på europæisk plan, især i Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC). I den forbindelse har Eurosystemet nøje fulgt udviklingen i de enkelte regioner og lande.

Sunde nationale økonomiske politikker

De nationale finansielle systemers stabilitet og gennemførelsen af standarder og koder har fået særlig opmærksomhed. IMF og Verdensbanken fortsatte med at gennemføre deres fælles program til vurdering af den finansielle sektor (FSAP), hvor de finansielle sektorer i de enkelte IMF-lande vurderes, og eventuelle svagheder påvises. Endvidere udarbejdede IMF ROSC'er for

en række IMF-lande, med henblik på at overvåge, om de internationale standarder og koder blev overholdt. Som led i en aftale mellem IMF og ECB stillede ECB tekniske eksperter til rådighed for FSAP- og ROSC-missionerne i 2001.

Sunde politikker dækker mere end traditionel makroøkonomisk politik og omfatter bl.a. fornuftig styring af valutareserverne, velordnet liberalisering af kapitalbevægelserne og en hensigtsmæssig valutakurspolitik. IMF udarbejdede retningslinjer for forvaltning af valutareserverne (september 2001). Retningslinjerne er ikke bindende, men er tænkt som en hjælp for reserveforvalterne, så de kan øge landets evne til at modstå stød på de finansielle markeder. Eurosystemet tog aktivt del i udarbejdelsen af retningslinjerne på baggrund af sine egne erfaringer med forvaltning af valutareserver.

Internationale organisationer og fora fokuserede også specifikt på en velordnet liberalisering af kapitalposterne. Eurosystemet er af den opfattelse, at liberalisering af kapitalposterne i sig selv er fordelagtig, såfremt den planlægges og gennemføres i overensstemmelse med en stabil udvikling i den nationale finansielle sektor. Liberaliseringen bør starte med kapitalbevægelsernes mest stabile elementer, dvs. langsigtede bevægelser såsom udenlandske direkte investeringer. Endvidere skal de nationale finansielle systemer være tilstrækkeligt stærke, før kapitalbevægelserne kan liberaliseres helt. Eurosystemet understreger også, at den regionale økonomiske integration i visse lande kan give et incitament til at liberalisere kapitalposterne.

Hvad angår valget af hensigtsmæssige valutakursordninger, understregede Eurosystemet, at formålet med valutakursordningerne er at forbedre de økonomiske og finansielle resultater ved at øge prisstabiliteten og fremme ordnede internationale handels- og finansforbindelser. Da landenes økonomier er meget forskellige, findes der ikke nogen valutakursordning, som passer til alle lande eller til et enkelt land hele tiden. De politiske beslutningstagere bør sikre en konsekvent valutakurspolitik og ensartede grundlæg-

gende forhold, især i forbindelse med kapitalposternes liberalisering, da forholdet mellem valutakurspolitikken og de øvrige dele af landenes overordnede politiske rammer er interaktivt. Det interaktive forhold medfører også, at det kan være nødvendigt at ændre valutakursordningerne som følge af ændrede nationale og udenlandske forhold. I sidstnævnte tilfælde skal der fokuseres på de tætte regionale handels- og finansforbindelser mellem landene, som – såfremt visse betingelser er opfyldt – kan påvirke valget af ordning, ordningens bæredygtighed samt behovet for ændringer, og hvor gnidningsløst disse gennemføres.

Regionalt samarbejde

Den internationale overvågning er i stigende omfang rettet mod den regionale udvikling og regionale spørgsmål, fx valget af valutakursordninger i en regional sammenhæng og undersøgelse af mulige former for pengepolitisk samarbejde på regionalt plan. I den forbindelse har ECB nøje gennemgået de regionale integrationsprocesser uden for euroområdet med fokus på emner som valutakursordninger, liberalisering af kapitalposterne og det finansielle samarbejde (fx "Chiang Mai-initiativet" inden for ASEAN+3-gruppen). ECB deltager også aktivt i adskillige initiativer om samarbejde med Asien og Latinamerika. ECBs næstformand deltog i det tredje møde mellem finansministrene fra Asien og Europa i januar 2001 i Kobe, Japan. På mødet blev det bl.a. aftalt at fremme den samordnede forskningsaktivitet mellem Asien og Europa ved at iværksætte et fælles forskningsprojekt, det såkaldte Kobeforskningsprojekt. ECB deltager aktivt i dette projekt og er ved at forberede et seminar om "det regionale økonomiske, finansielle og monetære samarbejde: Erfaringer fra Europa og Asien", som afholdes af ECB i 2002. ECB har ligeledes styrket sine forbindelser til de latinamerikanske lande, især gennem samarbejdet med Banco de España om tilrettelæggelsen af et Eurosystemseminar om regional integration i Latinamerika, som også skal afholdes i 2002.

Styring af finansielle kriser

ECB bidrog bl.a. via EFC til det internationale samfunds arbejde med krisestyring. ECBs bidrag skete i høj grad som en løbende overvågning og vurdering af internationale finansierings- og tilpasningspakker og den private sektors rolle i forbindelse med systemisk vigtige nye vækstøkonomier som Argentina og Tyrkiet.

De fortsatte bestræbelser på at inddrage den private sektor i forebyggelse og løsning af finansielle kriser, som varetages af IMF, G7 og andre internationale organisationer, har fået særlig opmærksomhed. Eurosystemet har i denne forbindelse understreget behovet for klare regler for den private og den offentlige sektors respektive ansvarsområder med hensyn til kriseløsning. Den offentlige og private sektors respektive roller skal præciseres, og der skal udarbejdes procedurer med henblik på effektiv gennemførelse. Eurosystemet har været med til at udarbejde principper for inddragelsen af den private sektor og er med til at vurdere, hvordan disse principper skal gennemføres.

Eurosystemet har ligeledes været involveret i IMF's generelle analyse af finansieringspakkernes konditionalitet. Analysens formål var at effektivisere og målrette konditionaliteten uden at svække den. IMF besluttede, at betingelserne skulle rettes mod de politikreformer, som er afgørende for at hjælpe landene med at løse deres betalingsbalanceproblemer. Derimod skal de strukturforanstaltninger, som er relevante, men ikke har afgørende betydning, prioriteres lavere. En mere målrettet konditionalitet kræver også øget samarbejde mellem IMF og Verdensbanken.

2.4 Euroens internationale rolle

Euroen – den næstmest anvendte valuta i verden – har en international rolle, som primært er markedsbestemt. De finansielle markeders øgede liberalisering og globalisering reducerer væsentligt de politiske beslutningstagers direkte indflydelse på euroens anvendelse. Eurosystemet ser

derfor ikke internationaliseringen af euroen som et mål i sig selv. De europæiske offentlige politikker kan dog indirekte påvirke den fremtidige udvikling, da markedsdeltagerne tager disse politikker i betragtning, når de vælger deres passivers denominering, spreder deres porteføljer på forskellige valutaer eller fakturerer udenrigshandlen. Vellykkede stabilitetsorienterede politikker og tiltag til at fremme et effektivt og fuldt integreret finansielt marked for eurodenominerede aktiver og passiver vil dog sandsynligvis gøre euroen mere attraktiv for internationale låntagere og investorer, hvilket øger euroens rolle som et værdiopbevaringsmiddel.

Hvad angår euroens internationale anvendelse, viser de foreliggende data følgende: Som finansieringsvaluta steg bruttoandelen af de internationale udstedelser af eurodenominerede pengemarkedsinstrumenter kraftigt mellem 1. kvartal 1999 og 2. kvartal 2001, hvilket hovedsagelig kan tilskrives den øgede likviditet som følge af det integrerede euromarked. De tidligere nationale valutaers gennemsnitlige andel af pengemarkedsinstrumenter udstedt af residenter uden for euroområdet udgjorde 8,5 pct. i perioden 1994-1998 (amerikanske dollar 77 pct., japanske yen 4,5 pct.), mens euroens gennemsnitlige andel var 24 pct. i perioden fra begyndelsen af 1999 til slutningen af juni 2001 (amerikanske dollar 60 pct., japanske yen 3 pct.). I forbindelse med udstedelsen af eurodenominerede internationale obligationer og egenveksler sås en tilsvarende stigning. De tidligere nationale valutaers gennemsnitlige andel af obligationer udstedt af residenter uden for euroområdet udgjorde 18 pct. i perioden 1994-1998 (amerikanske dollar 42 pct., japanske yen 25 pct.). Fra begyndelsen af 1999 til slutningen af juni 2001 steg euroens andel af den internationale udstedelse af obligationer kraftigt til 31 pct. (amerikanske dollar 36 pct., japanske yen 18 pct.).

Som investeringsvaluta var de eurodenominerede gældsinstrumenters estimerede andel af de store globale formueforvalteres porteføljer 28 pct. i slutningen af september 2001 (amerikanske dollar 49 pct., japanske yen 16 pct.). Samtidig udgjorde aktiebeholdningen i euroområdet 25 pct. (USA 50 pct., Japan 10 pct.).

Hvad angår euroens anvendelse som valutamedium på valutamarkedet, viser den seneste BIS-undersøgelse, at euroen i april 2001 indgik i 38 pct. af "netto-netto"-valutatransaktionerne⁵ (amerikanske dollar 90 pct., japanske yen 23 pct.). Selv om euroen ikke spiller en lige så vigtig global rolle som den amerikanske dollar, har den overtaget den rolle, som de tidligere nationale valutaer (hovedsagelig D-marken) havde på regionalt plan, især i Østeuropa.

Hvad angår euroens officielle anvendelse, har mere end 50 lande uden for euroområdet i dag en valutakursordning, der omfatter et eksternt anker, hvor euroen spiller en rolle. Som reservevaluta tegnede euroen sig for 12,7 pct. af verdens valutareserveaktiver i slutningen af 2000. Til sammenligning tegnede den amerikanske dollar og den japanske yen sig for henholdsvis 68,2 pct. og 5,3 pct. Dette niveau kan sammenlignes med niveauet for de tidligere nationale valutaer (hovedsagelig D-marken, den franske franc og den hollandske gylden) inden indførelsen af euroen, hvilket tyder på, at der ikke er sket nogen omfordeling af de officielle reserver, når man ser bort fra den amerikanske dollar. Dollarens og euroens officielle anvendelse kan være meget forskellig afhængig af geografisk område.

5) Da hver transaktion involverer to valutaer, er summen af de enkelte valutaers andele 200 pct. og ikke 100 pct. Tallene vedrører den rapporterede "nettoomsætning", dvs. korrigeret for dobbelttælling på både lokalt og grænseoverskridende niveau.

3 Bilaterale spørgsmål

I 2001 fortsatte Eurosystemet det tætte samarbejde med centralbanker uden for Den Europæiske Union. Især blev dialogen med centralbankerne i tiltrædelseslandene styrket, både på teknisk og policy-orienteret plan, hvilket også omfatter overvågning af den økonomiske og institutionelle udvikling i disse lande.⁶ Samtidig deltog Eurosystemet også i den "økonomiske dialog", som blev etableret mellem Den Europæiske Union og tiltrædelseslandenes regeringer i 2001, samt i et omfattende samarbejde med tiltrædelseslandenes centralbanker om en lang række centralbankspørgsmål. Endelig udvidede ECB samarbejdet med centralbankerne i andre nabolande og vigtige nye vækstøkonomier i Asien og Latinamerika.

3.1 Tiltrædelsesprocessen: Vigtige økonomiske spørgsmål analyseret af Eurosystemet

I løbet af 2001 kom der for alvor gang i tiltrædelsesprocessen. Eurosystemet analyserede vigtige makroøkonomiske spørgsmål af betydning for tiltrædelsesprocessen. Fem spørgsmål fortjente særlig opmærksomhed, nemlig prisudvikling, pengepolitisk strategi og valutakursstrategi, real konvergens, banksektorens og den finansielle sektors struktur og funktion samt liberalisering af kapitalposterne. Endvidere vedtog Eurosystemet en række politiske holdninger til tiltrædelsesprocessen (se boks 10).

Prisudvikling

I de seneste år har de fleste tiltrædelseslande gjort bemærkelsesværdige fremskridt med hensyn til at nedbringe inflationen, og i slutningen af 2001 var prisinflationen faldet til ca. 6 pct. i gennemsnit (med undtagelse af Rumænien, hvis inflation var på over 30 pct.). "Balassa-Samuelsoneffekten"⁷ er ofte angivet som en af hovedårsagerne til de aktuelle inflationsforskelle mellem tiltrædelseslandene og euroområdet. Nærmere

undersøgelser har dog vist, at denne effekt alene ikke forklarer, hvorfor inflationsforskellene mellem tiltrædelseslandene og euroområdet varer ved. Yderligere begrænsning af inflationen kompliceres bl.a. af inflationsvirkningen af den igangværende transition og konvergensrelaterede faktorer, herunder prisliberalisering og privatiseringsprocessen. Når man ser bort fra transitionen og de konvergensrelaterede faktorer, kan inflationsforskellene mellem tiltrædelseslandene og euroområdet også tilskrives en mere ekspansiv finans- og lønpolitik i visse lande.

Pengepolitisk strategi og valutakursstrategi

I de seneste år har der været stor variation i tiltrædelseslandenes pengepolitiske strategi og valutakursstrategi. De baltiske lande og Bulgarien har beholdt deres faste valutakurser eller "currency boards", og Rumænien har beholdt sin styrede flydning, mens de central- og østeuropæiske lande gradvis er gået over til mere fleksible valutakursordninger, der har givet dem bedre muligheder for at bekæmpe den indenlandske inflation, til dels via nominal appreciering. Uanset denne variation er euroens betydning som den vigtigste referencevaluta i ordninger baseret på faste valutakurser eller styret flydning tiltaget støt i de seneste år. I 2001 annoncerede Litauen, at den litauiske lita pr. 2. februar 2002 fra at være knyttet til den amerikanske dollar ville blive knyttet til euroen. Endvidere valgte både Ungarn og Cypern at efterligne ERM2 med et udsvingsbånd på ± 15 pct. og at forankre valutakursforventnin-

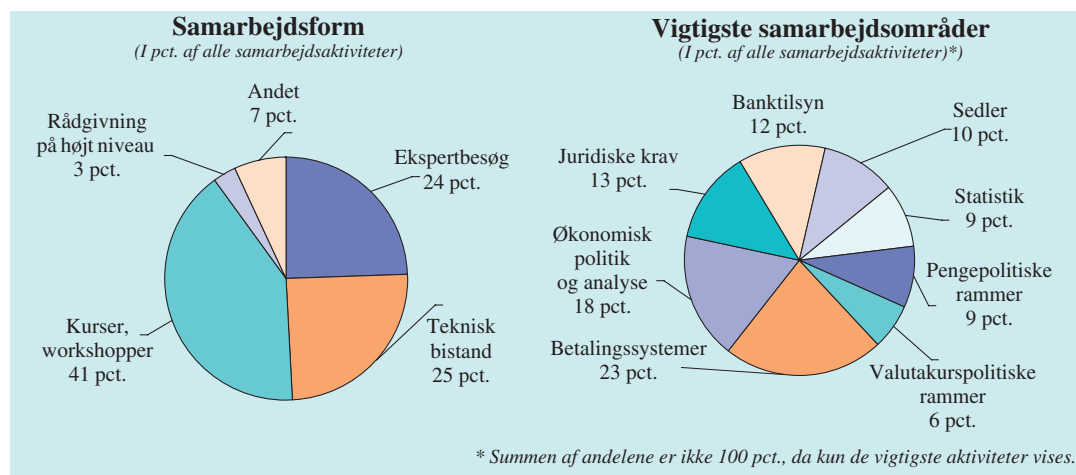
6) De 12 lande, der i øjeblikket forhandler om optagelse i EU, er Bulgarien, Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Rumænien, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn.

7) Balassa-Samuelsoneffekten opstår, hvis produktivitetstigningen er større i sektoren for handlede varer end i sektoren for ikke-handlede varer, hvorved den relative pris på ikke-handlede varer stiger. En produktivitetstigning i sektoren for handlede varer medfører normalt et opadrettet pres på lønningerne i denne sektor og dermed også i sektoren for ikke-handlede varer, eftersom arbejdskraften antages at være mobil på tværs af sektorer. Da sidstnævnte stigning ikke modsvares af en produktivitetstigning, stiger omkostningerne og dermed priserne i sektoren for ikke-handlede varer.

Boks 10

Øversigt over Eurosystemets vigtigste policy-orienterede holdninger vedrørende tiltrædelse

- **Inflationsudvikling:** Inflationskonvergenskriteriet bør ikke revideres for at tage højde for Balassa-Samuelson-effekten eller andre faktorer, der påvirker prisudviklingen i tiltrædelseslandene, så disse behandles på lige fod med de nuværende eurolande. Mens det i alle lande er nødvendigt at holde prisstigningerne på et minimum med henblik på makroøkonomisk stabilitet og bæredygtig vækst, kan opfyldelse af Maastricht-inflationskriteriet på nuværende tidspunkt være uforenelig med de strukturændringer, som er forbundet med real konvergens.
- **Real og nominel konvergens:** Real og nominel konvergens supplerer hinanden og skal tilstræbes på samme tid. Real konvergens kan understøtte den nominelle konvergensproces, eftersom strukturreformer med stor sandsynlighed øger vækstpotentialet og markedsfleksibiliteten. På samme måde understøtter nominel konvergens real konvergens ved at forankre inflationsforventningerne.
- **Pengepolitisk strategi og valutakursstrategi:** I førtiltrædelsesfasen er der ikke foreskrevet en enkelt valutakursstrategi, men stigende orientering i retning af euroen vil være i overensstemmelse med yderligere økonomisk og finansiel integration med euroområdet. Unilateral indførelse af euroen som lovligt betalingsmiddel ("euroisering") er dog uforenelig med ØMUens grundlag og multilaterale rammer. Tiltrædelseslandene bør efter optagelse i EU ikke blot betragte ERM2 som "holdeplads", mens de venter på euroens indførelse, men som en betydningsfuld ramme, inden for hvilken deres økonomi forberedes på den monetære union, og der tilstræbes yderligere real og nominel konvergens. Eurobaserede "currency boards" kan på grundlag af en individuel vurdering anses for forenelige med ERM2.
- **Liberalisering af kapitalposterne:** Betydelige kapitalstrømme og ufuldstændig omstrukturering af den finansielle sektor betyder, at kapitalpostliberaliseringens forløb skal understøttes af konsistente makroøkonomiske politikker og strukturpolitikker. Efterhånden som tiltrædelseslandene bevæger sig i retning af fuld liberalisering, består den største politiske udfordring i at reducere sårbarheden over for stadig mere volatile kapitalstrømme ved at fremme strukturreformer i den finansielle sektor og erhvervslivet og styrke tilsynet.
- **Den finansielle sektors struktur og funktion:** Tiltrædelseslandene skal gennemføre lovgivning på bankområdet og det finansielle område i henhold til den gældende fællesskabsret, bl.a. vedrørende hvidvaskning af penge. Desuden skal de sikre, at de har de funktioner, der kræves, for at de finansielle markeder og betalingssystemerne overholder eurorådets standarder. De skal også etablere mekanismer til risiko- og krisestyring i pengeinstitutter. I lande, hvor banktilsynet ikke varetages af centralbanken, skal det i det mindste udføres i tæt samarbejde med centralbanken.
- **Finanspolitik:** I tiden inden tiltrædelseslandenes optagelse i EU skal myndighederne tage højde for højere offentlige udgifter og eventuelt lavere indtægter i forbindelse med transitions- og tiltrædelsesprocessen, uden at fremgangen inden for budgetkonsolidering sættes over styr. Det ville være i modstrid med andre mål, især nedbringelse af inflationen.
- **Gældende fællesskabsret og centralbankens uafhængighed:** Effektiv gennemførelse af den gældende fællesskabsret er ikke alene en juridisk forudsætning for optagelse i EU, men indebærer også, at tiltrædelseslandene skal omdannes til helt færdige markedsøkonomier, hvilket skal lette deres integration i EU og efterfølgende euroområdet. I den forbindelse bør det sikres, at der ikke er uoverensstemmelse mellem centralbankernes formelle status i lovgivningen og lovgivningens gennemførelse i praksis.
- **Statistikernes tilgængelighed:** Tiltrædelseslandene skal fortsætte bestræbelserne på at hæve deres statistiksystemer til EU-niveau, da pålidelige statistikker uden tidsforsinkelse er afgørende for beslutningsprocessen (og i sidste ende vurderingen af Maastricht-kriterierne).

Figur 29**Samarbejde mellem Eurosystemet og tiltrædelseslandenes centralbanker i 2001**

på ± 15 pct. og at forankre valutakursforventningerne allerede i førtiltrædelsesfasen med henblik på deltagelse i ERM2, hvilket ifølge traktaten er en forudsætning for den endelige indførelse af euroen.

Real konvergens

Væksten i reelt BNP i tiltrædelseslandene forventes (ifølge IMF) at have været ca. 2,9 pct. i gennemsnit i 2001, og væksthforskellen mellem tiltrædelseslandene og euroområdet er således fortsat begrænset. Derimod er forskellen i gennemsnitligt BNP pr. indbygger – det lettest kvantificerbare mål for den reale konvergens – mellem tiltrædelseslandene og euroområdet fortsat stor. I 2000 udgjorde indkomstniveauet i tiltrædelseslandene omkring 44 pct. af gennemsnittet i EU målt ved købekraftsparitet og kun omkring 22 pct. målt ved de aktuelle valutakurser. Der er fortsat tale om store forskelle mellem tiltrædelseslandene, hvis BNP pr. indbygger i 2000 svingede fra 24 pct. til 82 pct. af gennemsnittet i EU målt ved købekraftsparitet og fra 7 pct. til 63 pct. målt ved de aktuelle valutakurser. Den store indkomstforskel kombineret med de små væksthforskelle tyder på, at real konvergens bliver en meget langsommelig proces, der først afsluttes længe efter de foreløbige datoer for optagelse i EU.

Banksektoren og den finansielle sektor

Tiltrædelseslandene har i de seneste ti år gjort store fremskridt, hvad angår etablering af en sund og velkonsolideret banksektor, men der er dog stadig en række transitionsmæssige aspekter, der skal overvåges nøje. Banksektorerne er blevet styrket betydeligt ved omfattende privatisering af statsejede banker og ved i høj grad at åbne for udenlandske investorer, der nu ejer over 60 pct. i gennemsnit af bankaktiverne i disse lande. Dermed har banksektoren fået tilført knowhow og kapital, og det har betydet stærkt øget effektivitet og finansiell stabilitet. Den finansielle sektor i tiltrædelseslandene domineres overvejende af banksektoren. Selv om finansiering af den offentlige sektor via værdipapirmarkedet i visse tiltrædelseslande har fået en langt større betydning, og investorerne i stigende grad består af indenlandske og udenlandske ikke-banker, spiller aktie- og obligationsmarkederne generelt stadig kun en begrænset rolle. Der er desuden fortsat kun tale om forholdsvis begrænset finansiell formidling, og bankaktivernes andel af BNP og kreditgivningens andel af BNP ligger et godt stykke under de tilsvarende tal for euroområdet (henholdsvis en fjerdedel og en tredjedel i gennemsnit). Endvidere er rente- og kreditkanalerne i den pengepolitiske transmissionsmekanis-

me fortsat forholdsvis svage i forhold til valutakurskanalen.

Liberalisering af kapitalposterne

Som led i den gældende fællesskabsret skal alle tiltrædelseslande have gennemført fuld liberalisering af deres kapitalposter, når de tiltræder EU, forudsat at der ikke er aftalt en overgangsperiode under forhandlingerne. Hidtil har kun få lande anmodet om overgangsordninger, og de vedrører hovedsagelig områder af begrænset betydning for pengepolitikken (fx køb af fast ejendom). I løbet af 2001 skete der en liberalisering af kapitalposterne i en række lande. Mange tiltrædelseslande har allerede opnået en høj grad af kapitalpostliberalisering. I visse lande er kapitalposterne dog stadig underlagt en række begrænsninger, der hovedsagelig vedrører kortfristet kapital. Desuden medfører et stort underskud på betalingsbalancens løbende poster og det forventede fald i tilstrømningen af direkte investeringer fra udlandet kombineret med lavere privatiseringsindtægter, at mange tiltrædelseslande er sårbare over for eksterne stød.

3.2 Samarbejde mellem Eurosystemet og tiltrædelseslandenes centralbanker

I 2001 intensiverede Eurosystemet sit regelmæssige samarbejde med tiltrædelseslandenes centralbanker. I alt gennemførte Eurosystemet 34 aktiviteter (i forhold til 296 i 2000) med deltagelse af alle tiltrædelseslandenes centralbanker. Samarbejdet indebar overvejende kurser, workshops, teknisk bistand, bilaterale ekspertbesøg og rådgivning på højt niveau (se figur 29). Disse aktiviteter vedrørte emner som betalingssystemer, økonomisk politik og analyse, juridiske krav, banktilsyn, pengesedler, statistik, pengepolitiske rammer, valutakurspolitiske rammer og informationsteknologi. Yderligere oplysninger om samarbejde om særlige spørgsmål, der er relevante

for tiltrædelseslandenes centralbanker, findes i andre kapitler i denne ECB Årsberetning.

Eurosystemets årlige seminar om tiltrædelsesprocessen – hvor repræsentanter for Eurosystemet og centralbankcheferne i de 12 tiltrædelseslande mødes – udgør det højeste niveau i samarbejdet med tiltrædelseslandenes centralbanker. Seminaret, der i 1999 blev afholdt i Helsinki og i 2000 i Wien, blev i år afholdt i december i Berlin med ECB og Deutsche Bundesbank som arrangører. Seminaret handlede om tiltrædelseslandenes finansielle sektors struktur og funktion, kapitalpostliberaliseringens indvirkning på tiltrædelseslandenes valutakursstrategier og forudsætningerne for en vellykket konvergensproces ("catching up").

3.3 Eurosystemets deltagelse i den økonomiske dialog mellem EU og tiltrædelseslandene

Eurosystemet deltager i den økonomiske dialog mellem EU og tiltrædelseslandene, som EU etablerede i begyndelsen af 2001. Dialogen indgår ikke direkte i forhandlingerne om optagelse i EU, men sigter mod at fremme tiltrædelsesprocessen ved en omfattende udveksling mellem EU-institutionerne og tiltrædelseslandene om spørgsmål vedrørende makroøkonomisk politik og finansiell stabilitet i førtiltrædelsesfasen. Den skal også gøre tiltrædelseslandene bekendt med de EU-procedurer for gensidig overvågning og politikkoordinering, som de bliver underlagt, når de tiltræder EU.

I 2001 mødtes EU, herunder ECB og NCBerne, og tiltrædelseslandene fire gange inden for rammerne af den økonomiske dialog, to gange på EFC-plan (i Stockholm den 27. juni og i Bruxelles den 27. november 2001) og to gange på ministerplan (i Malmø den 21. april og i Bruxelles den 4. december 2001). I 2001 drejede den økonomiske dialog sig bl.a. om tiltrædelseslandenes økonomiske førtiltrædelsesprogrammer.

3.4 Udbygning af arbejdsrelationerne med andre lande

ECB fortsatte også med at udbygge sine relationer med centralbankerne i de europæiske lande uden for EU, der ikke er ved at forhandle om optagelse i EU, og centralbankerne i vigtige nye vækstøkonomier i Asien og Latinamerika. ECBs formand og andre medlemmer af Direktionen besøgte en række af disse lande og modtog delegationer fra deres centralbanker. Desuden er der etableret arbejdsrelationer på ledelses-/ekspertniveau med en række centralbanker i disse regioner. Blandt de spørgsmål, der ofte drøftes på møderne, er den økonomiske situation, valutakurspolitik og euroens rolle i det pågældende land.

Hvad angår nabolandene, har kontakten med centralbankerne i Balkanlandene, Rusland og Tyrkiet (et ansøgerland, der endnu ikke forhandler om optagelse i EU) været vigtig. I de omfattende bilaterale drøftelser har indførelsen af eurosedler og -mønter spillet en fremtrædende rolle på baggrund af den store udbredelse af nationale pengesedler udstedt af euroområdet NCBer i disse lande. I Balkanlandene deltog ECB i aktiviteter arrangeret af arbejdspanelet vedrørende økonomisk genopbygning, udvikling og samarbejde inden for rammerne af stabilitetspagten for Sydøsteuropa. ECB fulgte nøje den økonomiske og finansielle udvikling i Tyrkiet og etablerede en mere regelmæssig policy-orienteret dialog med Tyrkiets centralbank under den tyrkiske centralbankchefs besøg i ECB. ECB begyndte også at udbygge arbejdsrelationerne med centralbanker i Middelhavsområdet.

Tyskland: **Nationale mønter destrueres nær Frankfurt**



Kapitel VI

Overgangen til eurosedler og -mønter samt fremstilling og udstedelse af eurosedler

I Overgangen til eurosedler og -mønter i 2002

I marts 2001 oprettede Eurosystemet med henblik på en smidig overgang til eurosedler og -mønter Cash Changeover Co-ordination Committee, som består af repræsentanter for ECB og de 12 NCB'er i eurolandene. Europa-Kommissionen og Europol havde observatørstatus på møderne i komiteen. Inden for Eurosystemets kompetenceområde havde komiteen det overordnede ansvar for koordineringen af indførelsen af eurosedler og -mønter og tilbagetrækningen af de tidligere nationale valutaer i perioden indtil ultimo februar 2002. Den overvågede forberedelserne til udstedelsen af og overgangen til eurosedler og -mønter og skabte rammerne for informationsudveksling i Eurosystemet indtil 1. januar 2002 og derefter.

I.1 Overgangen til eurosedler og -mønter i euroområdet

ECBs Styrelsesråd vedtog i ECBs Retningslinje af 10. januar 2001 visse bestemmelser vedrørende overgangen til eurosedler og -mønter i 2002. Ifølge disse bestemmelser var forhåndsdistribution fra NCB'erne til kreditinstitutter og videredistribution af eurosedler og -mønter til professionelle målgrupper tilladt fra 1. september 2001. Denne tidsramme på fire måneder var nødvendig for at sikre, at der var en tilstrækkelig mængde eurosedler og -mønter at sætte i omløb den 1. januar 2002. Desuden gav det mulighed for effektive transport- og logistikløsninger. Omfanget og tidspunktet for forhåndsdistributionen og videredistributionen varierede betydeligt mellem de forskellige eurolande, afhængig af det nationale overgangsscenario, den nationale infrastruktur (fx NCB'ernes filialnetværk og dets rolle i pengeforsyningen, opmagasineringsfaciliteter i bankerne osv.) samt det pågældende lands størrelse og geografiske forhold.

11 lande forsynede kreditinstitutterne med euromønter allerede fra september 2001, da mønternes vægt gjorde dem vanskeligere at transportere end sedler, og deres lavere værdi

indebar en lavere risiko for kreditinstitutterne i forhold til eurosedler. Et enkelt land indledte først forhåndsdistributionen af mønter i december 2001. Fem lande påbegyndte forhåndsdistributionen af eurosedler i september 2001, mens de resterende syv lande udsatte distributionen af eurosedler til oktober, november eller december 2001.

Alle 12 lande forsynede kreditinstitutter og detailhandlere med både eurosedler og -mønter før den 1. januar 2002. Desuden videredistribuerede alle lande euromønter til salgsautomatfirmaer, så de kunne fylde maskinerne med mønter inden €-dag. I alt blev der forhåndsdistriberet eurosedler til en værdi af 133 mia. euro til kreditinstitutter, hvilket svarede til ca. 50 pct. af de nationale sedler i omløb ved udgangen af 2001. Ved udgangen af 2001 var der forhåndsdistriberet i alt 37,5 mia. mønter til en værdi af 12,4 mia. euro. Mængdemæssigt var ca. 80 pct. af de eurosedler og over 97 pct. af de euromønter, der var behov for, således distribueret til bankerne før den 1. januar 2002, hvilket bidrog til en smidig overgang. Videredistributionen til professionelle målgrupper var generelt også i overensstemmelse med prognoserne og udgjorde værdimæssigt i alt 10-20 pct. af det forhåndsdistriberede beløb.

I henhold til Ecofin-rådets erklæring i november 1999 kunne der udsendes euromønter til offentligheden fra midten af december 2001 for at hjælpe folk med at blive bekendt med dem og for at sikre, at detailhandlerne havde nok byttepenge i begyndelsen af 2002. I alle eurolande kunne man købe begyndersæt, og efterspørgslen efter disse var stor. I en række lande var efterspørgslen så stor, at bankerne fik tilladelse til at udarbejde deres egne begyndersæt og sælge ud af deres lager. Værdien af begyndersættene varierede fra 3,88 euro til 15,25 euro og svarede i de fleste tilfælde til denominationen af en national pengeseddel, hvilket lettede omvekslingen. I et enkelt land fik hver borger desuden udleveret et mindre begyndersæt gratis. Distributionen foregik via en

lang række salgssteder og begyndte den 14. december 2001 i tre af landene og den 15. eller 17. december 2001 i de andre lande. I alt købte offentligheden over 150 mio. begyndersæt med over 4,2 mia. mønter til en værdi af 1,6 mia. euro. Dermed havde hver borger i gennemsnit 14 mønter ved begyndelsen af 2002.

Desuden blev detailhandlere forsynet med særlige begyndersæt til en værdi, der varierede fra 30,41 euro til 315 euro.

Størstedelen af eurosedlerne sættes i omløb via kontantautomater, og derfor var en hurtig tilpasning af disse automater afgørende i forbindelse med overgangen. I alt skulle der tilpasses over 200.000 kontantautomater i bankfilialer og andre steder (fx indkøbscentre). Hastigheden af tilpasningen af kontantautomater varierede en smule mellem de enkelte lande, afhængig af bl.a. ombygningskapacitet, placering, antal og type. Desuden var der en mindre variation mellem de enkelte eurolandes politik for håndtering af kontantautomater, som ikke var blevet tilpasset, inden eurosedlerne og -mønterne blev sat i omløb. I seks lande blev de taget ud af drift, mens man i fire lande fortsat anvendte dem til hævning af nationale pengesedler. Fire dage efter eurosedlerne og -mønterne blev sat i omløb, kunne man hæve euro i stort set alle kontantautomater. Ved udgangen af første uge foregik gennemsnitligt 75 pct. af kontanttransaktionerne således i euro, og ved udgangen af anden uge var dette tal steget til 90 pct. Selv om dette tal naturligvis varierede mellem de enkelte lande og de enkelte sektorer, skete indførelsen af eurosedler og -mønter væsentlig hurtigere end oprindeligt forventet.

For at sikre en smidig overgang var det desuden vigtigt, at en betydelig mængde eurosedler med lavere værdi (dvs. 5-euro, 10-euro og 20-euro) blev sat i omløb fra begyndelsen af 2002. Dermed reduceredes behovet for store kontantbeholdninger hos detailhandlerne i de første dage i 2002. I alle eurolande kunne man fra begyndel-

sen af 2002 hæve en, to eller tre eurosedler med lavere værdi i kontantautomater. I lande, hvor sociale ydelser hovedsagelig udbetales i kontanter, skete denne udbetaling i sedler med lavere værdi. Endvidere udbetalte bankerne hyppigt eurosedler med lavere værdi. Som følge heraf udgjorde eurosedler med lavere værdi 82,4 pct. af det samlede antal eurosedler i omløb i begyndelsen af 2002 svarende til 43 pct. af den samlede værdi. Det var langt mere end andelen af nationale sedler med en tilsvarende modværdi før overgangen.

Hvad angår tilbagetrækningen af nationale mønter, opfordrede de fleste nationale myndigheder befolkningen til at indlevere private møntbeholdninger til bankerne inden årsskiftet for at reducere bankernes, detailhandlernes og pengetransportfirmaernes arbejdsbyrde i perioden med dobbelt cirkulation. Desuden blev der indsamlet mønter via en række velgørenhedsordninger i visse lande. Samtidig var der en betydelig tilstrømning af beholdninger af nationale pengesedler, især sedler med højere værdi. I alt faldt værdien af nationale pengesedler i omløb i løbet af 2001 med 110 mia. euro til 270 mia. euro ved årets udgang.

Sammenfattende var overgangen en unik begivenhed, der direkte påvirkede 300 mio. mennesker i 12 eurolande. Det var nødvendigt at involvere de finansielle institutioner, pengetransportfirmaerne, sikkerhedsstyrkerne, detailhandlerne og salgsautomatfirmaerne tidligt i forberedelsesfasen, eftersom en smidig overgang kun kunne realiseres på kort tid gennem et systematisk og koordineret samarbejde mellem disse vigtige aktører. I sidste ende afhang en vellykket overgang til eurosedler og -mønter imidlertid ikke blot af samarbejdet mellem de direkte involverede professionelle parter, men også af offentlighedens positive indstilling og villighed til at udskifte deres nationale valuta. Set i bakspejlet kan det konkluderes, at der i betragtning af opgavens omfang var tale om en problemfri og vellykket indførelse af eurosedler og -mønter.

1.2 Overgangen til eurosedler og -mønter uden for euroområdet

En betydelig mængde pengesedler udstedt af NCBerne i euroområdet var i omløb uden for euroområdet, især i tiltrædelseslandene og andre nabolande. I en undersøgelse fra midten af 1990'erne blev det fx anslået, at omkring 30-40 pct. af D-marksedlerne i omløb befandt sig uden for Tyskland, sandsynligvis primært i øst- og sydøsteuropæiske lande (herunder Tyrkiet). Derfor blev der gjort store bestræbelser på også at sikre en problemfri overgang til eurosedler og -mønter uden for euroområdet. Rammerne for overgangen uden for euroområdet var baseret på tre søjler:

- I henhold til ECBs Retningslinje af 10. januar 2001 om fastsættelse af visse bestemmelser om overgangen til eurosedler og -mønter i 2002 er det fra 1. december 2001, på visse betingelser, tilladt for banker at forsyne deres filialer eller hovedsæder uden for euroområdet med forhåndsdistriberede eurosedler. Ifølge denne retningslinje har banker, der modtager forhåndsdistriberede sedler, fra samme dato mulighed for at videredistribuerede eurosedler til deres datterselskaber uden for euroområdet samt til andre banker, der ikke har hjemsted/hovedsæde eller filialer i euroområdet. Videredistribution til detailhandlere var dog ikke tilladt uden for euroområdet.
- Styrelsesrådet besluttede i ECBs Retningslinje af 13. september 2001 om fastsættelse af visse bestemmelser om forhåndsudsendelse af eurosedler uden for euroområdet, at forhåndsdistribution til centralbanker og monetære myndigheder i ikke-deltagende medlemslande og tredjelande bør være tilladt fra den 1. december 2001 efter anmodning herom samt på visse betingelser. Alle operationelle og praktiske foranstaltninger i forbindelse med denne forhåndsdistribution blev truffet bilateralt af den relevante NCB i euroområdet og den berørte centralbank. Centralbanker uden for euroområdet måtte

først videredistribuerede eurosedler til kreditinstitutter med hjemsted/hovedsæde inden for deres respektive jurisdiktion fra 1. december 2001 og på visse betingelser.

- Styrelsesrådet besluttede fra 1. december 2001 at tillade NCBerne at forhåndsdistriberede eurosedler til kreditinstitutter uden for euroområdet, der opererer på det globale marked for engrosforsyning af pengesedler, samt at tillade disse kreditinstitutter at videredistribuerede eurosedler til deres kunder uden for euroområdet. Betingelserne er nærmere beskrevet i ECBs Retningslinje af 13. september 2001 og svarer i princippet til de betingelser, der gælder for udenlandske centralbanker.

Indførelsen af eurosedlerne foregik også problemfrit uden for euroområdet. Således blev der forhåndsdistriberet eurosedler til 26 centralbanker uden for euroområdet, hovedsagelig i Central- og Østeuropa, Middelhavsområdet og Afrika. Den samlede forsyning af eurosedler til centralbanker og banker uden for euroområdet havde en værdi af ca. 4,6 mia. euro.

1.3 De nationale centralbankers omveksling af nationale sedler

Omveksling af pengesedler denomineret i de nationale valutaer i euroområdet er underlagt Artikel 52 i ESCB-statutten, som sikrer substitutionsmulighed mellem de nationale valutaer i euroområdet i perioden 1999-2002. Siden 1. januar 1999 har hver NCB eller dennes bemyndigede repræsentant i henhold til Styrelsesrådets beslutning mindst et sted tilbudt gratis omveksling af andre eurolandes pengesedler til den officielle kurs. Styrelsesrådet besluttede at udvide ordningen i artikel 52 ud over 2001 til ultimo marts 2002.

På den baggrund var omkring 500 NCB-filialer i hele euroområdet engageret i omvekslingen af pengesedler fra andre eurolande. Rent praktisk forløb omvekslingen inden for rammerne af arti-

kel 52 problemfrit i alle eurolande fra 1999 og fremefter.

NCBerne kan desuden repatriere de andre eurolandes nationale pengesedler, udpege en repræsentant til at foretage denne repatriering på

deres vegne eller benytte eksisterende kommercielle repatrieringskanaler. I perioden fra 1999 til udgangen af 2001 blev 293,4 mio. pengesedler til en værdi af 14,4 mia. euro repatrieret til de udstedende lande under denne ordning.

2 Fremstilling af eurosedler og -mønter

2.1 Krav til fremstilling af eurosedler i forbindelse med indførelsen af euroen

Den enkelte NCB var ansvarlig for at opfylde sit lands behov for eurosedler i forbindelse med indførelsen. Estimerne af den mængde eurosedler, som NCBerne skulle bruge, blev vurderet årligt, senest i slutningen af 2001, for at tage højde for det faktiske behov under forhånds-distributionsfasen. Ultimo 2001 skønnedes det, at der skulle trykkes 15 mia. eurosedler til en samlet pålydende værdi af ca. 633 mia. euro. I alt 15 trykkerier fremstillede eurosedler.

ECB har i 2001 nøje overvåget fremstillingen af eurosedler, både hvad angår kvalitet og kvantitet. Desuden blev eurosedlernes udseende regelmæssigt kontrolleret, og ECB fortsatte sine inspektioner af trykkerierne for at kontrollere gennemførelsen af det fælles kvalitetsstyringssystem og sikre ensartet kvalitet. Producenterne af automater, som har en særlig interesse i eurosedlernes kvalitet og ensartethed, deltog i et omfattende testprogram for at tilpasse deres sensorer og udstyr i god tid inden indførelsen.

2.2 Centralt reservelager af eurosedler

ECB har etableret et centralt reservelager af eurosedler som led i sin risikostyring i forbindelse med indførelsen af eurosedler. En risiko kan være, at systemet på grund af uforudsete omstændigheder ikke er i stand til at levere de krævede mængder eller den krævede kvalitet, mens

en anden risiko kan være, at efterspørgslen efter visse seddelværdier kan være højere end forventet. Ud over den samlede mængde på 15 mia. eurosedler blev der derfor fremstillet et centralt reservelager på ca. 10 pct. heraf. ECB var ansvarlig for produktionen af disse eurosedler, som blev fremstillet i henhold til de samme høje standarder som resten af eurosedlerne.

Sedler fra lageret har allerede været anvendt til at opfylde øget efterspørgsel fra bankerne i forbindelse med forhåndsdistribution og bidrog således til en gnidningsløs overgang.

2.3 Støtte til produktion af euromønter

De enkelte eurolande er ansvarlige for produktionen af euromønter. Det skønnes, at der i forbindelse med indførelsen i alt var behov for over 51 mia. mønter til en pålydende værdi af ca. 16 mia. euro. Produktionen involverede 16 møntudstedende institutioner i 12 lande.

ECB fungerede som uafhængig kontrollør af euromønternes kvalitet og var med til at gennemføre og vedligeholde et fælles kvalitetsstyringssystem hos de møntudstedende institutioner. De møntudstedende institutioners præstationer blev vurderet ved regelmæssig kvalitetskontrol, og sammen med ECB vurderede de møntudstedende institutioner mønternes kvalitet i månedlige kvalitetsrapporter i overensstemmelse med fælles standarder. De besluttede organer blev desuden holdt ajour om euromønternes kvalitet.

3 Beskyttelse af eurosedler mod forfalskning

3.1 Forskning og udvikling

Målet med arbejdet inden for forskning og udvikling er at skabe et teknologisk fundament for videreudviklingen af den første serie eurosedler.

Arbejdet inden for forskning og udvikling er decentraliseret, men koordineres af ECB. Efterhånden som fokus flyttes til perioden efter indførelsen, øges dette arbejde. Koordineringen af NCBernes, de tekniske eksperter og ECBs arbejde inden for forskning og udvikling blev vurderet og forbedret i 2001, og strukturen forventes at blive yderligere forbedret i løbet af 2002.

ECB er medlem af en række internationale centralbankudvalg for beskyttelse mod forfalskning, som arbejder med globale initiativer.

3.2 Beskyttelse mod forfalskning

Der blev etableret et europæisk netværk af nationale analysecentre. De er ansvarlige for at analysere forfalskninger på nationalt plan samt for at overføre data om forfalskede eurosedler til ECBs centrale database. Medarbejderne i disse analysecentre er uddannet i at klassificere forfalskede eurosedler.

ECBs centrale center for analyse af falske sedler, Center for Analyse af Falske Sedler (CAC) har

været i drift siden begyndelsen af 2002. Centret er ansvarligt for at klassificere de nye forfalskninger af eurosedler, som indberettes af de nationale analysecentre. Der er ansat personale i CAC, herunder eksperter i forfalskning samt teknisk og administrativt personale, og det rette udstyr er indkøbt. CAC har således de nødvendige ressourcer til at analysere forfalskninger og skelne mellem falske og ægte eurosedler.

Etableringen af et system til overvågning af forfalskning (CMS), herunder en database, som indeholder tekniske og statistiske oplysninger om forfalskede eurosedler og -mønter, er ikke forløbet som forventet på grund af tekniske vanskeligheder. Derfor er visse af systemets funktioner endnu ikke tilgængelige. I mellemtiden er der indført andre procedurer for at sikre en effektiv anvendelse af informationerne i databasen.

De vigtigste bestemmelser vedrørende CMS er fastlagt i Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 8. november 2001 om visse betingelser vedrørende adgang til CMS.

ECB og Europol har underskrevet en samarbejdsaftale om tiltag til at bekæmpe forfalskning af eurosedler samt fremme og koordinere begge parters støtte til de nationale og europæiske myndigheder og til internationale organisationer på dette område.

4 Udstedelse af eurosedler

ECBs Styrelsesråd har besluttet, at ECB og de 12 NCBer i euroområdet skal udstede eurosedler.

Det blev besluttet, at 92 pct. af eurosedlerne vil blive udstedt af de 12 NCBer, mens den resterende del vil blive udstedt af ECB fra begyndelsen af 2002. Udstedte eurosedlers andel af NCBernes kapitalindskud i ECB fremgår af NCBernes balance. Eurosystemets samlede udstedelse af eurosedler vil fremgå af Eurosystemets konsoli-

derede balance, som offentliggøres ugentligt af ECB.

I overensstemmelse med princippet om decentralisering af Eurosystemets operationer er det de 12 NCBers opgave, at sætte eurosedlerne i omløb, trække dem ud af omløb samt stå for den fysiske håndtering af alle eurosedler, herunder eurosedler udstedt af ECB.

5 Oplysningskampagnen Euro 2002

Som led i forberedelserne til indførelsen af euro-sedler og -mønter gennemførte ECB og de 12 NCB'er i euroområdet "Oplysningskampagnen Euro 2002". Styrelsesrådet godkendte et kampagnebudget på 80 mio. euro, og NCB'erne bidrog med yderligere midler.

Eurosystemets kampagne har været nøje koordineret med lignende initiativer fra nationale myndigheder og Europa-Kommissionen. Kampagnens vigtigste budskaber var:

- Sedlernes og mønternes udseende
- Sedlernes sikkerhedselementer
- Sedlernes og mønternes værdi
- Den overordnede fremgangsmåde i forbindelse med overgangen.

Kampagnen formidlede budskaberne gennem tre hovedkanaler: Massemediekampagnen, PR- og presseaktiviteter samt samarbejdet med andre aktive grupper inden for dette område (Partnerskabsprogrammet). Alle elementer i kampagnen blev desuden lanceret på et særligt websted (www.euro.ecb.int), der som alt andet kampagnemateriale er tilgængeligt på de 11 officielle sprog i Fællesskabet.

I løbet af 2001 steg offentlighedens interesse for eurosedler og -mønter, og kampagnen blev intensiveret. Med lanceringen af eurosedlernes udseende og sikkerhedselementer den 30. august 2001 gik kampagnen ind i en ny fase med nyt materiale om bl.a. sedlernes endelige udseende og sikkerhedselementer.

Massemediekampagnen

Massemediekampagnen blev også lanceret den 30. august 2001. Den bestod af nationale og internationale reklamer i både tv og på tryk, som blev udsendt i hele euroområdet. Disse aktiviteter blev i nogle tilfælde suppleret af NCB'ernes egne kampagner i massemedierne.

I massemediekampagnen blev budskaberne formidlet til befolkningerne på deres respektive sprog via fem tv-reklamer og otte supplerende annoncer i de trykte medier. Tv-reklamerne og annoncerne var identiske i alle eurolande og indeholdt både generelle og mere detaljerede oplysninger om eurosedlerne og -mønterne samt eurosedlernes sikkerhedselementer. Tv-reklamerne blev vist på over 50 tv-kanaler, mens annoncerne optrådte i over 250 publikationer. Massemediekampagnen blev afsluttet med en annoncekampagne i euroområdet i slutningen af januar/begyndelsen af februar 2002.

På globalt plan var kampagnen rettet mod internationale erhvervsledere og besøgende i euroområdet. Seks internationale tv-kanaler viste særligt tilpassede versioner af tv-spottene, og annoncerne kunne ses i ni internationale publikationer og 14 flymagasiner. Via en kampagne i 12 lufthavne i euroområdet, plus Heathrow i London, blev budskaberne også formidlet til passagerer på vej til euroområdet.

Der blev produceret ca. 200 mio. eksemplarer af informationsfolderen, *Klar til euroen – Informationsfolder om eurosedlerne og euromønterne*, som indeholdt officielle oplysninger om eurosedlerne og -mønterne, for at supplere massemediekampagnen. Alene i euroområdet var der brug for 26 forskellige udgaver for at dække de officielle sprog og overgangsmetoder i alle landene. Informationsfolderen blev uddelt til stort set alle husstande i euroområdet i perioden oktober-december 2001 via forskellige distributionskanaler, dog hovedsagelig via de nationale postvæsen eller ved husstandsomdeling. For at formidle oplysningerne uden for euroområdet blev den internationale udgave af informationsfolderen oversat til 23 andre sprog og lagt ud på kampagnens websted. Endvidere supplerede visse NCB'er disse aktiviteter med at trykke og distribuere folderne på en række andre sprog end de officielle sprog i Fællesskabet.

PR- og presseaktiviteter

I 2001 bestod PR- og presseaktiviteterne i forbindelse med Oplysningskampagnen Euro 2002 af følgende tre hovedinitiativer: En nedtælling ("editorial countdown") til €-dag, konferencer om Oplysningskampagnen Euro 2002 samt en konkurrence for børn.

I forbindelse med nedtællingen til €-dag blev der udsendt skræddersyet informationsmateriale til over 4.500 mediekontakter på seks nøgledatoer i perioden fra €-365 til selve €-dag. Informationsmaterialet indeholdt omfattende oplysninger om eurosedlerne og -mønterne samt oplysninger om overgangen. I visse tilfælde suppleredes informationsmaterialet med videobånd og billeder for at sikre, at kampagnens budskaber kunne videreformidles til offentligheden via det pågældende medie.

NCBerne i euroområdet afholdt i alt 11 konferencer i forbindelse med Oplysningskampagnen Euro 2002, hvor over 5.000 nøgleaktører mødtes inden overgangen til euroen. Hver konference fungerede som et forum for debat om overgangsspørgsmål og skabte samtidig mediedækning og dermed yderligere udbredelse af kampagnens budskaber.

Børn blev identificeret som en vigtig målgruppe for Oplysningskampagnen Euro 2002 med det resultat, at der blev iværksat et særligt projekt for at informere og aktivere denne målgruppe. Til konkurrencen om at blive *Euro-maskot* blev der uddelt over 7 millioner plakater med oplysninger om eurosedlerne og -mønterne til folkeskoler i hele euroområdet. Spørgsmålene til konkurrencen, som var for børn mellem 8 og 12 år, stod på plakaten samt på børnesiderne på ECBs særlige websted. Omkring 300.000 børn deltog i konkurrencen og de 24 vindere – to fra hvert euroland – blev inviteret til Frankfurt for at modtage deres præmie, et indrammet sæt af de nye eurosedler og en bærbar computer, af ECBs formand ved en mediebegivenhed den 31. december.

Mediebegivenheden den 31. december, ligesom lanceringen af kampagnens slogan "EUROEN. VORES penge" den 1. marts 2001, offentliggørelsen af eurosedlernes endelige udseende samt lanceringen af massemediekampagnen den 30. august tiltrak mediebegivenheden 31. december en lang række medierepræsentanter og skabte positiv tv- og pressedækning.

Partnerskabsprogrammet

Det overordnede formål med Partnerskabsprogrammet var at tilskynde organisationer i den private og offentlige sektor, som ønskede at informere deres kunder og personale om eurosedlerne og -mønterne, til at tilslutte sig programmet og dermed få mulighed for at benytte kampagnematerialet. Ved udgangen af året havde Eurosystemet indgået over 3.000 partnerskaber på nationalt, europæisk og internationalt plan. Offentliggørelsen af eurosedlernes endelige udseende og sikkerhedselementer den 30. august medførte en betydelig stigning i efterspørgslen efter informationsmateriale, der kunne tilpasses og forsynes med eget logo, så det passede til partnernes behov. Eurosystemet producerede i samarbejde med partnerne flere millioner plakater og foldere ud over de originaludgaver, der fandtes på kampagnens websted.

Desuden blev der distribueret træningsmateriale til kasserere via Partnerskabsprogrammet og NCBerne. Der blev fremstillet 230.000 træningsmapper, som indeholdt en træningsbrochure med detaljerede beskrivelser og billeder af mønterne, sedlerne og deres sikkerhedselementer, en træningsvideo samt en cd-rom med en interaktiv præsentation. Endvidere blev der udleveret over 6 mio. brochurer til praktikanter og elever med oplysninger om de vigtigste sikkerhedselementer. Dette materiale blev anvendt på en lang række kurser for eksperter, som igen trænede tusinder af kasserere inden for forskellige områder, herunder finans- og detailområdet.

Selv om Oplysningskampagnen Euro 2002 var mest synlig i perioden lige op til €-dag, fortsatte den i begyndelsen af 2002. Webstedet vil være

tilgængeligt et stykke tid, førend det vil overgå til ECBs faste websted.



Spanien: **Eurosedler pakket i cellofan i**
Banco de España i Madrid

Kapitel VII

Betalings- og værdipapirafviklings- systemer

En af Eurosystemets opgaver er at fremme betalings- og afviklingssystemernes smidige funktion. I den henseende tilbyder Eurosystemet betalings- og værdipapirafviklingsydelser, overvåger eurobetalings- og afviklingssystemer og fungerer som katalysator for nye tiltag. For det første er Eurosystemet på det operationelle plan involveret i forvaltningen af et realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS-system) for store betalinger i euro, TARGET-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer), og mekanismen for grænseoverskridende sikkerhedsstillelse (korrespondentcentralbankmodellen (CCBM)). For det andet fastlægger Eurosystemet standarderne for sikre og effektive eurobetalingssystemer og overvåger samtidig, at eurobetalings- og afviklingssystemerne overholder disse standarder. For det tredje fungerer Eurosystemet som katalysator for nye tiltag ved at fremme effektive betalingssystemer og tilpasning af betalings- og afviklingssystemerne til behovet i euroområdet.

I Eurosystemets betalings- og afviklingssystemer

I.1 TARGET-systemet

I 2001 behandlede TARGET værdimæssigt næsten 75 pct. af de samlede store betalinger i euro. 1.569 institutioner deltog direkte i TARGET, mens over 5.000 deltog indirekte.

TARGET opfyldte fortsat sine målsætninger, nemlig at fungere som instrument for ECBs pengepolitik, at fremme effektive grænseoverskridende betalinger i euro samt at tilbyde en sikker og effektiv betalingsafviklingsmekanisme.

Den 19. november 2001 blev "TARGET 2001 upgrade" implementeret med succes. Den opgraderede software krævede kun få ændringer i det meddelelsesformat, som anvendes i TARGET. I slutningen af august 2001 blev "NewChaps" implementeret i Storbritannien, og således har brugerne af RTGS-systemerne nu en fælles IT-plattform for britiske pund og euro. Endvidere implementerede Deutsche Bundesbank den 5. november 2001 med succes sit RTGS^{plus} system, der nu fungerer som den nye tyske komponent af TARGET. Efter gennemførelsen af RTGS^{plus} blev hybridsystemet Euro Access Frankfurt (EAF) lukket, hvilket var et skridt mod en konsolidering af systemerne for store betalinger i euroområdet. Den danske komponent af TARGET blev erstattet af et nyt system, Kronos, som blev taget i brug den 19. november 2001.

TARGET-operationer i 2001

I 2001 behandlede TARGET som helhed (dvs. både grænseoverskridende og indenlandske betalinger) i gennemsnit 211.282 betalinger dagligt svarende til en samlet værdi af 1.299 mia. euro. Det er en stigning på 12 pct. mængdemæssigt og 26 pct. værdimæssigt.

I 2001 udgjorde de grænseoverskridende betalinger værdimæssigt 39,0 pct. af de samlede be-

Tabel 14
Betalinger i TARGET*)

Mængde	2000	2001	Ændring (pct.)
Samlet			
I alt	47.980.023	53.665.552	12
Dagligt gennemsnit	188.157	211.282	12
Indenlandske			
I alt	37.811.112	42.166.173	12
Dagligt gennemsnit	148.279	166.009	12
Grænseoverskridende			
I alt	10.168.911	11.499.379	13
Dagligt gennemsnit	39.878	45.273	14
Værdi, milliarder euro			
	2000	2001	Ændring (pct.)
Samlet			
I alt	263.291	330.031	25
Dagligt gennemsnit	1.033	1.299	26
Indenlandske			
I alt	153.253	201.428	31
Dagligt gennemsnit	601	793	32
Grænseoverskridende			
I alt	110.038	128.602	17
Dagligt gennemsnit	432	506	17

*) 255 bankdage i 2000 i forhold til 254 bankdage i 2001.

Tabel 15
Spidsbelastning i TARGET i 2001

Mængde		
Samlet	380.146	28. dec.
Indenlandske	318.173	28. dec.
Grænseoverskridende	63.159	20. feb.
Værdi, milliarder euro		
Samlet	2.040	28. dec.
Indenlandske	1.479	28. dec.
Grænseoverskridende	751	29. june

talinger i TARGET i forhold til 41,8 pct. i 2000 og mængdemæssigt 21,4 pct. i forhold til 21,2 pct. i 2000. Interbanktransaktioner udgjorde værdimæssigt 96,5 pct. og mængdemæssigt 60,8 pct. af de grænseoverskridende TARGET-betalinger, mens resten var kundebetalinger. Værdien af en grænseoverskridende interbankbetaling var 17,7 mio. euro i gennemsnit, mens værdien af en grænseoverskridende kundebetaling var 1 mio. euro i gennemsnit. Information om den værdimæssige og mængdemæssige spidsbelastning fremgår af tabel 15.

Generelt gennemfører TARGET-deltagerne deres transaktioner først på dagen. Allerede kl. 13 er der gennemført over 50 pct. mængdemæssigt af de grænseoverskridende betalinger og næsten 75 pct. værdimæssigt (se figur 30). Det er et væsentligt bidrag til TARGET-systemets problemfri funktion og er med til at mindske risikoen for flaskehalse i tilfælde af likviditetsstramninger senere på dagen.

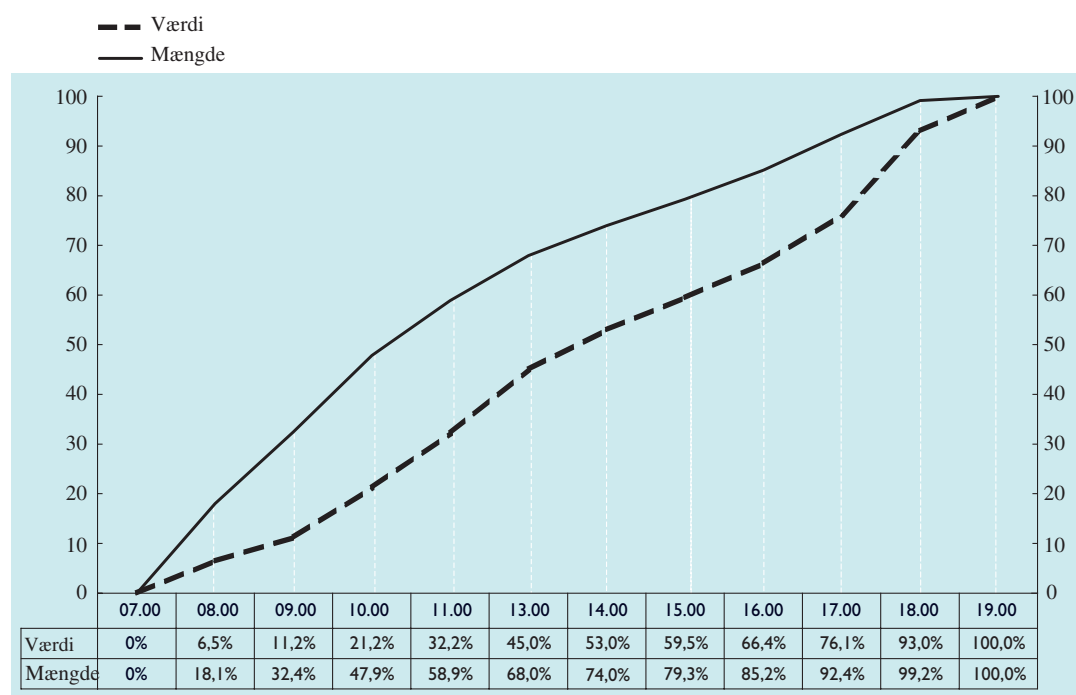
Yderligere statistik findes på ECBs websted www.ecb.int ved at klikke på "Payment statistics" under TARGET.

TARGETs tilgængelighed

TARGET-systemets tilgængelighed blev forbedret yderligere i 2001, da antallet af fejl faldt med 8 pct. i forhold til 2000. I december 2001 var TARGETs tilgængelighed 99,74 pct. TARGETs nødplaner er ved at blive gennemgået med henblik på at forbedre dem yderligere og fremme en

Figur 30
Fordeling inden for dagen af grænseoverskridende betalinger i TARGET - 2001

(I pct.)



hensigtsmæssig afvikling af tidskritiske betalinger, hovedsagelig i forbindelse med åbningen af CLS Bank.

Dialog med brugerne af TARGET

I 2001 fortsatte ECB og NCBerne den løbende dialog med brugerne af TARGET. Der blev afholdt regelmæssige møder i de nationale TARGET-brugergrupper. Desuden blev der afholdt to møder i Contact Group on Euro Payments Strategy (COGEPS) i ECB. I denne kontaktgruppe mødes repræsentanter for Eurosystemet og markedsdeltagere. Formålet med kontaktgruppen er at fremme dialogen inden for forskellige områder, herunder spørgsmål vedrørende TARGET, hvilket i 2001 forbedrede NCBernes og ECBs evne til at opfylde deltagernes forretningsbehov.

Andre spørgsmål

Ud over lørdage og søndage var TARGET lukket nytårsdag, langfredag, 2. påskedag, 1. maj, juledag og 2. juledag 2001. Endvidere var TARGET lukket 31. december 2001 for at sikre en problemfri overgang til euroen i detailbetalingssystemerne og de interne banksystemer. Fra 1. januar 2002 gælder den langsigtede oversigt over TARGETS åbningsdage (se desuden "General information" i afsnittet om TARGET på ECBs websted).

I overensstemmelse med sin gennemsigtighedspolitik offentliggjorde ECB Retningslinje ECB/2001/3 om TARGET den 26. april 2001. Dette dokument, som udgør essensen af de juridiske rammer for TARGET, findes på ECBs websted samt i EF-Tidende L 140 af 24.05.2001 (se desuden "Legal documents" i afsnittet "Publications" på ECBs websted).

I maj 2001 offentliggjorde ECB den første årsberetning om TARGET, som dækker operationer i både 1999 og 2000. I årsberetningen beskrives TARGETs forretningsmæssige og tekniske præ-

stationer samt de vigtigste udviklingstendenser og udsigterne for fremtiden.

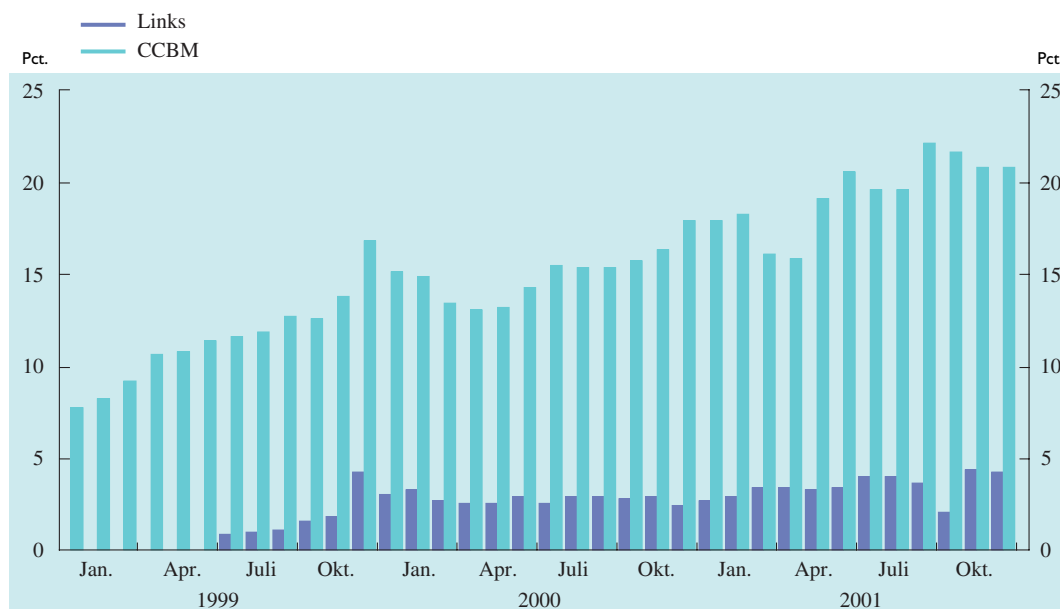
1.2 Korrespondent-centralbankmodellen (CCBM)

CCBM blev etableret under forberedelserne til Den Monetære Union for at gøre det lettere for deltagerne at anvende grænseoverskridende sikkerhed i pengepolitiske operationer eller intradag kreditoperationer. CCBM er en midlertidig løsning og fortsætter, indtil markedet har udviklet alternativer.

I 2001 var CCBM fortsat det vigtigste redskab til grænseoverskridende overførsel af sikkerhed til Eurosystemet. Værdien af sikkerhed forvaltet via CCBM steg fra 124 mia. euro ultimo 2000 til 157 mia. euro ultimo 2001. Overførsel af værdipapirer mellem værdipapirafviklingssystemer via links udgør i øjeblikket det eneste alternativ til CCBM. Selv om der findes over 60 links mellem værdipapirafviklingssystemer, som er godkendt til transaktioner i Eurosystemet, anvendes disse links fortsat i begrænset omfang. Figur 31 viser udviklingen i grænseoverskridende sikkerhedstilførsel via CCBM og links som en procentdel af den samlede sikkerhedsstilførsel i Eurosystemet.

Ifølge en undersøgelse foretaget af Eurosystemet¹ mente markedsdeltagerne, at den begrænsede anvendelse af links hovedsagelig kunne tilskrives to faktorer. For det første er modparterne nødt til at overføre den del af deres beholdninger, som anvendes til centralbankoperationer, til indenlandske værdipapirafviklingssystemer, hvorved beholdningerne flyttes fra deres sædvanlige afviklingsmiljø. For det andet kender markedsdeltagerne tilsyneladende allerede procedurerne i CCBM, hvor de kan benytte alle godkendte aktiver. Indførelsen af nye procedurer ville kræve en betydelig investering, som muligvis ikke kan berettiges i tilfælde af en konsolidering inden for sektoren.

1) "Cross-border use of collateral: a user's survey", ECB, februar 2001.

Figur 3 I**Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i pct. af den samlede sikkerhedsstillelse over for Eurosystemet**

2 Generelle spørgsmål vedrørende overvågning af betalingssystemerne

I februar 2001 vedtog ECBs Styrelsesråd hovedprincipperne for systemisk vigtige betalingssystemer (Core Principles) i Eurosystemets minimumsstandarder for den fælles overvågningspolitik i forbindelse med betalingssystemer. Core Principles blev udarbejdet af G10-komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) for at bidrage til den finansielle stabilitet ved at styrke den finansielle infrastruktur. I Core Principles beskrives principper, bedste praksis og retningslinjer for udformningen og driften af betalingssystemer samt de nøgleelementer, som alle systemisk vigtige betalingssystemer bør omfatte. Da det ifølge traktaten er en af Eurosystemets opgaver at fremme betalingssystemernes problemfri funktion, vil Eurosystemet inden udgangen af 2002 vurdere alle systemisk vigtige betalingssystemer i euroområdet op imod Core Principles.

I 2001 udarbejdede IMF på ECBs anmodning rapporter om overholdelse af internationale standarder og kodekser (ROSCer) for euroområdet på baggrund af programmet til vurdering af den

finansielle sektor (FSAP). ECBs deltagelse i udarbejdelsen af disse ROSC'er afspejler ønsket om at overholde internationale standarder og koder samt viljen til at foregå med et godt eksempel i forbindelse med gennemførelsen af disse. ECB er overbevist om, at overholdelse af internationale standarder og bedste praksis er afgørende for at kunne styrke det globale finansielle system og sikre finansiell stabilitet.

IMFs rapporter omfattede en vurdering af gennemsigtigheden i Eurosystemets politik for betalingssystemer og overholdelsen af Core Principles i de to systemisk vigtige betalingssystemer i EU-regi, dvs. TARGET samt Euro I, som forvaltes af Euro Banking Association (EBA).² IMF anerkendte, at Eurosystemet fortsat har et højt gennemsigtighedsniveau i sin politik for betalingssystemer. Desuden fastslog IMF, at TARGET havde opfyldt sit formål og også stort set havde

2) IMF offentliggjorde ROSC'erne i oktober 2001, og de findes på IMF's websted (<http://www.imf.org>).

opfyldt markedets behov. TARGET overholder seks af Core Principles til fulde og overholder stort set eller delvis kravene i yderligere tre Core Principles. Et af Core Principles finder ikke anvendelse på TARGET. Eurosystemet sigter nu ef-

ter yderligere at forbedre TARGETs overholdelse af de Core Principles, som endnu ikke overholdes til fulde (se desuden boks 9 i kapitel V for yderligere oplysninger). Euro I, som overvåges af ECB, overholder alle Core Principles til fulde.

3 Systemerne for store betalinger

3.1 Udviklingen i andre systemer for store betalinger i euro

I 2001 fungerede de fem nettoafviklingssystemer for store betalinger i euro fortsat problemfrit. Disse systemer er Euro I, som forvaltes af EBA, Euro Access Frankfurt (EAF) i Tyskland, Paris Net Settlement (PNS) i Frankrig, Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) i Spanien og Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS) i Finland. EAF blev lukket efter indførelsen af RTGS^{plus}, den nye tyske TARGET-komponent, den 5. november 2001.

Disse systemer for store betalinger i euro har vist sig at være passende alternativer til TARGET i forbindelse med gennemførelsen af visse betalinger. I 2001 behandlede det største af systemerne, Euro I, omkring 113.000 transaktioner dagligt svarende til en gennemsnitlig værdi af 205 mia. euro pr. dag. Tilsammen behandlede de fem systemer omtrent den samme mængde betalinger som TARGET. Værdimæssigt behandlede de ca. en tredjedel af værdien af de samlede betalinger i TARGET, eftersom tidskritiske og meget store betalinger, bortset fra pengepolitikrelaterede betalinger, i forbindelse med pengemarkedsoperationer normalt foretages via TARGET.

Selv om interbankbetalinger i 2001 udgjorde over 80 pct. af den samlede værdi af betalingerne i de fem betalingssystemer for store betalinger, steg andelen af små kundebetalinger i alle systemer. Mængdemæssigt var over halvdelen af betalingerne kundebetalinger, typisk med en værdi under 50.000 euro. Denne udvikling kan tilskrives et skift fra korrespondentbankkanaler til betalingssystemer og er udtryk for et øget behov

for effektive, grænseoverskridende detailbetalinger i euroområdet.

3.2 Continuous Linked Settlement (CLS)

CLS-systemet blev etableret med henblik på afvikling af valutatransaktioner på grundlag af en betaling mod betaling-mekanisme via CLS Bank, en privat bank i New York. CLS er en privat løsning på centralbankernes behov for at mindske risikoen vedrørende afvikling af valutatransaktioner. Lidt forsinkelse i forbindelse med udviklingen af systemet betyder, at CLS Bank indleder de første operationer med syv valutaer i midten af 2002.

Som forudset i rammerne for overvågning baseret på samarbejde i Lamfalussy-rapporten³ har Federal Reserve System det overordnede ansvar for overvågning af CLS-systemet og har inddraget centralbankerne i de lande, hvis valutaer vil være omfattet, i systemdesignet. Bank of England skal være den godkendende myndighed i medfør af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer. Da euroen skal være en af CLSs første afviklingsvalutaer, har Eurosystemet nøje fulgt udviklingen af systemet og samarbejdet tæt med CLS Bank og med de andre centralbanker, som er involveret i overvågningen af systemet. I 2001 mødtes repræsentanter for Eurosystemet desuden to

3) "Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries", BIS, november 1990.

gange med euroområdetets aktionærer i CLS for at drøfte likviditetsstyring og operationelle spørgsmål. Sammen med bankerne har ESCB udarbejdet anbefalinger vedrørende CLS-betalinger i euro. I disse anbefalinger, som kan hentes

på ECBs websted, understreges det, at bankerne bør foretage deres betalinger til CLS Bank så tidligt på dagen som muligt, så der er tid til at løse uforudsete problemer, samt at CLS-betalinger bør have højeste prioritet.

4 Detailbetalingssystemerne

4.1 Den endelige overgang til euro i detailbetalingssystemerne

I 2001 overvågede Eurosystemet detailbetalingssystemernes parathed til operationer i euro fra begyndelsen af 2002. Overgangen til euroen forventedes således ikke at give de store problemer for detailbetalingssystemerne eller kontantløse betalingsinstrumenter. Der var imidlertid fortsat visse spørgsmål vedrørende forberedelsen af kontantautomater og butiksbetalingsystemer i enkelte lande. Disse spørgsmål blev afklaret inden den endelige overgang til euroen. Se desuden kapitel VI for yderligere oplysninger om overgangen til eurosedler og -mønter.

4.2 Udviklingen inden for grænseoverskridende detailbetalingsydelser

For at opfylde målsætningen om et fælles betalingsområde for euroen fungerede Eurosystemet i 2001 fortsat som katalysator for forbedringer inden for grænseoverskridende detailbetalingssystemer, således at grænseoverskridende betalinger med tiden bliver lige så sikre, prisvenlige og effektive som indenlandske betalinger. I artiklen "På vej mod et ensartet serviceniveau for detailbetalinger i euroområdet" i ECB Månedsoversigt for februar 2001 bekræftede ECB sin holdning i rapporten "Improving cross-border retail payment services in the euro area – the Eurosystem's view" fra 1999. ECB holdt forskellige møder og samarbejdede tæt med bankerne, betalingsoperatørerne og den europæiske kreditformidlingssektors sammenslutninger for

at bidrage til, at sektoren senest i 2002 opfylder målsætningerne i henhold til rapporten fra 1999. I rapporten "Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro" fra november 2001 vurderede Eurosystemet, hvordan de resterende hindringer, som indebærer høje omkostninger i forbindelse med grænseoverskridende kreditoverførsler, kunne fjernes. Der blev foreslået forskellige tekniske muligheder, som bankerne kan vælge at gennemføre for at etablere en effektiv interbankinfrastruktur for grænseoverskridende detailkreditoverførsler. I rapporten beskrives en plan ("road map"), som bankerne skal følge med henblik på at sænke omkostningerne ved grænseoverskridende betalinger til omkostningsniveauet for indenlandske betalinger senest ved udgangen af 2004.

Gebyrerne for grænseoverskridende detailkreditoverførsler har ligget på et højt niveau i en række år. Derfor har Europa-Parlamentet og Rådet vedtaget forordning (EF) nr. 2560/2001 af 19. december 2001 om grænseoverskridende betalinger i euro. Ifølge denne forordning skal bankerne reducere gebyrerne for grænseoverskridende betalinger på højst 12.500 euro (50.000 euro pr. 1. januar 2006) til gebyrniveauet for indenlandske betalinger. Forordningen gælder for kortbetalinger og hævning af kontanter fra kontantautomater fra 1. juli 2002 og for grænseoverskridende kreditoverførsler fra 1. juli 2003. I oktober 2001 offentliggjorde ECB en udtalelse om forslaget til forordning, hvori det blev fastslået, at ECB støtter det overordnede formål med forordningen, men har visse forbehold vedrørende forordningens potentielle negative virkninger.

4.3 EBA-initiativer

I november 2000 lancerede EBA STEP 1-initiativet (STEP er en forkortelse for "Straight-Through Euro Processing") til behandling af små kundebetalinger. Antallet af banker tilknyttet STEP 1-systemet steg fra 21 på tidspunktet for lanceringen til 65 ved udgangen af 2001, og mængden og værdien af betalinger i ordningen er steget til det tredobbelte, dvs. over 7.100 betalinger dagligt svarende til en samlet værdi af 79,3 mio. euro i gennemsnit pr. dag.

I 2001 præsenterede EBA et forslag til et pan-europæisk interbanksystem for detailbetalinger. Det nye system, STEP 2, er en videreudvikling af STEP 1-systemet og skal ses i lyset af Eurosystemets mål om at forbedre de grænseoverskridende detailbetalingsydelse i euroområdet. STEP 2 er et automatiseret clearingsystem, hvor alle afsenderes betalingsordrer sorteres og videresendes til den enkelte modtager. Disse betalingsordrer afvikles via en bank, der deltager i Euro 1-systemet for store betalinger. EBA agter at implementere STEP 2-systemet senest i december 2002.

4.4 Elektroniske penge og analyse af e-handel og e-betalinger

I 2001 rettede Eurosystemet opmærksomheden mod den seneste udvikling inden for e-betalinger

(dvs. betalinger over internettet) på baggrund af stigningen i e-handlen og andre initiativer. Eurosystemet indledte en analyse af, i hvilket omfang den seneste udvikling har påvirket centralbankernes traditionelle opgaver i forbindelse med betalingssystemer og betalingsinstrumenter, nemlig at opretholde systemisk stabilitet, øge effektiviteten og sikkerheden samt beskytte den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Da spørgsmålet om tillid (juridisk sikkerhed, sikkerhed i transaktioner osv.) er afgørende inden for e-handel, indledte Eurosystemet en analyse af "tillidsydelser" i det åbne netværk, såsom eventuelle applikationer af Public Key Infrastructure i betalingssystemsektoren.

Eurosystemet fortsatte desuden med at overvåge udviklingen inden for e-pengeordninger og konsekvenserne for centralbankerne. Især de forskellige tekniske sikkerhedsforanstaltninger inden for e-pengeordninger blev analyseret ud fra et overvågningsmæssigt synspunkt. I øjeblikket vurderes det, hvorvidt minimumskravet i ECBs "Report on electronic money" (1998) vedrørende den tekniske sikkerhed i forbindelse med e-pengeordninger kan uddybes nærmere med henblik på at etablere fælles rammer for den tekniske sikkerhed. Opmærksomheden rettes især mod de markedsinitiativer, der vedrører sikkerhedsrammer bestående af sikkerhedsmål og -krav, som er uafhængige af den anvendte teknologi.

5 Værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer

Eurosystemet har en overordnet interesse i, at værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemerne fungerer problemfrit. Hvis disse systemer ikke fungerer korrekt, kan det påvirke centralbankernes to kerneansvarsområder, nemlig at sikre betalingssystemernes problemfri funktion og at gennemføre pengepolitikken. Desuden har visse NCB'er egne værdipapirafviklingssystemer eller er specifikt ansvarlige for overvågning af systemerne.

En værdipapirhandel mellem to parter indebærer dels levering af værdipapirerne, dels den underliggende betaling. Disse aktiviteter udføres af centrale institutioner, såsom værdipapirafviklingssystemer. De forpligtelser, som deltagerne i værdipapirafviklingssystemerne skal opfylde, beregnes indimellem på forhånd af clearingcentraler. Clearingcentraler, der agerer som køber over for sælger og sælger over for køber, kaldes centrale modparter. Forstyrrelser i værdipapirafviklingssystemerne kan hæmme finansmarke-

deres problemfri funktion, og med gennemførelsen af levering mod betaling-mekanismer overføres de automatisk til betalingssystemet. Alle Eurosystemets kreditoperationer er underlagt sikkerhedsstillelse, og gennemførelsen af disse operationer afhænger af rettidig levering af aktiver, som hovedsagelig overføres og afvikles af disse institutioner.

5.1 Clearing

Eurosystemet har nøje overvåget og analyseret konsolideringsprocessen inden for clearing med central modpart på baggrund af de eventuelle konsekvenser for den problemfri gennemførelse af pengepolitiske operationer, betalings- og afviklingssystemernes effektivitet og stabiliteten på finansmarkederne generelt. Konsolideringsprocessen⁴ bidrager til kompleksiteten inden for dette område. På den ene side kan en konsolidering af clearing med central modpart bidrage til at øge effektiviteten inden for værdipapirclearing og -afvikling. På den anden side vil der være flere potentielle systemiske konsekvenser i tilfælde af en central modparts konkurs, jo større denne modpart er. I lyset heraf opstår der en række relevante spørgsmål. Den 27. september 2001 offentliggjorde ECB Eurosystemets holdning til konsolideringen af clearing med central modpart og fastslog følgende:

For det første er det afgørende, at der fastsættes effektive standarder for risikostyring vedrørende centrale modparter.

For det andet har de forskellige valutaområder traditionelt udviklet deres egne indenlandske infrastruktur for betalingssystemer, værdipapirafviklingssystemer, børser osv. Derfor er det vigtigt at skelne mellem "indenlandske" og "internationale" centrale modparter. "Indenlandske" centrale modparter behandler hovedsagelig aktiver denomineret i én valuta. Euroområdet er det logiske geografiske område for en markedsinfrastruktur, hvor der hovedsagelig handles med værdipapirer og afledte instrumenter denomineret i euro. I lyset af værdipapirclearing- og værdipapir-

afviklingssystemernes eventuelle systemiske betydning bør denne "indenlandske" infrastruktur derfor henlægges til euroområdet. Endvidere bør eksisterende indenlandske infrastrukturer ikke være nogen hindring for etablering af "internationale" infrastrukturer, der kan håndtere forskellige valutaer, herunder euroen, samtidig.

Ud over at fremme integration kan en konsolidering inden for clearing med central modpart bidrage til at sænke clearingomkostningerne via stordriftsfordele og netværkseksternaliteter. Medmindre der er tydelige tegn på, at markedet svigter, bør konsolideringen af clearing med central modpart varetages af den private sektor, dog med eventuel støtte fra offentlige myndigheder, som kan fjerne uretfærdige og uberettigede hindringer for integration og konkurrence, såsom juridiske vanskeligheder og manglende standardisering.

Endvidere har Eurosystemet en interesse i at have en effektiv markedsstruktur. Uanset hvordan den endelige struktur bliver, er det afgørende, at markedsdeltagerne har fri og ensartet adgang til alle systemer i hele værdikæden (dvs. handel, clearing og afvikling).

Endelig støtter Eurosystemet et globalt samarbejde vedrørende clearing med central modpart og bør deltage i overvågningen af de globale systemer for flere valutaer, der anvender euro.

5.2 Afvikling

I 1998 indførte ECB standarder for værdipapirafviklingssystemer og links mellem værdipapirafviklingssystemer, som disse systemer skal overholde, hvis de skal anvendes til kreditoperationer i ESCB. Med disse standarder undgås uensigtsmæssige risici i forbindelse med kreditoperationer, hvilket sikrer et fælles sikkerhedsniveau for værdipapirafvikling i forbindelse med sikkerhedsstillelse. Det vurderes regelmæssigt, hvor-

4) Konsolidering kan opnås på forskellige måder, fx via interoperabilitet, alliancer, joint ventures og fusioner.

vidt værdipapirafviklingssystemerne og deres links overholder disse standarder. Den 3. juli 2001 godkendte Styrelsesrådet yderligere fem links mellem værdipapirafviklingssystemer, hvilket bragte antallet af aktuelt godkendte links op på i alt 66. De fem nye godkendte links er mellem SCLV (Spain) og Necigef (Holland), Necigef og SCLV, Euroclear (Belgien) og Crest (Storbritannien), Crest og Euroclear samt Monte Titoli (Italien) og Clearstream (Luxembourg).

Visse værdipapirafviklingssystemer er involveret i grænseoverskridende konsolideringsprocesser. Bortset fra overdragelsen af afviklingsfunktionen i Central Bank of Ireland til Euroclear i december 2000 har sådanne aftaler dog endnu ikke resulteret i en reduktion af antallet af systemer i Europa.

5.3 Samarbejdet med Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder

I oktober 2001 blev Styrelsesrådet og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder

enige om at samarbejde i forbindelse med spørgsmål af fælles interesse inden for værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer. Målet med dette samarbejde er at fastsætte standarder og/eller anbefalinger på europæisk plan. En fælles tilgang vil bidrage til at skabe lige konkurrencevilkår for udbydere af værdipapirclearing- og værdipapirafviklingsydelser og modvirke de betydelige forskelle i de europæiske landes lovgivningsmæssige rammer.

Rapporten "Recommendations for Securities Settlement Systems" fra november 2001, som er udarbejdet af en fælles arbejdsgruppe under G10-centralbankernes komite for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og IOSCO (et internationalt samarbejde mellem myndigheder med ansvar for tilsyn med værdipapirmarkeder), dækker værdipapirafviklingssystemer i både i-lande og u-lande. Den blev betragtet som et godt udgangspunkt for en vurdering af behovet for at vedtage mere nøjagtige anbefalinger på europæisk niveau.

6 Samarbejdet med tiltrædelseslandene og andre aktiviteter

6.1 Samarbejdet med tiltrædelseslandene

Eurosystemet fortsatte i 2001 det tætte samarbejde med tiltrædelseslandene inden for betalings- og afviklingssystemer. Bilaterale kontakter, fx i form af taler og præsentationer, og arbejdsmæssige relationer med centralbankerne i tiltrædelseslandene blev etableret og vedligeholdt i løbet af året. ECB arrangerede et multilateralt møde mellem centralbankerne i EU-landene og tiltrædelseslandene, og som opfølgning på dette møde påbegyndte ECB i samarbejde med centralbankerne i EU og tiltrædelseslandene udarbejdelsen af omfattende vejledningsmateriale vedrørende betalings- og afviklingssystemer i forbindelse med tiltrædelsesprocessen.

ECB hjalp forbundet for værdipapircentraler i Central- og Østeuropa med at arrangere en konference om værdipapirafviklingssystemer i Central- og Østeuropa i Budapest i marts 2001. Konferencen havde deltagelse af repræsentanter fra centralbanker, værdipapirmyndigheder og værdipapircentraler.

Den 3.-5. september 2001 afholdt ECB et seminar om betalingssystemer for centralbankmedarbejdere fra tiltrædelseslandene samt andre lande i Østeuropa, Middelhavsområdet, Centralasien og Mellemøsten. Formålet med seminaret var at give deltagerne et overblik over betalings- og værdipapirafviklingssystemerne i EU og informere dem om Eurosystemets aktiviteter inden for disse områder.

ECB samarbejdede desuden tæt med Europa-Kommissionen og var med, når delegationer fra tiltrædelseslandene besøgte Europa-Kommissionen. Under disse besøg drøftedes praktiske spørgsmål vedrørende gennemførelsen af EF-direktiver og -anbefalinger vedrørende betalings- og afviklingssystemerne i tiltrædelseslandenes nationale lovgivning.

Endvidere begyndte ECB at udarbejde en ny udgave af rapporten "Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union" (tiltrædelseslandenes "Blue Book") fra 1999. Den forventes offentliggjort i 2. halvår 2002 og vil indeholde en ajourført vejledning til betalings-, værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemerne i tiltrædelseslandene, herunder ajourførte statistiske data.

Se kapitel V for yderligere oplysninger om ECBs forhold til tiltrædelseslandene.

6.2 Andre aktiviteter

Den 7. februar 2001 holdt ECB en konference med titlen "Towards a domestic retail payment infrastructure for the euro area". Formålet med konferencen var at fremme en strategi for udviklingen i detailbetalinger i euroområdet og gøre markedsdeltagerne bevidste om, hvordan de kan bidrage til en ny detailbetalingsinfrastruktur for det fælles betalingsområde.

I juni 2001 offentliggjorde ECB den tredje udgave af rapporten "Payment and securities settlement systems in the European Union", den såkaldte "Blue Book", med en ajourført beskrivelse af de vigtigste betalings- og værdipapirafviklingssystemer i EU-landene og de seneste statistiske data. I det nye kapitel om euroområdet beskrives de aspekter og karakteristika ved betalings- og værdipapirafviklingssystemerne, som er fælles eller relevante for euroområdet som helhed. Desuden beskrives de fælles juridiske og lovgivningsmæssige rammer i EU samt ECBs og Eurosystemets rolle.



Portugal: (højre) **En pansret lastbil forlader trykkeriet i Portugal med en ladning eurosedler**
(venstre) **Bevæbnede vagter sørger for sikkerheden i forbindelse med pengetransporten**

Kapitel VIII

Finansiell stabilitet og banktilsyn

I Rammerne for finansiel stabilitet og banktilsyn

De institutionelle rammer for banktilsyn er for nylig blevet revideret eller debatteret i en række medlemslande. I nogle tilfælde har forslagene lagt op til, at centralbankernes rolle i forbindelse med banktilsyn reduceres, mens de separate tilsynsmyndigheders ansvarsområder udvides. Ikke desto mindre er de nationale centralbanker (NCBer) i 10 ud af 12 eurolande i øjeblikket enten direkte ansvarlige for banktilsyn, eller de har tæt institutionel forbindelse til den ansvarlige tilsynsmyndighed eller er på anden måde stærkt inddraget i tilsynsopgaver på det operationelle plan. Eurosystemet går kraftigt ind for, at NCBerne fortsat skal spille en rolle, og helst en større rolle, i forbindelse med banktilsyn. Denne holdning, som er offentliggjort,¹ bygger på en vurdering af de vigtigste ændringer i de institutionelle rammer og i finansmarkederne som følge af euroens indførelse.

To af hovedargumenterne for at give en myndighed uden for centralbanken ansvaret for banktilsyn bortfalder næsten helt på baggrund af de institutionelle rammer for tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU). For det første er der færre muligheder for interessekonflikter mellem tilsynspolitiske og pengepolitiske mål i Eurosystemet. Det pengepolitiske retsområde – euroområdet – falder ikke længere sammen med det tilsynspolitiske retsområde, dvs. nationale institutioner og markeder. Der kan således ikke opstå konflikter på nationalt plan, da NCBerne ikke længere har uafhængig kontrol over pengeskabelsen. For det andet gælder det ikke længere, at det vil medføre en for stor magtkoncentration, hvis begge funktioner varetages af samme myndighed, eftersom de pengepolitiske beslutninger nu træffes af ECBs Styrelsesråd og ikke af NCBerne. Argumenterne for at give centralbankerne ansvaret for tilsyn er derimod blevet styrket. ØMU har medført en ændring af den systemiske risikos type og omfang og øget sandsynligheden for, at forstyrrelser, der opstår i eller kanaliseres gennem engros- og kapitalmarkeder eller markedsinfrastrukturer, når ud over de nationale grænser. Eurosystemet kan gøre en

større indsats for at overvåge og kontrollere den systemiske risiko i hele euroområdet, hvis NCBerne i højere grad inddrages i banktilsyn. I forbindelse med udøvelsen af disse tilsynsfunktioner kunne NCBerne bruge deres viden – som de har tilegnet sig som dele af Eurosystemet – om udviklingen i euroområdet både i penge- og værdipapirmarkederne og i markedsinfrastrukturerne. Desuden giver tendensen til internationalisering og til at samle finansielle aktiviteter i konglomerater anledning til vigtige spørgsmål vedrørende den systemiske risiko i forbindelse med store og komplekse multinationale institutioner. En institutionel ramme, hvor ECB har ansvaret for pengepolitikken, og NCBerne er stærkt inddraget i tilsynet på de indenlandske markeder, og hvor samarbejde fremmes på euroområdeniveau, virker derfor hensigtsmæssig, når det drejer sig om at håndtere ændringerne som følge af euroens indførelse. Disse argumenter går også igen i ECBs udtalelser i overensstemmelse med traktatens artikel 105, stk. 4, om udkast til lovgivning om den institutionelle struktur i forbindelse med finansielt tilsyn i Østrig og Tyskland.²

Debatten om, hvorvidt de institutionelle rammer for finansiel stabilitet er tilstrækkelige, føres også på EU-plan. Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC) har overvåget gennemførelsen af anbefalingerne i rapporten om finansiel stabilitet (Report on Financial Stability) fra april 2000, som opfordrede til forbedring, via øget samarbejde, af de operationelle funktioner inden for rammerne for finansiel stabilitet. Udvalget har også undersøgt spørgsmålet om styring af finansielle kriser, der ikke blev behandlet specifikt i ovennævnte rapport. Resultatet af dette arbejde er rapporten om styring af finansielle kriser (Report on Financial Crisis Management) fra april 2001. I rapporten anerkendes det, at tilsynsudvalgene og EU-landenes nationale myndigheder er kommet meget langt med hensyn til at gen-

1) Se Den Europæiske Centralbanks publikation "Centralbankernes tilsynsrolle", marts 2001.

2) Se "Publications – Legal documents" på ECBs websted.

nemføre anbefalingerne i den første rapport, og de berørte instanser opfordres til at gøre de nuværende institutionelle rammer endnu mere effektive. Der tilskyndes endvidere til tættere samarbejde med henblik på effektiv krisestyring. I rapporten fra Det Økonomiske og Finansielle Udvalg anbefales navnlig følgende: i) Større finansielle institutioner og koncerner bør være i stand til med kort varsel at fremlægge nøjagtige oplysninger om deres finansielle stilling, og de bør udføre stress-testing og udarbejde nødplaner for specifikke krisesituationer, som regelmæssigt indberettes til de relevante tilsynsmyndigheder og centralbanker, ii) eventuelle juridiske hindringer for rettidig udveksling af oplysninger mellem tilsynsmyndigheder, NCBerne og andre relevante myndigheder bør fjernes, iii) der

bør udpeges en koordinerende tilsynsmyndighed for større finansielle institutioner, herunder konglomerater, iv) der bør udarbejdes hensigts-erklæringer for spørgsmål i forbindelse med krisestyring og fastlæggelse af procedurer for udveksling af oplysninger i krisesituationer og v) at konkurrencemyndighederne bør have tidssvarende og robuste procedurer for behandling af de konkurrencemæssige virkninger af foranstaltninger til krisestyring. Eurosystemet støtter fuldt ud rapportens vurdering og opfordrer kraftigt til, at dens anbefalinger straks gennemføres. I den forbindelse har Banktilsynskomiteen (BSC) samarbejdet med Kontaktgruppen (GdC) om at skabe enighed mellem tilsynsmyndighederne og centralbankerne om samarbejde og udveksling af oplysninger i krisesituationer.

2 Struktur, performance og risici i banksektoren

Banktilsynskomiteens overvågning af udviklingen i banksektoren set ud fra et EU-/euroområdetsperspektiv blev yderligere forbedret på to hovedområder i løbet af 2001. For det første blev der iværksat en regelmæssig og omfattende analyse af de vigtigste strukturelle udviklingstendenser i banksektoren. Denne analyse – der skal udføres årligt – forventes at fremhæve de relevante strukturelle udviklingstendenser, der kræver centralbankernes og tilsynsmyndighedernes opmærksomhed og politiske reaktioner. I den forbindelse har Banktilsynskomiteen også fortsat sin undersøgelse af en række ad hoc-spørgsmål, fx forholdet mellem bank og kunde inden for finansielle tjenesteydelser til virksomheder og udviklingen i bankernes likviditetsprofil og -styring. For det andet er den regelmæssige makro-prudentielle analyse af banksektorens stabilitet blevet udvidet yderligere, hvad angår metoder og undersøgelsesområde. Der arbejdes på at udvikle metoder til vurdering af bankernes kreditrisiko i forbindelse med de forskellige erhvervssektorer og til gennemførelse af stress-testanalyser. Blandt de emner, der behandles, er det værd at nævne fastsættelse af bankernes hensættelser til tab på udlån i løbet af en konjunkturperiode. De

vigtigste strukturelle udviklingstendenser i banksektoren og de vigtigste faktorer, der påvirker banksektorens sundhed, er beskrevet nedenfor.

Den strukturelle udvikling

En række langsigtede tendenser præger fortsat banksektoren.

For det første fortsatte konsolideringsprocessen i banksektoren i de fleste EU-lande i 2001. Denne proces har på det seneste i stadig højere grad omfattet de største banker, der har styrket deres position på de indenlandske markeder eller stræbt efter at opnå tilstrækkelig "masse" til at integrere engros- og kapitalmarkedsaktiviteter og konkurrere på euroområdetniveau på en række områder (fx kapitalforvaltning, garantistillelse i forbindelse med emission (underwriting) og handelsaktiviteter). Dette fremgår af tabel 16, som viser, at bankfusionernes samlede værdi og den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er øget betydeligt i de seneste år. I samme periode er omstruktureringen af små og mellemstore banker fortsat med uformindsket styrke i mange lande.

Tabel 16**Fusioner og virksomhedsovertagelser, der omfatter EU-banker**

	1990-1997	1998-2001	1990-2001
Værdi i alt (EUR mio.)	201.739	333.664	535.404
<i>(I pct. af samlet værdi)</i>	38	62	100
<i>heraf (pct.):</i>			
<i>Indenlandske/inden for branchen</i>	61	66	64
<i>Indenlandske/brancheoverskridende</i>	17	14	15
<i>Grænseoverskridende/inden for branchen</i>	8	13	12
<i>Grænseoverskridende/brancheoverskridende</i>	14	7	9
Gennemsnitlig størrelse (EUR mio.)	412,6	1 174,9	729,8
<i>Indenlandske/inden for branchen</i>	475,8	1 345,9	861,6
<i>Indenlandske/brancheoverskridende</i>	310,5	1 131,1	549,1
<i>Grænseoverskridende/inden for branchen</i>	246,9	1 064,2	606,5
<i>Grænseoverskridende/brancheoverskridende</i>	58,1	605,0	570,4

Kilde: Thomson Financial Securities Services.

Anm.: Indenlandske/grænseoverskridende bestemmes på grundlag af det overtagne selskabs jurisdiktion. Brancheoverskridende betyder handler mellem banker og finansielle institutioner, der ikke er banker. Dataene omfatter alle handler, der omfatter store og mellemstore selskaber (Thomsons definition).

Som følge heraf er den indenlandske bankkoncentration tiltaget yderligere i de fleste lande. I EU-landene steg den gennemsnitlige andel af den indenlandske bankvirksomhed, som kontrolleres af de fem største banker (CR5), fra ca. 50 pct. til 60 pct. i perioden 1990-2001. De største bankers stigende deltagelse i konsolideringsprocessen har fremmet de strukturelle ændringer, og koncentrationen er øget signifikant siden 1997. Der er dog fortsat betydelige forskelle mellem de enkelte lande. De skandinaviske landes CR5-tal ligger på 70-90 pct., mens tallet er ca. 20 pct. for Tyskland, hvis banksektor har den største spredning. Konsolideringen er også øget inden for investeringsbankvirksomhed. De største EU-banker har i de senere år investeret betydelige summer i dette område for at kunne imødekomme den kraftige stigning i efterspørgslen efter tjenesteydelser inden for investeringsbankvirksomhed som følge af ekspansionen på de europæiske kapitalmarkeder. Investeringsbankvirksomhedens tiltagende betydning afspejler sig i EU-bankernes indtægtsstruktur. I 2000 tegnede de ikke-rentebaserede indtægter, hvor investeringsbankvirksomhed er en af hovedkilderne, sig for 52 pct. af den samlede nettoindkomst (i forhold til under 30 pct. i 1996). På dette område skyldes konsolideringen ønsket om at opnå glo-

bal tilstedeværelse og kunne tilbyde en bred vifte af tjenesteydelser. Banksektoren bliver mere og mere polariseret, efterhånden som mellemstore investeringsbanker har måttet vælge mellem at blive nicheaktører, slå sig sammen med andre virksomheder eller trække sig fra sektoren. Denne tendens er styrket i forbindelse med de ugunstige erhvervsforhold som følge af den kraftige korrektion af aktiemarkedet siden 2. halvår 2000. En markant nedgang i den primære kapitalmarkedsaktivitet, navnlig aktieudstedelse, medførte en betydelig reduktion af indtægterne fra investeringsbankvirksomhed i 2001.

For det andet foregår der en internationaliseringsproces både inden for og uden for EU. Denne proces er tilsyneladende forbundet med stigende indenlandsk konkurrence og mere gunstige vækstudsigter på de udenlandske markeder. Mange banker har foretrukket at ekspandere til nabolande eller lande, der har samme sprog og kultur, og på den måde udvikle "regionale" bankaktiviteter. Græske banker har fx ekspanderet til Balkanlandene, skandinaviske banker til de nordiske og baltiske lande, og spanske banker til Latinamerika. Central- og Østeuropa har været mål for banker fra Østrig, Belgien, Frankrig, Holland og Italien. Alene inden for EU har adskillige

vigtige grænseoverskridende transaktioner ført til en stigning i den ikke-indenlandske komponent i mange landes banksektorer. Aggregerede data viser også en stigning i betydningen af grænseoverskridende fusioner og virksomhedsovertagelser (se tabel 16).

For det tredje dannes der finansielle konglomerater i mange lande. Det understreges af den ret betydelige andel af brancheoverskridende handler i forbindelse med de fusioner og virksomhedsovertagelser, der omfatter EU-banker (se tabel 16). Den traditionelle form for konglomeratdannelse omfatter etablering af bank- og forsikringsgrupper. Denne tendens er også blevet fremmet af reformerne inden for nationale pensionsordninger, der har øget pensionskassernes investeringspotentiale og synergien ved at distribuere forskellige finansielle produkter. Distributionsaftaler, der normalt er baseret på bankernes filialnet, har udgjort et alternativ til ejerskab. Bankerne kan på denne måde dække nogle af omkostningerne ved at have et omfattende filialnet. I den senere tid har bankerne i stigende grad fusioneret med børsmæglervirksomheder for at kunne udnytte de kapitalmarkeder, som udvikler sig.

For det fjerde har udvisningen af de traditionelle grænser mellem bankvirksomhed, forsikring og kapitalforvaltning i stigende grad medført finansielle hybridprodukter, fx forsikringskontrakter, hvis performance er knyttet til andele i investeringsforeninger. Hvad angår virksomhedskunder, har bankerne ekspanderet ud over deres traditionelle rolle som kreditydere ind på områder som garantistillelse i forbindelse med emission, rådgivning og omstrukturering af virksomheder. Selv om relationsbaserede strategier (relationship banking) fortsat er relevante i alle lande, øges presset som følge af international konkurrence. Virksomheder er fx begyndt at udbyde i licitation via internationale banker eller anvende forskellige banker til forskellige transaktioner.

Endelig anvender bankerne i stigende grad alternative distributionskanaler til at reducere omkostningerne og nå nye kunder. Selv om filialerne stadig udgør hovedkanalen, er bankerne i stigen-

de grad begyndt at anvende uafhængige formidlere eller franchisesystemer. Internettet giver mulighed for grundlæggende ændring af bankernes kundeservice. I de fleste EU-lande er bankerne dog ved at udvikle en flerstrengt strategi, hvor det traditionelle filialnet kombineres med internettet. Hidtil har netbankvirksomhed hovedsagelig omfattet værdipapirhandel og andre standardiserede, indskudsrelaterede ydelser. I EU er netbankvirksomhed primært blevet udbudt af eksisterende banker. Der er meget få rene internetbanker, og deres markedsandel er meget lille.

Performance og risici

I løbet af 2001 forringedes bankernes forretningsforhold, da de makroøkonomiske forhold på globalt plan og EU-plan svækkedes, aktiemarkedene faldt, og volatiliteten på finansmarkederne tiltog. Der blev sat mere fokus på makroprudentiel analyse af risiciene i banksektoren, navnlig efter terrorangrebene i USA den 11. september.

Risiciene i banksektoren tiltog, også før begivenhederne i USA, som følge af låntagernes øgede gældsforpligtelser og visse vigtige låntagersektors og -landes større sårbarhed.

For det første – hvad angår bankernes sektormæssige risikoeksponering – viste TMT-sektoren (telekommunikation, medier og teknologi) en hurtig stigning i låntagning, hovedsagelig til erhvervelse af licenser og andre investeringer, der var relateret til tredje generations mobiltelefonet. I EU tabte disse sektorer over 50 pct. af deres kursværdi i året efter toppunktet i foråret 2000. Selv om markedets opfattelse af TMT-sektoren blev mere positiv i slutningen af 2001, var der dog stadig tale om betydelig sårbarhed. Det skyldtes bl.a. regeringernes stigende ønske om at reducere de store omkostninger ved at bygge infrastrukturen til tredje generations mobilnet. Visse sektorbestemte risici voksede yderligere som følge af terrorangrebene i USA. Det gjaldt især for de sektorer (luftfart, turisme og forsikring),

der var direkte berørt af angrebene. Bankernes risikoeksponering i disse sektorer var generelt overskuelig og ikke så stor.

For det andet – hvad angår bankernes landsopdelte risikoeksponering – var den økonomiske situation i nogle nye vækstøkonomier blevet værre allerede inden begivenhederne i USA, der medførte en yderligere forringelse. I Asien faldt den økonomiske aktivitet især som følge af et brat fald i IT-sektorens eksport. Situationen i Latinamerika forværredes markant som følge af nedgangen i den amerikanske økonomi og finanskrisen i Argentina. I løbet af året og i modsætning til tidligere situationer med finansiell ustabilitet på nye vækstmarkeder sondrede de internationale investorer mellem de specifikke risici i forbindelse med Argentina og de specifikke risici i forbindelse med andre latinamerikanske lande. De finansielle afsmitningseffekter på Brasilien aftog markant i 4. kvartal 2001, selv om forholdene i Argentina fortsat forværredes. En lignende vurdering gælder Tyrkiet, hvor den fi-

nansielle ustabilitet ikke medførte udbredt afsmitning på andre lande, selv om den stadig giver anledning til bekymring. Med undtagelse af Rusland forringedes udsigterne for økonomisk vækst også i en række central- og østeuropæiske lande. EU-bankernes samlede bruttokrediteksponering over for de nye vækstøkonomier steg i 2001, men var i de fleste tilfælde ret begrænset i forhold til bankernes egenkapital.

For det tredje – hvad angår banksektoren – faldt EU-bankernes nettoindkomst i 2001 som følge af en nedgang i indtægterne fra investeringsbankvirksomhed, der var en af hovedfaktorerne bag det rekordstore overskud i 2000, og forringelsen af de makroøkonomiske forhold. I den forbindelse har bankernes uflexible omkostninger gjort det sværere at fastholde rentabiliteten. Alt i alt forværredes udsigterne for rentabiliteten i løbet af 2001. De fleste bankers akkumulerede stødpudekapital og positive økonomiske resultater i årene før 2001 skaber dog tillid til, at de kan modstå forringelsen i de eksterne forhold.

3 Banklovgivning og finansiell lovgivning

Revisionen af kapitaldækningsreglerne for banker var fortsat den vigtigste internationale begivenhed på banklovgivningsområdet. Baselkomiteen for banktilsyn (BCBS) besluttede at ændre tidsrammen for færdiggørelse og gennemførelsen af den nye Capital Accord, bl.a. med henblik på en grundig gennemgang af de talrige og omfattende kommentarer, som den modtog under og efter den anden konsultationsrunde, som startede i januar 2001. I løbet af 2001 arbejdede Baselkomiteen videre med hovedelementerne i de nye rammers tre søjler, nemlig minimumskapitalkrav, tilsynsprocessen og markedsdisciplin, med henblik på at udarbejde et omfattende regelsæt. Desuden blev kalibreringen af absolutte kapitalkrav forbedret yderligere på grundlag af resultaterne af målrettede effektundersøgelser. Endvidere blev der sat øget fokus på makroprudentielle aspekter vedrørende den nye Accords eventuelle procykliske træk.

Parallelt med Baselkomiteens indsats blev der på EU-plan arbejdet med at reformere kapitallovgivningsrammen for banker og investeringsvirksomheder. I marts 2001 offentliggjorde Europa-Kommissionen sit andet konsultationspapir. Dette dokument lagde vægt på spørgsmål af særlig interesse for EU, fx behandlingen af små og mellemstore banker og af investeringsvirksomheder, og der blev fremsat en række specifikke løsningsforslag. Der er planer om en ny lovgivningsprocedure i forbindelse med det kommende direktiv med henblik på at opnå fleksibilitet i beslutningsprocessen og reagere effektivt på udviklingen inden for finansielle tjenesteydelser og på finansmarkederne. Den er baseret på en sondring mellem direktivernes hovedelementer, der er underlagt den normale lovgivningsprocedure med fælles beslutningstagning, og de tekniske bestemmelser, som skal ændres i henhold til "komitologiproceduren".

I juni 2001 fremsendte ECB, der deltager som observatør i både Baselkomiteen og Det Rådgivende Bankudvalg (EU-forum, der bistår Europa-Kommissionen ved udarbejdelse af ny EU-banklovgivning), sine kommentarer til Baselkomiteens³ og Europa-Kommissionens konsultationspapirer. ECB støttede det generelle indhold i den foreslåede lovgivningsreform, som efter ECBs opfattelse vil bidrage til at øge den finansielle stabilitet. ECBs bemærkninger vedrørte først og fremmest: i) de eventuelle procykliske virkninger af den nye Accord, ii) behovet for en tilstrækkelig incitamentsstruktur i forbindelse med udvælgelse af den mest hensigtsmæssige metode (dvs. standardmetoden og den interne ratingmetode, basis approach eller avanceret approach), iii) det effektive samspil mellem de tre søjler og behovet for konvergens inden for tilsyn med gennemførelsen af den nye lovgivningsramme, og iv) den rette balance mellem nøjagtighed og kompleksitet. Hvad angår EU-specifikke spørgsmål, bifaldt ECB en fair og forsigtig behandling af både små og mellemstore banker og af investeringsvirksomheder med henblik på at sikre, at minimumskapitalkravene afspejler deres særlige risikoprofil. ECB bifaldt også den foreslåede fleksibilitet i lovgivningsprocessen.

Spørgsmålet om dagsværdiprincippet i regnskaber (Fair Value Accounting, FVA) har også været aktuelt i den internationale debat efter offentliggørelsen i december 2000 af Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters' konsultationspapir "Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items". I dokumentet fremsættes forslag om at anvende FVA som grundlag for værdiansættelse af alle finansielle instrumenter. I sit bidrag til konsultationsprocessen udtrykte ECB sine forbehold med hensyn til, om det vil være fyldestgørende at anvende et fuldt FVA-regelsæt på banksektoren, især på bankernes anlægsbeholdning (banking book).⁴

Hvad angår finansiell lovgivning, fortsatte gennemførelsen af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser i 2001 med henblik på at fremme integrationen af finansmarkeder i EU yderligere

og samtidig søge at sikre tilstrækkelig investorbeskyttelse og stabilitet i den finansielle sektor. I den forbindelse fremsatte Kommissionen i 2001 et forslag til et direktiv om finansielle konglomerater med henblik på at fastsætte sikkerhedsmæssige krav på konglomeratniveau og optimere koordinationen mellem de kompetente tilsynsmyndigheder. I sin udtalelse herom⁵ foreslog ECB visse forbedringer med hensyn til direktivets anvendelsesområde, tilsynsordningernes gennemsigtighed og klarhed og en hensigtsmæssig fordeling af opgaver og beføjelser mellem de relevante myndigheder, især hvad angår "koordinationen" af supplerende tilsyn.

Begivenhederne den 11. september og deres indvirkning på den finansielle stabilitet blev højt prioriteret i den internationale lovgivningsdebat. Det samme blev den dermed forbundne bekymring over det potentielle misbrug af det finansielle system til finansiering af terrorisme. ECBs Styrelsesråd støttede fuldt ud de foranstaltninger, der efter disse begivenheder blev truffet for at hindre finansiering af terroraktiviteter via det finansielle system. På globalt plan fik Financial Action Task Force on Money Laundering – hvori ECB deltager som observatør – en øget rolle, idet dens mandat blev udvidet til at omfatte bekæmpelse af finansiering af terrorisme. På EU-plan vil den enighed, der endelig blev opnået i december 2001 om ændring af direktivet om hvidvaskning af penge, indebære en betydelig styrkelse af direktivet. Udkastet til et direktiv om insiderhandel og kursmanipulation, der blev fremsat i 2001, forventes også at medvirke til at hindre misbrug af finansmarkederne. I sin udtalelse om emnet fremhævede ECB behovet for at øge samarbejdet om tilsyn og for konvergens, hvad angår tilsynspraksis.

3) Se Den Europæiske Centralbanks publikation "The New Basel Capital Accord. Comments of the European Central Bank", juni 2001.

4) Se Den Europæiske Centralbanks publikation "Fair value accounting in the banking sector", november 2001.

5) Se "Publications – Legal documents" på ECBs websted.



Finland: **Kursus for kasserere i Suomen Pankki –
Finlands Bank i Helsinki**

Kapitel IX

Det statistiske arbejde

I Indledning

Som i 2000 var ECBs statistiske arbejde i 2001 koncentreret om at sikre, at de nødvendige informationer i forbindelse med Eurosystemets funktioner fortsat blev modtaget, behandlet og hurtigt formidlet til brugerne. Statistikken skal være af høj kvalitet og veldokumenteret.

En stor del af dette arbejde blev udført i tæt samarbejde med NCBerne, der indsamler data fra rapporteringsenhederne, udarbejder aggregater på nationalt plan og sender dem til ECB, der på det grundlag udarbejder aggregater for euroområdet. Desuden har både NCBerne (og andre nationale myndigheder) og ECB været stærkt engageret i arbejdet med statistiske begreber og udvikling af statistikker samt i udarbejdelsen af ECB-retsfor skrifter inden for rammerne af Rådets forordning (EF) nr. 2533/98 om Den Europæiske Centralbanks indsamling af statistisk information. Statutten for ESCB indeholder også krav om, at ECB samarbejder med fællesskabsinstitutioner og internationale organisationer.

ESCBs statistiske arbejde er præsenteret i dokumentet "Statistical information collected and compiled by the ESCB" fra maj 2000. Dokumentet omhandler penge- og bankstatistik og beslægtet statistik, betalingsbalancestatistik, kapitalbalancen over for resten af verden, finansielle sektorkonti og statistik over offentlige finanser. Behovet for information i forbindelse med priser og omkostninger, nationalregnskaber, arbejdsmarkedet, offentlige indtægter og udgifter, kortfristede produktions- og efterspørgselsindikatorer og virksomheds- og forbrugerundersøgelser, der hovedsagelig hører under nationale statistikbureauer, behandles på europæisk plan af Europa-Kommissionen. ECB nærer som aktiv bruger en stærk interesse for dette arbejde.

Foruden at opfylde statistikkkravene søger ECB at udarbejde pålidelig, omfattende statistik af høj kvalitet på en måde, der minimerer institutionernes rapporteringsbyrde. Hertil anvender ECB i videst muligt omfang eksisterende statistikker.

2 Penge- og bankstatistik samt finansmarkedsstatistik

De monetære finansielle institutioner (MFler) rapporterer balancedata månedligt og kvartalsvis. Listen over MFler opdateres hver måned og offentliggøres på ECBs websted. Definitionen af MFler er den samme i hele euroområdet og i Den Europæiske Union.

I november 2001 godkendte ECBs Styrelsesråd en ny ECB-forordning om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (ECB/2001/13), der ophæver og erstatter forordning ECB/1998/16, ændret i august 2000, og indfører store forbedringer i MFI-balancestatistikken. De nye krav omfatter månedlig beregning af en detaljeret fordeling af indlån, der indgår i M3, og udlån efter sektor samt rapportering af sammenlignelige data vedrørende korrektion af værdiændringer med henblik på udarbejdelsen af strømstatistik for MFlernes udlån og værdipapirbeholdninger. En kvartalsvis fordeling af MFlernes beholdninger af ak-

tier efter delsektor indgår også. De nye statistikkkrav har været gennem en formel procedure med deltagelse af rapporteringsenheder for at finde et balancepunkt mellem fordelene ved at have flere data til pengepolitiske analyser og andre analyseformål og omkostningerne ved at gennemføre kravene. Der rapporteres første gang data i henhold til den nye forordning i begyndelsen af 2003.

I løbet af 2001 blev pengemængdemålet M3 justeret på grundlag af nye oplysninger om beholdninger af omsættelige instrumenter hos residenter uden for euroområdet. Siden maj 2001 er M3 opgjort eksklusive beholdninger af aktier/andele i pengemarkedsforeninger hos investorer uden for euroområdet. Fra og med pengemængdestatistikken for oktober 2001 er M3 også korrigeret for beholdninger af kortfristede gældsinstrumenter (dvs. pengemarkedspapirer og gældsinstru-

menter udstedt af MFler i euroområdet med en oprindelig løbetid på op til 2 år) hos residerter uden for euroområdet. Fra oktober 2001 er M3 således korrigeret for alle beholdninger af omsættelige monetære instrumenter hos residerter uden for euroområdet. Der foreligger historiske data fra starten af den monetære union i januar 1999. Disse korrektioner bringer M3 betydeligt tættere på ECBs begrebsmæssige definition af dette pengemængdemål, som kun omfatter monetære beholdninger hos residerter i euroområdet.

I 2001 skete der en vigtig udvikling i forbindelse med offentliggørelsen af M3. Offentliggørelsesdatoen for ECBs månedlige pengemængdestatistik annonceres p.t. løbende for de følgende fire måneder. Første gang var i juli 2001. Fra og med juli 2001 beregnes den årlige vækstrate for sedler og mønter i omløb, indlån på anfordring, M1, kortfristede indskud ekskl. indlån på anfordring (M2 – M1), M2, omsættelige instrumenter (M3 – M2) og M3 endvidere på grundlag af sæsonkorrigerede data, som også er korrigeret for månedsafslutningseffekter. De årlige vækstrater afspejler således de underliggende mønstre mere nøjagtigt end årlige vækstrater, som er baseret på ukorrigerede data. Da ECB begyndte at offentliggøre pengemængdestatistik, forelå der ikke tilstrækkeligt pålidelige og stabile sæsonkorrigerede data. Desuden offentliggøres nu regelmæssigt euroområdestatistik over elektroniske penge, national fordeling af den aggregerede balance for delsektoren "Andre MFler" og udledning af M3-strømme på ECBs websted.

Siden 1999 er 10 bankrenter for euroområdet blevet offentliggjort månedligt i ECB Måned-

oversigt. Disse korte renter er baseret på eksisterende nationale kilder. Offentliggørelsen af disse bankrenter har betydet, at der helt fra starten af den monetære union har foreligget en minimal bankrentestatistik, men de underliggende data er ikke harmoniseret, og resultaterne bør anvendes med forsigtighed. I 2001 fortsatte arbejdet med en ny rentestatistik, og i december 2001 blev forordning nr. ECB/2001/18 vedtaget. Denne forordning vedrører indførelse af en omfattende ny statistik over MFlernes rentesatser for udlån og indlån, der er harmoniseret, fuldstændig, detaljeret og i stand til at håndtere nye finansielle produkter. Statistikken omfatter kun de rentesatser, der anvendes for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber i euroområdet. Dermed opfyldes et længe eksisterende, væsentligt brugerkrav om bedre rentedata bl.a. til at underbygge analysen af den monetære udvikling og den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Forordningen indeholder bestemmelser om rapportering af 45 indikatorer til ECB senest den 19. arbejdsdag efter referencemånedens udgang og om rapportering af månedlig rentestatistik om nye og udestående forretninger. Også på dette område var beslutningen baseret på en afvejning af fordele og omkostninger. De første data vil foreligge i begyndelsen af 2003.

I februar 2001 blev statistikken over værdipapirudstedelser kraftigt udvidet med offentliggørelsen på ECBs websted af månedlige data helt tilbage fra januar 1990 (december 1989 for beholdninger) om beholdninger (udestående) og strømme (bruttoudstedelse, indfrielse og nettoudstedelse).

3 Betalingsbalancestatistik, statistik over internationale reserver og kapitalbalancen over for resten af verden samt effektive valutakurser

Den månedlige og kvartalsvise betalingsbalancestatistik for euroområdet, euroområdets årlige nettokapitalbalance over for resten af verden og Eurosystemets månedlige internationale reser-

ver blev udarbejdet og offentliggjort uden problemer i 2001. Indsamlingen af porteføljeinvesteringsdata, som er en vigtig og kompleks post, er blevet forbedret. I 2002 forventes en yderligere

udvikling både på dette område og i forbindelse med direkte investeringer (der var genstand for et omfattende samarbejde i 2001) og registrering af kapitalindkomst. En geografisk standardfordeling i betalingsbalancestatistikken og statistikken over kapitalbalancen over for resten af verden er blevet defineret, og der er gjort yderligere tiltag til at forbedre sektorfordelingen i betalingsbalancen, især mellem MFler og andre sektorer, og dermed skabe konsistens mellem pengemængdemål og betalingsbalancedata. I samarbejde med Europa-Kommissionen (Eurostat) og de myndigheder, der udarbejder den nationale betalingsbalance, har ECB arbejdet på at opstille kriterier for kvalitetsvurdering af betalingsbalancestatistik og beslægtet statistik. ECB bidrog også til drøftelserne inden for Den Europæiske Union om betalingsbalancestatistiksystemernes fremtidige udvikling,

til en vis grad som følge af indførelsen af Den Økonomiske og Monetære Union.

En sæsonkorrigeret opgørelse af euroområdet betalingsbalances løbende poster blev offentliggjort for første gang i juli 2001.

En revideret udgave af den årlige publikation "European Union balance of payments/international investment position statistical methods" blev udgivet i november 2001. Publikationen dokumenterer medlemslandenes statistiske metodologi i forbindelse med udarbejdelse af betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for resten af verden og øger således gennemsigtigheden i udarbejdelsen af statistik for euroområdet.

4 Finansielle sektorkonti og statistik over offentlige finanser

Kvartalsvise data om euroområdet finansielle sektorkonti blev offentliggjort for første gang i maj 2001. De nye data dækker finansiering og finansielle investeringer i husholdninger, ikke-finansielle selskaber samt offentlig forvaltning og service i euroområdet og viser både transaktioner og udeståender samt oplysninger om forskellige instrumenter. Dataene, der starter i 4. kvartal 1997, er baseret på euroområdet penge-, bank- og værdipapirstatistik, statistik over offentlige finanser, kvartalsvise nationale finansielle sektorkonti og BIS' internationale bankstatistik.

ECB offentliggør fortsat årlige data om de offentlige indtægter og udgifter i euroområdet. I 2001 forelå kvartalsvise data i henhold til Kommissionens forordning (EF) nr. 264/2000 om skatter og bidrag til sociale ordninger på indtægtssiden og sociale ydelser på udgiftssiden. Fællesskabslovgivning under udarbejdelse vil, når den er gennemført, medføre fuld kvartalsvis dækning af offentlige ikke-finansielle transaktioner og øget dækning af offentlige finansielle transaktioner og beholdninger.

5 Generel økonomisk statistik

Generel økonomisk statistik over priser og omkostninger, nationalregnskaber, arbejdsmarked og en bred vifte af andre økonomiske data underbygger anden søjle i ECBs pengepolitiske strategi. ECB og Europa-Kommissionen (der er hovedansvarlig for denne statistik på europæisk plan) samarbejdede tæt om overvågning af gennemførelsen af handlingsplanen om statistikkrav i Den Økonomiske og Monetære Union, som blev forelagt Ecofin-rådet i september 2000.

Handlingsplanen omfatter ca. ti retsfor skrifter, hvoraf de tre vedrørende konjunkturstatistik blev vedtaget i 2001.

I endnu en situationsrapport, der blev vedtaget og offentliggjort af Ecofin-rådet i november 2001, nævnes en række tiltag, som stadig er nødvendige efter gennemførelsen af den aktuelle handlingsplan. Der skal navnlig opnås yderligere forbedringer, hvad angår hovedindikatorernes

tilgængelighed og den hastighed, hvormed de offentliggøres. I rapporten understreges også behovet for et bredere statistikgrundlag for tjenesteydelser, en bedre prioritering med hensyn til

statistikens hurtighed, detaljeringsgrad og kvalitet samt behovet for indsamling af data med henblik på hurtig udarbejdelse af aggregater for euroområdet.

6 Indarbejdelse af Grækenland i statistikken for euroområdet

Indarbejdelsen af Grækenland i statistikken for euroområdet forløb generelt uden problemer. Udvidelsen af euroområdet med Grækenland pr. 1. januar 2001 havde to vigtige statistiske konsekvenser. For det første blev residenterne i Grækenland medtaget som residenter i euroområdet. For det andet blev den græske drakme en national denomination af euroen. Det betyder statistisk set, at sammensætningen af posterne "resten af verden" og "udenlandske valutaer" ændredes, hvilket igen påvirkede alle monetære, finansielle og økonomiske statistikker for euroområdet som helhed.

Udarbejdelsen af statistik for det udvidede euroområde blev koordineret med Europa-Kommissionen for at sikre den nødvendige konsistens in-

den for alle statistiske områder. Alle ændringer blev gennemført i afsnittet "Statistik for euroområdet" i ECB Månedsoversigt, efterhånden som dataene for 2001 forelå. Den pengepolitiske statistik og data om den monetære udvikling, de finansielle markeder, værdipapirudstedelser, renter og forbrugerpriser for det udvidede euroområde forelå først. Betalingsbalancedata og den realøkonomiske statistik for det udvidede euroområde forelå senere i overensstemmelse med den normale tidsplan for offentliggørelse. Desuden blev der af analytiske årsager beregnet historiske data for udvalgte økonomiske indikatorer for euroområdet plus Grækenland indtil ultimo 2000. Disse data blev offentliggjort i statistikafsnittet i ECB Månedsoversigt.

7 Samarbejde med Europa-Kommissionen og internationale institutioner

På europæisk plan fungerede den aftalte ansvarsfordeling for statistik mellem ECB og Europa-Kommissionen (Eurostat) fortsat fint i 2001. ECB

samarbejder også tæt med BIS, IMF og OECD om statistiske spørgsmål.

8 Statistik vedrørende ikke-deltagende medlemslande og tiltrædelseslande

Alle EU-landene blev kraftigt opfordret til at udføre de statistiske forberedelser til deltagelse i tredje fase af ØMU.

Som i de foregående år ydede Eurosystemet i 2001 omfattende teknisk bistand til centralbankerne i de lande, der har ansøgt om optagelse i EU – tiltrædelseslandene – med henblik på deres fremtidige integration i ESCB og efterfølgende Eurosystemet (forholdet mellem ECB og tiltrædelseslandene er nærmere beskrevet i kapitel V).

Den tekniske bistand skal hovedsagelig sætte tiltrædelseslandene i stand til at indføre dataindsamlings-, datakompilering- og dataudvekslings-systemer, så de senere kan opfylde ECBs statistiske krav og bidrage til en gennearbejdet (aggregeret og konsolideret) statistik for euroområdet. Desuden har ECB offentliggjort en foreløbig liste over MFler i tiltrædelseslandene og en metodologisk håndbog om penge- og bankstatistik, mens en håndbog om betalingsbalancestatistik blev offentliggjort i begyndelsen af 2002.



Irland: **To irske studerende udklædt som euroseddel og euromønt i et indkøbscenter i Dublin**

Kapitel X

Andre opgaver og aktiviteter

I Rådgivende funktioner

I traktatens artikel 105, stk. 4, og ESCB-statutens artikel 4 kræves, at ECB, i det omfang det er hensigtsmæssigt, høres af de relevante fællesskabsinstitutioner og de ansvarlige nationale myndigheder¹ om ethvert forslag til fællesskabslovgivning eller national lovgivning inden for ECBs kompetenceområder.

Betingelserne for og omfanget af de nationale myndigheders høringer af ECB vedrørende lovforslag er fastlagt i Rådets beslutning nr. 98/415/EF af 29. juni 1998. I artikel 2, stk. 1 og 2, i denne beslutning beskrives de specifikke områder, inden for hvilke ECB skal høres, nemlig i forbindelse med ethvert forslag til lovgivning vedrørende:

- Valutaforhold.
- Betalingsmidler.
- NCBer.
- Indsamling, udarbejdelse og udgivelse af mønter og finansielle statistikker samt bank-, betalingssystem- og betalingsbalancestatistikker.
- Betalings- og afviklingssystemer.

- Regler for finansielle institutioner, for så vidt de væsentligt påvirker de finansielle institutioner og de finansielle markeders stabilitet.

Desuden skal myndighederne i de ikke-deltagende medlemslande² høre ECB om ethvert udkast til retsfor skrifter om pengepolitiske instrumenter.

Der blev i alt indledt 40 høringer i 2001, hvoraf 10 vedrørte indførelsen af eurosedler og -mønter i 2002 og 11 vedrørte fællesskabslovgivning. De resterende høringer vedrørte udkast til nationale retsfor skrifter.

På ECBs websted (www.ecb.int) findes en samlet liste over ECBs udtalelser. I nedenstående boks opsummeres de høringer, der blev indledt i 2001.

1) I henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet som bilag til traktaten, finder traktatens artikel 105, stk. 4, og ESCB-statutens artikel 4 ikke anvendelse på Det Forenede Kongerige. Forpligtelsen til at høre ECB omfatter således ikke de nationale myndigheder i Det Forenede Kongerige.

2) Undtagen Det Forenede Kongerige (se fodnote 1).

Boks 11

Høringsprocedurer i 2001

(a) Høringer fra medlemslande

Nr. ¹	Forslagsstiller	Emne
CON/2001/1	Portugal	Dobbel cirkulation af sedler og mønter i euro og escudos samt ændring af organisk lov for Banco de Portugal.
CON/2001/2	Frankrig	Retsakt inden for betalingssystemområdet.
CON/2001/5	Irland	Visse bestemmelser i lovforslag om overgangen til euro (beløb) 2001.
CON/2001/6	Irland	Lovforslag om realkredit- og statsobligationer.
CON/2001/7	Luxembourg	Storhertugdømmets forordning vedrørende overgangen til eurosedler og -mønter i 2002 samt revision af visse lovbestemmelser.
CON/2001/9	Østrig	Anden føderale lov med supplerende tiltag i forbindelse med indførelsen af euroen.
CON/2001/10	Østrig	Paragraf i føderal lov om etablering og organisering af finan stilsynsmyndigheden samt ændring af flere love med relation hertil.

1) Høringerne er nummeret i den rækkefølge, som ECBs Styrelsesråd har vedtaget dem.

Nr. ²	Forslagsstiller	Emne
CON/2001/11	Irland	Lovforslag vedrørende visse bestemmelser i lovforslag om passive konti, 2001.
CON/2001/12	Spanien	Lov til ændring af flere love vedrørende det spanske finansielle marked.
CON/2001/14	Spanien	Bekendtgørelse om forhåndsdistribution af eurosedler og -mønter.
CON/2001/15	Belgien	Lov om overgangen til eurosedler og -mønter i Belgien.
CON/2001/16	Luxembourg	Lov om godkendelse af den internationale konvention om bekæmpelse af falskmønteri samt tilhørende protokol. Desuden ændring af visse bestemmelser i straffeloven og strafferetsplejeloven.
CON/2001/17	Tyskland	Syvende lov til ændring af lov om Deutsche Bundesbank. ³
CON/2001/19	Østrig	Lov til ændring af den østrigske straffelov (<i>Strafrechtsänderungsgesetz 2001</i>).
CON/2001/20	Frankrig	Dekret om mærkning af sedler udstedt i franc.
CON/2001/21	Grækenland	Lov vedrørende cirkulation af eurosedler og -mønter samt andre bestemmelser i relation hertil.
CON/2001/22	Italien	Lovdekret vedrørende hasteforanstaltninger i forbindelse med indførelse og beskyttelse af euroen.
CON/2001/23	Belgien	Lov om beregning af Belgiens betalingsbalance og kapitalbalance over for resten af verden samt ændring af lovdekret af 6. oktober 1944 vedrørende valutakontrol og andre lovbestemmelser.
CON/2001/24	Østrig	Føderal lov vedrørende "real estate"-fonde samt ændring af flere love med relation hertil.
CON/2001/26	Holland	Ændring af gældende beslutning af 27. juli 1998 om fastsættelse af bestemmelser vedrørende De Nederlandsche Banks omveksling, inddragelse og annullering af pengesedler samt oplysninger herom til offentligheden.
CON/2001/27	Finland	Lovforslag om omstrukturering og afvikling af kreditinstitutter.
CON/2001/28	Luxembourg	Forordning vedrørende dispensation fra bestemmelserne om statstjenestemænd eller prøveansatte tjenestemænd med hensyn til repræsentanter for Banque centrale du Luxembourg underlagt offentlig status.
CON/2001/29	Østrig	Lov vedrørende ændring af retsgebyrer (<i>Euro-Gerichtsgebühren-Novelle</i>).
CON/2001/30	Finland	Lovgivning om tilsyn med finansielle konglomerater.
CON/2001/32	Portugal	Lovdekret til ændring af lovgivning om kreditinstitutter og finansielle selskaber.
CON/2001/35	Tyskland	Lov om etablering af integreret tilsyn med finansielle tjenester. ³
CON/2001/37	Østrig	Lov vedrørende ændring af lov om advokaters salær ved indførelsen af euroen (<i>Euro-Rechtsanwaltstarif-Novelle</i>).
CON/2001/39	Portugal	Lovdekret vedrørende ændring af lovgivning om valuta.
CON/2001/40	Østrig	Lov vedrørende ændring af nationalbankloven (<i>Nationalbankgesetz</i>).

2) Høringerne er nummeret i den rækkefølge, som ECBs Styrelsesråd har vedtaget dem.

3) Udgivet på ECBs websted.

(b) Høringer fra europæiske institutioner⁴

Nr. ⁵	Forslagsstiller	Emne	Publikationer
CON/2001/3	EU-Rådet	Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ændring af forordning (EF/Euratom) nr. 58/97 om statistik over erhvervsstrukturer.	EFT C 131, 3.5.2001, s. 5
CON/2001/4	EU-Rådet	Europa-Parlamentets og Rådets forordning om ikke-finansielle kvartalsregnskaber for den offentlige forvaltning og service.	EFT C 131, 3.5.2001, s. 6
CON/2001/8	EU-Rådet	Rådets forordning om indførelse af en mekanisme for mellemfristet betalingsbalancestøtte til medlemsstaterne.	EFT C 151, 22.5.2001, s. 18
CON/2001/13	EU-Rådet	Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse.	EFT C 196, 12.7.2001, s. 10
CON/2001/18	Europa-Kommissionen	Kommissionens forordninger (EF) om nærmere regler for gennemførelse af Rådets forordning (EF) nr. 2494/95 for så vidt angår minimumsnormer for revisioner af det harmoniserede forbrugerprisindeks og minimumsnormer for behandling af gebyrer, der er en forholdsmæssig andel af en transaktions værdi inden for det harmoniserede forbrugerprisindeks.	EFT C 244, 1.9.2001, s. 5
CON/2001/25	EU-Rådet	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om det supplerende tilsyn med kreditinstitutter, forsikringsselskaber og investeringsselskaber i et finansielt konglomerat og ændring af flere direktiver i relation hertil.	EFT C 271, 26.9.2001, s. 10
CON/2001/31	EU-Rådet	Rådets afgørelse om etablering af et handlingsprogram for uddannelse, udveksling og bistand med henblik på beskyttelse af euroen mod falskmøntneri (Pericles-programmet).	EFT C 293, 19.10.2001, s. 3
CON/2001/33	EU-Rådet	Europa-Parlamentets og Rådets forordning om løn-omkostningsindekset.	EFT C 295, 20.10.2001, s. 5
CON/2001/34	EU-Rådet	Europa-Parlamentets og Rådets forordning om grænseoverskridende betalinger i euro.	EFT C 308, 1.11.2001, s. 17
CON/2001/36	EU-Rådet	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om det perspekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til omsætning.	EFT C 344, 6.12.2001, s. 4
CON/2001/38	EU-Rådet	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug).	EFT C 24, 26.1.2002 s. 8

4) Udgivet på ECBs websted

5) Høringerne er nummeret i den rækkefølge, som ECBs Styrelsesråd har vedtaget dem..

2 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang

Ifølge traktatens artikel 237, litra d, er det ECBs opgave at overvåge, at EUs 15 NCBer overholder bestemmelserne i traktatens artikel 101 og 102 og rådsforordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Denne opgave udføres af ECBs Generelle Råd. Desuden overvåger Det Generelle Råd ECBs overholdelse af disse bestemmelser. Ved artikel 101 forbydes ECB og NCBerne at give regeringer og fællesskabsinstitutioner eller -organer mulighed for at foretage overtræk eller at yde dem andre former for kreditfaciliteter samt at købe gældsinstrumenter direkte fra dem. Ved artikel 102 forbydes enhver foranstaltning, der ikke er baseret på tilsynsmæssige hensyn, hvorved der gives regeringer og fællesskabsinstitutioner eller -organer privilegeret adgang til finansielle institutioner. Parallelt med Det Generelle Råd overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

Det Generelle Råd overvåger også NCBernes køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af både den indenlandske offentlige sektor og den offentlige sektor i andre medlemslande. I henhold til betragtningerne i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 bør køb på det se-

kundære marked af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor ikke bruges til at omgå målsætningen i traktatens artikel 101. Sådanne køb må ikke blive en form for indirekte monetær finansiering af den offentlige sektor.

I 2001 registrerede Det Generelle Råd ingen væsentlige tilfælde af manglende overholdelse af ovennævnte traktatbestemmelser og de tilhørende rådsforordninger hos NCBerne i medlemslandene eller ECB. Det Generelle Råd konstaterede, at to NCBers møntbeholdning, som blev krediteret den offentlige sektor, midlertidigt overskred grænsen på 10 pct. for mønter i omløb ifølge artikel 6 i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93. Det skete i forbindelse med den kraftige tilbagestrømning af mønter til disse NCBer forud for indførelsen af euromønter den 1. januar 2002. Ud over disse overtrædelser af forbuddet mod monetær finansiering i artikel 101 konstaterede Det Generelle Råd to andre hændelser, hvor ECB og en NCB på forskellig vis ikke overholdt traktatbestemmelserne. I begge tilfælde var der tale om små beløb, og de involverede centralbanker tog omgående skridt til at forhindre en fremtidig gentagelse af hændelserne.

3 Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner

I henhold til traktatens artikel 123, stk. 2, og artikel 11 i Rådets forordning (EØF) nr. 1969/88 af 24. juni 1988 forvaltede ECB fortsat de låneoptagelses- og långivningstransaktioner, som Fællesskabet har indgået under faciliteten for mel-

lemfristet finansiel støtte. I 2001 udførte ECB ingen af disse forvaltningsopgaver, idet der ultimo 2000 ikke var udestående lån, og ingen nye tiltag er igangsat i løbet af året.



Den Europæiske Centralbank: **Vinderne af konkurrencen om at blive Euro-maskot sammen med ECBs formand, Willem F. Duisenberg, ved præmieoverrækkelsen i Frankfurt den 31. december 2001**

Kapitel XI

Ekstern kommunikation og oplysningspligt

I ECBs kommunikationspolitik og -aktiviteter

I.1 Kommunikationspolitikens mål

ECB lægger stor vægt på principperne om åbenhed, gennemsigtighed og oplysningspligt. Selv om de ikke er et mål i sig selv, danner de grundlag for ECBs og Eurosystemets kommunikationspolitik, der sigter mod at bidrage til pengepolitikens effektivitet og troværdighed og øge offentlighedens forståelse af Eurosystemet og dets arbejde.

Kommunikationsindsatsen er hovedsagelig, men ikke udelukkende, rettet mod befolkningen i de 12 eurolande. Eurosystemets decentraliserede struktur letter den eksterne kommunikation på forskellige sprog og i forskellige nationale sammenhænge. NCB'erne spiller således en vigtig rolle, når det drejer sig om at nå de kommunikationspolitiske mål. Det er afgørende, at kommunikationsaktiviteterne i Eurosystemet koordineres effektivt. I den forbindelse lægges der særlig vægt på at sikre, at kommunikationen vedrørende den fælles pengepolitik i euroområdet sker med "én stemme".

ECBs Styrelsesråds beslutning den 8. november 2001 om – som hovedregel – kun at vurdere pengepolitikken en gang om måneden i stedet for på hvert møde, dvs. hver 14. dag, havde betydelige konsekvenser. Et af formålene med beslutningen var at begrænse mediernes og markedernes spekulationer om pengepolitiske ændringer.

I.2 Vigtige kommunikationsspørgsmål i 2001

En række aktuelle spørgsmål har været vigtige for ECBs kommunikation i 2001. Disse spørgsmål behandles nærmere i de relevante kapitler i denne Årsberetning. De nævnes dog også kort nedenfor for at give et overblik over de kommunikationsmæssige udfordringer, som ECB og Eurosystemet stod over for i 2001.

Med hensyn til nogle af disse spørgsmål handlede ECB proaktivt for at øge offentlighedens kendskab til forhold vedrørende ECBs kompetenceområde. Med hensyn til andre spørgsmål reagerede ECB på efterspørgsel efter information fra medierne, særlige grupper eller offentligheden.

Nogle af de vigtigste kommunikationsspørgsmål i 2001 var:

- Pengepolitikens stramhedsgrad. ECBs officielle rentesatser blev ændret fire gange i 2001. Se kapitel I.
- Beslutninger om udstedelse af eurosedler og allokering af monetære indtægter.
- Forberedelser til indførelsen af eurosedler og -mønter, herunder oplysningskampagnen Euro 2002. Se kapitel VI.
- Pengepolitiske operationer, navnlig set i lyset af de usædvanlige omstændigheder i september 2001. Se kapitel II.
- Eurosystemets rolle i EU-udvidelsesprocessen. Se kapitel V.
- Udvikling af betalings- og værdipapirafviklingssystemerne, navnlig i retning af et ensartet serviceniveau for detailbetalinger i euroområdet. Se kapitel VII.
- Statistiske spørgsmål, især en forbedring af statistikken om den monetære udvikling. Se kapitel IX.
- Drøftelser om banktilsyn og finansiel stabilitet på europæisk og internationalt plan. Se kapitel VIII.
- Organisatoriske forhold i forbindelse med ECB, herunder især projektet vedrørende køb af en grund til ECBs fremtidige bygning samt Direktionens beslutning om delvis omfordeling af medlemmernes ansvarsområder.

Se ECBs formands forord til denne Årsberetning.

1.3 Kommunikationsaktiviteter

ECB anvender fortsat en række forskellige kommunikationsværktøjer til formidling af oplysninger til offentligheden og dens valgte repræsentanter, til finansmarkederne og til andre interessenter på en måde, der tager passende højde for målgruppernes mangfoldighed. I artikel 15 i statuten for ESCB fastsættes det, at ECB hvert kvartal skal udarbejde og offentliggøre en beretning om ESCBs aktiviteter og desuden fremsende en årsberetning om ESCBs aktiviteter og om den monetære politik i det foregående og det indværende år til Europa-Parlamentet, EU-Rådet, Kommissionen og Det Europæiske Råd. Endvidere skal en oversigt over ESCBs finansielle stilling offentliggøres hver uge. ECB fører rent faktisk en mere aktiv kommunikationspolitik, end det kræves i henhold til traktaten.

ECBs kommunikationskanaler omfatter:

- Pressekonferencer afholdt af ECBs formand og næstformand, normalt umiddelbart efter Styrelsesrådets første møde hver måned. Formandens og næstformandens indledende bemærkninger beskriver detaljeret og aktuelt Styrelsesrådets vurdering af den monetære og økonomiske udvikling i euroområdet.
- ECB Månedsoversigt offentliggøres normalt en uge efter Styrelsesrådets første møde hver måned. Den indeholder detaljerede oplysninger om ECBs vurdering af den økonomiske situation og artikler om aktuelle emner samt, i juni og december, økonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab. Desuden omfatter den en lang række økonomiske og finansielle data for euroområdet.
- ECB Årsberetning forelægges Europa-Parlamentet og offentliggøres hvert år i april.

- Hvert kvartal høres ECBs formand af Europa-Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål. Disse offentlige høringer beskrives nærmere i afsnit 2 i dette kapitel.

- Offentlige taler og interview er en vigtig måde, hvorpå medlemmerne af ECBs besluttede organer kan henvende sig direkte til specielle målgrupper og offentligheden.

- Pressemeddelelser benyttes til at formidle statistiske oplysninger eller korte pengepolitiske meddelelser til offentligheden.

- Brochurer og andre trykte publikationer er tilgængelige for målgrupper fra den brede befolkning og til eksperter inden for særlige områder.

- ECBs serie af arbejdsrapporter (Working Papers) har til formål at formidle resultaterne af ECBs forskning eller forskning præsenteret på ECBs konferencer og seminarer.

- I serien af lejlighedsvis publikationer (Occasional Papers) præsenteres policy-relaterede emner for en bred målgruppe, herunder andre politiske beslutningstagere, akademikere, medierne og offentligheden.

- Direkte information gennem elektroniske nyhedstjenester er et vigtigt middel til at formidle markedsfølsomme oplysninger øjeblikkeligt og samtidigt til finansmarkedsdeltaerne.

- ECB modtager næsten hver dag året rundt grupper af besøgende. I 2001 fik over 10.000 europæiske borgere således førstehåndsuplysninger under et besøg i ECB.

- ECB afholder akademiske konferencer for at fremme samspelet mellem økonomer med interesse i centralbankspørgsmål.

De fleste af ECBs dokumenter oversættes til de officielle EU-sprog, og en stor del af oversættelsesarbejdet udføres af NCBerne. Desuden er

NCBerne ansvarlige for trykning og distribution af ECB Månedsoversigt og andre ECB-publikationer. Alle ECBs dokumenter kan læses på og downloades fra ECBs websted (www.ecb.int). Denne service blev yderligere forbedret i januar 2002, hvor webstedet blev udvidet med en sø-

gefunktion. Antallet af besøgende på webstedet er steget støt og nåede i 2001 et gennemsnit på ca. 2 millioner om måneden. Der er oprettet e-mail hotlines til besvarelse af en lang række forskellige spørgsmål.

2 Udveksling af oplysninger og synspunkter med Europa-Parlamentet

2.1 Forholdet mellem ECB og Europa-Parlamentet

I 2001 fortsatte ECBs regelmæssige dialog med Europa-Parlamentet i overensstemmelse med traktatens artikel 113, stk. 3. Det skete som i de foregående år hovedsagelig i form af høringer i Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål hvert kvartal, hvor ECBs formand berettede om ECBs beslutninger og udførelsen af Eurosystemets opgaver. Endvidere blev medlemmer af Direktionen indbudt til høringer i Europa-Parlamentet for at forelægge ECB Årsberetning 2000 for Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål og efterfølgende på Europa-Parlamentets plenarmøde og for at redegøre for ECBs holdning til Kommissionens rapport "EU economy – 2000 review".

Endvidere blev ECB indbudt af Europa-Parlamentet til at deltage i møder på ekspertniveau. I den forbindelse deltog ECBs eksperter i en høring i Europa-Parlamentets Midlertidige Udvalg om Echelon-aflytningssystemet for navnlig at redegøre for, hvordan ECB beskytter mod aflytning af information, der udveksles via ECBs data- og stemmekommunikationssystemer. Desuden deltog ECB i et ekspertpanel vedrørende "Det monetære samarbejde i Europa: Euroens indførelse og dens konsekvenser for AVS-landene" (staterne i Afrika, Vestindien og Stillehavet), der blev afholdt inden for rammerne af Den Blandede Parlamentariske Forsamling AVS-EU. I boks 12 findes en oversigt over høringerne af ECBs repræsentanter i Europa-Parlamentet i 2001.

Desuden blev der afholdt en række møder på uformelt plan mellem Europa-Parlamentet og ECB. Medlemmer af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål besøgte således ECB den 22. oktober 2001 for at udveksle synspunkter med Direktionen. Endvidere mødtes en ekspertdelegation fra ECB den 27. juni med medlemmer af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål i Europa-Parlamentet for at drøfte forbedringen af grænseoverskridende detailbetalingsydelser i euro.

Endelig besvarede ECB også en række skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet. I det omfang svarene vedrørte spørgsmål, der blev stillet under offentlige høringer af ECBs formand, blev de offentliggjort på ECBs websted som bilag til referatet fra de respektive høringer. Redegørelserne gøres således tilgængelige for offentligheden, hvorved der sikres gennemsigtighed i ECBs holdninger.

2.2 ECBs syn på udvalgte emner under møderne med Europa-Parlamentet

Udvekslingen af synspunkter mellem Europa-Parlamentet og ECB omfattede en række forskellige spørgsmål vedrørende Eurosystemets kompetenceområder. ECBs pengepolitiske beslutninger og vurderingen af den økonomiske udvikling var naturligvis blandt de vigtigste emner. Desuden stillede medlemmer af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål spørgsmål om de øvrige opgaver, som traktaten tillægger Eurosystemet, fx Eurosystemets bidrag til tilsynet med kreditinstitutter, det finansielle systems stabilitet

Boks 12

Høringer af ECBs repræsentanter i Europa-Parlamentet i 2001

Den 4. juli 2001 forelagde formanden ECB Årsberetning 2000 på plenarmødet i Europa-Parlamentet.

Følgende høringer af medlemmer af Direktionen fandt sted i Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål:

- Høring af formanden hvert kvartal (5. marts, 28. maj, 12. september og 18. december).
- Næstformandens forelæggelse af ECB Årsberetning 2000 (2. maj).
- Udveksling af synspunkter med Otmar Issing om Kommissionens rapport "EU economy – 2000 review" (24. januar).

Desuden deltog ECBs eksperter i følgende møder i Europa-Parlamentet:

- Høring i Europa-Parlamentets Midlertidige Udvalg om Echelon-aflytningssystemet (6. marts).¹
- Ekspertpanel i forbindelse med workshoppen "Det monetære samarbejde i Europa: Euroens indførelse og dens konsekvenser for AVS-landene" afholdt inden for rammerne af Den Blandede Parlamentariske Forsamling AVS-EU (31. oktober).

1) Denne høring blev efter udvalgets beslutning afholdt for lukkede døre.

og vedligeholdelse af effektive og sunde betalingsystemer.

I lyset af de mange forskellige emner er det ikke muligt at give en udtømmende beskrivelse af drøftelserne mellem Europa-Parlamentet og ECB. I det følgende beskrives nogle af de mest relevante emner, der blev behandlet under høringerne af formanden.

ECBs Styrelsesråds definition af prisstabilitet

Medlemmer af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål stillede spørgsmål om ECBs Styrelsesråds definition af prisstabilitet.

Formanden påpegede, at definitionen af prisstabilitet, dvs. en år-til-år stigning i HICP-inflationen på under 2 pct., var baseret på definitioner vedtaget af NCBer i euroområdet inden indledningen af tredje fase af ØMU. Ved at sikre kontinuitet på dette område tog ECB hensyn til offentlighedens forventninger om prisstabilitet på langt

sigt og øgede dermed den fælles pengepolitikks troværdighed og den offentlige opbakning af euroen.

Hvad angår tallet i definitionen af prisstabilitet, mindede formanden om, at traktaten, baseret på sunde økonomiske begrundelser, ikke tillader vilkårlig udelukkelse af lave positive prisstigningstal. Det ville således ikke have været hensigtsmæssigt at udelukke inflationstakter under en bestemt værdi, fx 1,5 pct., fra definitionen af prisstabilitet. Et forholdsvis snævert prisstigningsinterval på mellemlangt sigt bidrager til at forankre inflationsforventningerne på en effektiv måde og dermed reducere usikkerheden og de dermed forbundne risikopræmier på renter. Da definitionen af prisstabilitet samtidig fastsætter en nedre grænse, der udelukker fald i HICP fra det inflationsinterval, som anses for foreneligt med prisstabilitet, siges den at være symmetrisk, idet den både udelukker deflation og inflation.

Ud fra et generelt synspunkt bidrager valget af en kvantitativ frem for en kvalitativ definition af prisstabilitet til at forankre inflationsforventninger-

ne, hvilket som tidligere nævnt er afgørende for at få det fulde udbytte af prisstabilitet. Desuden mindede formanden om, at en kvantitativ definition af prisstabilitet også indgår i grundlaget for ECBs oplysningspligt ved at udgøre et tydeligt benchmark for vurdering af pengepolitikken i det lange løb. I den forbindelse understregede formanden, at prisstabilitet i overensstemmelse med ECBs pengepolitiske strategi skal fastholdes på mellemlangt sigt. Dermed tages der højde for stød til inflationen, som pengepolitikken ikke kan kontrollere på kort sigt.

Den fælles pengepolitik bidrag til de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet

Den fælles pengepolitik bidrag til de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet, der ifølge traktatens artikel 105, stk. 1, skal ske, uden at målsætningen om prisstabilitet derved berøres, var atter en gang et af de vigtigste emner i Europa-Parlamentets høringer af formanden.

Formanden mindede om, at pengepolitikken ikke kan påvirke den reale produktion i det lange løb. Den bedste måde, hvorpå ECB kan bidrage til de generelle økonomiske mål i Fællesskabet, fx vedvarende og ikke-inflationær vækst samt et højt beskæftigelsesniveau, er ved at fastholde prisstabilitet. Ved at koncentrere sig om dette hovedmål bidrager ECB til at hindre forvridninger i prismekanismen og minimere inflationsrisikopræmierne på renter. Derved opnås en effektiv allokering af markedsressourcerne og forhold, der virker investeringsfremmende.

Ved at fokusere på fastholdelse af prisstabilitet på mellemlangt sigt bidrager ECBs pengepolitik til at stabilisere væksten. Dette mellemlange sigte afspejler også behovet for at kunne reagere trinvis på visse typer af økonomiske stød og dermed søge at undgå unødige udsving i den reale aktivitet og renterne.

Formanden benyttede også lejligheden til at fremhæve, at væsentlige strukturreformer fortsat bør være et vigtigt element i medlemslande-

nes politikker med henblik på at øge vækstpotentialet i euroområdet.

Europa-Parlamentet gav udtryk for lignende synspunkter i sin beslutning om ECB Årsberetning 2000, der fremhævede, at ECBs hovedmål er at fastholde prisstabilitet, og at ECBs bidrag til vækst og beskæftigelse først og fremmest består i at nå dette mål (betragtning B). Endvidere understregedes vigtigheden af, at medlemslandene gennemfører strukturreformer (artikel 4).

Forberedelser til indførelsen af eurosedler og -mønter

Eftersom det er af grundlæggende betydning at sikre en problemfri indførelse af eurosedler og -mønter, berettede formanden udførligt om forberedelserne hertil. Indførelsen af eurosedler og -mønter er nærmere beskrevet i kapitel VI.

Et af de spørgsmål, der blev rejst i denne forbindelse, var spørgsmålet om sikkerheden i forbindelse med sedler. Formanden påpegede, at eurosedlernes sikkerhedselementer var baseret på den mest avancerede teknologi, så offentligheden kan stole på de nye sedlers sikkerhed. Den særlige opmærksomhed i forbindelse med sedlernes sikkerhed kommer også til udtryk i ECBs deltagelse i udarbejdelsen af fællesskabslovgivning om beskyttelse af eurosedler og -mønter mod forfalskning og ECBs oprettelse af Center for Analyse af Falske Sedler (CAC) til teknisk analyse og klassifikation af falske eurosedler. Centret stiller relevante informationer til rådighed for alle kompetente myndigheder.

Medlemmer af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål stillede også spørgsmål om forberedelserne til og gennemførelsen af Eurosystemets oplysningskampagne Euro 2002. Formanden forklarede, at det generelle mål for oplysningskampagnen var at give offentligheden alle de praktiske informationer, som var nødvendige for at sikre en problemfri overgang til eurosedler og -mønter. Oplysningskampagnen, der som slogan havde "EUROEN. VORES penge", blev nøje ko-

ordineret med regeringer og overgangsinstanser i de deltagende medlemslande for at sikre, at oplysningen fik størst mulig virkning. Eurosystemet havde også gjort sit bedste for at sikre, at sårbare grupper, fx blinde og svagtseende, fik de oplysninger og den undervisning, som var påkrævet for at lære de nye sedler at kende.

Udvalgets medlemmer behandlede også spørgsmålet om forhåndsdistribution og videredistribution af eurosedler og -mønter. I den forbindelse blev det drøftet, hvorvidt offentligheden skulle have adgang til eurosedler inden den officielle overgangsdato. Formanden påpegede, at dette spørgsmål skulle behandles ud fra et helhedsperspektiv, der dækkede alle relevante aspekter og fokuserede på den almene interesse. Efter omfattende høring af de kompetente fagorganisationer blev det konkluderet, at ulemperne ved at videredistribuere eurosedler til offentligheden vejede tungere end de potentielle fordele. ECBs Styrelsesråd besluttede derfor – med opbakning fra Ecofin-ministrene – ikke at give offentligheden adgang til eurosedler før 1. januar 2002. ECB foreslog i stedet en række foranstaltninger til fremme af en problemfri indførelse af euroen, som medlemslandene i stor udstrækning har taget højde for i deres nationale overgangsscenerier.

Forbedring af grænseoverskridende detailbetalingsydelser i euro

En vigtig del af udvekslingen af synspunkter mellem Europa-Parlamentet og ECBs formand drejede sig om, hvordan detailbetalingsydelserne i euro kan forbedres. Medlemmer af udvalget spurgte ECB, hvordan man kan opnå en betydelig nedsættelse af gebyrerne for disse ydelser, og hvordan ECB bidrager til at nå dette mål.

Formanden forklarede, at Eurosystemet siden indledningen af tredje fase af ØMU havde været meget opmærksomt på dette spørgsmål, hvilket også fremgår af en række ECB-publikationer. Eurosystemet er helt enig med Europa-Parlamentet i, at et integreret betalingsområde er et nødvendigt supplement til det fælles valutaområde, og at det vil øge offentlighedens opbakning til euroen. I den forbindelse har Eurosystemet defineret syv målsætninger, der skal opfyldes med henblik på at opnå et fælles betalingsområde for euroen. Desuden har Eurosystemet aktivt deltaget i drøftelser med banksektoren og fungerer dermed som katalysator for ændringer på dette område.

Grænseoverskridende detailbetalinger i euro er nærmere beskrevet i kapitel VII.



Luxembourg: **Banque centrale du Luxembourg hilser
€-dag velkommen den 1. januar 2002**

Kapitel XII

De institutionelle rammer for Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker

I Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker



Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) består af Den Europæiske Centralbank (ECB) og alle 15 EU-landes nationale centralbanker (NCBer), dvs. også NCBerne i de tre medlemslande, der endnu ikke har indført euroen. For at øge gennemsigtigheden og gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet besluttede ECBs Styrelsesråd at indføre navnet "Eurosystemet". Eurosystemet består af ECB og NCBerne i de medlemslande, der har indført euroen. Så længe der er medlemslande, som endnu ikke har indført euroen, er det nødvendigt at skelne mellem Eurosystemet og ESCB.

ECB har status som juridisk person i folkeretten. Den er Eurosystemets kerne og sikrer, at Eurosystemets opgaver udføres enten ved ECBs egne aktiviteter eller af NCBerne. I Eurosystemet og

ESCB er beslutningsprocessen centraliseret, men ECB skal i henhold til ESCB-statutten anvende decentraliseringsprincippet ved beslutning om, hvordan ESCBs opgaver skal udføres.

Hver NCB har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. NCBerne i euroområdet, som er en integreret del af Eurosystemet, udfører i overensstemmelse med ECBs regler de opgaver, som Eurosystemet er blevet pålagt. NCBerne bidrager også til arbejdet i ESCB via deres repræsentanters deltagelse i forskellige ESCB-komiteer (se afsnit 5 nedenfor). NCBer kan på eget ansvar udføre funktioner, som ikke er Eurosystem-relaterede, medmindre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod Eurosystemets mål og opgaver.

2 ECBs besluttende organer

Eurosystemet og ESCB styres af ECBs besluttende organer: Styrelsesrådet og Direktionen. Uden at dette berøres, konstitueres Det Generelle Råd som ECBs tredje besluttende organ, hvis og så længe der er medlemslande, som ikke har indført euroen. De besluttende organer opererer i henhold til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.¹

2.1 Styrelsesrådet

Styrelsesrådet, som er ECBs øverste besluttende organ, består af alle medlemmerne af Direktionen og cheferne for NCBERne i de medlemslande, der har indført euroen. Ifølge traktaten har Styrelsesrådet følgende primære ansvarsområder:

- At fastsætte de retningslinjer og træffe de beslutninger, der er nødvendige for at udføre de opgaver, der er pålagt Eurosystemet.
- At udforme euroområdet pengepolitik, herunder, hvor dette er hensigtsmæssigt, beslutninger vedrørende pengepolitiske mellemål, officielle rentesatser og forsyningen med reserver i Eurosystemet, og at fastsætte de nødvendige retningslinjer for gennemførelsen heraf.

I forbindelse med pengepolitiske beslutninger og andre opgaver i Eurosystemet handler medlemmerne af Styrelsesrådet som personligt udnævnte, uafhængige medlemmer og ikke som repræsentanter for deres medlemslande. Dette afspejles i princippet "én person, én stemme".

I 2001 mødtes Styrelsesrådet normalt hver anden uge i ECB i Frankfurt am Main, Tyskland. Syv af møderne, herunder møder, som ikke var planlagte, afholdtes som telekonferencer. I overensstemmelse med Styrelsesrådets tidligere beslutning om at mødes to gange om året i et andet euroland foregik et møde i Central Bank of Ireland i Dublin og et i Österreichische Nationalbank i Wien. Som omtalt i kapitel XI besluttede Styrelsesrådet i november 2001 at ændre mødernes dagsorden, så det første møde hver måned omfatter en tilbundsående vurdering af den monetære og økonomiske udvikling og beslutninger herom, mens månedens andet møde normalt koncentrerer sig om emner med relation til andre af ECBs og Eurosystemets opgaver.

1) Forretningsordenerne er offentliggjort i EF-Tidende, se forretningsorden for Den Europæiske Centralbank, EFT L 125 af 19.5.1999, s. 34 og L 314 af 8.12.1999, s. 32; forretningsorden for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EFT L 75 af 20.3.1999, s. 36 og L 156 af 23.6.1999, s. 52; Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Direktionen for Den Europæiske Centralbank (ECB/1999/7), EFT L 314 af 8.12.1999, s. 34. Med undtagelse af sidstnævnte er de alle nævnt i ECBs juridiske årbog "Compendium: Samling af retlige instrumenter, juni 1998 – december 2001", marts 2002, som også findes på ECBs websted.

Styrelsesrådet



Bageste række (venstre mod højre): Yves Mersch, Lucas D. Papademos, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Guy Quaden, Ernst Welteke, Nout Wellink, Jean-Claude Trichet, Maurice O'Connell, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio.
Forreste række (venstre mod højre): Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Härmäläinen, Eugenio Domingo Solans.

Willem F. Duisenberg	<i>Formand for ECB</i>
Christian Noyer	<i>Næstformand for ECB</i>
Jaime Caruana	<i>Direktør for Banco de España</i>
Vítor Constâncio	<i>Direktør for Banco de Portugal</i>
Eugenio Domingo Solans	<i>Medlem af ECBs Direktion</i>
Antonio Fazio	<i>Direktør for Banca d'Italia</i>
Sirkka Härmäläinen	<i>Medlem af ECBs Direktion</i>
John Hurley (fra 11. marts 2002)	<i>Direktør for Central Bank of Ireland</i>
Otmar Issing	<i>Medlem af ECBs Direktion</i>
Klaus Liebscher	<i>Direktør for Österreichische Nationalbank</i>
Yves Mersch	<i>Direktør for Banque centrale du Luxembourg</i>
Maurice O'Connell (indtil 10. marts 2002)	<i>Direktør for Central Bank of Ireland</i>
Tommaso Padoa-Schioppa	<i>Medlem af ECBs Direktion</i>
Lucas D. Papademos	<i>Direktør for Bank of Greece</i>
Guy Quaden	<i>Direktør for Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>
Jean-Claude Trichet	<i>Direktør for Banque de France</i>
Matti Vanhala	<i>Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank</i>
Nout Wellink	<i>Direktør for De Nederlandsche Bank</i>
Ernst Welteke	<i>Direktør for Deutsche Bundesbank</i>

2.2 Direktionen

Direktionen består af formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst mellem eurolandene på stats- eller regeringschefniveau. Direktionens primære ansvarsområder er:

- At forberede møderne i Styrelsesrådet.
- At gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og beslutninger, der vedtages af Styrelsesrådet, idet den videregiver de nød-

vendige instrukser til NCBerne i euroområdet.

- At forestå ECBs løbende drift.
- At udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Direktionen mødes normalt mindst én gang om ugen for at træffe beslutninger vedrørende gennemførelsen af pengepolitikken, forberedelser til møderne i Styrelsesrådet og interne ECB-spørgsmål.



Bageste række (venstre mod højre): Eugenio Domingo Solans, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing.
Forreste række (venstre mod højre): Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Sirkka Härmäläinen

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Härmäläinen
Otmar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

Formand for ECB
Næstformand for ECB
Medlem af ECBs Direktion
Medlem af ECBs Direktion
Medlem af ECBs Direktion
Medlem af ECBs Direktion

2.3 Det Generelle Råd

Det Generelle Råd består af formanden og næstformanden for ECB og cheferne for NCBERne i alle 15 EU-lande. Det udfører de opgaver, som er overtaget fra Det Europæiske Monetære Institut, og som ECB stadig skal udføre i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, efter som ikke alle medlemslande har indført euroen. Derfor er Det Generelle Råds primære ansvarsområde at orientere om konvergensudviklingen i de ikke-deltagende medlemslande² og at yde rådgivning i de nødvendige forberedelser til uigenkaldelig fastlåsning af valutakurserne i disse

medlemslande (se kapitel IV). Desuden bidrager Det Generelle Råd til bestemte aktiviteter i ESCB, fx rådgivende funktioner (se kapitel X) og indsamling af statistiske oplysninger (se kapitel IX). I 2001 mødtes Det Generelle Råd fire gange. To af disse møder afholdtes som telekonferencer.

2) Ifølge protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland og protokollen om visse bestemmelser vedrørende Danmark, som begge er bilag til traktaten, skal denne orientering kun finde sted for Danmarks og Storbritanniens vedkommende, såfremt de beslutter at indføre euroen.

Det Generelle Råd



Bageste række (venstre mod højre): Klaus Liebscher, Guy Quaden, Antonio Fazio, Matti Vanhala, Lucas D. Papademos, Urban Bäckström, Ernst Welteke, Nout Wellink, Edward A. J. George, Maurice O'Connell, Jean-Claude Trichet.

Forreste række (venstre mod højre): Jaime Caruana, Yves Mersch, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Vítor Constâncio

Willem F. Duisenberg

Christian Noyer

Bodil Nyboe Andersen

Urban Bäckström

Jaime Caruana

Vítor Constâncio

Antonio Fazio

Edward A. J. George

John Hurley (fra 11. marts 2002)

Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell (indtil 10. marts 2002)

Lucas D. Papademos

Guy Quaden

Jean-Claude Trichet

Matti Vanhala

Nout Wellink

Ernst Welteke

Formand for ECB

Næstformand for ECB

Direktør for Danmarks Nationalbank

Direktør for Sveriges Riksbank

Direktør for Banco de España

Direktør for Banco de Portugal

Direktør for Banca d'Italia

Direktør for Bank of England

Direktør for Central Bank of Ireland

Direktør for Österreichische Nationalbank

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Direktør for Central Bank of Ireland

Direktør for Bank of Greece

Direktør for Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Direktør for Banque de France

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Direktør for De Nederlandsche Bank

Direktør for Deutsche Bundesbank

3 ECBs organisation

3.1 Corporate governance

Ud over ECBs besluttende organer, som er beskrevet i de foregående afsnit, omfatter ECBs corporate governance desuden forskellige eksterne og interne kontrolinstanser.

Ifølge ESCB-statutten skal der være to kontrolinstanser, nemlig de eksterne revisorer og Revisionsretten. De eksterne revisorer reviderer ECBs årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten). Revisionsretten vurderer den operationelle effektivitet vedrørende forvaltningen af ECB (artikel 27.2).

Endvidere har Direktoratet for Intern Revision, som rapporterer direkte til ECBs formand, fået mandat af Direktionen til at foretage løbende revisioner. Mandatet til Direktoratet for Intern Revision er defineret i ECBs Revisionscharter, som er baseret på internationale revisionsstandarder.³ Med mandat fra Styrelsesrådet er Revisionskomiteen ansvarlig for interne revisionsopgaver. ESCBs revisionspolitik blev formuleret af Styrelsesrådet med henblik på at sikre revision af fælles projekter og fælles operationelle systemer på ESCB-niveau. Revisionen udføres af Revisionskomiteen.

ECBs interne kontrolsystem er funktionsbaseret, idet hver enkelt enhed (afdeling, direktorat eller generaldirektorat) i organisationen er ansvarlig for sin egen interne kontrol og effektivitet. Således udfører de forskellige enheder operationelle kontrolprocedurer inden for deres eget ansvarsområde. Ud over disse kontrolforanstaltninger har visse enheder en rådgivningsfunktion over for Direktionen i forbindelse med særlige kontrolspørgsmål på tværs af organisationen.

Adfærdskodeksen for Den Europæiske Centralbank har til hensigt at vejlede og fastsætte benchmarks for ECBs medarbejdere og medlemmerne af Direktionen, som alle tilskyndes til at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen

af deres opgaver i ECB samt i deres forhold til NCBERne, de offentlige myndigheder, markedsdeltagerne, medierepræsentanter og offentligheden generelt.⁴ Adfærdskodeksen er således et svar på Den Europæiske Ombudsmands undersøgelse på eget initiativ vedrørende en adfærdskodeks for god forvaltningsskik for Fællesskabets tjenestemænd og deres forhold til offentligheden.

Direktionen vedtog desuden en række interne kontrolfunktioner, herunder omfattende regler, som skal forhindre misbrug af følsomme oplysninger om det finansielle marked ("regler om insiderhandel" og "kinesiske mure"). ECBs medarbejdere og medlemmerne af Direktionen er således forhindret i, direkte eller indirekte, at udnytte de interne oplysninger, som de måtte få adgang til, i forbindelse med private økonomiske handlinger, som udføres på egen risiko og for egen regning eller på tredjeparts vegne og for tredjeparts regning.⁵ Direktionen har desuden udnævnt en etisk rådgiver, som skal vejlede om tjenestemæssig adfærd og tavshedspligt. Den etiske rådgiver skal sikre konsekvent fortolkning af administrative regler, især reglerne om insiderhandel.

Styrelsesrådet har de budgetmæssige beføjelser og vedtager ECBs budget efter forslag fra Direktionen. I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet endvidere af Budgetkomiteen.

Ud fra et ønske om at deltage i fællesskabsinstitutionernes og medlemslandenes bestræbelser på at bekæmpe svig og andre ulovlige aktiviteter forbedrede ECB sine kontrolinstanser ved at etablere et uafhængigt Udvalg for Bekæmpelse af

3) *Principper og standarder for de relevante revisionsinstitutioner, såsom Institute for Internal Auditors (IIA) og Information Systems Audit and Control Association (ISACA).*

4) *Se Adfærdskodeks for Den Europæiske Centralbank i henhold til artikel 11.3 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT C 76 af 8.3.2001, s.12 og ECBs websted.*

5) *Se del 1.2 af ECBs administrative regler, som indeholder reglerne om tjenestemæssig adfærd og tavshedspligt, EFT C 236 af 22.8.2001, s.13 og ECBs websted.*

Svig på grundlag af ECBs afgørelse om bekæmpelse af svig (ECB/1999/5)⁶. Udvalget for Bekæmpelse af Svig, som afholdt tre møder i 2001, holdes løbende orienteret af Direktoratet for Intern Revision om alle spørgsmål vedrørende udførelsen af Direktoratets opgaver.

I henhold til Europa-Kommissionens og Rådets forordning (EF) nr. 45/2001 udnævnte Direktionen en databeskyttelsesansvarlig pr. 1. januar 2002.

3.2 Udviklingen på personaleområdet

Medarbejdere

Ved udgangen af 2001 havde ECB 1.043 medarbejdere fra alle 15 medlemslande med i alt 1.118,5 budgetterede stillinger. Ultimo 2000 var der til sammenligning 941 medarbejdere. ECBs stillingsbudget for 2002 er 1.154,5 – en stigning på 3,2 pct. i forhold til budgettet for 2001.

Et gæsteforskerprogram blev introduceret i Generaldirektoratet for Forskning. Programmet fokuserer på specifikke pengepolitiske forskningsprojekter på højt plan. 13 gæsteforskere har arbejdet i programmet i gennemsnitligt 2 måneder.

13 deltagere har i gennemsnit været beskæftiget 3 måneder i Generaldirektoratet for Forsknings kandidatforskningsprogram, der henvender sig til højt kvalificerede studerende i sidste del af deres ph.d.-studier.

Som helhed og inden for næsten alle forretningsområder beskæftigede ECB 87 praktikanter, studerende og kandidater primært med en økonomisk baggrund i gennemsnit 3½ måned.

Personalepolitik

Reglerne for rekruttering og forfremmelse er kodificeret og fastsat i de respektive administrative cirkulærer. Reglerne har til formål at sikre, at rekruttering og forfremmelse er baseret på

principperne om faglige kvalifikationer, gennemsigtighed, lige muligheder og ligebehandling, samt at sikre en retfærdig og ligeværdig rekrutterings- og forfremmelsespraksis.

Som supplement til de årlige medarbejdersamtaler for ledere er der indført et nyt tiltag med tilbagemelding fra flere kilder (multi-source feedback). I denne proces fokuseres på udvikling af ledelsesevner. Ledere (afdelingsledere, direktører, vicegeneraldirektører og generaldirektører) og medlemmer af Direktionen kan vælge at deltage i processen, hvor de får tilbagemeldninger fra de personer, der rapporterer direkte til dem, fra deres kolleger og eventuelt fra eksterne forbindelser. 39 ledere valgte at deltage første gang.

ECBs børnepasningsordning og Europaskolen

ECBs børnepasningsordning er flyttet ind i de endelige lokaler. I betragtning af den store efterspørgsel efter pladser vil de midlertidige faciliteter dog være åbne, indtil det er muligt at udvide de endelige lokaler, så der bliver plads til 130 børn i alderen op til 6 år.

Europaskolens byggeplaner, som blev udarbejdet af Europaskolernes Øverste Råd, er blevet forsinket. Skolen åbner derfor i midlertidige lokaler i skoleåret 2002/2003 for underskole- og førskoleklasser. Skolen skal have fire sprogafdelinger: Engelsk, fransk, tysk og italiensk.

Personaleforhold

Ud over de formelle samråd vedrørende ændringer i ansættelsesvilkårene for de ansatte, administrative regler og andre emner, omfattede dialogen med personaleudvalget en række andre

6) Se Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 7. oktober 1999 om bekæmpelse af svig (ECB/1999/5), EFT L 291 af 13.11.1999, s. 36. I den forbindelse blev forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank ændret i form af en ny artikel 9a, se EFT L 314 af 8.12.1999, s. 32.

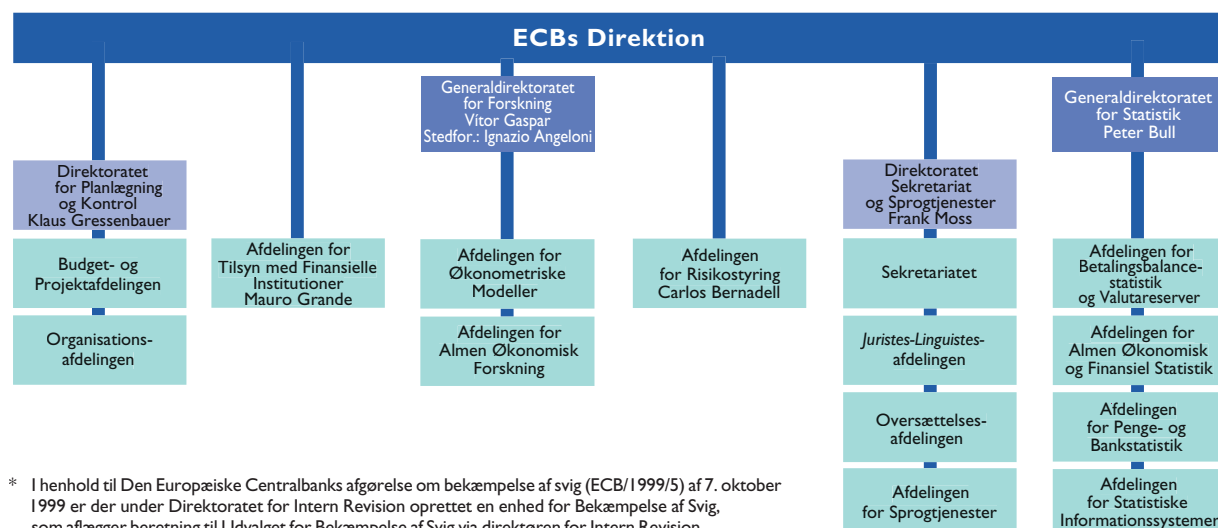
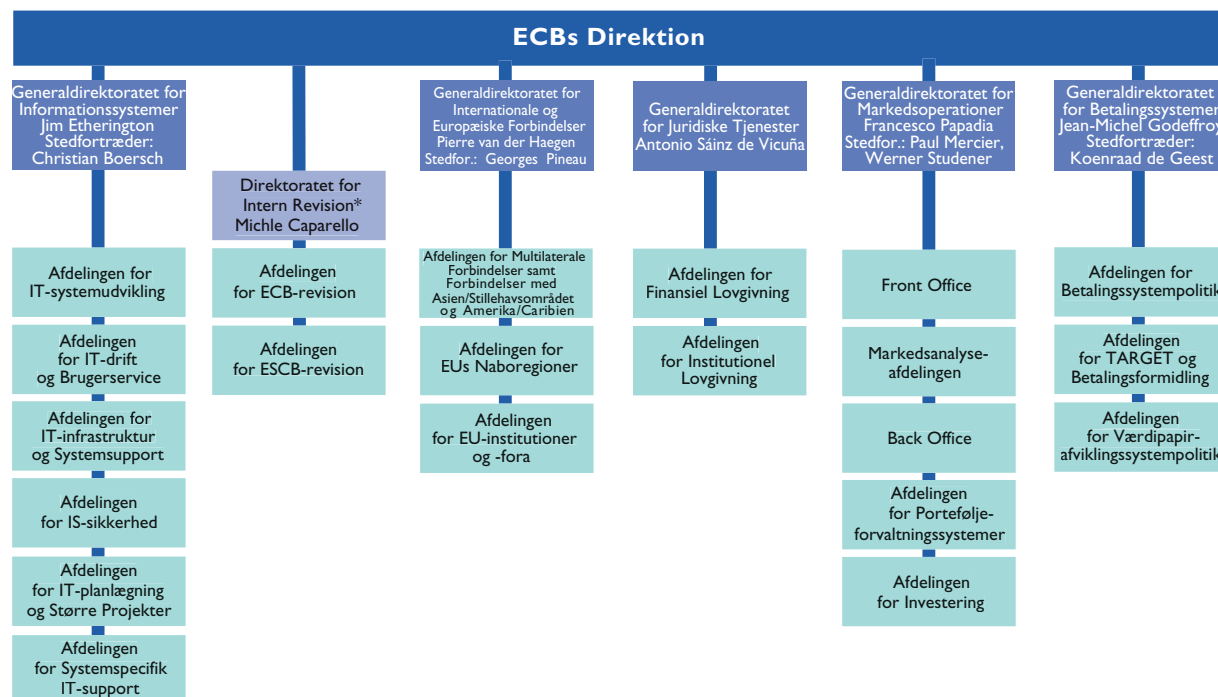
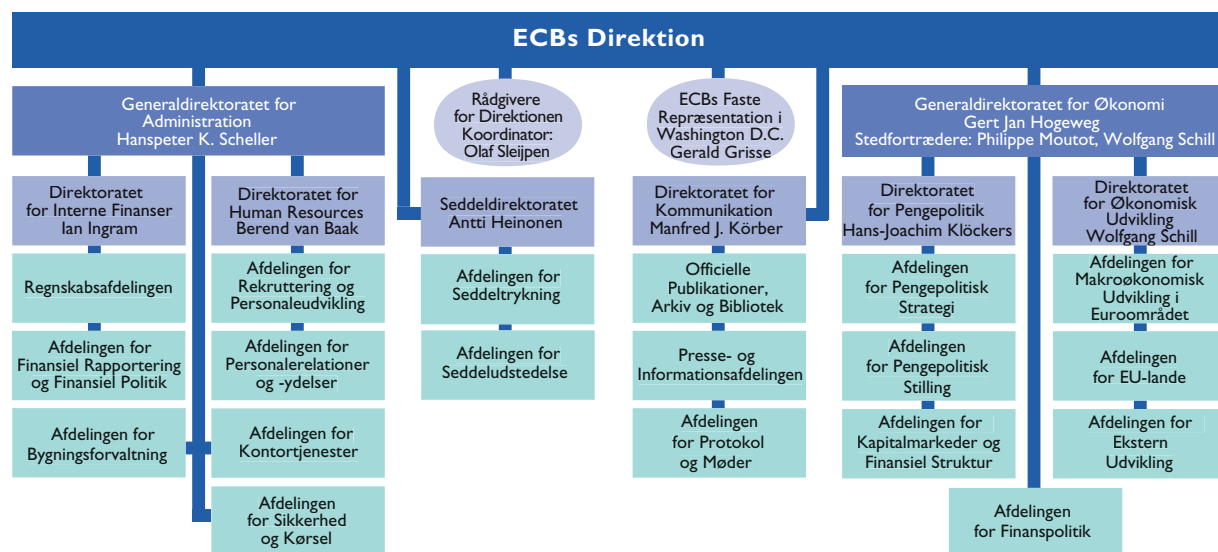
emner i 2001, i 2. halvår især sikkerhedssituationen i ECB.

Medarbejderne i ECBs fagforening (USE) orienterede om deres syn på foreslåede ændringer til ansættelsesvilkårene og de administrative regler for personalet. USEs anmodning om sammen med en ekstern fagforening at blive anerkendt som arbejdsmarkedspart i forbindelse med overenskomstforhandlingerne afventer stadig afgørelse i De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans.

3.3 ECBs organisationsdiagram

I lyset af ECBs erfaringer i de første 3½ år har Direktionen besluttet at foretage organisatoriske justeringer. For at skabe mest mulig synergi mellem forretningsområderne besluttede Direktionen at ændre ansvarsområderne for de enkelte direktionsmedlemmer. Desuden er nogle funktioner i ECBs forretningsområder ændret. Ændringerne, som vises i ECBs nye organisationsdiagram, trådte i kraft henholdsvis den 1. januar og 1. marts 2002. Det nye organisationsdiagram afspejler, at Direktionen fungerer som en kollektiv enhed i den daglige drift af ECB.

ECBs Organisationsdiagram



* I henhold til Den Europæiske Centralbanks afgørelse om bekæmpelse af svig (ECB/1999/5) af 7. oktober 1999 er der under Direktoratet for Intern Revision oprettet en enhed for Bekæmpelse af Svig, som aflægger beretning til Udvalget for Bekæmpelse af Svig via direktøren for Intern Revision.

4 ESCBs sociale dialog

På grundlag af en aftale med tre europæiske arbejdstagerorganisationer, der repræsenterer medarbejdere i ESCB, udfører ECB en social dialog med medarbejderrepræsentanter fra NCB'erne og ECB. Formålet med den sociale dialog er at informere medarbejderne og diskutere beslutninger, der træffes af ECBs besluttende orga-

ner med hensyn til ESCBs opgaver, i det omfang de har væsentlig indflydelse på beskæftigelsessituationen og arbejdsforholdene i centralbankerne. I 2001 blev der afholdt to sociale dialoger. Hovedemnet var trykning af eurosedler. Andre emner var udviklingen af TARGET samt tilsyn.

5 ESCB-komiteer

ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle i udførelsen af Eurosystemets/ESCBs opgaver. I juli 2001 fornyede Styrelsesrådet komiteernes mandater og genudnævnte de respektive formænd for yderligere tre år. Efter anmodning fra både Styrelsesrådet og Direktionen tilføjer de ekspertise inden for deres kompetenceområder og letter således beslutningsprocessen. ESCB-komiteerne består af repræsentanter fra Eurosystemets centralbanker og, hvor det er hensigtsmæssigt, af andre kompetente organer, såsom

ationale tilsynsmyndigheder, hvad angår Banktilsynskomiteen. NCB'erne i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, har ligeledes hver udnævnt en repræsentant, som deltager i ESCB-komiteernes møde, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. I øjeblikket er der 12 ESCB-komiteer, som alle blev etableret i henhold til artikel 9 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank.

ESCB-komiteer og deres formænd

Regnskabskomiteen (AMICO)
Hanspeter K. Scheller

Komiteen for Internationale Relationer (IRC)
Hervé Hannoun

Banktilsynskomiteen (BSC)
Edgar Meister

Den Juridiske Komité (LEGCO)
Antonio Sáinz de Vicuña

Seddelkomiteen (BANCO)
Antti Heinonen

Markedsoperationskomiteen (MOC)
Francesco Papadia

Komiteen for Ekstern Kommunikation (ECCO)
Manfred J. Körber

Den Pengepolitiske Komité (MPC)
Gert Jan Hogeweg

IT-komiteen (ITC)
Jim Etherington

Betalingsformidlingskomiteen (PSSC)
Jean-Michel Godeffroy

Revisionskomiteen (IAC)
Michèle Caparelo

Statistikkomiteen (STC)
Peter Bull

Foruden ESCB-komiteerne oprettede Styrelsesrådet Budgetkomiteen i 1998 på grundlag af artikel 15 i forretningsordenen for ECB. Den består af repræsentanter for Eurosystemets centralbanker og assisterer Styrelsesrådet i sager

vedrørende ECBs budget. I juli 2001 vedtog Styrelsesrådet et revideret mandat til Budgetkomiteen og genudnævnte Liam Barron til formand i yderligere tre år.



Holland: **Unge hollændere undersøger deres første eurosedler, som de har hævet i en kontantautomat i Maastricht få minutter inde i det nye år den 1. januar 2002**

Kapitel XIII

Årsregnskabet for ECB og konsolideret balance for Eurosystemet 2001

Balance pr. 31. december 2001

Aktiver	Note nr.	2001 €	2000 €
1 Guld og tilgodehavender i guld	1	7.766.265.040	7.040.906.565
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	2		
2.1 Tilgodehavender hos IMF		72.074.161	0
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		41.162.620.238	37.475.047.829
		41.234.694.399	37.475.047.829
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	2	3.636.568.460	3.824.522.571
4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		391.170.869	698.252.463
5 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	4	0	288.143.000
6 Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet	5	4.423.742.115	3.667.731.194
7 Intra-Eurosystem tilgodehavender	6		
Andre intra-Eurosystem tilgodehavender, netto		9.697.303.920	13.080.794.017
8 Andre aktiver			
8.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver	7.1	100.585.654	64.168.178
8.2 Andre finansielle aktiver	7.2	92.762.198	81.758.341
8.3 Kursregulering af ikke-balanceførte poster		0	251.564.471
8.4 Periodeafgrænsningsposter	7.3	620.508.777	862.316.142
8.5 Øvrige poster	7.4	97.569.394	3.747.484
		911.426.023	1.263.554.616
Aktiver i alt		68.061.170.826	67.338.952.255
Ikke-balanceførte aktiver			
Køb af euro på termin		0	2.885.697.468

Passiver	Note nr.	2001 €	2000 €
1 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	8	0	288.143.000
2 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	9	1.022.000.000	1.080.000.000
3 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	10	271.375.580	3.421.112.123
4 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet	11	17.192.783	0
5 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet	11		
Indlån og andre forpligtelser		5.840.349.099	4.803.381.255
6 Intra-Eurosystem forpligtelser	12		
Forpligtelser svarende til overførsel af valutareserver		40.497.150.000	39.468.950.000
7 Andre forpligtelser	13		
7.1 Periodeafgrænsningsposter		1.759.319.678	1.626.022.228
7.2 Øvrige poster		94.122.190	52.005.650
		1.853.441.868	1.678.027.878
8 Hensættelser	14	2.803.216.269	2.637.039.135
9 Revalueringskonti	15	9.429.002.830	7.972.626.864
10 Kapital og reserver	16		
10.1 Kapital		4.097.229.250	3.999.550.250
10.2 Reserver		408.393.225	0
		4.505.622.475	3.999.550.250
11 Årets overskud		1.821.819.922	1.990.121.750
Passiver i alt		68.061.170.826	67.338.952.255
Ikke-balanceførte passiver			
Salg af fremmed valuta på termin		0	2.885.697.468

Resultatopgørelse for året, der slutter den 31. december 2001

	Note nr.	2001 €	2000 €
Renteindtægter fra valutareserveaktiver		1.707.431.459	2.507.164.892
Andre renteindtægter		2.271.293.068	4.657.469.867
<i>1.1 Renteindtægter</i>		3.978.724.527	7.164.634.759
Forrentning af NCBernes tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-1.509.312.118	-1.375.110.826
Andre renteudgifter		-1.698.022.587	-4.375.476.075
<i>1.2 Renteudgifter</i>		-3.207.334.705	-5.750.586.901
1 Nettorenteindtægter	1	771.389.822	1.414.047.858
2.1 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	2	1.351.881.733	3.352.768.266
2.2 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	3	-109.023.392	-1.084.563
2.3 Overførsel til/fra hensættelser til valuta- og prisrisici		109.023.392	-2.600.000.000
2 Nettoresultat af finansielle operationer og nedskrivninger		1.351.881.733	751.683.703
3 Nettoindtægter fra gebyrer og provision	4	298.120	673.498
4 Andre indtægter	5	1.393.851	904.158
Nettoindtægter i alt		2.124.963.526	2.167.309.217
5 Personaleomkostninger	6 og 7	-97.288.818	-80.275.827
6 Administrationsomkostninger	8	-185.712.394	-82.808.524
7 Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-20.142.392	-14.103.116
Årets overskud		1.821.819.922	1.990.121.750

Frankfurt am Main, den 12. marts 2002

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Willem F. Duisenberg
Formand

Anvendt regnskabspraksis¹

Regnskabets indhold og opstillingsform

Den Europæiske Centralbanks (ECBs) årsregnskab er udfærdiget således, at det giver et retvisende billede af ECBs økonomiske stilling og af resultatet af dens aktiviteter. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper, som ECBs Styrelsesråd anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion. Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i Eurosystemet.

Regnskabsprincipper

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: Økonomisk realitet og gennemsigtighed, forsigtighed, gennemgang af begivenheder indtruffet efter balancedagen, væsentlighed, periodisering, going concern og konsistens og sammenlignelighed.

Regnskabsgrundlag

Regnskaberne er udfærdiget på basis af anskaffelsværdi, tilpasset med markedsreguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver denomineret i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdato.

Guld, aktiver og passiver i fremmed valuta

Aktiver og passiver denomineret i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende kurs. Indtægter og omkostninger omregnes til den på transaktionstidspunktet gældende kurs. Valutareguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages pr. valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta værdifastsættes adskilt fra valutakursreguleringen.

Der skelnes ikke mellem værdifastsættelse og valutakursregulering af guld, som værdifastsættes på basis af kursen i euro pr. ounce finguld. Denne kurs er baseret på euroens kurs over for den amerikanske dollar den 28. december 2001.

Værdipapirer

Omsættelige obligationer og lignende aktiver værdifastsættes til de på balancedagen gældende middeltkurser. For året, der slutter den 31. december 2001, anvendtes middeltkurser pr. 28. december 2001. Ikke-omsættelige værdipapirer værdifastsættes til anskaffelsesprisen.

Resultatføring

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår. Realiserede gevinster og tab medtages i resultatopgørelsen. Anskaffelsværdien af de enkelte aktiver beregnes dagligt på basis af de gennemsnitlige købsværdier. I forbindelse med et eventuelt urealiseret tab på et aktiv ultimo året reduceres anskaffelsværdien i overensstemmelse med valutakursen og/eller markedskursen ved årets udgang.

Urealiserede gevinster betragtes ikke som indtægter, men overføres direkte til en revalueringskonto.

Urealiserede tab medtages i resultatopgørelsen, såfremt de overstiger tidligere gevinster på den tilsvarende kursreguleringskonto. Urealiserede tab på et værdipapir, i en valuta eller på guld modregnes ikke i urealiserede gevinster på andre værdipapirer, valutaer eller guld.

¹⁾ En detaljeret beskrivelse af ECBs regnskabsprincipper findes i ECBs Styrelsesråds afgørelse af 12. december 2000 (ECB/2000/16), EF-Tidende (EFT L 33 af 2.2.2001).

Over- eller underkurs på købte værdipapirer amortiseres over værdipapirernes resterende løbetid og resultatføres som en del af renteindtægten.

Genkøbsforretninger

Genkøbsforretninger er i balancen registreret som sikrede indskud. Balancen viser indskud og værdien af værdipapirer anvendt som sikkerhed. Værdipapirer solgt i forbindelse med genkøbsforretninger forbliver i ECBs balance og behandles, som om de stadig er en del af den portefølje, hvorfra de blev solgt. Forretninger, som omfatter værdipapirer denomineret i fremmed valuta, har ingen indflydelse på den gennemsnitlige anskaffelsespris for valutapositioner.

Tilbagekøbsforretninger medtages i balancens aktiver som sikrede lån med lånenes værdi. Værdipapirer købt via denne type forretninger værdireguleres ikke.

Genkøbsforretninger og tilbagekøbsforretninger (inkl. værdipapirudlån) i forbindelse med automatisk værdipapirudlån medtages kun i balancen, hvis låntageren har stillet kontant sikkerhed i hele forrettningens løbetid. I 2001 modtog ECB ingen sikkerhed af denne type.

Ikke-balanceførte poster

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutaswaps samt andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på en fremtidig dato, medtages i nettovalutapositionen ved beregning af valutagevinster og -tab. Renteinstrumenter værdireguleres post for post og behandles på samme måde som værdipapirer. Ved valutaswaps opstår der ikke forskelle i værdifastsættelsen, da den modtagne valuta og forpligtelsen til at returnere den begge værdifastsættes til samme markedskurs i euro. Gevinst og tab i forbindelse med ikke-balanceførte poster opgøres og behandles

som gevinst og tab i forbindelse med balanceførte poster.

Begivenheder indtruffet efter balancedagen

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for ECBs Styrelsesråds godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne væsentligt påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen.

Intra-ESCB mellemværender

Intra-Eurosystem transaktioner er grænseoverskridende transaktioner mellem to centralbanker i EU. Disse transaktioner behandles hovedsagelig via TARGET² og medfører bilaterale mellemværender på konti mellem de centralbanker i EU, der er tilsluttet TARGET. Disse bilaterale mellemværender fornyes dagligt over for ECB, således at hver NCB kun har en enkelt bilateral position over for ECB. Denne position udgør i ECBs regnskab hver NCBs nettotilgodehavende eller forpligtelse over for resten af ESCB.

De deltagende NCBers intra-ESCB mellemværender med ECB (undtagen ECBs kapital og poster vedrørende overførsel af valutareserveaktiver til ECB) beskrives som intra-Eurosystem tilgodehavender eller forpligtelser og er opført i balancen for ECB som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost.

De ikke-deltagende NCBers intra-ESCB tilgodehavender hos ECB medtages i posten "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet".

2) *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (se også kapitel VII).*

Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Materielle anlægsaktiver værdifastsættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Der foretages følgende lineære afskrivninger over aktivernes forventede økonomiske levetid, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen:

- Computere, relateret hardware og software samt køretøjer: 4 år.
- Udstyr, møbler og maskiner: 10 år.
- Bygninger og finansiering af renoveringsomkostninger: 25 år.

Anlægsaktiver med en anskaffelsespris på under 10.000 euro afskrives i anskaffelsesåret.

ECBs pensionsordning

ECB har en pensionsordning med faste bidrag. Pensionsordningens aktiver, som udelukkende skal tilvejebringe pension til ordningens deltagere og deres efterladte, medtages i ECBs øvrige aktiver og identificeres separat. Gevinster og tab i forbindelse med værdiansættelse af pensionsordningens aktiver bogføres i det år, de opstår. Pension, der udbetales fra den særlige pensionskonto, som følger af ECBs bidrag, er underlagt minimumsgarantier, som understøtter de faste bidrag.

Grækenlands optagelse i euroområdet

Begivenheder i forbindelse med Grækenlands optagelse i euroområdet den 1. januar 2001.³

- Bank of Greece overførte 97.679.000 euro til ECB, hvilket udgør de resterende 95 pct. af Grækenlands kapitalindskud, som lægges til den allerede indbetalte kapital på 5 pct.
- Bank of Greece overførte mellem den 2. og 5. januar 2001, i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 30.1, valutareserveaktiver til ECB til en samlet værdi af

1.278.260.161 euro.⁴ Disse valutareserveaktiver bestod af guld, amerikanske dollar og japanske yen i samme forhold, som de beløb, der blev overført i begyndelsen af 1999 af de andre deltagende NCBer. Valutakomponenten blev overført i form af kontantbeholdninger og værdipapirer. Bank of Greece blev efterfølgende krediteret en fordring over for ECB i forbindelse med indbetalt kapital og valutareserveaktiver svarende til de overførte beløb.

- Euroens depreciering, især over for den amerikanske dollar, medførte, at modværdien i euro af Bank of Greces overførte valutareserveaktiver, beregnet til kursen pr. 29. december 2000, var højere, end hvis Bank of Greece havde overført aktiverne sammen med de øvrige deltagende NCBer i 1999. Hvis Bank of Greece var blevet krediteret en fordring på 1.278.260.161 euro, ville bankens andel af de deltagende NCBers samlede fordringer over for ECB have været større, end den tilsvarende kapitalandel i ECB tillader. Efter aftale med Bank of Greece blev fordringen derfor nedsat til 1.028.200.000 euro, så bankens fordring over for ECB kom i overensstemmelse med bankens andel i ECBs kapital.
- Forskellen mellem den tilpassede fordring og værdien af de overførte aktiver blev bogført som en del af Bank of Greces bidrag i henhold til ESCB-statuttens artikel 49.2 til ECBs hensættelser og reserver pr. 31. december 2000. Bank of Greces samlede betaling af disse bidrag var 285.794.874 euro fordelt som følger:

3) Rådets beslutning (2000/427/EF) af 19. juni 2000 i henhold til traktatens artikel 122, stk. 2, vedrørende Grækenlands tilslutning til den fælles valuta den 1. januar 2001 og i henhold til artikel 49 i ESCB-statuttens samt de retsakter, som ECBs Styrelsesråd i henhold til den pågældende artikel vedtog den 16. november 2000.

4) Dette beløb blev bestemt ved at multiplicere værdien i euro, til kursen den 29. december 2000, af de valutareserveaktiver, der allerede var overført til ECB af de nuværende medlemmer af Eurosystemet, med forholdet mellem antallet af Bank of Greces kapitalandele og antallet af kapitalandele, der allerede var indbetalt af de øvrige NCBer uden dispensation.

Bank of Greeces bidrag i henhold til ESCB-statuttens artikel 49.2

ECBs hensættelser og reserver	Beløb €	Balance note
Særlige hensættelser til valuta- og renterisici	67.732.230	14
Revalueringskonti	207.693.768	15
Almindelig reservefond	10.368.876	16
I alt	285.794.874	

Det udestående tilgodehavende på 35.734.713 euro blev betalt den 30. marts 2001, efter ECBs årsregnskab for 2000 var godkendt.

Andre forhold

Under hensyntagen til ECBs rolle som central-bank finder ECBs Direktion, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give læseren af regnskabet yderligere relevante oplysninger.

I henhold til artikel 27 i ESCB-statutten, og på grundlag af en henstilling fra ECBs Styrelsesråd, har EU-Rådet godkendt udnævnelsen af PricewaterhouseCoopers GmbH som ECBs eksterne revisor.

Noter til balancen

1 Guld og tilgodehavender i guld

ECB har en beholdning på 24,7 millioner ounces finguld (2000: 24 millioner ounces). Der var ingen transaktioner i guld i 2001. Stigningen skyldes værdifastsættelse samt overførsel af guld fra Bank of Greece i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten (se "Guld, aktiver og passiver i fremmed valuta" og "Grækenlands optagelse i euroområdet" under anvendt regnskabspraksis).

2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i og uden for euroområdet

2.1 Tilgodehavender hos IMF

Dette aktiv udgør ECBs beholdning af SDR (Special Drawing Rights) pr. 31. december 2001. ECB vedtog i 2001 at oprette en tovejs-købs- og salgsordning for SDR sammen med 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 defineres på baggrund af en valutakurv, hvis værdi bestemmes som en vægtet sum af de fire vigtigste valutakurser (amerikanske dollar, britiske pund, japanske yen og euro). SDRer behandles regnskabsmæssigt som et udenlandsk valutaaktiv (se "Guld, aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet

Posten består af tilgodehavender hos udenlandske banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen.

3 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet

Dette tilgodehavende består af bankindsud hos residerter uden for euroområdet pr. 31. december 2001.

4 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet

Der var pr. 31. december 2001 ingen udestående tilbagekøbsforretninger med kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs egenkapital, bortset fra transaktioner i forbindelse med automatisk værdipapirudlån (se note 18).

5 Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet

Disse værdipapirer består hovedsagelig af omsættelige obligationer udstedt af specifikke udstedere i euroområdet med høj kreditværdighed.

6 Intra-Eurosystem tilgodehavender

Denne post består hovedsagelig af de deltagende NCBers TARGET-nettotilgodehavender hos ECB (se "Intra-ESCB mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

	2001 €	2000 €
TARGET-tilgodehavender hos deltagende centralbanker	66.908.187.928	59.010.910.157
TARGET-forpligtelser over for deltagende centralbanker	-57.210.884.008	-45.930.059.415
Nettostilling	9.697.303.920	13.080.850.742

7 Andre aktiver

7.1 Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Disse aktiver bestod af følgende hovedposter den 31. december 2001:

	Bogført netto- værdi pr. 31. dec. 2001 €	Bogført netto- værdi pr. 31. dec. 2000 €
Grunde og bygninger	39.288.068	1.305.097
Computere	28.703.744	21.042.849
Udstyr, møbler, maskiner og køretøjer	4.492.005	4.852.047
Igangværende byggeri	8.077.125	21.691.248
Øvrige anlægsaktiver	20.024.712	15.276.937
I alt	100.585.654	64.168.178

Den vigtigste stigning under "Grunde og bygninger" vedrører udgifter til ECBs anden lokalitet, Eurotheum, overførsler fra "Igangværende byggeri" efter ibrugtagning af aktiverne samt køb af en embedsbolig til ECBs formand.

7.2 Andre finansielle aktiver

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

(a) Investeringsporteføljer vedrørende ECBs pensionsfond, som er værdifastsat til 53,9 mio. euro (2000: 42,9 mio. euro). Aktiverne repræsenterer ECBs og ECBs personales akkumulerede investerede pensionsbidrag pr. 31. december 2001. Aktiverne forvaltes af en ekstern fondsbestyrer. De faste bidrag fra ECB og medlemmerne i pensionsordningen investeres månedligt. Ordningens aktiver er ikke ombyttelige med ECBs andre finansielle aktiver, og nettoindtægterne fra aktiverne betragtes ikke som ECB-indtægter, men geninvesteres i de omtalte fonde indtil udbetaling af pension. Aktivernes værdi fastsættes af den eksterne fondsbestyrer og baseres på markedskurserne ved udgangen af året.

(b) ECB har 3.000 aktier i Den Internationale Betalingsbank (BIS), som medtages til anskaffelsesprisen på 38,5 mio. euro.

7.3 Periodeafgrænsningsposter

Den væsentligste komponent i denne post er på-løbne renter på værdipapirer og andre finansielle aktiver.

7.4 Øvrige poster

Stigningen i denne post i 2001 skyldes primært kapitalisering af omkostninger i forbindelse med produktion af et reservelager af eurosedler for Eurosystemet. ECB afholder i første omgang omkostningerne, indtil lageret overgår til NCB-erne til anskaffelsesværdien.

Posten indeholder desuden et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre afgifter. Sådanne afgifter kan refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Det Europæiske Fællesskabs privilegier og immuniteter, som ifølge artikel 40 i ESCB-statutten også gælder for ECB.

8 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet

Der var pr. 31. december 2001 ingen udestående genkøbsforretninger med kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs egenkapital, bortset fra transaktioner i forbindelse med automatisk værdipapirudlån (se note 18).

9 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet

Denne post består af indskud fra medlemmer af Euro Banking Association (EBA) som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger i TARGET-systemet.

10 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet

Disse forpligtelser består hovedsagelig af mellemværender med de NCBer, der ikke er med i Eurosystemet, som følge af transaktioner i TARGET-systemet (se "Intra-ESCB mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

11 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i og uden for euroområdet

Disse forpligtelser omfatter genkøbsforretninger med residerter i og uden for euroområdet i forbindelse med forvaltning af ECBs valutareserver.

12 Intra-Eurosystem forpligtelser

Denne post omfatter forpligtelserne over for de deltagende NCBer i forbindelse med overførsel af valutareserveaktiver til ECB. De oprindelige forpligtelser var denomineret i euro til en fast kurs, som blev fastsat på basis af aktivernes værdi på overførselstidspunktet. Aktiverne forrentes med Eurosystemets korte markedsoperationsrente, der er korrigeret, så den afspejler et nulafkast på guldkomponenten (se note 1 i "Noter til resultatopgørelsen"). Den samlede forpligtelse er steget som resultat af Bank of Greeces overførsel af valutareserveaktiver i begyndelsen af 2001 (se "Grækenlands optagelse i euroområdet" under anvendt regnskabspraksis).

	Fordelingsnøgle	
	Pct.	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Bank of Greece	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Österreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	698.500.000
I alt	80,9943	40.497.150.000

13 Andre forpligtelser

Denne post består hovedsagelig af skyldige renter til NCBerne på deres tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver (se note 12). ECBs forpligtelser vedrørende pensionsfonden på 53,9 mio. euro (2000: 42,9 mio. euro) samt andre periodeafgrænsningsposter medtages ligeledes under denne post.

14 Hensættelser

I betragtning af ECBs omfattende valuta- og renterisici samt størrelsen af ECBs revalueringsreserver blev det fundet hensigtsmæssigt pr. 31. december 2000 at foretage en særlig hensættelse på 2.600 mio. euro. I henhold til artikel 49.2 i ESCB-statutten bidrog Bank of Greece i marts 2001 til hensættelsen med 67,7 mio. euro (se "Grækenlands optagelse i euroområdet" under anvendt regnskabspraksis). Det løbende hensættelsesbehov vurderes årligt.

Posten omfatter desuden hensættelser i forbindelse med udgifter til varer og tjenesteydelser. På baggrund af ECBs meddelelse i 2001 om at erhverve en grund i Frankfurt am Main til opførelse af bankens permanente hovedsæde er det fundet hensigtsmæssigt at foretage en hensættelse i forbindelse med den kontraktlige forpligtelse til at

føre de nuværende lokaliteter tilbage til deres oprindelige stand, når de forlades.

15 Revalueringskonti

Disse konti repræsenterer revalueringsreserver som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver. Posten omfatter bidrag fra Bank of Greece i overensstemmelse med artikel 49.2 i ESCB-statutten (se "Grækenlands optagelse i euroområdet" under anvendt regnskabspraksis).

	2001 €	2000 €
Guld	1.691.913.278	1.120.787.564
Valuta	7.428.130.700	6.228.835.267
Værdipapirer	308.958.852	623.004.033
I alt	9.429.002.830	7.972.626.864

16 Kapital og reserver

Kapital

Det fuldt betalte bidrag fra NCBerne i euroområdet til ECBs kapital på 5 mia. euro udgør i alt 4.049.715.000 euro og er fordelt således:

	Fordelingsnøgle Pct.	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Bank of Greece	2,0564	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Österreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	69.850.000
I alt	80,9943	4.049.715.000

Bidragene fra NCBerne uden for euroområdet udgør 5 pct. af det beløb, som skal betales, hvis

disse lande tiltræder Den Monetære Union. Beløbet udgør i alt 47.514.250 euro og er fordelt således:

	Fordelingsnøgle Pct.	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
I alt	19,0057	47.514.250

Disse beløb repræsenterer bidragene til ECBs driftsomkostninger i forbindelse med opgaver for NCBerne uden for euroområdet. Disse NCBer skal ikke betale noget kapitalindskud ud over de allerede fastsatte beløb, før de vælger at deltage i Eurosystemet. Indtil da kan disse NCBer ikke få del i ECBs overskud, og de hæfter heller ikke for eventuelle tab i ECB.

Reserver

I henhold til artikel 33 i ESCB-statutten og Styrelsesrådets beslutning af 29. marts 2001 overførtes 398 mio. euro af nettooverskuddet for året, der sluttede den 31. december 2000, til den almindelige reservefond. De resterende 10,4 mio. euro er Bank of Greces bidrag til ECBs reserver i henhold til ESCB-statuttens artikel 49.2 (se "Grækenlands optagelse i euroområdet" under anvendt regnskabspraksis).

17 Begivenheder indtruffet efter balancedagen

Styrelsesrådet har besluttet, at ECB og de 12 deltagende NCBer, der sammen udgør Eurosystemet, skal udstede eurosedler fra 1. januar 2002.⁵ ECB tildeles 8 pct. af den samlede mængde eurosedler i omløb fra 2002, mens 92 pct. udstedes af de 12 NCBer.

5) ECBs afgørelse af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler (ECB/2001/15), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 52-54.

ECBs andel af den samlede udstedelse af euro-sedler garanteres af tilgodehavender hos NCBERne, når de sender ECBs sedler i omløb. Disse tilgodehavender, som er rentebærende,⁶ tildeles NCBERne i forhold til deres andel af ECBs kapital.

18 Automatisk værdipapirudlån

Som led i forvaltningen af ECBs egenkapital har ECB i 2001 indgået en aftale om automatisk værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECBs vegne foretager transaktioner inden for værdipapirudlån med en række modparter, der er udnævnt af ECB som godkendte modparter. I overensstemmelse med aftalen er der indgået genkøbs- og tilbagekøbsforretninger, hver med 1,6

mia. euro pr. 31. december 2001 (se "Genkøbsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

19 Ikke-balanceførte poster

De udestående terminsfordringer og -forpligtelser pr. 31. december 2000 i forbindelse med valutawapforpligtelser er afviklet i løbet af 2001.

Der var ingen udestående eventualforpligtelser pr. 31. december 2001.

6) ECBs afgørelse af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002 (ECB/2001/16), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 55-61.

Noter til resultatopgørelsen

1 Nettorenteindtægter

Denne post omfatter renteindtægter fratrukket renteudgifter i forbindelse med aktiver og passiver i fremmed valuta og euro, herunder nettorenteindtægter fra mellemværender i TARGET. Rente udbetalt til de deltagende NCBer på deres tilgodehavender hos ECB i forbindelse med de valutareserveaktiver, der blev overført i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten, er angivet separat.

Renteindtægter fra valutareserveaktiver fratrukket renteudgifter i forbindelse med valutareserveforpligtelser er:

	2001 €	2000 €
Bruttorenteindtægter fra valutareserver	1.851.694.324	2.734.740.519
Renteudgifter i forbindelse med valutareserveforpligtelser	-144.262.865	-227.575.627
Nettorenteindtægter fra valutareserver	1.707.431.459	2.507.164.892

Faldet i nettoindtægter i forhold til 2000 skyldes primært lavere renteindtægter fra aktiver i amerikanske dollar. Faldet opvejes delvis af højere renteindtægter fra større gennemsnitlige tilgodehavender i forbindelse med mellemværender i TARGET i 2001 i forhold til 2000.

Posterne "Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter" faldt i 2001, hvilket primært skyldes netting af bilaterale TARGET-mellemværender med virkning fra 30. november 2000. Alle TARGET-relaterede bilaterale mellemværender mellem NCBerne i EU og ECB nettes dagligt ved arbejdstids ophør ved at forny dem over for ECB, således at hver NCB kun har en enkelt bilateral position over for ECB (se "Intra-ESCB mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

2 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer

Nettogevinster blev primært realiseret ved salg af værdipapirer som følge af almindelig porteføljeforvaltning. Faldet i realiserede nettogevinster sammenlignet med 2000 skyldes hovedsagelig, at betydelige nettogevinster i 2000 blev realiseret som følge af ECBs interventioner på valutamarkedet. Posten indeholder desuden solgt valuta optjent siden begyndelsen af 1999. I 2001 foretog ECB ingen valutaintervention og solgt valuta optjent i fremmed valuta blev suspenderet.

3 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner

Udgiften skyldes næsten udelukkende nedskrivning af anskaffelsesprisen på individuelle værdipapirer på grund af deres faldende værdi i sidste del af 2001. Værdipapirerne medtages i balancen til deres markedsværdi pr. 31. december 2001 (se "Resultatføring" under anvendt regnskabspraksis).

4 Nettoindtægter fra gebyrer og provision

Denne post består af følgende indtægter og udgifter. Indtægterne hidrører fra strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene.

	2001 €	2000 €
Gebyr- og provisionsindtægter	931.206	1.296.112
Gebyr- og provisionsudgifter	-633.086	-622.614
Nettoindtægter fra gebyrer og provision	298.120	673.498

5 Andre indtægter

Omfatter diverse indtægter i løbet af året hovedsagelig som følge af overførsel af ikke anvendte administrative hensættelser til resultatopgørelsen.

6 Personaleomkostninger

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv. på 82 mio. euro (2000: 67 mio. euro), arbejdsgiverbidrag til ECBs pensionsfond og til syge- og ulykkesforsikring. Løn til medlemmerne af ECBs Direktion udgjorde i alt 1,9 mio. euro (2000: 1,8 mio. euro). Der blev i løbet af året ikke udbetalt pension til tidligere medlemmer af Direktionen eller til deres efterladte. Lønninger mv. til medarbejdere, herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EUs øvrige institutioner.

Antallet af medarbejdere udgjorde ultimo 2001 1.043, heraf 75 ledende medarbejdere. Det gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB i 2001 var 997 mod 823 i 2000. I 2001 blev der ansat 176 medarbejdere, mens 74 forlod ECB.

7 ECBs pensionsordning

I overensstemmelse med reglerne for ECBs pensionsordning foretages en fuld aktuarmæssig beregning hvert tredje år. Den seneste aktuarmæs-

sige beregning blev udført pr. 31. december 2000 baseret på princippet om akkumulerede rettigheder, som kræver udbetaling af et minimumsengangsbeløb til pensionsordningens deltagere ved ansættelsens ophør.

Pensionsordningens omkostninger vurderes efter rådgivning fra en kvalificeret aktuar. ECBs samlede pensionsomkostninger, inklusive invaliditetsforsikring og pensionsydelse var 14,9 mio. euro (2000: 13,1 mio. euro). Dette beløb inkluderer pension til medlemmerne af Direktionen svarende til 0,7 mio. euro (2000: 0,6 mio. euro). ECBs arbejdsgiverbidrag skal fremover udgøre 16,5 pct. af alle medarbejderes pensionsgivende indkomst.

8 Administrationsomkostninger

Denne post dækker alle øvrige løbende omkostninger, såsom husleje, vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarer for rådgivning, andre serviceydelser og forsyninger samt personalerelaterede udgifter i forbindelse med rekruttering, omplacering, introduktion, uddannelse samt flytning.

Stigningen i administrationsomkostningerne skyldes hovedsagelig yderligere driftsomkostninger i forbindelse med ECBs nye kontorbygning, Eurotheum, og større konsulenthonorarer, det sidste primært i forbindelse med udarbejdelsen af Oplysningskampagne Euro 2002.

Formanden og Styrelsesrådet
for Den Europæiske Centralbank

Frankfurt am Main

Vi har revideret medfølgende regnskabsopgørelse for Den Europæiske Centralbank pr. 31. december 2001. Den Europæiske Centralbanks Direktion er ansvarlig for udfærdigelsen af regnskabsopgørelsen. Det er vort ansvar at fremkomme med en uafhængig vurdering af regnskabsopgørelsen baseret på vor revision og at rapportere denne vurdering til Dem.

Vor revision er foretaget i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsprincipper. En revision indbefatter en stikprøvebaseret kontrol af beløb og indhold af de enkelte poster. Revisionen indbefatter ligeledes en gennemgang af de væsentligste vurderinger og skøn, der er foretaget i forbindelse med udfærdigelsen af regnskabsopgørelsen og en vurdering af, om de anvendte regnskabsprincipper er tilstrækkeligt belest og i det hele taget er anvendelige for Den Europæiske Centralbank.

Det er vor opfattelse, at den regnskabsopgørelse, der er blevet udfærdiget i henhold til regnskabsprincipperne præsenteret i første del af noterne til regnskabsopgørelsen for Den Europæiske Centralbank, giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle situation pr. 31. december 2001 og af resultatet af dens aktiviteter i det forløbne år.

Frankfurt am Main, den 13. marts 2002

PricewaterhouseCoopers

GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[underskrift]
(Wagener)
Revisor

[underskrift]
(Kern)
Revisor

Note om fordeling af overskud

Denne note er ikke en del af ECBs regnskab for 2001. Den er medtaget i Årsberetningen udelukkende til orientering.

Fordeling af overskud

I henhold til artikel 33 i ESCB-statutten overføres ECBs nettooverskud på følgende måde:

- Et beløb, hvis størrelse fastsættes af Styrelsesrådet, og som ikke må overstige 20 pct. af nettooverskuddet, overføres til den almindelige reservefond op til 100 pct. af kapitalen.
- Det resterende nettooverskud fordeles til indehaverne af kapitalandele i ECB i forhold til deres andel af den indskudte kapital.

I overensstemmelse med denne artikel besluttede Styrelsesrådet på mødet den 21. marts 2002 at overføre 364 mio. euro til den almindelige reservefond og fordele det resterende nettooverskud til de deltagende nationale centralbanker i forhold til deres andel af den indskudte kapital.

De ikke-deltagende nationale centralbanker er ikke berettiget til en andel af overskuddet.

	2001 €	2000 €
Årets overskud	1.821.819.922	1.990.121.750
Overførsel til den almindelige reservefond	-364.363.984	-398.024.350
Overskud til fordeling	1.457.455.938	1.592.097.400
Fordeling til NCBer	-1.457.455.938	-1.592.097.400
I alt	0	0

Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2001

(Millioner euro)

Aktiver	31. dec. 2001	1. jan. 2001 *	31. dec. 2000
1 Guld og tilgodehavender i guld	126.801	118.610	117.073
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet			
2.1 Tilgodehavender hos IMF	32.008	27.106	26.738
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	232.957	243.545	232.087
	264.965	270.651	258.825
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	24.805	19.100	15.786
4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet			
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	5.707	4.149	3.750
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med udlånsfaciliteten i ERM2	0	0	0
	5.707	4.149	3.750
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer			
5.1 Primære markedsoperationer	142.000	222.988	222.988
5.2 Langfristede markedsoperationer	60.000	45.000	45.000
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	1.573	608	608
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	24	53	53
	203.598	268.648	268.648
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	487	2.286	578
7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet	27.984	29.059	26.071
8 Den offentlige gæld i euro	68.603	69.375	57.671
9 Andre aktiver	90.813	91.208	87.676
Aktiver i alt	813.762	873.086	836.078

Evt. uoverensstemmelser i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

* Den konsoliderede balance pr. 1. januar 2001 viser til sammenligning effekten af Bank of Greeces optagelse i Eurosystemet pr. den pågældende dato. Forskellene skyldes primært indlemmelsen af Bank of Greeces aktiver og passiver samt omklassifikationen af Eurosystemets tilgodehavender og forpligtelser over for græske residenter til tilgodehavender og forpligtelser over for residenter i euroområdet.

Passiver	31. dec. 2001	1. jan. 2001 *	31. dec. 2000
1 Sedler i omløb	269.556	380.281	371.370
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer			
2.1 Løbende poster (dækker reservekravssystemet)	147.580	126.599	124.402
2.2 Indlånsfacilitet	488	240	240
2.3 Indskud med fast løbetid	0	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	4	0	0
	148.072	126.839	124.642
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	37.159	10.950	305
4 Udstedte gældsbeviser	2.939	3.784	3.784
5 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet			
5.1 Staten	44.970	53.894	53.353
5.2 Andre forpligtelser	6.307	6.020	3.694
	51.277	59.914	57.047
6 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet	9.446	11.412	10.824
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i euroområdet	2.525	6.143	806
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider uden for euroområdet			
8.1 Indskud, saldi og øvrige forpligtelser	20.227	14.193	12.414
8.2 Forpligtelser i forbindelse med udlånsfaciliteten i ERM2	0	0	0
	20.227	14.193	12.414
9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF	6.967	6.848	6.702
10 Øvrige passiver	76.107	74.691	72.277
11 Revalueringskonti	125.367	117.972	117.986
12 Kapital og reserver	64.118	60.059	57.921
Passiver i alt	813.762	873.086	836.078

Bilag

ORDLISTE

Afviklingsrisiko: En overordnet betegnelse, der bruges til at beskrive risikoen for, at afvikling i et system til overførsel af betalinger eller værdipapirer ikke forløber som forventet. Denne risiko kan omfatte både kredit- og likviditetsrisiko.

Auktion: En tildelingsprocedure, som **Eurosystemet** anvender i sine regelmæssige **markedsoperationer**. Den udføres inden for en tidsramme på 24 timer, og alle **modparter**, der opfylder de generelle kriterier for deltagelse, er berettiget til at afgive bud.

Benchmark: I forbindelse med investeringer er et benchmark en referenceportefølje eller et referenceindeks udarbejdet på baggrund af målene for investeringernes likviditet, risiko og afkast. Et benchmark fungerer som sammenligningsgrundlag for udviklingen i den faktiske portefølje. I forbindelse med **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** forvaltning af valutaeserver er det strategiske benchmark en referenceportefølje, der afspejler ECBs langsigtede ønsker med hensyn til risiko og afkast. Det ændres kun under særlige forhold. Det taktiske benchmark afspejler ECBs ønsker med hensyn til risiko og afkast over en periode på nogle få måneder baseret på de herskende markedsforhold. Det tages op til revision hver måned.

Betaling mod betaling (payment versus payment, PVP): En mekanisme i et valutaafviklings-system, som sikrer, at en endelig overførsel af en valuta finder sted, hvis, og kun hvis, endelig overførsel af den anden valuta eller de andre valutaer finder sted.

Betalingsagent: En institution, der administrerer afviklingsprocessen (dvs. fastlæggelse af betalingspositioner, overvågning af udvekslingen af betalinger osv.) for betalingssystemer, værdipapirafviklings-systemer eller andre arrangementer, der kræver afvikling.

Betalingsystem (funds transfer system – FTS): En formel ordning baseret på aftaleret eller anden lovgivning med flere medlemmer, fælles regler og standardiserede ordninger for overførsel og afvikling af betalinger mellem systemets medlemmer.

Bilateral procedure: En procedure, hvor centralbanken handler direkte med en eller kun få **modparter** uden at gøre brug af auktionsprocedurer. Bilaterale procedurer omfatter operationer udført via børser eller agenter på markedet.

Centralkurs over for euro: Den officielle valutakurs for deltagende valutaer i **ERM2** over for **euroen**, omkring hvilken udsvingsbåndene i ERM2 er defineret.

Dagsværdiprincippet (Fair Value Accounting – FVA): Et værdiansættelsesprincip, ifølge hvilket den faktiske markedskurs eller en estimeret markedskurs anvendes som nutidsværdien af forventede pengestrømme i forbindelse med beregning af finansielle instrumenters balanceværdi.

Direktionen: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Den omfatter formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes af stats- og regeringscheferne i de medlemslande, der har indført **euroen**.

Ecofin: Se **EU-Rådet**.

ECU (European Currency Unit): ECU var en valutakurv sammensat af en fast mængde af valutaerne fra 12 af de 15 EU-lande. Værdien af ECU blev beregnet som et vægtet gennemsnit af de 12 komponentvalutaer. ECU blev erstattet af **euro** den 1. januar 1999 i forholdet en-til-en.

Effektive (nominelle/reale) valutakurser: Nominelle effektive valutakurser består af et geometrisk vægtet gennemsnit af forskellige bilaterale valutakurser. Reale effektive valutakurser er nominelle effektive valutakurser deflateret med et vægtet gennemsnit af udenlandske priser eller omkostninger i forhold til de indenlandske. Disse valutakurser er derfor udtryk for pris- eller omkostningsmæssig konkurrenceevne. **Den Europæiske Centralbank** beregner nominelle effektive eurokursindeks i forhold til valutaerne i en snæver og en bred gruppe af **euroområdet**'s handelspartnere. Pr. januar 2001 består den snævre gruppe af 12 af euroområdet's industrialiserede og nyindustrialiserede handelspartnere, mens den brede gruppe består af 38 handelspartnere, herunder nye vækstøkonomier og overgangsøkonomier. Reale effektive eurokursindeks beregnes ved hjælp af alternative pris- og omkostningsmål.

Egentlig købs- eller salgsforretning: En transaktion, hvor aktiver købes eller sælges op til deres udløb (spot eller termin).

Ekstraordinær auktion: Den auktionsprocedure, som **Eurosystemet** anvender til **finjusterende markedsoperationer**. Ekstraordinære auktioner udføres inden for 1 time og er indskrænket til et begrænset antal **modparter**.

Elektroniske penge (e-penge): Elektronisk opbevaring af betalingsbeløb på en teknisk anordning, der kan anvendes til at foretage betalinger til andre end udstederen af e-pengene, uden at transaktionen nødvendigvis involverer en bankkonto, og som fungerer som et forudbetalt ihændehavebevis (se også **forudbetalingskort**).

Eonia (euro overnight index average): Et mål for den effektive rente på dag-til-dag interbankmarkedet i euroområdet. Det beregnes som et vægtet gennemsnit af rentesatserne for usikrede dag-til-dag lånetransaktioner i euro, som indberettes af et panel af deltagende banker.

ERM2: Valutakursordningen, som fastlægger rammerne for det valutakurspolitiske samarbejde mellem **euroområdet** og de øvrige EU-lande fra starten af tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union**. Medlemskab er frivilligt. Ikke desto mindre forventes medlemslande med dispensation at tilslutte sig mekanismen. På nuværende tidspunkt deltager den danske krone i ERM2 med et udsvingsbånd omkring centralkursen over for **euro** på $\pm 2,25$ pct. Valutaintervention og -finansiering på grænserne af standardudsvingsbåndet eller det mere snævre udsvingsbånd foregår i princippet automatisk og ubegrænset, hvor der er meget kortfristet finansiering til rådighed. **Den Europæiske Centralbank** og de deltagende centralbanker uden for euroområdet kan dog suspendere den automatiske intervention, hvis dette strider mod hovedmålet om fastholdelse af **prisstabilitet**.

Euribor (euro interbank offered rate): Den rente, hvortil en bank er villig til at låne **euro** til en anden bank. Euribor beregnes dagligt for interbankkud med en løbetid på 1-3 uger og 1-12 måneder som et gennemsnit afrundet til tre decimaler af de daglige tilbudte renter i et repræsentativt panel af solide og kreditværdige banker.

Euro: Navnet på den fælles valuta, som blev vedtaget af **Det Europæiske Råd** på mødet i Madrid den 15. og 16. december 1995. Euro anvendes i stedet for betegnelsen **ECU**, der er anvendt i **traktaten**.

Euro Banking Association (EBA): En organisation, der fungerer som undersøgelses- og discussionsforum for spørgsmål af interesse for medlemmerne, især spørgsmål vedrørende brug af **euroen** og afvikling af transaktioner i euro. EBA har oprettet en clearingvirksomhed (ABE Clearing, Société par Action Simplifiée à capital variable), der skal administrere euro-clearingsystemet fra 1. januar 1999. Euro-clearingsystemet (Euro 1) er efterfølgeren til ECU-clearing- og -afviklingsystemet.

Euro Stoxx: STOXX Limited (www.stoxx.com) offentliggør Dow Jones Stoxx-indeks, der måler aktiekursudviklingen i Europa som helhed. Dow Jones Euro Stoxx-indekset er et af disse indekser. Indekset aggregerer kurserne på et bredt udvalg af aktier fra eurolandene. Desuden findes der tre typer sektorindeks (økonomiske sektorer, markedssektorer og branchegrupper) for Dow Jones Euro Stoxx-indekset.

Eurogruppen: Uformelt forum for de medlemmer af **Ecofin**-rådet, som repræsenterer eurolandene. Gruppen mødes regelmæssigt (sædvanligvis forud for møderne i Ecofin-rådet) for at drøfte spørgsmål vedrørende deres fælles ansvar for den fælles valuta. **Europa-Kommissionen** og, hvor det er relevant, **Den Europæiske Centralbank** indbydes til at deltage i disse møder.

Euroområdet: Euroområdet består af de medlemslande, der i overensstemmelse med **traktaten** har indført **euro** som fælles valuta, og som fører en fælles pengepolitik under **Den Europæiske Centralbanks Styrelsesråds** ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Finland, Frankrig, Grækenland (der blev optaget den 1. januar 2001), Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig.

Europa-Kommissionen: Den institution i Det Europæiske Fællesskab, som skal sikre, at **traktatens** bestemmelser gennemføres. Kommissionen udarbejder fællesskabspolitikker, fremsætter forslag til fællesskabslovgivning og har magtbeføjelser inden for specifikke områder. På det økonomipolitiske område foreslår Kommissionen overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker i Fællesskabet og rapporterer til **EU-Rådet** om medlemslandenes økonomiske udvikling og politik. Kommissionen fører tilsyn med de offentlige finanser inden for rammerne af multilateral overvågning og forelægger rapporter for Rådet. Den består af 20 medlemmer, herunder to fra Frankrig, Italien, Spanien, Storbritannien og Tyskland samt et fra hvert af de øvrige medlemslande.

Europa-Parlamentet: Består af 626 repræsentanter for borgerne i medlemslandene. Parlamentet deltager i lovgivningsprocessen, men med forskellige rettigheder afhængig af, under hvilken procedure lovgivningen vedtages. Inden for rammerne af **Den Økonomiske og Monetære Union** har Parlamentet primært høringsmæssige beføjelser. **Traktaten** foreskriver dog en række procedurer for **Den Europæiske Centralbanks** demokratiske oplysningspligt over for Parlamentet (forelæggelse af årsberetning, generelle drøftelser om pengepolitikken, høringer i de kompetente parlamentsudvalg).

Europæiske Centralbank, Den (ECB): ECB er kernen i **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)** og **Eurosystemet** og er en juridisk person i henhold til fællesskabsretten. Den sikrer, at de opgaver, der er pålagt Eurosystemet og ESCB, gennemføres enten via egne aktiviteter eller gennem de nationale centralbanker i henhold til statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank. ECB er underlagt **Styrelsesrådet** og **Direktionen** og, som et tredje besluttende organ, **Det Generelle Råd**.

Europæiske Monetære Institut, Det (EMI): En midlertidig institution, som blev etableret ved starten af anden fase af **Den Økonomiske og Monetære Union** den 1. januar 1994. EMIs to hovedopgaver var at styrke samarbejdet mellem centralbankerne og den pengepolitiske koordinering og at foretage de nødvendige forberedelser til etableringen af **Det Europæiske System af Centralbanker**, til udførelsen af den fælles pengepolitik og til indførelsen af den fælles valuta i tredje fase. EMI ophørte med at eksistere, da **Den Europæiske Centralbank** blev oprettet den 1. juni 1998.

Europæiske nationalregnskabssystem 1995, det (ENS95): Et system af ensartede statistiske definitioner og klassifikationer med henblik på en harmoniseret kvantitativ beskrivelse af medlemslandenes økonomier. ENS95 er Fællesskabets udgave af FNs nationalregnskabssystem 1993 (SNA93). ENS95 er en ny udgave af det europæiske system, og gennemførelsen påbegyndtes i løbet af 1999 i henhold til Rådets forordning (EF) nr. 2223/96.

Europæiske Råd, Det: Sikrer den nødvendige drivkraft i udviklingen af Den Europæiske Union og definerer de generelle politiske retningslinjer for Unionen. Det Europæiske Råd består af medlemslandenes stats- og regeringschefer og **Europa-Kommissionens** formand (se også **EU-Rådet**).

Europæiske System af Centralbanker, Det (ESCB): Består af **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker i alle 15 medlemslande, dvs. den omfatter ud over **Eurosystemets** medlemmer de nationale centralbanker i de medlemslande, der endnu ikke har indført **euroen**. ESCB er underlagt ECBs **Styrelsesråd** og **Direktion** og, som et tredje besluttende organ i ECB, **Det Generelle Råd**.

Eurostat: Eurostat er Fællesskabets statistikorgan og en del af **Europa-Kommissionen**. Eurostat er ansvarlig for udarbejdelsen af Fællesskabets statistikker.

Eurosystemet: Omfatter **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker (NCBer) i de medlemslande, der har indført **euroen** i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union** (se også **euroområdet**). Der er på nuværende tidspunkt 12 NCBer i Eurosystemet. Eurosystemet er underlagt ECBs **Styrelsesråd** og **Direktion**.

Eurosystemets internationale reserver: Euroområdetets reserveaktiver består af **Eurosystemets** reserveaktiver, dvs. **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** reserveaktiver og eurolandenes nationale centralbankers (NCBers) reserveaktiver. Reserveaktiverne skal være under den relevante monetære myndigheds effektive kontrol, det være sig ECB eller et eurolands NCB, og vedrøre stærkt likvide, omsættelige og kreditværdige tilgodehavender denomineret i udenlandsk valuta (ikke **euro**) hos residerter uden for euroområdet, plus guld, særlige trækingsrettigheder og deltagende NCBERs reservestilling over for IMF.

Eurosystemets valutalikviditetsstilling: Eurosystemets internationale reserver og andre aktiver og passiver i udenlandsk valuta, herunder positioner over for resider i **euroområdet**, fx indlån i udenlandsk valuta i pengeinstitutter i euroområdet.

EU-Rådet: En institution i Det Europæiske Fællesskab. EU-Rådet består af repræsentanter for medlemslandenes regeringer, normalt de ministre, som er ansvarlige for de emner, der drøftes (derfor kaldes det ofte Ministerrådet). Når EU-Rådet er sammensat af økonomi- og finansministrene, kaldes det **Ecofin-rådet**. EU-Rådet kan også være sammensat af stats- og regeringscheferne (se også **Det Europæiske Råd**).

Finjusterende markedsoperation: En ikke-regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet**, primært for at klare uventede likviditetsudsving i markedet.

Fjernadgang (til et interbankbetalingssystem): En facilitet, hvor et **kreditinstitut** i et land ("hjemlandet") har direkte adgang til et **interbankbetalingssystem** i et andet land ("værtlandet") og til det formål har en konto i eget navn i centralbanken i værtlandet til afregninger, uden at kreditinstituttet nødvendigvis har en filial i værtlandet.

Forhåndsdistribution (frontloading): Distribution af sedler og/eller mønter i **euro** til **kreditinstitutter** før 2002.

Forudbetalingskort: Et småpengekort, som kan anvendes til en lang række formål, og som har potentiale til at kunne anvendes både nationalt og internationalt, men undertiden kan være begrænset til et bestemt område. Genopladelige forudbetalingskort betegnes også elektroniske penge (se også **elektroniske penge**).

Fremskrivninger: Resultatet af **Eurosystemets** stabs forsøg på at forudsige den fremtidige makroøkonomiske udvikling i **euroområdet**. Fremskrivninger for euroområdet udarbejdes på samme måde som fremskrivninger for de enkelte lande. Fremskrivningerne, der offentliggøres to gange om året, indgår i den anden søjle i **Den Europæiske Centralbanks pengepolitiske strategi** og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af truslerne mod **prisstabiliteten**.

Generelle Råd, Det: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttede organer. Det omfatter formanden og næstformanden for ECB og centralbankcheferne i alle 15 EU-lande.

Genkøbsforretning: En forretning, hvor et aktiv sælges, men sælgeren har ret og pligt til at genkøbe det til en aftalt pris på et senere tidspunkt eller på forlangende. En sådan forretning er magen til låntagning mod sikkerhedsstillelse bortset fra, at sælger ikke beholder ejendomsretten til værdipapirerne. **Eurosystemet** anvender genkøbsforretninger med en fast løbetid i sine **tilbageførselsforretninger**. Tilbageførselsforretninger er omfattet af **M3**, hvis sælgeren er en **MFI (monetær finansiel institution)** og **modparten** en ikke-MFI i **euroområdet**. I henhold til ECBs forordning om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (ECB/2001/13, der træder i stedet for ECB/1998/16) klassificeres genkøbsforretninger som indskudspassiver, da de ikke kan omsættes.

Gældende fællesskabsret (acquis communautaire): Omfatter al fællesskabslovgivning, herunder traktater, forordninger og direktiver. Landene skal have gennemført gældende fællesskabsret på tiltrædelsestidspunktet.

Gælds/underskudsjustering: Forskellen mellem det offentlige underskud og ændringen i den offentlige gæld. Justeringen kan fx skyldes ændringer i offentlige finansielle aktiver, en ændring i andre ministeriers offentlige gæld eller statistiske justeringer.

Gældskvote: Et af de fiskale konvergenzkriterier fastlagt i **traktatens** artikel 104, stk. 2. Defineres som den procentdel, som den offentlige gæld udgør af bruttonationalproduktet i markedspriser. Den offentlige gæld er defineret i traktatens protokol nr. 20 (om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud) som den samlede bruttogæld til pålydende værdi, der er udestående ved årets afslutning, og som er konsolideret mellem og inden for sektorerne i **den offentlige sektor**. Den offentlige sektor er defineret i **det europæiske nationalregnskabssystem 1995**.

Haircut: Et risikostyringsinstrument, der anvendes i forbindelse med underliggende aktiver i **tilbageførselsforretninger**, hvor centralbanken beregner værdien af de underliggende aktiver som kursværdien minus en vis procentdel (haircut). **Eurosystemet** anvender haircuts, der afspejler de pågældende aktivers karakteristika, fx restløbetid.

Harmoniserede forbrugerprisindeks, det (HICP): HICP er det mål for priserne, som ECBs **Styrelsesråd** anvender med henblik på at vurdere **prisstabiliteten**. For at opfylde **traktatens** krav om et forbrugerprisindeks beregnet på et sammenligneligt grundlag, der tager hensyn til forskelle i nationale definitioner, udarbejdede **Europa-Kommissionen (Eurostat)** HICP i tæt samarbejde med de nationale statistikmyndigheder og **Det Europæiske Monetære Institut** og senere hen **Den Europæiske Centralbank**.

Implicit rentevolatilitet: Et mål for den forventede volatilitet i de fremtidige korte og lange renter, som kan uddrages af optionspriserne. Givet den observerede markedspris på en option kan den implicite volatilitet uddrages ved hjælp af en standardprisformel for optioner, der eksplicit afhænger af bl.a. den forventede volatilitet i prisen på det underliggende aktiv i perioden, indtil optionen udløber. De underliggende aktiver kan være futureskontrakter baseret på korte renter, fx 3-måneders **Euribor**, eller langfristede obligationer, fx 10-årige tyske Bund-obligationer. Under forudsætning af passende antagelser kan den implicite volatilitet fortolkes som markedets volatilitetsforventninger i optionens resterende løbetid.

Indlån med opsigelsesvarsel: Denne kategori omfatter opsparingsindskud med et fast opsigelsesvarsel, der skal overholdes, før midlerne kan hæves. Det er i visse tilfælde muligt at hæve et fast beløb i en given periode eller hæve midlerne tidligere mod et strafgebyr. Indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder indgår i **M2** (og dermed **M3**), mens indlån med et længere opsigelsesvarsel indgår i **MFI**-sektorens (ikke-monetære) langfristede finansielle passiver.

Indlån på anfordring: Indskud, der forfalder dagen efter. Dette instrument omfatter hovedsagelig de folio-/anfordringsindskud, som er fuldstændig konvertible (ved check eller lignende). Det omfatter også indlån, som kan konverteres på anfordring eller ved lukketid den følgende dag.

Indlånsfaciliteten: En **stående facilitet** i **Eurosystemet**, som **modparter** kan anvende til **indlån på anfordring** i en national centralbank, og som forrentes til en på forhånd fastsat rentesats (se **ECBs officielle renter**).

Interbankbetalingssystem: Et **betalingssystem**, hvor de fleste (eller alle) medlemmer er **kreditinstitutter**.

Interlinking-mekanisme: Et af elementerne i **TARGET**. Udtrykket betegner infrastrukturen og procedurerne, som sammenkobler indenlandske **RTGS-systemer** med hinanden for at muliggøre grænseoverskridende betalinger inden for TARGET.

Kapitalbalancen over for resten af verden: Værdien og sammensætningen af en økonomis beholdning af finansielle aktiver og finansielle passiver over for resten af verden. Euroområdet kapitalbalance over for resten af verden beregnes p.t. netto på grundlag af aggregerede nationale data.

Konsolideret MFI-balance: Den konsoliderede balance for **MFler (monetære finansielle institutioner)** fås ved at modregne inter-MFI-positioner (fx inter-MFI-lån og indskud i MFler) på den aggregerede MFI-balance. Den indeholder oplysninger om MFI-sektorens aktiver og passiver over for residenter i **euroområdet**, der ikke tilhører denne sektor (**den offentlige sektor** og andre residenter i euroområdet), og over for residenter uden for euroområdet. Den konsoliderede balance udgør den primære statistikkilde til beregning af **pengemængdemålene**. Den danner desuden grundlag for en regelmæssig analyse af **M3s** modposter.

Konvergensprogrammer: Se **stabilitetsprogrammer**.

Korrespondentbankvirksomhed: En ordning, hvor et **kreditinstitut** udfører betalinger og andre ydelser for et andet kreditinstitut. Betalinger mellem korrespondentbanker udføres ofte gennem gensidige konti (såkaldte *nostro-* og *loro-*konti), til hvilke der kan være knyttet stående kreditfaciliteter. Korrespondentbankydelse foregår hovedsagelig på tværs af landegrænser. En *loro-konto* er en korrespondentbanks konto på vegne af et udenlandsk kreditinstitut. Det udenlandske kreditinstitut betragter kontoen som en *nostro-konto*.

Korrespondentcentralbankmodel (CCBM): En mekanisme oprettet af **Det Europæiske System af Centralbanker**, så **modparter** kan overføre godkendte aktiver som sikkerhed på tværs af grænserne. I korrespondentcentralbankmodellen opbevarer de nationale centralbanker (NCBer) værdipapirer for hinanden. Det indebærer, at hver NCB i sin værdipapiradministration har en værdipapirkonto for hver af de andre NCBer (og for **Den Europæiske Centralbank**).

Kreditgivning til residenter i euroområdet: Et bredt mål for MFI-sektorens finansiering af residenter i euroområdet, som ikke er **MFler** (herunder **den offentlige sektor** og den private sektor). Definitionen omfatter lån og MFlernes værdipapirbeholdninger. Sidstnævnte omfatter aktier og gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet, som ikke er MFler. Da værdipapirer kan betragtes som en alternativ finansieringskilde i forhold til lån, og da visse lån kan omdannes til værdipapirer og omsættes, giver denne definition mere nøjagtige oplysninger om MFI-sektorens samlede finansiering til økonomien end en snæver definition, som kun omfatter lån.

Kreditinstitut: Et institut omfattet af definitionen i artikel 1, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/28/EF af 18. september 2000. Ved et kreditinstitut forstås således: (i) Et foretagende, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning, eller (ii) et foretagende og enhver anden juridisk person, der udsteder betalingsmidler i form af elektroniske penge, bortset fra kreditinstitutter som defineret under (i). Ved "elektroniske penge" forstås en penge-værdi, som repræsenteret ved et krav på udstederen, der er (a) lagret på et elektronisk medium, (b)

udstedt efter modtagelse af midler, der ikke kan beløbe sig til mindre end den udstedte pengeværdi, og (c) anerkendt som betalingsmiddel af andre foretagender end udstederen.

Københavnskriterierne: De overordnede kriterier, som landene skal opfylde som en forudsætning for medlemskab af Den Europæiske Union (EU), blev generelt formuleret på **Det Europæiske Råds** møde i København i juni 1993. "Københavnskriterierne" er følgende: Landet skal (i) have opnået institutionel stabilitet, som garanterer demokrati, retsstatsforhold, menneskerettigheder samt respekt for og beskyttelse af mindretal, (ii) have en fungerende markedsøkonomi samt evne til at klare konkurrencepresset og markeds kræfterne i Unionen og (iii) være i stand til at påtage sig forpligtelserne ved et medlemskab, herunder være i stand til at tilslutte sig målet om politisk union samt **Den Økonomiske og Monetære Union**.

Langfristet markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet** i form af en **tilbageførselsforretning**. Langfristede markedsoperationer udføres som månedlige **auktioner** og har en løbetid på 3 måneder.

Laveste budrente: Den nedre grænse for den rente, til hvilken **modparterne** kan afgive bud i primære markedsoperationer, der udføres som auktioner til variabel rente. Som en af **ECBs officielle renter** spiller den laveste budrente nu den rolle, som tidligere blev spillet af auktioner til fast rente (se **ECBs officielle renter**).

Levering mod betaling (delivery versus payment, DvP): En mekanisme i et **værdipapirafviklingssystem**, som sikrer, at endelig overførsel af aktiver (værdipapirer eller andre finansielle instrumenter) finder sted, hvis, og kun hvis, den endelige overførsel af et eller flere andre aktiver finder sted.

Link mellem værdipapirafviklingssystemer: Procedurer og arrangementer for grænseoverskridende overførsel af værdipapirer mellem to **værdipapirafviklingssystemer**.

Liste 1-papir: Et omsætteligt aktiv, der opfylder visse godkendelseskriterier, der er ensartede i hele **euroområdet** og fastsat af **ECB**.

Liste 2-papir: Et omsætteligt eller ikke-omsætteligt aktiv, der opfylder specifikke godkendelseskriterier fastsat af en national centralbank og godkendt af **ECB**.

M1, M2, M3: Se **Pengemængdemål**.

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 godkendte aktiver (se **ECBs officielle renter**).

Markedsoperation: En operation, der udføres på centralbankens initiativ på finansmarkederne, og som involverer en af følgende transaktioner: (i) Egentligt køb eller salg af aktiver (spot eller termin), (ii) køb eller salg af aktiver i henhold til en **genkøbsforretning**, (iii) udlån eller indlån mod underliggende aktiver som **sikkerhed**, (iv) udstedelse af centralbankgældsbeviser, (v) modtagelse af tidsindskud fra modparter eller (vi) **valutaswaps** mellem indenlandsk og udenlandsk valuta.

MFler (monetære finansielle institutioner): De finansielle institutioner, som udgør den penge- skabende sektor i **eurområdet**. De omfatter centralbankerne, residente **kreditinstitutter** som defineret i fællesskabslovgivningen samt alle øvrige residente finansielle institutioner, som modtager indskud og/eller nære substitutter for indskud fra enheder undtagen MFler, og som for egen regning (i det mindste økonomisk set) yder kredit og/eller investerer i værdipapirer. Sidstnævnte gruppe består hovedsagelig af pengemarkedsforeninger. Ultimo 2001 var der 8.868 MFler i eurområdet (**Den Europæiske Centralbank**, 12 centralbanker, 7.218 kreditinstitutter, 1.631 pengemarkedsforeninger og 6 andre finansielle institutioner).

Ministerrådet: Se **EU-Rådet**.

Modpart: Den anden part i en finansiel transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

Nettoafviklingssystem: Et **betalingssystem**, hvor betalinger afregnes netto på bilateral eller multilateral basis.

Offentlige sektor, den (offentlig forvaltning og service): Består af staten, regionale og lokale myndigheder samt sociale kasser og fonde som defineret i **det europæiske nationalregnskabs- system 1995**.

Officielle renter, ECBs: De renter, der afspejler **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** pengepolitik, og som fastsættes af ECBs **Styrelsesråd**. ECBs officielle renter er i øjeblikket den **laveste budrente** for de **primære markedsoperationer**, renten for **den marginale udlånsfacilitet** og renten for **indlånsfaciliteten**.

Option: En option er et finansielt instrument, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et specifikt underliggende instrument (fx en obligation eller en aktie) til en på forhånd aftalt pris (strike-pris) på eller indtil et aftalt tidspunkt (forfaldsdato). En call option giver indehaveren ret til at købe det underliggende aktiv til en på forhånd fastsat pris, hvorimod en put option giver indehaveren ret til at sælge det til en på forhånd aftalt pris.

Pengemarked: Det marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt op til 1 år.

Pengemængdemål: Sedler og mønter i omløb plus **MFlernes** og statens (postvæsenets, finansministeriets) udestående af visse passiver med en høj grad af "pengepræg" (eller likviditet i bred forstand). Det snævre pengemængdemål, **M1**, er defineret som sedler og mønter i omløb plus **indlån på anfordring**. Pengemængdemålet **M2** omfatter M1 plus **indskud med en aftalt løbetid** på op til 2 år og **indlån med et opsigelsesvarsel** på op til 3 måneder. Det brede pengemængdemål, **M3**, omfatter M2 plus **genkøbsforretninger**, andele i pengemarkedsforeninger, pengemarkedspapirer og gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år. **Styrelsesrådet** har meddelt en referenceværdi for væksten i M3 (se også **referenceværdi for pengemængdevækst**).

Pengepolitisk strategi: Den Europæiske Centralbanks (ECBs) pengepolitiske strategi bygger på en kvantitativ definition af **prisstabilitet** og to analytiske rammer ("søjler"), der understøtter vurderingen af truslerne mod den fremtidige prisstabilitet. Den første søjle tildeler pengemængden en fremtrædende rolle – informationsindholdet af den monetære udvikling og kreditudviklingen analy-

seres nøje. Søjlen omfatter en referenceværdi for pengemængdevækst og en række modeller, hvori den monetære udvikling og kreditudviklingen spiller en rolle med hensyn til analyse og fremskrivning af prisudviklingen. Den anden søjle indebærer analyse af en lang række andre økonomiske og finansielle variabler. Den omfatter forskellige modeller, hvori omkostningspresset og samspillet mellem udbud og efterspørgsel på vare-, tjeneste- og arbejdsmarkedet bestemmer prisudviklingen.

Primær balance: Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

Primær markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet** i form af en **tilbageførselsforretning**. Primære markedsoperationer udføres som ugentlige **auktioner** og har en løbetid på 2 uger.

Prisstabilitet: Den **Europæiske Centralbanks** hovedmål er at fastholde prisstabilitet. **Styrelsesrådet** har offentliggjort en kvantitativ definition af prisstabilitet med henblik på at opstille klare retningslinjer for forventningerne om prisudviklingen i fremtiden og overholde oplysningspligten. Styrelsesrådet definerer prisstabilitet som en år-til-år stigning i **det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)** for **euroområdet** på under 2 pct. **Styrelsesrådet** meddelte, at prisstabilitet i henhold til denne definition skal fastholdes på mellemlangt sigt. Definitionen skitserer en øvre grænse for den målte inflationstakt, og den samtidige anvendelse af ordet "stigning" signalerer, at deflation, dvs. en langvarig nedgang i HICP, ikke er i overensstemmelse med prisstabilitet.

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

Referenceværdi for budgetstilling: **Traktatens** protokol nr. 20 om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud fastlægger specifikke referenceværdier for **den offentlige sektors underskudskvotient** (3 pct. af BNP) og **gældskvote** (60 pct. af BNP) (se også **stabilitets- og vækstpagten**).

Referenceværdi for pengemængdevækst: **ECBs Styrelsesråd** tildeler pengemængden en fremtrædende rolle i sin pengepolitik, hvilket indebærer, at **pengemængdemålene** og deres modposter analyseres grundigt med hensyn til information om den fremtidige prisudvikling. Dette signaleres ved at meddele en referenceværdi for væksten i pengemængdemålet **M3**. Referenceværdien beregnes på en måde, som er forenelig med og bidrager til opnåelse af Styrelsesrådets definition af **prisstabilitet** på basis af antagelser på mellemlangt sigt vedrørende trenden i væksten i reelt BNP og i M3s omløbshastighed. Betydelige eller langvarige afvigelser i M3s vækst fra referenceværdien signalerer under normale omstændigheder trusler mod prisstabiliteten på mellemlangt sigt. En referenceværdi forpligter dog ikke Styrelsesrådet til mekanistisk at korrigere for afvigelser i M3s vækst fra referenceværdien.

Repo-operation: En likviditetstilførende **tilbageførselsforretning** udført som en **genkøbsforretning**.

Reservekrav: Kravet om, at **kreditinstitutter** skal holde mindstereserver på konti hos centralbanken. Inden for rammerne af **Eurosystemets** reservekravssystem beregnes et kreditinstituts reservekrav ved at multiplicere **reservekravskoefficienten** for hver kategori af poster i **reservekravsgrundlaget** med beløbet for de tilsvarende poster på instituttets balance. Desuden indrømmes institutterne et **standardfradrag**, der kan fratrækkes reservekravet.

Reservekravsgrundlag: Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregning af et **kreditinstituts reservekrav**.

Reservekravskoefficient: En koefficient, som centralbanken definerer for hver kategori af balanceposter i **reservekravsgrundlaget**. Koefficienterne bruges til beregning af **reservekravene**.

Reservekravsperiode: Den periode, for hvilken kreditinstitutternes overholdelse af **reservekravene** beregnes. **Eurosystemets** reservekravsperiode er én måned, der starter den 24. i måneden og slutter den 23. i den følgende måned.

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

Sedler og mønter i omløb: Sedler og mønter i omløb, som generelt bruges til betalinger. De omfatter sedler i **euro** og i de tidligere nationale valutaer udstedt af **Eurosystemet** og andre **MFler** i **euroområdet** (i Irland og Luxembourg) samt mønter udstedt af nogle af Eurosystemets nationale centralbanker og af staten. I hele 2002 vil sedler og mønter i omløb omfatte eurolandenes tidligere nationale valutaer, selv om euroen har været det eneste lovlige betalingsmiddel i eurolandene siden 1. marts 2002. Årsagen til denne beslutning er, at de tidligere nationale valutaer let kan omregnes til euro til de uigenkaldeligt fastlåste omregningskurser. Sedler og mønter i omløb indgår i **M3** som nettobegreb, dvs. det henviser kun til sedler og mønter i omløb uden for MFI-sektoren (som angivet i den **konsoliderede MFI-balance**, hvilket vil sige, at sedler og mønter udstedt, men holdt af MFler – "kontantbeholdningen" – er fratrukket). Sedler og mønter i omløb omfatter hverken centralbankens beholdning af egne sedler (da de ikke er udstedt) eller jubilæumsmønter, der ikke sædvanligvis anvendes til betalinger.

Sikkerhed: Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af lån (fx lån, som **kreditinstitutter** optager i centralbankerne), samt aktiver solgt (fx til centralbankerne af kreditinstitutter) i forbindelse med **genkøbsforretninger**.

Stabilitets- og vækstpagten: Består af **EU-Rådets** to forordninger om (i) styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker og om (ii) fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud og af Det Europæiske Råds resolution om stabilitets- og vækstpagten, der blev vedtaget i Amsterdam den 17. juni 1997. Hensigten er, at den skal fungere som middel til at sikre sunde offentlige finanser i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** med henblik på at styrke betingelserne for **prisstabilitet** og kraftig bæredygtig vækst, der fremmer jobskabelsen. Mere specifikt kræves budgetstillinger tæt på balance eller i overskud som målet på mellemlangt sigt for medlemslandene, så de kan klare normale konjunkturudsving, samtidig med at det offentlige underskud holdes under **referenceværdien** på 3 pct. af BNP. I overensstemmelse med stabilitets- og

vækstpacten udarbejder lande, der deltager i ØMU, **stabilitetsprogrammer**, mens ikke-deltagende lande fortsætter med at udarbejde konvergensprogrammer.

Stabilitetsprogrammer: Eurolandenes planer og antagelser på mellemlangt sigt vedrørende udviklingen i vigtige økonomiske variabler med henblik på at opnå målet på mellemlangt sigt om en budgetstilling tæt på balance eller i overskud som angivet i **stabilitets- og vækstpacten**. Der lægges vægt på foranstaltninger med henblik på konsolidering af budgetsaldi samt underliggende økonomiske scenarier. Stabilitetsprogrammerne skal ajourføres årligt. De gennemgås af **Europa-Kommissionen** og **Det Økonomiske og Finansielle Udvalg**, hvis rapporter danner grundlag for **Ecofin**-rådets vurdering og navnlig fokuserer på, hvorvidt budgetmålet i programmet på mellemlangt sigt giver en tilstrækkelig sikkerhedsmargin, således at et uforholdsmæssigt stort underskud undgås. Lande uden for **euroområdet** skal fremsende årlige konvergensprogrammer i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpacten.

Standardfradrag: Et fast beløb, som et institut kan trække fra i beregningen af sit **reservekrav** inden for **Eurosystemets** reservekravssystem.

Store betalinger: Betalinger, generelt af meget store beløb, som især udveksles mellem banker eller mellem finansmarkedsdeltagere, og som normalt kræver hurtig og rettidig afvikling.

Strukturel operation: En **markedsoperation**, der udføres af **Eurosystemet** med det hovedformål at justere den finansielle sektors strukturelle nettostilling over for Eurosystemet.

Styrelsesrådet: Den Europæiske Centralbanks (ECBs) øverste besluttende organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **Direktion** samt centralbankcheferne i de medlemslande, der har indført **euroen**.

Stående facilitet: En centralbankfacilitet, som **modparter** har adgang til på eget initiativ. **Eurosystemet** tilbyder to stående dag-til-dag faciliteter: **den marginale udlånsfacilitet** og **indlånsfaciliteten**.

Tabfordelingsregel (eller tabfordelingsaftale): En aftale mellem deltagere i et betalings- eller afviklingssystem vedrørende fordelingen af tab, der opstår, når en eller flere af deltagerne ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser. Aftalen foreskriver, hvorledes tabet vil blive fordelt mellem de berørte parter i tilfælde af, at den aktiveres.

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): Et **realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS-system)** for **euroen**. TARGET-systemet er et decentraliseret system bestående af 15 nationale RTGS-systemer og **ECBs** betalingsmekanisme, som er sammenkoblet ved hjælp af fælles procedurer (**interlinking-mekanisme**) for at gøre det muligt at flytte grænseoverskridende overførsler i hele EU fra et system til et andet.

Tidsindskud med aftalt løbetid: Denne kategori omfatter hovedsagelig indskud med en aftalt løbetid, som enten ikke kan konverteres før forfaldsdagen eller kun mod et strafgebyr, afhængig af national praksis. Den omfatter også visse ikke-omsættelige gældsinstrumenter, fx ikke-omsættelige (detail)indskudsbeviser. Tidsindskud med en aftalt løbetid på op til 2 år indgår i **M2** (og dermed **M3**), mens indskud med en aftalt løbetid på over 2 år indgår i **MFI**-sektorens (ikke-monetære) langfristede finansielle passiver.

Tilbageførselsforretning: En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver i en **genkøbsforretning** eller foretager udlån mod **sikkerhed**.

Tiltrædelseslande: Der er i øjeblikket 13 lande i Central- og Østeuropa samt i Middelhavsområdet, der er anerkendt af **Det Europæiske Råd** som ansøgerlande til Den Europæiske Union (EU). 12 lande har indledt de formelle tiltrædelsesforhandlinger: Bulgarien, Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Rumænien, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn. Tyrkiet er også officielt ansøgerland, skønt der endnu ikke er indledt forhandlinger, og deltager i den økonomiske dialog med EU. "Tiltrædelseslandene" omfatter i denne Årsberetning de 12 lande, med hvilke der er indledt officielle forhandlinger om EU-medlemskab.

Traktaten: Refererer til den traktat, som er grundlaget for Det Europæiske Fællesskab. Traktaten blev undertegnet i Rom den 25. marts 1957 og trådte i kraft den 1. januar 1958. Ved denne traktat (ofte benævnt "Rom-traktaten") etableredes Det Europæiske Økonomiske Fællesskab (EØF), som nu er Det Europæiske Fællesskab (EF). Traktaten, som danner grundlag for Den Europæiske Union (ofte benævnt "Maastricht-traktaten"), blev underskrevet den 7. februar 1992 og trådte i kraft den 1. november 1993. Traktaten om Den Europæiske Union ændrede traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og oprettede Den Europæiske Union. "Amsterdam-traktaten", som blev underskrevet i Amsterdam den 2. oktober 1997 og trådte i kraft den 1. maj 1999, ændrede både traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og traktaten om Den Europæiske Union. Tilsvarende vil "Nice-traktaten", som afsluttede regeringskonferencen i 2000 og blev underskrevet den 26. februar 2001, yderligere ændre traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og traktaten om Den Europæiske Union, når den er ratificeret og træder i kraft.

Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR): Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder, som blev oprettet i juni 2001, består af repræsentanter for de nationale myndigheder, der regulerer værdipapirmarkedet. Udvalget rådgiver **Europa-Kommissionen** om spørgsmål vedrørende værdipapirpolitik og spiller en vigtig rolle i forbindelse med medlemslandenes gennemførelse af fællesskabslovgivningen.

UMTS (Universal Mobile Telecommunications System): Et system til "tredjegerations" mobiltelefonkommunikation. Licenser til frekvenser til mobiltelefonkommunikation tildeles eller sælges af regeringer i EU til telekommunikationsvirksomheder.

Underskudskvotient: Et af de fiskale konvergenskriterier fastlagt i **traktatens** artikel 104, stk. 2. Defineres som den procentdel, som det forventede eller faktiske offentlige underskud udgør af bruttonationalproduktet i markedspriser. Det offentlige underskud er defineret i traktatens protokol nr. 20 (om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud) som den offentlige nettolåntagning. **Den offentlige sektor** er defineret i **det europæiske nationalregnskabsystem 1995**.

Valutakursjustering: En ændring i centralkursen for en valuta, som deltager i et valutasystem med en fast, men justerbar kurs. I **ERM2** består en valutakursjustering af en ændring i **centralkursen over for euroen**.

Valutaswap: En samtidig spot- og terminsforretning, hvor én valuta handles mod en anden. **Eurosystemet** kan udføre markedsoperationer i form af valutaswaps, hvor de nationale centralbanker (eller **Den Europæiske Centralbank**) køber eller sælger **euro** spot mod en udenlandsk valuta og samtidig forpligter sig til at sælge eller købe dem tilbage på et givet tidspunkt i fremtiden.

Variationsmargin (eller tilpasning til markedsværdi): Eurosystemet kræver, at værdien af de underliggende aktiver i **tilbageførselsforretninger** ligger inden for en bestemt margin. Det indebærer, at modparterne pålægges at levere yderligere aktiver (eller kontanter), hvis de underliggende aktivers værdi, målt regelmæssigt, falder under et bestemt niveau. Tilsvarende returnerer centralbanken overskydende aktiver (eller kontanter) til modparterne, hvis de underliggende aktivers markedsværdi efter en revaluering ligger over det beløb, som modparterne skylder, plus variationsmargin.

Videredistribution (sub-frontloading): Distribution af sedler og/eller mønter i **euro** fra kreditinstitutter til visse målgrupper (fx banker, detailforretninger, pengetransportvirksomheder, automa-tindustrien og offentligheden) før 2002.

Værdipapirafviklingssystem: Et system, hvor værdipapirer eller andre finansielle aktiver kan opbevares eller overføres mod betaling (**levering mod betaling**) eller uden betaling.

Værdipapircentral (VP): En enhed, der opbevarer og forvalter værdipapirer eller andre finansielle aktiver, og som muliggør værdipapirhandel i elektronisk form. Værdipapirer kan eksistere som fysiske papirer (der opbevares i værdipapircentralen) eller som dematerialiserede værdipapirer (dvs. kun som elektroniske registreringer).

Økonomiske og Finansielle Udvalg, Det: Et rådgivende fællesskabsorgan oprettet ved starten af tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union**, da Den Monetære Komité blev opløst. Medlemslandene, **Europa-Kommissionen** og **Den Europæiske Centralbank (ECB)** udpeger hver højst to medlemmer af udvalget. Det ene af de to medlemmer, der udpeges af hvert medlemsland, udvælges blandt højtstående embedsmænd i den pågældende nationale administration og den anden blandt højtstående embedsmænd i den pågældende nationale centralbank. **Traktatens** artikel 114, stk. 2, indeholder en liste over Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs opgaver, der omfatter en gennemgang af den økonomiske og finansielle situation i medlemslandene og Fællesskabet.

Økonomiske og Monetære Union, Den (ØMU): Traktaten beskriver processen hen imod skabelsen af ØMU i Den Europæiske Union (EU) i tre faser. Første fase af ØMU startede i juli 1990 og sluttede 31. december 1993. Fasen var hovedsagelig karakteriseret ved afvikling af alle barrierer for kapitalens fri bevægelighed inden for EU. Anden fase af ØMU begyndte 1. januar 1994. I denne fase blev bl.a. **Det Europæiske Monetære Institut** oprettet, forbuddet mod centralbankfinansiering af den offentlige sektor og forbuddet mod privilegeret adgang til finansielle institutter for den offentlige sektor trådte i kraft, og landene skulle tilstræbe at undgå uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Tredje fase startede 1. januar 1999 med afgivelse af den pengepolitiske kompetence til **Den Europæiske Centralbank** og indførelse af **euroen**. Med indførelsen af eurosedler og -mønter den 1. januar 2002 blev ØMUen fuldblyrdet.

ØMU: Se **Den Økonomiske og Monetære Union**.

Kronologisk oversigt over pengepolitiske tiltag

2. januar 2001

Den 1. januar 2001 indføres euroen i Grækenland. Grækenland bliver således det tolvte EU-land, der indfører den fælles valuta, og det første land, som indfører euroen siden indledningen af tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) den 1. januar 1999. Den græske centralbank er således nu et fuldgældigt medlem af Eurosystemet med samme rettigheder og forpligtelser som de nationale centralbanker i de 11 EU-lande, der tidligere har indført euroen. I overensstemmelse med artikel 49 i Statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank indbetalte den græske centralbank resten af sit kapitalindskud i ECB samt sin andel af ECBs reserver, og overførte til ECB sit bidrag til ECBs valutareserver.

4. januar 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde den laveste budrente for de primære markedsoperationer og rentesatserne for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,75 pct., 5,75 pct. og 3,75 pct. Desuden beslutter Styrelsesrådet, at et tildelingsbeløb på 20 mia. euro pr. markedsoperation skal gælde for de langfristede markedsoperationer, der udføres i 2001. Dette beløb tager højde for de forventede likviditetsbehov i euroområdet banksektor i 2001 samt for Eurosystemets ønske om fortsat at tilføre refinansiering til den finansielle sektor hovedsagelig gennem de primære markedsoperationer.

18. januar, 1. februar, 15. februar, 1. marts, 15. marts, 29. marts, 11. april og 26. april 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde den laveste budrente for de primære markedsoperationer og rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,75 pct., 5,75 pct. og 3,75 pct.

10. maj 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at sænke den laveste budrente for de primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 4,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles den 15. maj 2001. Desuden beslutter Styrelsesrådet at sænke renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,25 procentpoint til henholdsvis 5,50 pct. og 3,50 pct. med virkning fra 11. maj 2001.

23. maj, 7. juni, 21. juni, 5. juli, 19. juli, 2. august 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde den laveste budrente for de primære markedsoperationer og rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,50 pct., 5,50 pct. og 3,50 pct.

30. august 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at sænke den laveste budrente for de primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 4,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles den 5. september 2001. Desuden beslutter Styrelsesrådet at sænke renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,25 procentpoint til henholdsvis 5,25 pct. og 3,25 pct. med virkning fra 31. august 2001.

13. september 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde den laveste budrente for de primære markedsoperationer og rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,25 pct. 5,25 pct. og 3,25 pct.

17. september 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at sænke den laveste budrente for de primære markedsoperationer med 0,50 procentpoint til 3,75 pct. med virkning fra den operation, der afvikles den 19. september 2001. Desuden beslutter Styrelsesrådet at sænke renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,50 procentpoint til henholdsvis 4,75 pct. og 2,75 pct. med virkning fra 18. september 2001.

27. september, 11. oktober, 25. oktober 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde den laveste budrente for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,75 pct., 4,75 pct. og 2,75 pct.

8. november 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at sænke den laveste budrente for de primære markedsoperationer med 0,50 procentpoint til 3,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles den 14. november 2001. Desuden beslutter Styrelsesrådet at sænke renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,50 procentpoint til henholdsvis 4,25 pct. og 2,25 pct. med virkning fra 9. november 2001. Desuden beslutter Styrelsesrådet, at det – som hovedregel – kun vil vurdere ECBs pengepolitik på månedens første møde.

6. december 2001

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde den laveste budrente for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct. Desuden beslutter Styrelsesrådet at fastholde referenceværdien for den årlige vækstrate for det brede pengemængdemål, M3, uændret på 4½ pct.

3. januar 2002

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde den laveste budrente for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct. Desuden beslutter Styrelsesrådet, at et tildelingsbeløb på 20 mia. euro pr. markedsoperation skal gælde for de langfristede markedsoperationer, der udføres i 2002. Dette beløb tager højde for de forventede likviditetsbehov i euroområdet banksektor i 2002 samt for Eurosystemets ønske om fortsat at tilføre refinansiering til den finansielle sektor hovedsagelig gennem de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet tager også højde for, at det kan justere tildelingsbeløbet i løbet af året i tilfælde af en uventet udvikling i likviditetsbehovet.

7. februar, 7. marts 2002

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde den laveste budrente for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct.

Retlige instrumenter vedtaget af ECB i 2001

I denne oversigt anføres de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2001 og offentliggjort i EF-Tidende. Disse og andre retlige instrumenter, som er vedtaget af ECB og offentliggjort i EF-Tidende, kan bestilles på Kontoret for De Euro-

pæiske Fællesskabers Officielle Publikationer. En oversigt over de retlige instrumenter, som ECB har vedtaget siden den blev etableret, findes på ECBs websted (<http://www.ecb.int>).

Nummer	Titel	Publikation
ECB/2001/1	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 10. januar 2001 om fastlæggelsen af visse bestemmelser om overgangen til euro-sedler og -mønter i 2002	EFT L 55 af 24.02.2001, s. 80-83
ECB/2001/2	Henstilling fra Den Europæiske Centralbank af 1. marts 2001 om en rådsforordning om ændring af Rådets forordning (EF) nr. 2531/98 af 23. november 1998 om Den Europæiske Centralbanks anvendelse af mindstereserver	EFT C 89 af 20.03.2001, s. 4-6
ECB/2001/3	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 26. april 2001 om et Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (Target)	EFT L 140 af 24.05.2001, s. 72-86
ECB/2001/4	Den Europæiske Centralbanks forordning af 10. maj 2001 om ændring af forordning ECB/1999/4 om Den Europæiske Centralbanks beføjelser til at pålægge sanktioner	EFT L 137 af 19.05.2001, s. 24
ECB/2001/5	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. juni 2001 om ændring af retningslinje ECB/2000/1 af 3. februar 2000 om de nationale centralbankers forvaltning af Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver og om den juridiske dokumentation for transaktioner vedrørende Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver	EFT L 190 af 12.07.2001, s. 26-28
ECB/2001/6	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 5. juli 2001 om ændring af afgørelse ECB/1998/4 om vedtagelse af ansættelsesvilkårene for ansatte i Den Europæiske Centralbank	EFT L 201 af 26.07.2001, s. 25
ECB/2001/7	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 30. august 2001 om pålydende værdi, specifikationer, gengivelse, ombytning og inddragelse af eurosedler	EFT L 233 af 31.08.2001, s. 55-57
ECB/2001/8	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 13. september 2001 om fastsættelse af visse bestemmelser om forhåndsudsendelse af eurosedler uden for euroområdet	EFT L 257 af 26.09.2001, s. 6-9
ECB/2001/9	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 27. september 2001 om de deltagende medlemsstaters transaktioner med deres arbejdsbeholdninger i udenlandske valutaer i henhold til artikel 31.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank	EFT L 276 af 19.10.2001, s. 21-26
ECB/2001/10	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 25. oktober 2001 om ændring af retningslinje ECB/2000/6 af 20. juli 2000 om gennemførelse af artikel 52 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank efter overgangsperiodens udløb	EFT L 304 af 21.11.2001, s. 28-29
ECB/2001/11	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 8. november 2001 om visse betingelser vedrørende adgang til systemet til overvågning af forfalskning (CMS)	EFT L 337 af 20.12.2001, s. 49-51

Nummer	Titel	Publikation
ECB/2001/12	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 16. november 2001 om ændring af retningslinje ECB/2000/1 om de nationale centralbankers forvaltning af Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver og om den juridiske dokumentation for transaktioner vedrørende Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver	EFT L 310 af 28.11.2001, s. 31-32
ECB/2001/13	Den Europæiske Centralbanks forordning af 22. november 2001 om den konsoliderede balance for MFI-sektoren	EFT L 333 af 17.12.2001, s. 1-46
ECB/2001/14	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 3. december 2001 om ændring af afgørelse ECB/2001/7 om pålydende værdi, specifikationer, gengivelse, ombytning og inddragelse af eurosedler	EFT L 5 af 9.1.2002, s. 26-28
ECB/2001/15	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler	EFT L 337, 20.12.2001, s. 52-54
ECB/2001/16	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002	EFT L 337 af 20.12.2001, s. 55-61
ECB/2001/17	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 6. december 2001 om ophævelse af deltagende medlemsstaters bestemmelser om begrænsning af antallet af mønter denomineret i en national valutaenhed, der kan anvendes i én betaling	EFT C 356 af 14.12.2001, s. 9-10
ECB/2001/18	Den Europæiske Centralbanks forordning af 20. december 2001 vedrørende statistik over de monetære finansielle institutioners rentesatser på indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	EFT L 10 af 12.1.2002, s. 24-46
ECB/2001/19	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 20. december 2001 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2002	EFT L 344 af 28.12.2001, s. 89

Den Europæiske Centralbanks publikationer

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank. Interesserede kan bestille publikationerne gratis fra ECBs Presse- og Informationsafdeling. Indsend venligst en skriftlig bestilling til postadressen angivet på omslagets inderside.

En komplet oversigt over Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på ECBs websted (<http://www.ecb.int>).

Årsberetning

Årsberetning 1998, april 1999.

Årsberetning 1999, april 2000.

Årsberetning 2000, maj 2001.

Konvergensrapport

Konvergensrapport 2000, maj 2000.

Månedsoversigt

Artikler udgivet fra og med januar 1999:

"Euroområdet ved indledningen til tredje fase", januar 1999.

"Eurosystemets stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi", januar 1999.

"Pengemængdemål for euroområdet og deres rolle i Eurosystemets pengepolitiske strategi", februar 1999

"Kortsigtede økonomiske indikatorers rolle i analysen af prisudviklingen i euroområdet", april 1999.

"Bankvirksomhed i euroområdet: Strukturelle træk og tendenser", april 1999.

"Rammerne for Eurosystemets operationer: Beskrivelse og indledende vurdering", maj 1999.

"Gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten", maj 1999.

"Udviklingen på længere sigt og konjunkturmæssig variation i vigtige økonomiske indikatorer i eurolandene", juli 1999.

"De institutionelle rammer for Det Europæiske System af Centralbanker", juli 1999.

"Euroens internationale rolle", august 1999.

"Balancerne for de monetære finansielle institutioner i euroområdet i begyndelsen af 1999", august 1999.

"Inflationsforskelle i en monetær union", oktober 1999.

"ESCBs forberedelser til år 2000", oktober 1999.

"Stabilitetsorienteret politik og udviklingen i de lange realrenter i 1990'erne", november 1999.

"TARGET og betalinger i euro", november 1999.

"Den europæiske Centralbanks retlige instrumenter", november 1999.

"Euroområdet et år efter euroens indførelse: De vigtigste karakteristika og ændringer i den finansielle struktur", januar 2000.

"Eurosystemets valutareserver og -operationer", januar 2000.

"Eurosystemet og EUs udvidelsesproces", februar 2000.

"Konsolidering i værdipapirafviklingsprocessen", februar 2000.

"Den nominelle og reale effektive eurokurs", april 2000.

"ØMU og banktilsyn", april 2000.

"Renter og afledte renteinstrumenters pengepolitiske informationsindhold", maj 2000.

"Udviklingen i og strukturelle træk på arbejdsmarkedet i euroområdet", maj 2000.

"Overgangen til auktioner til variabel i forbindelse med de primære markedsoperationer", juli 2000.

"Den pengepolitiske transmission i euroområdet", juli 2000.

"Befolkningens aldring og finanspolitik i euroområdet", juli 2000.

"Pris- og omkostningsindikatorer for euroområdet: En oversigt", august 2000.

"Euroområdets eksterne handel: Stiliserede kendsgerninger og seneste tendenser", august 2000.

"Potentiel outputvækst og outputgap: Begreber, brug og estimater", oktober 2000.

"ECBs relationer med institutioner og organer i Det Europæiske Fællesskab", oktober 2000.

"De to søjler i ECBs pengepolitiske strategi", november 2000.

"Spørgsmål i forbindelse med udviklingen inden for elektroniske penge", november 2000.

"Euroområdet efter Grækenlands indtrædelse", januar 2001.

"Tilrettelæggelse af pengepolitik under usikkerhed", januar 2001.

"ECBs relationer med internationale organisationer og fora", januar 2001.

"Karakteristiske træk ved virksomhedsfinansiering i euroområdet", februar 2001.

"På vej mod et ensartet serviceniveau for detailbetalinger i euroområdet", februar 2001.

"Den europæiske centralbanks eksterne kommunikation", februar 2001.

"Vurdering af den generelle økonomiske statistik for euroområdet", april 2001.

"Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse", april 2001.

"Indførelse af eurosedler og -mønter", april 2001.

"Rammer og redskaber i forbindelse med monetær analyse", maj 2001.

"Nye kapitaldækningsregler – ECBs perspektiv", maj 2001.

"Euroområdets ikke-finansielle sektors finansiering og finansielle investeringer", maj 2001.

"Nye teknologier og produktiviteten i euroområdet", juli 2001.

"Mål for den underliggende inflation i euroområdet", juli 2001.

"Finanspolitik og økonomisk vækst", august 2001.

"Reform af produktmarkederne i euroområdet", august 2001.

"Konsolidering af clearing med central modpart i euroområdet", august 2001.

"Aspekter vedrørende regler for pengepolitikken", oktober 2001.

"Modparternes budadfærd i Eurosystemets regelmæssige markedsoperationer", oktober 2001.

"Overgangen til eurosedler og -mønter på markeder uden for euroområdet", oktober 2001.

"Informationsindholdet i sammensatte konjunkturindikatorer for euroområdet", november 2001.

"Rammerne for den økonomiske politik i ØMU", november 2001.

"Grundlæggende økonomiske faktorer og eurokursen", januar 2002.

"Forberedelser af eurosedler: Aktiviteter efter indførelsen af eurosedler og -mønter", januar 2002.

"Aktiemarkedet og pengepolitikken", februar 2002.

"Den seneste udvikling i det internationale samarbejde", februar 2002.

Lejlighedsvisse publikationer

- 1 "The impact of the euro on money and bond markets" af Javier Santillán, Marc Bayle og Christian Thygesen, juli 2000.
 - 2 "The effective exchange rates of the euro" af Luca Buldorini, Stelios Makrydakis og Christian Thimann, februar 2002.
-

Arbejdsdokumenter

- 1 "A global hazard index for the world foreign exchange markets" af V. Brousseau og F. Scacciavillani, maj 1999.
- 2 "What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank" af C. Monticelli og O. Tristani, maj 1999.
- 3 "Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world" af C. Detken, maj 1999.
- 4 "From the ERM to the euro: New evidence on economic and policy convergence among EU countries" af I. Angeloni og L. Dedola, maj 1999.
- 5 "Core inflation: A review of some conceptual issues" af M. Wynne, maj 1999.
- 6 "The demand for M3 in the euro area" af G. Coenen og J-L Vega, september 1999.
- 7 "A cross-country comparison of market structures in European banking" O. De Bandt og E.P. Davis, september 1999.
- 8 "Inflation zone targeting" af A. Orphanidis og V. Wieland, oktober 1999.
- 9 "Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models", af G. Coenen, januar 2000.
- 10 "On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention", af R. Fatum, februar 2000.
- 11 "Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?" af J. M. Berk og P. van Bergeijk, februar 2000.
- 12 "Indicator variables for optimal policy" af L. E. O. Svensson og M. Woodford, februar 2000.
- 13 "Monetary policy with uncertain parameters" af U. Söderström, februar 2000.

- 14 "Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty" af G. D. Rudebusch, februar 2000.
- 15 "The quest for prosperity without inflation" af A. Orphanides, marts 2000.
- 16 "Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model" af P. Hördahl, marts 2000.
- 17 "Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assesment" af S. Fabiani og R. Mestre, marts 2000.
- 18 "House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis" af M. Iacoviello, april 2000.
- 19 "The euro and international capital markets" af C. Detken og P. Hartmann, april 2000.
- 20 "Convergence of fiscal policies in the euro area" af O. De Bandt og F. P. Mongelli, maj 2000.
- 21 "Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data" af M. Ehrmann, maj 2000.
- 22 "Regulating access to international large value payment systems" af C. Holthausen og T. Rønde, juni 2000.
- 23 "Escaping Nash inflation" af I-K. Cho og T. J. Sargent, juni 2000.
- 24 "What horizon for price stability" af F. Smets, juli 2000.
- 25 "Caution and conservatism in the making of monetary policy" af P. Schellekens, juli 2000.
- 26 "Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making" af B. Winkler, august 2000.
- 27 "This is what the US leading indicators lead" af M. Camacho og G. Perez-Quiros, august 2000.
- 28 "Learning, uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions" af M. Ellison og N. Valla, august 2000.
- 29 "The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case" af S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto og P. Sestito, september 2000.
- 30 "A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities" af G. Coenen og V. Vialand, september 2000.
- 31 "The disappearing tax base: Is foreign direct investment eroding corporate income taxes?" af R. Gropp og K. Keschel, september 2000.
- 32 "Can indeterminataty explain the short-run non-neutrality of money?" af F. De Fiore, september 2000.
- 33 "The information content of M3 for future inflation in the euro area" af C. Trecroci og J. L. Vega, oktober 2000.
- 34 "Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs" af O. Castrén og T. Takalo, October 2000.
- 35 "Systemic Risk: A Survey" af D. De Bandt og P. Hartmann, november 2000.

- 36 "Measuring core inflation in the euro area" af C. Mohana, november 2000.
- 37 "Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe" af P. Vermeulen, november 2000.
- 38 "The optimal inflation rate when taxes are costly to collect" af F. De Fiore, november 2000.
- 39 "A money demand system for euro area M3" af C. Brand og N. Cassola, november 2000.
- 40 "Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy" af B. Mojon, november 2000.
- 41 "Why adopt transparency? The publication of central bank forecast" af P. M. Geraats, januar 2001.
- 42 "An area-wide model (AWM) for the euro area" af G. Fagan, J. Henry og R. Mestre, januar 2001.
- 43 "Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm" af D. Rodrigues Palenzuela, februar 2001.
- 44 "The supply and demand for Eurosystem deposits - The first 18 months" af U. Bindseil og F. Seitz, februar 2001.
- 45 "Testing the rank of the Hankel Matrix: A statistical approach" af G. Camba-Mendez og G. Kapetanios, marts 2001.
- 46 "A two-factor model of the German term structure of interest rates" af N. Cassola og J. B. Luis, februar 2001.
- 47 "Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?" af R. Gropp og J. Vesala, februar 2001.
- 48 "Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets" af M. Fraizscher, marts 2001.
- 49 "Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area" af M. Casares, marts 2001.
- 50 "Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the US" af T. von Wachter, marts 2001.
- 51 "The functional form of the demand for euro area M1" af L. Stracca, marts 2001.
- 52 "Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?" af G. Peersman og F. Smets, marts 2001.
- 53 "An evaluation of some measures of core inflation for the euro area" af J.-L. Vega og M. A. Wynne, april 2001.
- 54 "Assessment criteria for output gap estimates" af G. Gamba-Méndes og D. Rodriguez Palenzuela, april 2001.
- 55 "Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area" af A. Calza, G. Gartner og J. Sousa, april 2001.
- 56 "Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions" af E. Faia, april 2001.
- 57 "Model-based indicators of labour market rigidity" af S. Fabiani og D. Rodrigues Palenzuela, april 2001.
- 58 "Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities" af G. Pérez-Quirós og A. Timmermann, april 2001.

- 59 "Uncertain potential output implications for monetary policy" af M. Ehrmann og F. Smits, april 2001.
- 60 "A multi-country trend indicator for euroarea inflation: computation and properties" af E. Angelini, J. Henry og R. Mestre, april 2001.
- 61 "Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area" af E. Angelini, J. Henry og R. Mestre, april 2001.
- 62 "Spectral based methods to identify common trends and common cycles" af G. C. Mendez og G. Kapetanios, april 2001.
- 63 "Does money lead inflation in the euro area?" af S. Nicoletti Altimari, maj 2001.
- 64 "Exchange rate volatility and euro area imports" af R. Anderton og F. Skudelny, maj 2001.
- 65 "A system approach for measuring the euro area NAIRU" af S. Fabiani og R. Mestre, maj 2001.
- 66 "Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?" af V. Brosseau og F. Scacciavillani, juni 2001.
- 67 "The daily market for funds in Europe: Has something changed with the EMU?" af G. Pérez-Quirós og H. Rodríguez Mendizábal, juni 2001.
- 68 "The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty" af A. Levin, V. Wieland og J. C. Williams, juli 2001.
- 69 "The ECB monetary policy strategy and the money market" af V. Gaspar, G. Pérez-Quirós og J. Sicilla, juli 2001.
- 70 "Central bank forecasts of liquidity factors: Quality, publication and the control of the overnight rate" af U. Bindseil, juli 2001.
- 71 "Asset market linkages in crisis periods" af P. Hartmann, S. Straetmans og C. G. de Vries, juli 2001.
- 72 "Bank concentration and retail interest rates" af S. Corvoisier og R. Gropp, juli 2001.
- 73 "Interbank lending and monetary policy transmission - evidence for Germany" af M. Ehrmann og A. Worms, juli 2001.
- 74 "Interbank market integration under asymmetric information" af X. Freixas og C. Holthausen, august 2001.
- 75 "Value at risk models in finance" af S. Manganelli og R. F. Engle, august 2001.
- 76 "Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?" af R. Gropp og A. J. Richards, august 2001.
- 77 "Cyclically adjusted budget balances: An alternative approach" af C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Mormigliano og M. Tujula, september 2001.
- 78 "Investment and monetary policy in the euro area" af B. Mojon, F. Smets og P. Vermeulen, september 2001.
- 79 "Does liquidity matter? Properties of a synthetic divisional monetary aggregate in the euro area" af L. Stracca, oktober 2001.

- 80 "The microstructure of the euro money market", af P. Hartmann, M. Manna og A. Manzanares, oktober 2001.
- 81 "What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?" af J. Morgan og A. Mourougane, oktober 2001.
- 82 "Economic forecasting some lessons from recent research" af D. Hendry og M. P. Clements, oktober 2001.
- 83 "Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England's fan charts" af K. F. Wallis, november 2001.
- 84 "Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy" af G. Coenen, A. Levin og V. Wieland, november 2001.
- 85 "Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach" af F. Maeso-Fernandez, C. Osbat og B. Schnatz, november 2001.
- 86 "Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations" af M. Beeby, S. G. Hall og S. B. Henry, november 2001.
- 87 "Credit rationing, output gap and business cycles" af F. Boissay, november 2001.
- 88 "Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?" af L. Kilian og M. P. Taylor, november 2001.
- 89 "Monetary policy and fears of financial instability" af V. Brousseau og C. Detken, november 2001.
- 90 "Public pensions and growth" af S. Lambrecht, P. Michel og J.-P. Vidal, november 2001.
- 91 "The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis" af G. Peersman og F. Smets, december 2001.
- 92 "A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area" af B. Mojon og G. Peersman, december 2001.
- 93 "The monetary transmission mechanism at the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models" af P. McAdam og J. Morgan, december 2001.
- 94 "Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us" af P. van Els, A. Locarno, J. Morgan og J.-P. Villetelle, december 2001.
- 95 "Some stylised facts on the euro area business cycle" af A.-M. Agresti og B. Mojon, december 2001.
- 96 "The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany" af A. Worms, december 2001.
- 97 "Asymmetries in bank lending behaviour: Austria during the 1990s" af S. Kaufmann, december 2001.
- 98 "The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets" af L. De Haan, december 2001.
- 99 "Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?" af I. Hernando og J. Martinez-Pagés, december 2001.

- 100 "Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans" af J. Topi og J. Vilmunen, december 2001.
- 101 "Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?" af C. Loupiaz, F. Savignac og P. Sevestre, december 2001.
- 102 "The bank lending channel of monetary policy: Identification and estimation using Portuguese micro bank data" af L. Farinha og C. Robalo Marques, december 2001.
- 103 "Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy" af L. Gambacorta, december 2001.
- 104 "Is there a bank lending channel of monetary policy in Grece? Evidence from bank level data" af S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou og G. T. Simigiannis, december 2001.
- 105 "Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area" af M. Ehrmann, L. Gamborcorta, J. Martinez-Pagés, P. Sevestre og A. Worms, december 2001.
- 106 "Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation" af J.- B. Chatelain og A. Tiomo, december 2001.
- 107 "The Interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data" af P. Butzen, C. Fuss og P. Vermeulen, december 2001.
- 108 "Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro-econometric approach" af M. Valderrama, december 2001.
- 109 "Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending" af U. von Kalckreuth, december 2001.
- 110 "Does monetary transmission policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of italian firms" af E. Gaiotti og A. Generale, december 2001.
- 111 "Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data" af P. Lünnemann og T. Mathä, december 2001.
- 112 "Firm investment and monetary transmission in the euro area" af J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth og P. Vermeulen, december 2001.
- 113 "Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications", af C. Bean og J. Larsen og K. Nikolov, januar 2002
- 114 "Monetary transmission in the euro area: where do we stand?" af I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon og D. Terlizzese, januar 2002.
- 115 "Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches" af A. Orphanides, december 2001.
- 116 "Rent indices for housing in west Germany 1985 to 1998" af J. Hoffmann og C. Kurz, januar 2002.
- 117 "Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing" af O. Bover og P. Velilla, januar 2002.

- I 18 "Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile priced in Italy, 1988-1998" af G. M. Tomat, januar 2002.
- I 19 "Monetary policy and the stock market in the euro area" af N. Cassola og C. Morana, januar 2002.
- I 20 "Learning stability in economics with heterogenous agents" af S. Honkapohja og K. Mitra, januar 2002.
- I 21 "Natural rate doubts" af A. Beyer og R. E. A. Farmer, februar 2002.
- I 22 "New technologies and productivity growth in the euro area" af F. Vijselaar og R. Albers, februar 2002.
- I 23 "Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions" af E. Tabakis og A. Vinci, februar 2002.
- I 24 "Monetary policy, expectations and commitment" af G. W. Evans og S. Honkapohja, februar 2002.
- I 25 "Duration, volume and volatility impact of trades" af S. Manganelli, februar 2002.
- I 26 "Optimal contracts in a dynamic costly state verification model" af C. Monnet og E. Quintin, februar 2002.
- I 27 "Performance of monetary policy with internal central bank forecasting" af S. Honkapohja og K. Mitra, februar 2002.
- I 28 "Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy" af F. Smets og R. Wouters, marts 2002.
- I 29 "Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence" af A. al-Nowaihi og L. Stracca, marts 2002.

Andre publikationer

"The TARGET service level", juli 1998.

"Report on electronic money", august 1998.

"Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations", september 1998.

"Money and banking statistics compilation guide", september 1998.

"The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures", september 1998.

"Third progress report on the TARGET project", november 1998.

"Correspondent central banking model (CCBM)", december 1998.

"Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures", januar 1999.

"Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term", februar 1999.

"Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise", juli 1999.

"The effects of technology on the EU banking systems", juli 1999.

"Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union", august 1999.

"Improving cross-border retail payment services - The Eurosystem's view", september 1999.

"Kompendium: Samling af retlige instrumenter, juni 1998 - maj 1999", oktober 1999.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 1999.

"Money and banking statistics compilation guide, addendum I: money market paper" november 1999.

"Money and banking statistics sector manual" 2. udgave, november 1999.

"Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States", november 1999.

"Correspondent central banking model (CCBM)", november 1999.

"Cross-border payments in TARGET: A users' survey", november 1999.

"Money and banking statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series", november 1999.

"Money and banking statistics: Handbook for the compilation of flow statistics", december 1999.

"Payment systems in the European Union: Addendum Incorporating 1998 figures", februar 2000.

"Interlinking: Data dictionary", version 202, marts 2000.

"Asset prices and banking stability", april 2000.

"EU banks' income structure", april 2000.

"Statistical information collected and compiled by the ESCB", maj 2000.

"Correspondent central banking model (CCBM)", juli 2000.

"Statistical requirements of the European Central Bank in the field of general economic statistics", august 2000.

"Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area", august 2000.

"Improving cross-border retail payment services", september 2000.

"Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves", oktober 2000.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2000.

"Information guide for credit institutions using TARGET", november 2000.

"Den fælles pengepolitik i tredje fase: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", november 2000.

"EU banks' margins and credit standards", december 2000.

"Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications", december 2000.

"Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank", januar 2001.

"Cross-border use of collateral: A users' Survey", februar 2001.

"Price effects of regulatory reform in selected network industries", marts 2001.

"The role of central banks in prudential supervision", marts 2001.

"Money and banking statistics in the accession countries: Methodological manual", april 2001.

"TARGET: Annual Report", maj 2001.

"A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", juni 2001.

"Payment and securities settlement systems in the European Union", juni 2001.

"Why price stability?", juni 2001.

"The euro bond market", juli 2001.

"The euro money market", juli 2001.

"The euro equity markets", august 2001.

"The monetary policy of the ECB", august 2001.

"Monetary analysis: tools and applications", august 2001.

"Review of the international role of the euro", september 2001.

"The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing", september 2001.

"Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)", oktober 2001.

"TARGET: The Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer systems – update 2001", november 2001.

"European Union balance of payments international investment position statistical methods", november 2001.

"Fair value accounting in the banking sector", november 2001.

"Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro", november 2001.

"Accession countries: Balance of payments/international investment position statistical methods", februar 2002.

"List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves", februar 2002.

"Labour market mismatches in euro area countries", marts 2002.

Informationsbrochurer

"TARGET: facts, figures, future", september 1999.

"The ECB payment mechanism", august 2000.

"The euro: integrating financial services", august 2000.

"TARGET", august 2000.

"Den Europæiske Centralbank", april 2001.

"Eurosedler og euromønter", maj 2001.

"TARGET – update 2001", juli 2001

"The euro and the integration of financial services", september 2001.

