



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

ÅRSBERETNING 2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

2003

ÅRSBERETNING 2003

BCE ECB EZB EKT EKP

100



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK



ÅRSBERETNING 2003

I 2004
vil alle
publikationer
bære et motiv
taget fra
en 100 euro
pengeseddel

© Den Europæiske Centralbank, 2004

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 27. februar 2004.*

ISSN 1561-4506

ISSN 1725-2830 (online)

INDHOLD

FORORD	10	3 SEDLER OG MØNTER	92
KAPITEL 1		3.1 Udviklingen i cirkulerende eurosedler og -mønter og håndtering af sedler og mønter	92
DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN		3.2 Udviklingen i forfalskning af eurosedler og beskyttelse af eurosedler mod forfalskning	93
1 PENGEPOLITIKKEN I EUROOMRÅDET	16	3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler	94
1.1 Evaluering af ECBs pengepolitiske strategi	16	4 NY OG FORBEDRET STATISTIK	97
1.2 ECBs officielle renter nåede historisk lave niveauer i 2003	21	4.1 Ny statistik	97
2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING	25	4.2 Mellemløstet strategi for det statistiske arbejde	98
2.1 Den monetære og finansielle udvikling	25	4.3 Forbedringer af de institutionelle og juridiske rammer for statistik	98
2.2 Prisudviklingen	42	5 ØKONOMISK FORSKNING	100
2.3 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	49	5.1 Forskningssemner	100
2.4 Udviklingen i de offentlige finanser	55	5.2 Forskningsnetværk	100
2.5 De globale makroøkonomiske forhold, valutakurser og betalingsbalancen	59	5.3 Makroøkonometriske modeller for euroområdet	102
3 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET	65	5.4 Konferencer og gæsteprogrammer	102
KAPITEL 2		6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER	103
CENTRALBANKOPERATIONER OG -AKTIVITETER		6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	103
1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER	74	6.2 Rådgivende funktioner	103
1.1 Pengepolitiske operationer	74	6.3 Forvaltning af fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	104
1.2 Valutaoperationer	84	6.4 Forvaltning af reserver	104
1.3 Investeringsaktiviteter	84	KAPITEL 3	
2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER	86	FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION	
2.1 Target-systemet	86	1 FINANSIEL STABILITET	108
2.2 Target2	88	1.1 Overvågning af finansiell stabilitet	108
2.3 Grænseoverskridende anvendelse af belånbare aktiver	89	1.2 Samarbejde i krisesituationer	110
		2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN	111
		2.1 Lamfalussy-proceduren	111
		2.2 Bankvirksomhed	111
		2.3 Værdipapirer	112
		2.4 Andre spørgsmål	113
		3 FINANSIEL INTEGRATION	114

4	OVERVÅGNING AF MARKEDERNES INFRASTRUKTUR	119	KAPITEL 7	UDVIDELSE AF DEN EUROPÆISKE UNION	
4.1	Overvågning af systemer og infrastruktur for store betalinger i euro	119	1	DEN VIGTIGSTE ØKONOMISKE OG FINANSIELLE UDVIKLING OG POLITIKSPØRGSMÅL	153
4.2	Detailbetalingsyndelser	121	1.1	Den økonomiske udvikling	153
4.3	Værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer	122	1.2	Udviklingen på de finansielle markeder i de tiltrædende lande	156
	KAPITEL 4		2	DEN JURIDISKE UDVIKLING	158
	EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE SPØRGSMÅL		3	FORBEREDELSE TIL TILTRÆDELSE	159
1	EUROPÆISKE SPØRGSMÅL	126	3.1	Centralbankoperationer	159
1.1	Politikspørgsmål	126	3.2	Betalings- og afviklingssystemer	159
1.2	Institutionelle ændringer i forbindelse med relevante europæiske organer	129	3.3	Pengesedler	160
2	INTERNATIONALE SPØRGSMÅL	132	3.4	Statistik	160
2.1	Det internationale monetære og finansielle system	132	3.5	It-infrastrukturer og -applikationer	161
2.2	Samarbejde med lande uden for EU	134		KAPITEL 8	
	KAPITEL 5			INSTITUTIONELLE RAMMER, ORGANISATION OG ÅRSREGNSKAB	
	ANSVARLIGHED		1	ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE	164
1	ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN	138	1.1	Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	164
2	ANSVARLIGHED OVER FOR EUROPA- PARLAMENTET	140	1.2	Styrelsesrådet	165
2.1	Oversigt over relationerne med Europa-Parlamentet i 2003	140	1.3	Direktionen	168
2.2	ECBs syn på udvalgte emner under møderne med Europa-Parlamentet	140	1.4	Det Generelle Råd	170
	KAPITEL 6		1.5	ESCB-komiteer og Budgetkomiteen	171
	EKSTERN KOMMUNIKATION		1.6	Corporate governance	172
1	KOMMUNIKATIONSPOLITIK	146	2	ORGANISATORISK UDVIKLING	174
2	KOMMUNIKATIONSVÆRKTØJER	147	2.1	Menneskelige ressourcer	174
3	KOMMUNIKATIONSSPØRGSMÅL I 2003	148	2.2	Tiltag til at styrke den interne organisations funktion	174
			2.3	ECBs nye hovedkontor	176
			3	ESCBs SOCIALE DIALOG	177
			4	ÅRSREGNSKABET FOR ECB	179
				Balance pr. 31. december 2003	180
				Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2003 til 31. december 2003	182
				Anvendt regnskabspraksis	183
				Noter til balancen	186

Noter til resultatopgørelsen	192	5	Fremskridt med strukturreformerne på produkt- og arbejdsmarkedene i euroområdet	50
Note om fordeling af tab	195	6	Reformernes betydning for de offentlige financers holdbarhed	57
Revisionspåtegning	197	7	Risikostyring i forbindelse med tilførsel af likviditet i pengepolitiske operationer og betalingssystemoperationer	82
5 EUROSYSTEMS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2003	198	8	Bedste praksis for markedsdeltagere i CCBM-operationer ifølge European Banking Federation, European Savings Bank Group og European Association of Co-operative Banks	90
BILAG		9	Mål for integrationen på euroområdets finansielle markeder	117
RETSLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK	202	10	Forskningsnetværk vedrørende kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa	118
UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK	205	11	Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud	130
DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN JANUAR 2003	209	12	Erklæring om ECBs målsætning	149
KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG	213		TABELLER	
ORDLISTE	215	1	Oversigt over monetære variable	26
OVERSIGT OVER BOKSE, TABELLER OG FIGURER		2	Sektorfordeling af udestående gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet	31
BOKSE		3	Euroområdets ikke-finansielle sektors finansielle passiver og aktiver	32
1 Baggrundsstudier i forbindelse med evalueringen af ECBs pengepolitiske strategi	19	4	Prisudviklingen	42
2 Markedet for gældsinstrumenter udstedt af erhvervssektoren i eurolandene	29	5	Indikatorer for arbejdskrafts-omkostninger	48
Figur: Udestående eurominerede gældsinstrumenter udstedt af ikke-MFI-sektoren i euroområdet	30	6	Sammensætningen af vækst i realt BNP	49
3 Udviklingen i den økonomiske situation for euroområdets husholdninger og ikke-finansielle selskaber	33	7	Udviklingen på arbejdsmarkedet	54
Figur A: Den private ikke-finansielle sektors gæld	33	8	Offentlige budgetstillinger i euroområdet	56
Figur B: Den private ikke-finansielle sektors nettoudlån/-låntagning	33	9	Makroøkonomiske indikatorer for Danmark	65
4 Inflationsforskelle i euroområdet: Mulige årsager og konsekvenser for pengepolitikken	44	10	Makroøkonomiske indikatorer for Sverige	68
Figur: Inflationsspredning i euroområdet	44	11	Makroøkonomiske indikatorer for Storbritannien	69
		12	Betalinger i Target	87
		13	Fordeling af euroseddelproduktionen i 2003	95

FIGURER

1	Inflationsforventningerne på langt sigt	18	21	Vareeksport og industriproduktion	53
2	ECB-renter og dag-til-dag renten	21	22	Arbejdsløshed	55
3	Vækst i M3 og referenceværdien	25	23	Nominelle og reale effektive eurokurser	62
4	Skøn af det nominelle og det reale pengegab	26	24	Betalingsbalancens løbende poster	62
5	Bevægelser i M3 og dets modposter	27	25	Eksport til lande uden for euroområdet, udenlandsk efterspørgsel og nominel effektiv valutakurs	63
6	Sektorfordeling af gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet	28	26	Finansielle poster	63
7	Den ikke-finansielle sektors gældsstiftelse	31	27	Økonomiske og finansielle indikatorer for EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	66
8	Korte markedsrenter i euroområdet	35	28	Likviditetsfaktorer og anvendelse af stående faciliteter i euroområdet i 2003	75
9	Renten for 3-måneders Euribor-futureskontrakter og implicit volatilitet	36	29	Belånbare liste 1-papirer i Eurosystemets kreditoperationer	80
10	Lange statsobligationsrenter	36	30	Anvendelse af sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer	81
11	Den lange reale obligationsrente og "break-even"-inflation i euroområdet	38	31	Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i pct. af samlet sikkerhedsstillelse til Eurosystemet	91
12	Korte MFI-renter og en kort markedsrente	38	32	Samlet værdi af sedler i cirkulation mellem 2000 og 2003	92
13	Lange MFI-renter og en lang markedsrente	39	33	Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2003	92
14a	Aktieindeks	40	34	Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2003	93
14b	Implicit volatilitet på aktiemarkedet	40	35	Offentliggørelse af ECB Working Papers	100
15	De vigtigste komponenter i HICP-inflation	43	36	ECB Working Papers: Klassifikation i henhold til Journal of Economic Literature	101
16	Komponenternes bidrag til HICP-inflation	43			
17	De enkelte komponenter i producentpriser i industrien	47			
18	Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor	48			
19	Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP	52			
20	Konjunkturbarometre	53			

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
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 nationalregnskabs-system 1995
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
EU	Den Europæiske Union
EUR	Euro
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde
f.o.b.	Frit ombord ved eksportørens grænse
BNP	Bruttonationalprodukt
HICP	Harmoniseret forbrugerprisindeks
ILO	Den Internationale Arbejdsorganisation
IMF	Den Internationale Valutafond
MFier	Monetære finansielle institutioner
NCBer	Nationale centralbanker
PPI	Producentprisindeks
ULCM	Enhedslønomsomkostninger i fremstillingssektoren
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union

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

Siden 1998 har ECB arrangeret en række udstillinger med titlen "Contemporary art from the Member States of the European Union". Hver enkelt udstilling har til formål at give ECBs stab og de besøgende indblik i et EU-lands kunstscene. Som emne er valgt moderne kunst, da værkerne afspejler den periode, hvor Den Monetære Union blev til virkelighed.

Nogle af kunstværkerne er købt til ECBs kunstsamling, der skal udvides. De otte skilleblade i denne Årsberetning viser udvalgte værker fra samlingen.

Kunstner: Hans Vandekerckhove

Titel: Landschappeling, 2000

Materiale: Olie på lærred, Format: 200 x 160 cm

14

Kunstner: José María Sicilia

Titel: La luz que se apaga, 1997

Materiale: Voks, olie og papir på træ, Format: 185 x 157 cm

72

Kunstner: Gerhard Balder

Titel: Roter Nautilus, 1995

Materiale: Olie på lærred, Format: 70 x 54 cm

106

Kunstner: Jens Fänge

Titel: Jugend, 2003

Materiale: Olie på lærred, Format: 132 x 122 cm

124

Kunstner: Kyriakos Mortarakos

Titel: Uden titel

Materiale: Blandede medier på lærred, Format: 220 x 320 cm

136

Kunstner: Gérard Garouste

Titel: La duègne et le pénitent, 1998

Materiale: Olie på lærred, Format: 195 x 160 cm

144

Kunstner: Árpád Szabados

Titel: Uden titel, 1995

Materiale: Blandede medier på lærred, Format: 120 x 90 cm

150

Kunstner: Koen Vermeule

Titel: Uden titel (detalje), 2002

Materiale: Olie på lærred, Format: 210 x 210 cm

162

FORORD



Det meste af sidste år stod Wim Duisenberg ved roret i ECB, og jeg vil gerne hylde ham for hans store indsats. Under hans formandskab har EMI, ECB og NCberne med succes klaret alle udfordringer undervejs, bl.a. kapitalmarkedernes og de kontantfrie transaktioners overgang til euroen 4. januar 1999, årtusindskiftet og indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002. Eurosystemet blev opfattet som en højst troværdig centralbank med en pålidelig politik og som en god vogter af valutaen, der fastholdt prisstabilitet og tilliden til euroen. Det er denne arv med en effektiv styring af det fælles europæiske monetære team, som de andre medlemmer af ECBs direktion og jeg selv vil stræbe efter at bevare og styrke fremover.

I december 2002 meddelte ECBs styrelsesråd, at det ville udføre en grundig evaluering af sin pengepolitiske strategi i 1. halvår 2003. Siden ECBs etablering har den pengepolitiske strategi udgjort et robust grundlag for den interne beslutningsproces og en konsekvent ramme for den eksterne kommunikation, hvilket har fremmet

ECBs ansvarlighed. Faktisk er det dokumenteret, at de langsigtede inflationsforventninger – som er et mål for centralbankens troværdighed – siden 1999 har været i overensstemmelse med ECBs definition af prisstabilitet. Mindre usikkerhed med hensyn til den fremtidige inflation har bidraget til at reducere risikopræmierne i renterne og dermed de reale finansieringsomkostninger. Det var kun naturligt, at Styrelsesrådet efter mere end fire år ønskede at se tilbage og systematisk vurdere de høstede erfaringer og kommentarerne fra eksterne observatører.

Den 8. maj 2003 offentliggjorde Styrelsesrådet konklusionen på evalueringen af strategien. Konklusionen bekræftede definitionen af prisstabilitet – der blev annonceret i oktober 1998 – som en år-til-år stigning i HICP for euroområdet på under 2 pct. Samtidig præciserede Styrelsesrådet, at det i bestræbelserne på at opfylde målsætningen om prisstabilitet vil sigte mod en fastholdelse af inflationstakten på under, men tæt ved 2 pct. på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet bekræftede også, at de pengepolitiske beslutninger fortsat vil blive truffet på baggrund af en omfattende analyse af risici for prisstabiliteten, som omfatter en økonomisk analyse og en monetær analyse. Styrelsesrådet lagde vægt på, at det fortsat vil krydstjekke informationerne fra den grundige økonomiske analyse med den monetære analyse ud fra et mellemlangt til langt perspektiv for at udarbejde en samlet vurdering af risiciene for prisstabilitet. For at understrege at referenceværdien for væksten i pengemængden har en mere langsigtet karakter, har Styrelsesrådet besluttet, at referenceværdien ikke længere skal tages op til fornyet overvejelse en gang om året. Med bekræftelsen og præciseringen af de vigtigste elementer i dets stabilitetsorienterede pengepolitiske koncept har Styrelsesrådet øget forståelsen for ECBs strategi både i Europa og i resten af verden.

I 1. halvår 2003 var den økonomiske aktivitet meget svag på baggrund af både de øgede geopolitiske spændinger i forbindelse med situationen i Irak og usikkerheden på de finansielle marke-

der. Først fra sommeren 2003 forbedredes den økonomiske tillid i euroområdet gradvist, og tegnene på et globalt økonomisk opsving styrkedes. Generelt var væksten i realt BNP i euroområdet 0,4 pct. i 2003 i forhold til 0,9 pct. i 2002. I de seneste måneder er den økonomiske aktivitet i euroområdet tiltaget. Væksten i euroområdets eksport er fortsat robust som følge af verdensøkonomiens dynamiske vækst. Endvidere er betingelserne for et opsving i den indenlandske efterspørgsel til stede ikke mindst takket være de lave renter og de generelt gunstige finansieringsforhold. Den skuffende vækst i realt BNP i de seneste år illustrerer euroområdets manglende fleksibilitet og deraf følgende sårbarhed over for stød. Der er gjort visse fremskridt, som bør anerkendes og bifaldes, men der kræves en vedvarende og meget betydelig indsats for at gennemføre strukturreformerne, som vil øge beskæftigelsesvæksten, erhvervsfrekvensen og produktiviteten samt fremme vækstmulighederne i euroområdet. På baggrund af den demografiske udvikling kræves der derudover korrigerende tiltag for at sikre, at sundheds- og pensionssystemerne er holdbare på langt sigt.

I 2003 faldt den årlige inflation målt ved HICP til 2,1 pct. (fra 2,3 pct. i 2002). At inflationen forsat var over 2 pct. skyldes især den uventede stigning i nogle af HICPs volatile komponenter (fx olie- og fødevarerpriserne i 2. halvår 2003), men stigninger i afgifter og administrerede priser i løbet af 2003 spillede også en rolle. I et mellemlangt perspektiv var det forventet, at inflationspresset i 2003 ville udvikle sig i overensstemmelse med prisstabilitet.

De gunstige udsigter for prisstabilitet blev ikke sat på spil af den fortsat kraftige monetære vækst i 2003, som delvis kunne tilskrives den store økonomiske usikkerhed og usikkerheden på de finansielle markeder i løbet af 1. halvår 2003. Det medførte porteføljeskrift til sikrere, kortfrie likvide aktiver, der indgår i M3. Det akkumulerede likviditetsoverskud blev derfor ikke fundet alarmerende, selv om der stadig skal udvises opmærksomhed, hvis det høje likviditetsniveau fortsætter, når opsvinget tiltager.

I lyset af det afdæmpede inflationspres i 1. halvår 2003 blev ECBs officielle renter nedsat med 25 basispoint i marts 2003 og med 50 basispoint i juni. Det medførte, at minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer nåede et historisk lavt niveau på 2,0 pct. Disse beslutninger var i overensstemmelse med målsætningen om at fastholde inflationstakten på under, men tæt ved 2 pct. på mellemlangt sigt. De meget lave renter var også en modvægt til de forskellige faktorer, som havde en ugunstig indvirkning på den økonomiske aktivitet. I 2. halvår 2003 var ECBs officielle renter uændrede, da pengepolitikens stramhedsgrad blev vurderet til at være egnet til at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt.

Hvad angår finanspolitik, var de fleste medlemslande ikke i stand til at nå målene i stabilitetsprogrammerne fra slutningen af 2002 og begyndelsen af 2003. Det gennemsnitlige budgetunderskud for euroområdet steg fra 2,3 pct. af BNP i 2002 til 2,7 pct. af BNP i 2003. I de lande, der allerede havde haft betydelige balanceproblemer i 2002, var budgetsituationen desuden stadig en kilde til bekymring. Den 25. november besluttede Ecofin-rådet ikke at handle på baggrund af Kommissionens henstillinger vedrørende Tyskland og Frankrig og vedtog at stille proceduren om uforholdsmæssigt store underskud i bero for disse to lande. De to lande forpligtede sig til at korrigere deres uforholdsmæssigt store underskud så hurtigt som muligt og senest i 2005, mens Rådet erklærede, at det var parat til at vedtage en beslutning i henhold til artikel 104, stk. 9, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab – hvilket ville aktivere proceduren om uforholdsmæssigt store underskud igen – hvis de to lande ikke levede op til deres forpligtelser. Andre lande, der stadig har balanceproblemer, skal også indføre tiltag for at opnå budgetstillinger tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt.

Det er afgørende at fastholde tilliden til holdbarheden af både de offentlige finanser og ØMUens økonomiske og institutionelle fundament. Efter Styrelsesrådets opfattelse skal alle involverede parter leve op til deres ansvar og forpligtelser. På længere sigt er det væsentligt, at budgetkonsoli-



dering og strukturreformer slår rod. Det bør også have en positiv indvirkning på kort sigt, da det kan øge offentlighedens tillid til reglernes troværdighed og de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt. Endvidere bør udgifts- og skattereformer og en omprioritering til fordel for produktive udgifter øge den potentielle produktionsvækst.

Den 1. maj 2004 træder yderligere 10 lande ind i EU, og 10 nye centralbanker bliver medlem af ESCB. Denne store politiske og økonomiske begivenhed, som finder sted kun ca. 14 år efter Berlinmurens fald og 12 år efter underskrivelsen af Maastricht-traktaten, viser hvor hurtigt historien kan ændre sig. Inden for deres kompetenceområder har ECB og NCBerne i samarbejde med de tiltrædende landes centralbanker udført et enormt forberedende arbejde for at sikre, at de tiltrædende landes centralbanker kan integreres problemfrit i ESCB. For at kunne løfte den opgave har ECB ansat og ansætter løbende nyt personale, især eksperter fra de tiltrædende lande, der – i kraft af deres viden og specifikke baggrund – vil bidrage til ECBs effektivitet og dynamik. Centralbankcheferne fra de tiltrædende lande har kunnet deltage i Det Generelle Råds møder som observatører siden juni 2003, mens eksperter fra deres institutioner har deltaget med samme status i ESCB-komiteerne siden april 2003.

De 10 nye landes tiltrædelse er en stor historisk og institutionel begivenhed for EU, som foranledigede europæerne til at udarbejde nye forfatningsmæssige rammer gennem Konventet om Den Europæiske Unions fremtid. ECB fulgte både konventet og regeringskonferencen meget nøje og bidrog til drøftelserne om spørgsmål, der var relevante for ECBs og ESCBs opgaver og mandat. ECBs styrelsesråd har generelt budt udkastet til en traktat om en forfatning for Europa (forfatningsudkastet) velkommen forudsat, at udkastet ikke indebærer nogen væsentlige ændringer i ECBs og ESCBs opgaver, mandat, status og regelgrundlag. ECBs vigtigste forslag var at henviser til "ikke-inflationær vækst" eller

"prisstabilitet" i artikel I-3, stk. 3, om EUs mål. En sådan henvisning på en fremtrædende plads fandtes ikke i konventets forfatningstekst. Andre forslag fra ECB var at anerkende NCBernes uafhængighed i artikel I-29; at indføre en henvisning til den generelt anerkendte betegnelse "Eurosystemet" i forfatningsudkastet og tilføje en udtrykkelig henvisning til ESCBs ansvarsområder i artikel III-90 om sikring af euroens plads i det internationale monetære system.

Hvad angår ECBs organisation og funktion, var 2003 et år med store udfordringer. Ultimo året udviste ECBs årsregnskab et nettounderskud på 477 mio. euro. Underskuddet, som primært skyldes nedskrivning af euroværdien af ECBs beholdning af aktiver i amerikanske dollar, fremkommer efter, at der er taget højde for alle ECBs indtægter, herunder fra cirkulerende eurosedler og fra frigivelse af hensættelser på 2,6 mia. euro foretaget i tidligere år i forbindelse med valutakurs- og renterisici. Dollarens depreciering i 2003 har medført betydelige urealiserede tab, der – i overensstemmelse med forsigtighedsprincippet – behandles som realiserede tab og bogføres i resultatopgørelsen, hvorimod urealiserede gevinster bogføres på revalueringskonti. Desuden har de historisk lave renter i 2003 og renteutviklingen med hensyn til både ECBs vigtigste reservevalutaer og euroen også medført et fald i renteindtægterne, herunder indtægterne fra aktiver, der er modposter til cirkulerende sedler.

Ved udgangen af 2003 havde ECB 1.217 medarbejdere i forhold til 1.109 ved udgangen af 2002. Fra 1. januar 2003 kunne statsborgere i de tiltrædende lande søge alle ledige stillinger. ECB iværksatte vellykkede kampagner, der var specifikt rettet mod rekruttering af statsborgere fra disse lande til stillinger som translatører, juristlinguister og juridiske rådgivere. I øjeblikket er 39 medarbejdere fra de tiltrædende lande ansat på kontrakter på mere end et år.

Siden 1998 er ECB vokset konstant, og antallet af medarbejdere er steget betydeligt, hvilket har skabt et behov for hele tiden at forbedre den in-

terne organisation. I den forbindelse besluttede Direktionen at udføre personaleundersøgelser om virksomhedsprincipper, intern kommunikation og organisatorisk præstation. På baggrund af undersøgelsesresultaterne indledte Direktionen en ændringsproces i ledelsen kaldet "ECB i bevægelse". Der blev oprettet fire projektgrupper under ledelse af et projektkontor og Direktionen. I oktober 2003 godkendte Direktionen en række tiltag, hvoraf de fleste vil være klar til gennemførelse senest i juli 2004. Formålet er at forbedre ECBs funktion og effektivitet, udbygge forvaltningen af menneskelige ressourcer og forstærke centralbankværdierne, bl.a. effektivitet, uafhængighed, diskretion og høje etiske standarder, blandt alle medarbejdere. Den grundlæggende tanke med ECB i bevægelse er i større og mere dybtgående omfang at gøre effektiv brug af gruppebegrebet i forhold til ECBs forskellige

funktioner, uanset om det er gennem øget bemyndigelse af medarbejderne, gennem mere direkte belønning af medarbejdernes præstation eller gennem styrkelse af et åbent samarbejds miljø.

Frankfurt am Main, Marts 2004



Jean-Claude Trichet

Kunstner
Hans Vandekerckhove
Titel
Landschappeling, 2000
Materiale
Olie på lærred
Format
200 x 160 cm



KAPITEL I

**DEN ØKONOMISKE
UDVIKLING
OG PENGEPOLITIKEN**

I PENGEPOLITIKKEN I EUROOMRÅDET

1.1 EVALUERING AF ECBs PENGEPOLITISKE STRATEGI

Efter at have ført pengepolitik i euroområdet i mere end fire år iværksatte ECBs styrelsesråd i 1. halvår 2003 en grundig evaluering af ECBs pengepolitiske strategi for at danne sig et billede af de høstede erfaringer. Evalueringen inddrog den offentlige debat om en passende udformning af pengepolitikken og en række tekniske studier udarbejdet af Eurosystemets stab som baggrundsdokumentation for selve evalueringen (se boks 1). Den 8. maj 2003 offentliggjorde Styrelsesrådet konklusionen på evalueringen, som vedrørte både kvantificeringen af ECBs målsætning om prisstabilitet og rammerne for analyse af risiciene for prisstabilitet.¹

MÅLSÆTNINGEN OM PRISSTABILITET

I oktober 1998 offentliggjorde ECBs styrelsesråd en kvantitativ definition af målsætningen om prisstabilitet. Målsætningen blev defineret "som en år-til-år stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet på under 2 pct.". Ved at henvise til en stigning i HICP på under 2 pct. fremgår det klart af definitionen af prisstabilitet, at både inflation og deflation er uforenelige med prisstabilitet. Definitionen af prisstabilitet præciserede ikke en specifik nedre grænse for inflationstakten, hvilket afspejler usikkerheden om størrelsen af en potentiel bias i målingen af HICP og dens eventuelle variation over tid. Den øvre grænse var fastsat på et niveau et stykke over nul for at indarbejde en sikkerhedsmargin i definitionen som værn mod risikoen for deflation. Samtidig blev den øvre grænse på 2 pct. vurderet at være lav nok til at høste fordelene ved prisstabilitet.

Styrelsesrådet præciserede også, at "prisstabilitet skal fastholdes på mellemlangt sigt". Dette afspejlede erkendelsen af, at pengepolitik ikke er egnet til at kontrollere priser eller finjustere den økonomiske udvikling på kort sigt.

I Styrelsesrådets pressemeddelelse af 8. maj 2003 bekræftede det definitionen af prisstabilitet. Samtidig fastslog Styrelsesrådet, at det i overensstemmelse med definitionen vil sigte

mod en fastholdelse af inflationstakten på under, men tæt ved 2 pct. på mellemlangt sigt.

I forbindelse med kvantificeringen af målsætningen om prisstabilitet tog Styrelsesrådet igen udtrykkelig højde for både omkostningerne ved inflation og eventuelle begrundelser for at tolerere en svagt positiv inflationstakt.

Der er god forståelse af omkostningerne ved inflation. De seneste studier tyder på, at omkostningerne faktisk kan være højere end tidligere antaget, selv i tilfælde af svag inflation. Inflation forvrider især de signaler, som den relative prisudvikling udsender, og dirigerer ressourcerne væk fra produktive anvendelser mod aktiviteter, der skal beskytte investorerne mod inflation. Desuden forstærker inflation skatternes forvriddende effekt og kan få usikkerheden og dermed risikopræmierne til at stige, hvilket hindrer kapitalopbygningen i økonomien. Ud fra et omfordelmæssigt synspunkt øger inflation uligheden, da den straffer de svageste grupper i samfundet, som er dårligere rustet til at beskytte sig mod omkostningerne ved inflation. På dette grundlag er der således meget, der taler for at skabe prisstabilitet i bogstavelig forstand.

På trods af de betydelige omkostninger ved inflation er der også en række argumenter for det ønskelige i at bibeholde en moderat, positiv inflationstakt. Det første argument hænger sammen med de nominelle renters nedre grænse på nul og risikoen for deflation. Problemet med den nedre grænse hænger sammen med, at en centralbank ikke kan tvinge de nominelle renter ned under nul. Ethvert forsøg herpå vil sandsynligvis slå fejl, da offentligheden altid vil foretrække at ligge inde med kontanter – som giver et nominelt afkast på nul – frem for at udlåne eller foretage indskud til en negativ rente. Under disse forhold kan en lang periode med deflation som følge af en række negative stød til den samlede efterspørgsel begrænse centralbankens mulighed for at nedsætte realrenten for at stimulere efterspørgslen og modvirke deflationspresset. Selv

1 Se også artiklen "Resultatet af ECBs evaluering af den pengepolitiske strategi" i Månedsoversigten for juni 2003.

om forskellige pengepolitiske tiltag stadig er mulige, når renten er nul, er det klogt at fastholde en sikkerhedsmargin ved at sigte mod en svagt positiv inflationstakt frem for nulinfation.

Det andet argument for at bevare en svagt positiv inflationstakt er den potentielle bias i målingen af prisindekset, fx ved manglende tilstrækkelig justering for kvalitetsændringer. Dette ville betyde, at en målsætning om en målt inflationstakt på nul faktisk kunne få priserne til at falde. Selv om størrelsen af denne bias i målingen af HICP for euroområdet ikke kendes, tyder foreliggende studier på, at den sandsynligvis er begrænset.

Det tredje argument for at sigte mod lave positive inflationstakter er forbundet med, at positive prisændringer kan fremme økonomiens reale tilpasning til de forskellige stød, når der forekommer nominelle nedadrettede stivheder. Disse stivheder kan stamme fra producenters og arbejdstageres modstand mod en nominal nedgang i priser og lønninger. Skønt den praktiske betydning af disse nominelle nedadrettede stivheder er meget usikker, og de empiriske resultater ikke er entydige, især ikke for euroområdet, er det afgørende, at der indføres strukturreformer for at øge produkt- og arbejdsmarkedernes fleksibilitet.

Et yderligere argument for at bevare en lav, positiv inflationstakt på mellemlangt sigt er forbundet med den reale konvergensproces mellem de uensartede regioner i en valutaunion. Hvis der ikke er fuld konvergens mellem regionerne med hensyn til indkomst- og produktivitetsniveau, kan der opstå strukturmæssige inflationsforskelle mellem regionerne for at give prisniveauet (og indkomstniveauet) i de mindre udviklede områder mulighed for at nå op på niveau med de mere modne økonomier inden for valutaunionen. Under disse omstændigheder har der været argumenter fremme om, at pengepolitikken bør sigte mod at opnå en inflationstakt i hele unionen, der er høj nok til at forhindre, at regioner med lavere inflationstakter kommer til at stå over for store omkostninger på grund af nominelle nedadrettede stivheder eller oplever lange perioder med prisfald. Mens disse betragtninger holder teoretisk, kan de i praksis imødekommes med en stra-

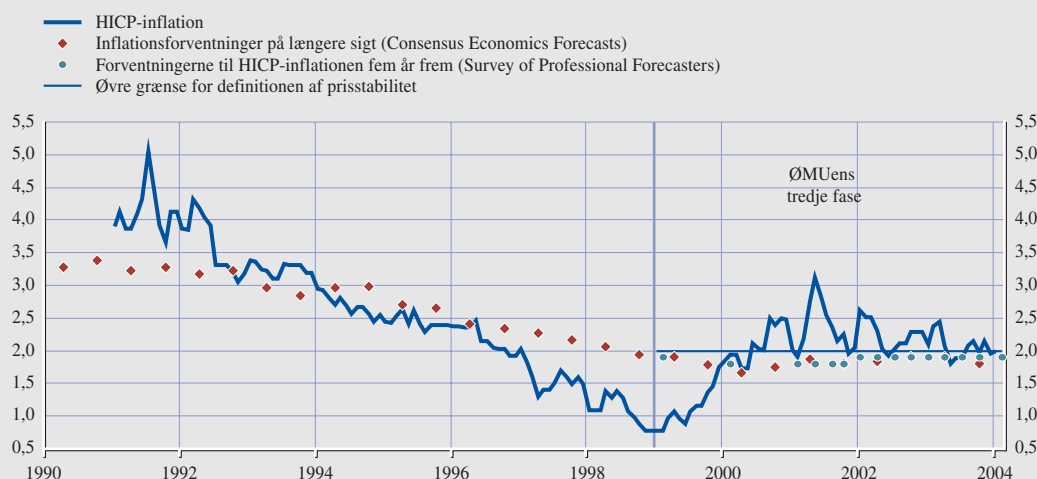
tegi, der sigter mod fastholdelse af inflationstakten på under, men tæt ved 2 pct. på mellemlangt sigt, som præciseret af Styrelsesrådet 8. maj. Det bør endvidere bemærkes, at den nuværende grad af konvergens i euroområdet er relativt høj, og at den ikke synes at udgøre noget betydeligt problem på nuværende tidspunkt. I lyset af tiltrædelsesprocessen synes den samlede betydning af denne effekt også at blive begrænset fremover på grund af de tiltrædende økonomiers begrænsede vægt i et udvidet euroområde. De tiltrædende lande skal desuden opfylde konvergenskriterierne for at kunne indføre euroen. De skal således kunne påvise, at de har opnået tilstrækkelig konvergens og opfylder betingelserne for at kunne fastholde lav inflation inden indførelsen af euroen.

Styrelsesrådet konkluderede, at det samlede HICP stadig er det rette indeks til vurdering af, om der er opnået prisstabilitet. Det udtrykker bedst – på en harmoniseret måde mellem eurolandene – ændringerne over tid i prisen på en repræsentativ kurv af forbrugsvarer. Det er et troværdigt og pålideligt nøgletal, der på en gennemsnitlig måde hjælper med at formidle ECBs forpligtelse til at sikre en fuldstændig og effektiv beskyttelse mod penges tab af købekraft.

Det anføres undertiden, at centralbanker bør anvende mål for "kerneinflation" eller "underliggende inflation" i definitionen af deres primære målsætning. Disse mål er brugbare analyseværktøjer, da de fjerner de mere volatile komponenter og/eller midlertidige faktorer fra den samlede inflation, så de mere grundlæggende tendenser i prisudviklingen kan afdækkes. Valg af et mål for underliggende inflation i definitionen af prisstabilitet ville imidlertid medføre betydelige ulemper set ud fra et pengepolitisk synspunkt, især med hensyn til tab af gennemsnitlighed. Valget ville endvidere være forholdsvis vilkårligt, idet der ikke findes en entydig eller ukontroversiel metode til at fastsætte disse mål. Ved at definere målsætningen om prisstabilitet i forhold til den samlede inflation tillægger ECB på ingen måde den kortsigtede prisudvikling en uforholdsmæssig stor betydning i forbindelse med sine pengepolitiske overvejelser. Det mellemlange sigt i

Figur 1. Inflationsforventningerne på langt sigt

(Årlig ændring i pct.)



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

1) Inflationsforventninger på langt sigt er markedets inflationsforventninger over en tidshorisont på 6-10 år. Indtil december 2002 var de konstrueret som et vægtet gennemsnit for de fem største eurolande, som udgjorde mere end 80 pct. af BNP i euroområdet.

ECBs pengepolitiske strategi sikrer, at Styrelsesrådet ikke inddrager kortsigtet prisvolatilitet i sine overvejelser.

Afslutningsvis afspejler Styrelsesrådets beslutning af 8. maj 2003 de gode erfaringer med kvantificeringen af ECBs målsætning om prisstabilitet og sikrer fuldstændig kontinuitet i forhold til den hidtil førte pengepolitik. Som vist i figur 1 har inflationsforventningerne på længere sigt i euroområdet været fast forankret på et niveau, der er i overensstemmelse med definitionen af prisstabilitet siden januar 1999, nemlig mellem 1,7 pct. og 1,9 pct. Set i lyset af de betragtelige negative prisstød i euroområdet er dette et bemærkelsesværdigt resultat. Den faste forankring af inflationsforventningerne gør det muligt at begrænse den mellemsigtede inflationsmæssige virkning af negative prisstød. Derved undgås eventuelle kraftige pengepolitiske reaktioner på sådanne stød, som igen kunne have negative virkninger for produktionsudsvingene.

ANALYSEN AF RISICI FOR PRISSTABILITETEN

I oktober 1998 meddelte ECBs styrelsesråd, at fremgangsmåden ved tilrettelæggelse, evaluering og krydstjek af den information, der er relevant i forbindelse med vurderingen af risici for prisstabiliteten skulle bygge på to analytiske synsvinkler, som efterfølgende blev kendt som de "to søjler" i ECBs pengepolitiske strategi.

Denne ramme skal sikre, at alle pengepolitiske informationer indgår i en omfattende vurdering af udsigterne for prisstabiliteten. Inden for den ene søjle, som giver pengemængden en fremtrædende rolle, er der præciseret en referenceværdi for væksten i et bredt pengemængdemål, som er forenelig med ECBs målsætning om prisstabilitet.

Den 8. maj 2003 meddelte Styrelsesrådet, at de pengepolitiske beslutninger fortsat ville blive truffet på baggrund af en omfattende analyse af risiciene for prisstabiliteten, som byggede på de to søjler. De to søjler kaldes herefter "den økonomiske analyse" og "den monetære analyse". Styrelsesrådet udtalte, at begge former for analyse med tiden er blevet udvidet og gjort mere detaljeret, da datamængden for euroområdet er øget, og analyseredskaberne er forbedret. Denne udvikling vil også fortsætte i fremtiden.

Styrelsesrådet præciserede også den måde, hvorpå indikationerne fra de to analyser integreres i Styrelsesrådets samlede vurdering af risiciene for prisstabiliteten, således at det når frem til en samlet vurdering. Styrelsesrådet gav især udtryk for, at den monetære analyse – ud fra et mellemlangt til langt perspektiv – hovedsagelig tjener til at krydstjekke indikationer på mellemlangt og langt sigt fra den økonomiske analyse.

Den økonomiske analyse fokuserer hovedsagelig på vurderingen af den aktuelle økonomiske og finansielle udvikling og de risici for prisstabiliteten, som udviklingen indebærer på kort til mellemlangt sigt. Perspektivet er her samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer og tjenesteydelser samt faktormarkedene på netop kort til mellemlangt sigt. Der lægges stor vægt på behovet for at identificere de stød, der rammer økonomien, deres indvirkning på omkostninger og priser og udsigterne på kort og mellemlangt sigt til, at de breder sig til andre dele af økonomien.

Den økonomiske analyse er isoleret set ude af stand til at spore de mekanismer, hvorigennem de monetære faktorer virker over længere tidshorisoner, og kan ikke identificere udviklingsten-

denserne i inflationen på længere sigt. Derfor skal pengepolitikken udtrykkeligt tage højde for de oplysninger, der ligger i trenden i pengemængdevæksten på mellemlangt sigt, og som ud fra en empirisk betragtning er tæt forbundet med prisdannelsen over længere tidshorisoner.

Den ubestridte sammenhæng mellem pengemængdevæksten og inflation på mellemlangt til langt sigt giver pengepolitikken et fast og troværdigt nominelt anker, der går ud over de tidshorisoner, der traditionelt har været anvendt til at udarbejde inflationsprognoser på baggrund af makroøkonomiske standardmodeller. I denne henseende er ECBs fremgangsmåde en forpligtelse til at sikre, at den grundlæggende drivkraft bag prisudviklingen over længere tidshorisoner – vækstraten i pengemængden – løbende overvåges, samtidig med at der reageres på udviklingstendenser i økonomien, i takt med at de opstår.

ECBs rammer medfører ikke opdeling af det informationsæt, der er relevant til vurdering af prisudviklingen. Rammerne indebærer heller ikke nogen rigid skelnen mellem indikatorer i henholdsvis den økonomiske og den monetære analyse. Tværtimod udnyttes på konsistent vis, at de forskellige informationer supplerer hinanden.

Boks I

BAGGRUNDSSTUDIER I FORBINDELSE MED EVALUERINGS- OG PENGEPOLITISKE STRATEGI

I løbet af vinteren og foråret 2003 evaluerede Styrelsesrådet ECBs pengepolitiske strategi. Eurosystemets stab udarbejdede 10 baggrundsstudier, delvis med eksterne medforfattere. Studierne fokuserede på relevante tekniske spørgsmål, fx valget af prisindeks og formatet til definition af prisstabilitet, pengemængdemålenes indikatoregenskaber og pengeefterspørgslens stabilitet i euroområdet. De tekniske studier blev offentliggjort på ECBs websted umiddelbart efter offentliggørelsen af konklusionerne på evalueringen af strategien 8. maj 2003. I november 2003 udgav ECB en bog, som samlede studierne.¹

Vedrørende valget af prisindeks blev det konkluderet i et af studierne, at HICP fortsat er en effektiv målestok for priserne i euroområdet, men at sammensætningen af HICP kan forbedres. Det er særligt vigtigt ofte at ændre basis for de nationale indeks for at sikre et nøjagtigt og sammenlig-

1 *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, ECB, 2003.

neligt HICP og for at mindske skævheden ved substitution. En sådan skævhed i et prisindeks forekommer, når der ikke tages højde for, at enkeltpersoner kan vælge at substituere dyrere varer med billigere varer, når priserne på visse varer stiger, og stadig opnå samme nyttegrad.

Spørgsmålet om formatet til definition af prisstabilitet omhandler vigtigheden af at annoncere et bestemt mål, et interval eller en målsætning om prisstabilitet, som kun er kvalitativt formuleret. Et studie fokuserede på dette ved at analysere konjunkturindikatorerne for inflationsforventningerne på langt sigt i 15 industrilande og konkluderede, at inflationsforventningerne er fast forankrede i de fleste af landene. Efter sammenligning af dokumentationen for de forskellige inflationsmålsætninger konkluderede studiet, at de specifikke egenskaber i meddelelserne ikke synligt påvirker evnen til at forankre inflationsforventningerne.

Et vigtigt emne, som blev analyseret i to studier, var de nominelle renters nedre grænse på nul og risiciene for langvarig deflation eller en deflationær spiral. Selv om visse omkostninger forbundet med inflation også opstår i perioder med deflation, er der særligt alvorlige problemer forbundet med deflation, som tyder på, at det kan være ønskeligt at opretholde en sikkerhedsmargin i form af en lille positiv inflationstakt. På baggrund af forholdsvis forskellige teoretiske modeller konkluderede begge studier vedrørende spørgsmålet om den nedre grænse på nul, at sandsynligheden for, at den nedre grænse på nul bliver bindende, ikke er en kvalitativt vigtig faktor, hvis inflationsmålsætning var på 1 pct. eller højere.

Styrelsesrådets beslutning i 1998 om at tildele pengemængden en fremtrædende rolle blev truffet i erkendelse af, at inflation er et monetært fænomen på mellemlangt til langt sigt. Et af baggrundstudierne undersøgte en stor mængde teoretisk og empirisk litteratur og konkluderede, at systematisk overvågning af den monetære udvikling kan hjælpe en centralbank med at identificere eventuelle destabiliserende stød, som kan være vanskelige at påvise med en realsektormodel. Et andet studie undersøgte det snævre pengemængdemåls evne til at forbedre prognoserne for realt BNP. I modsætning til resultater for USA konkluderede dette studie, at M1 i euroområdet har bedre og mere robuste prognoseegenskaber end rentespænd. Et studie udførte formelle undersøgelser af stabiliteten af efterspørgslen efter den brede pengemængde på kort og langt sigt i euroområdet. Det konkluderede, at stabiliteten ikke kan afvises i hverken pengeefterspørgslen langsigtede eller kortsigtede parametre. Et andet studie vurderede, hvorfor efterspørgslen efter den brede pengemængde har været mere stabil i euroområdet som helhed end i de enkelte lande i og uden for euroområdet. Ifølge studiet skyldes dette bl.a., at stabiliteten blev fremmet ved at aggregere pengeefterspørgslen i de enkelte eurolande.

For at den monetære analyses krydstjekkende funktion kommer passende til udtryk i kommunikationen til offentligheden, besluttede Styrelsesrådet også, at formandens indledende bemærkninger på ECBs månedlige pressekonferencer ville få en ny struktur, som tager højde for tydeliggørelsen af ECBs pengepolitiske strategi.

For at understrege at referenceværdien for væksten i pengemængden, der anvendes som bench-

mark ved vurderingen af den monetære udvikling, har en mere langsigtet karakter, besluttede Styrelsesrådet, at referenceværdien ikke længere skal tages op til fornyet vurdering en gang om året. Det besluttede også at fortsætte med at vurdere de betingelser og antagelser, der ligger til grund for referenceværdien, samt at oplyse om ændringer i de underliggende antagelser, så snart de forekommer.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Den 8. maj 2003 meddelte Styrelsesrådet, at det havde bekræftet og præciseret ECBs pengepolitiske strategi. Styrelsesrådets udtalelse om, at det vil sigte mod en fastholdelse af inflationstakten på under, men tæt ved 2 pct. er i fuld overensstemmelse med ECBs definition af prisstabilitet, som blev meddelt i oktober 1998, og med den hidtil førte pengepolitik. Samtidig skal ændringerne af præsentationen af de to søjler, som nu benævnes "den økonomiske analyse" og "den monetære analyse", øge offentlighedens forståelse af pengepolitikken.

1.2 ECBs OFFICIELLE RENTER NÅEDE HISTORISK LAVE NIVEAUER I 2003

I 1. halvår 2003 blev pengepolitikken i euroområdet gennemført i et økonomisk miljø præget af betydelig usikkerhed i forbindelse med de store geopolitiske spændinger i Mellemøsten og den deraf følgende uro med hensyn til oliepriserne og de finansielle markeder. Mens væksten i realt BNP stagnerede i 1. halvår, forbedredes udsig-

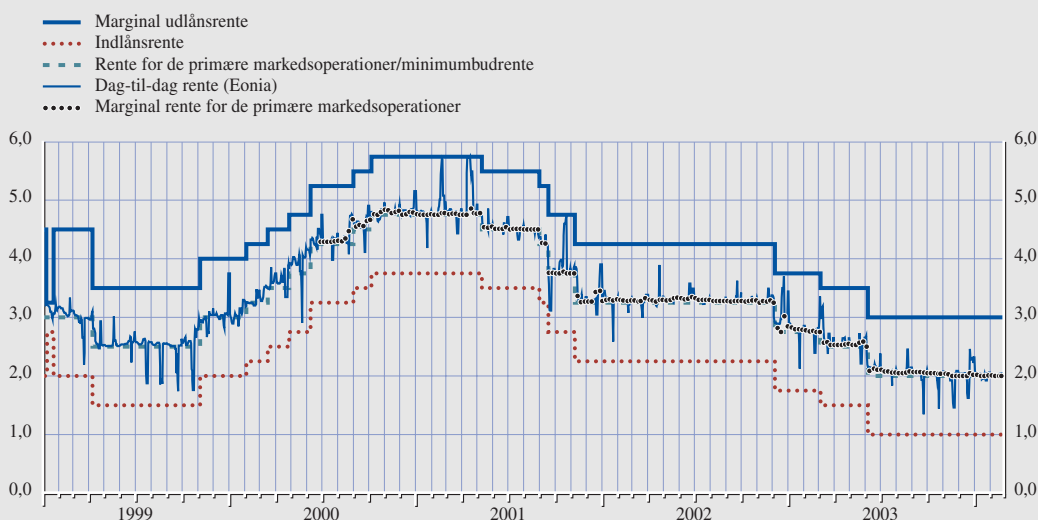
terne for den økonomiske aktivitet gradvis i sommerens løb efter afslutningen på de militære operationer i Irak og normaliseringen af forholdene på de finansielle markeder. Alt i alt steg realt BNP i euroområdet kun med 0,4 pct. i 2003, hvilket er skuffende i betragtning af, at euroområdet allerede viste en vækst i realt BNP, der var lavere end potentialet, i både 2001 og 2002 (med en årlig vækst på henholdsvis 1,6 pct. og 0,9 pct.).

Trods svag økonomisk aktivitet aftog den årlige HICP-inflation kun en smule fra 2,3 pct. i gennemsnit i både 2001 og 2002 til 2,1 pct. i 2003. Den lå dermed stadig lidt højere end den øvre grænse i ECBs definition af prisstabilitet. Den fortsat afdæmpede økonomiske aktivitet og euroens betydelige appreciering forventedes imidlertid at mindske inflationspresset på mellemlangt sigt i 2003.

I overensstemmelse med ECBs pengepolitiske strategi krydstjekkede Styrelsesrådet indikationerne af risici for prisstabiliteten udledt af den økonomiske analyse med indikationerne udledt af den monetære analyse. Selv om pengemæng-

Figur 2. ECB-renter og dag-til-dag renten

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



Kilde: ECB.

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

devæksten stadig var kraftig i 2003, delvis som følge af porteføljeomlægninger, og der var opbygget et betydeligt likviditetsoverskud siden midten af 2001, ansås inflationsrisikoen for at være lille i betragtning af den forholdsvis afdæmpede økonomiske aktivitet og den moderate vækst i kreditgivningen.

I marts og juni 2003 nedsatte Styrelsesrådet ECBs officielle renter med henholdsvis 25 og 50 basispoint. Disse beslutninger, som fulgte efter en nedsættelse med 50 basispoint i december 2002, afspejlede vurderingen af, at inflationspresset på mellemlangt sigt i det store og hele ville være afdæmpet i 1. halvår. Efter Styrelsesrådets beslutninger nåede minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer et historisk lavt niveau på 2,0 pct., og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsrenten lå på henholdsvis 3,0 pct. og 1,0 pct. (se figur 2). I 2. halvår 2003 blev disse renter fastholdt, idet Styrelsesrådet anså dem for at være forenelige med fastholdelsen af prisstabilitet på mellemlangt sigt.

I forbindelse med en mere detaljeret analyse af de pengepolitiske beslutninger i 2003 underbyggede de økonomiske observationer i årets første måneder i stigende grad det synspunkt, at den økonomiske vækst fortsat ville være afdæmpet og udvikle sig langsommere end forventet i slutningen af 2002. Øgede geopolitiske spændinger i Mellemøsten udløste usikkerhed om de økonomiske udsigter, medførte kraftige stigninger i oliepriserne og bidrog til den øgede volatilitet på de finansielle markeder. På baggrund heraf opfattedes risiciene for inflationen i stigende grad som nedadrettede, skønt det mest sandsynlige scenario var, at væksten i realt BNP ville stige gradvis fra 2. halvår 2003. De akkumulerede makroøkonomiske balanceproblemer i verdens vigtigste økonomiske områder uden for euroområdet bidrog til usikkerheden vedrørende det globale opsving.

HICP-inflationen lå fortsat over 2 pct. i begyndelsen af 2003, eftersom stigningerne i oliepriserne og i afgifter og administrerede priser medførte et vist opadrettet prispres. Hvad angår

udsigterne for prisstabilitet på mellemlangt sigt, gav det anledning til nogen bekymring, at den årlige vækst i de mindre volatile komponenter i HICP stadig var forholdsvis høj trods den afdæmpede økonomiske aktivitet, og at de nominelle lønstigninger fortsat var forholdsvis store trods den tiltagende arbejdsløshed og den lave produktivitetsvækst.

Alt i alt tydede den økonomiske analyse i begyndelsen af 2003 imidlertid på, at det var mest sandsynligt, at inflationen i sidste ende ville falde og stabilisere sig på et niveau under 2 pct. på mellemlangt sigt. Den lange periode med svag økonomisk vækst blev i stigende grad betragtet som en faktor, der ville begrænse de potentielle opadrettede risici for prisstabiliteten gennem indvirkningen på løn- og prisfastsættelsesadfærd. Desuden forventedes euroens appreciering siden foråret 2002 at dæmpe forbrugerprisinflationen over tid.

Pengemængdevæksten var fortsat kraftig i begyndelsen af 2003 delvis som følge af den betydelige økonomiske usikkerhed og usikkerhed på de finansielle markeder, som fortsat medførte porteføljeomlægninger til kortfristede likvide aktiver, der indgår i M3, og bidrog til opsparing af forsigtighedshensyn. Inflationsrisiciene i forbindelse med den monetære udvikling blev derfor opfattet som små. Vurderingen blev underbygget af den fortsat moderate vækst i udlån til den private sektor, især til ikke-finansielle selskaber.

Styrelsesrådet forventede, at de faktorer, der havde en afdæmpende indvirkning på inflationen på mellemlangt sigt, i det store og hele ville være fremherskende. Derfor nedsatte Styrelsesrådet 6. marts 2003 ECBs officielle renter med 25 basispoint, hvorved minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer lå på 2,5 pct.

I 2. kvartal 2003 blev det stadig tydeligere, at den reale økonomiske aktivitet var svag, og at opsvinget stadig var præget af nedadrettede risici. Den mulige effekt af de militære operationer i Irak var i første omgang vanskelig at bedømme. Trods de aftagende geopolitiske

spændinger i løbet af foråret blev det efterhånden klart, at en kraftig vækst i tilliden og den økonomiske aktivitet ikke ville gøre sig gældende inden for den nærmeste fremtid. Bekymring for effekten af sars-epidemien afspejledes også i udsigterne for den økonomiske vækst i Østasien. Desuden var der stadig andre nedadrettede risici i forbindelse med de seneste akkumulerede balanceproblemer uden for euroområdet samt usikkerhed om omfanget af den yderligere tilpasning, der stadig er nødvendig i euroområdets virksomheder for at forbedre produktiviteten og rentabiliteten efter den lange periode med svag vækst og det markante fald i aktiekurserne.

Oliepriserne faldt i takt med, at usikkerheden om resultatet af de militære operationer i Irak mindskedes. I betragtning af den økonomiske situation og euroens fortsatte appreciering var der i juni 2003 grund til at forvente, at den årlige vækst i HICP ville nå et godt stykke under 2 pct. på mellemlangt sigt. Det samlede billede af inflationen afspejledes også i de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab i juni 2003 og i prognoserne fra andre internationale institutioner i 2. kvartal 2003.

Krydstjek af den økonomiske analyse med den monetære analyse viser, at den kraftige vækst i M3 i stigende grad synes at være forbundet med de lave renter, hvilket blev indikeret af den kraftige vækst i de mest likvide komponenter i M3. Eftersom en betydelig del af likviditetsoverskuddet skyldtes porteføljeomlægninger og efterspørgslen efter penge af forsigtighedshensyn, blev den samlede pengepolitiske situation imidlertid vurderet at være mindre bekymrende, hvad angår prisudviklingen på mellemlangt sigt, i det mindste mens den økonomiske aktivitet er afdæmpet.

Den 5. juni 2003 besluttede Styrelsesrådet derfor at nedsætte ECBs officielle renter med 50 basispoint. Det var motiveret af målsætningen om at fastholde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt og skulle modvirke forskellige faktorer, der påvirker den økonomiske aktivitet i negativ retning.

I 2. halvår 2003 stabiliserede tilliden til økonomien i euroområdet sig først og steg derefter gradvis på baggrund af tegn på et globalt økonomisk opsving. Usikkerheden på aktiemarkederne aftog betydeligt og understøttede opsvinget i aktiekurserne, som begyndte i 2. kvartal 2003. I den forbindelse øgedes sandsynligheden for et gradvist økonomisk opsving i 2. halvår 2003, som ville blive yderligere styrket i 2004.

Tiltagende global efterspørgsel var den vigtigste årsag til den kraftige vækst i euroområdets eksport, fordi den opvejer den dårligere priskonkurrenceevne over for udlandet, der kan tilskrives euroens markante appreciering fra begyndelsen af 2002. I 2. halvår 2003 steg euroområdet eksport betydeligt efter at være faldet i 1. halvår. Den indenlandske efterspørgsel var fortsat afdæmpet i 2. halvår 2003. Det lave renteniveau og de generelt gunstige finansieringsforhold samt positive bytteforholdseffekter af euroens appreciering forventedes imidlertid at understøtte den private efterspørgsel. Desuden underbyggede de tilpasningsbestræbelser, der er i gang i virksomhederne for at øge produktivitet og rentabilitet, forventningen om et gradvist opsving i erhvervsinvesteringerne. Samlet set pegede alle de foreliggende prognoser og fremskrivninger udarbejdet i 2. halvår 2003, herunder de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab i december, i retning af en fortsat styrkelse af væksten i realt BNP i euroområdet i 2004 og 2005.

De nedadrettede risici på kort sigt for dette scenario om en gradvis bedring af økonomien aftog i 2. halvår. I slutningen af 2003 vurderede Styrelsesrådet, at risiciene var i balance. På længere sigt var usikkerheden imidlertid uændret i forbindelse med de vedvarende eksterne balanceproblemer i andre områder af verden og de mulige følger for den globale væksts holdbarhed.

Hvad angår priserne, faldt den årlige HICP-inflation i 2. halvår 2003 ikke så hurtigt og så kraftigt som forventet. Det skyldes primært fødevareprisernes ugunstige udvikling samt højere oliepriser end forventet efter afslutningen af konflikten i Irak, selv om sidstnævnte effekt

svækkedes af euroen appreciering. Desuden påvirkedes inflationen af stigninger i afgifter og administrerede priser i slutningen af 2003 og begyndelsen af 2004. I januar 2004 var den årlige HICP-inflation 1,9 pct.

I 2. halvår 2003 og begyndelsen af 2004 vurderede Styrelsesrådet imidlertid, at udsigterne for prisstabilitet på lidt længere sigt stadig var gunstige. I betragtning af et kun gradvist økonomisk opsving forventedes det, at en moderat lønudvikling sammen med et konjunkturbetinget opsving i produktiviteten ville begrænse væksten i enhedslønomkostningerne. Desuden blev det forventet, at euroens seneste og betydelige appreciering stadig ville bidrage til en afdæmpet udvikling i importpriserne, som – både direkte og indirekte – ville begrænse forbrugerprisinflationen. I løbet af 2003 apprecierede den nominelle effektive eurokurs faktisk med ca. 11 pct. Samtidig erkendte Styrelsesrådet, at udsigterne for fastholdelse af prisstabilitet ultimo 2003 og primo 2004 afhang af en række antagelser vedrørende bl.a. global økonomisk vækst, oliepriser, valutakurser, lønudvikling og finanspolitiske tiltag. Styrelsesrådet mente endvidere, at obligationsmarkedets indikationer af stigende inflationsforventninger på langt sigt skulle overvåges nøje. Hvad angår den monetære udvikling, aftog M3-væksten kun langsomt i 2. halvår 2003. Det indikerede en gradvis porteføljeomlægning fra

monetære aktiver til langfristede finansielle aktiver uden for M3. Det lave renteniveau bidrog også til den fortsatte kraftige vækst i meget likvide aktiver. Samtidig steg den årlige vækst i udlån til den private sektor i 2. halvår 2003.

I begyndelsen af 2004 var der stadig betydeligt mere likviditet i euroområdet end nødvendigt for at finansiere ikke-inflationær vækst. Styrelsesrådet understregede, at risikoen for at likviditetsoverskuddet omsættes til inflationspres på mellemlangt sigt i høj grad afhænger af, i hvilket omfang porteføljeomlægningerne omgøres samt af den fremtidige økonomiske vækst. Hvis likviditetsoverskuddet fortsætter, kan det medføre inflationspres på mellemlangt sigt. I den forbindelse fremhævede Styrelsesrådet, at det er nødvendigt at overvåge den monetære udvikling nøje.

Alt i alt vurderede Styrelsesrådet, at pengepolitikens stramhedsgrad i 2. halvår 2003 og begyndelsen af 2004 som passende til at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt. Som følge heraf var ECBs officielle renter uændrede i denne periode. Styrelsesrådet gjorde det samtidigt klart, at enhver udvikling, der eventuelt vil påvirke vurderingen af de forhold, der udgør en risiko for prisstabiliteten på mellemlangt sigt, fortsat ville blive overvåget nøje.

2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

2.1 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

FORTSAT KRAFTIG VÆKST I M3

Tendensen til kraftig pengemængdevækst i euroområdet, der startede midt i 2001, fortsatte i 2003. Den gennemsnitlige årlige vækst i det brede pengemængdemål, M3, steg endda yderligere til 8,0 pct. fra 7,2 pct. i 2002 og 5,4 pct. i 2001. Vækstmønstret var dog forskelligt i 1. og 2. halvår. I de første to kvartaler tiltog den årlige vækst i M3 yderligere og nåede i 2. kvartal et toppunkt på 8,5 pct. Derefter aftog den en del til 7,6 pct. i 4. kvartal (se figur 3).

Den vedvarende stigning i M3-væksten i 1. halvår 2003 afspejlede i høj grad euroområdet investorerers meget udprægede præference for likviditet som reaktion på den store usikkerhed på de finansielle markeder og de kraftige geopolitiske spændinger, de daværende ret usikre udsigter for den økonomiske vækst og beskæftigelsen samt en ret flad rentekurve. Pengemængdevæksten blev også stimuleret af det lave renteniveau.

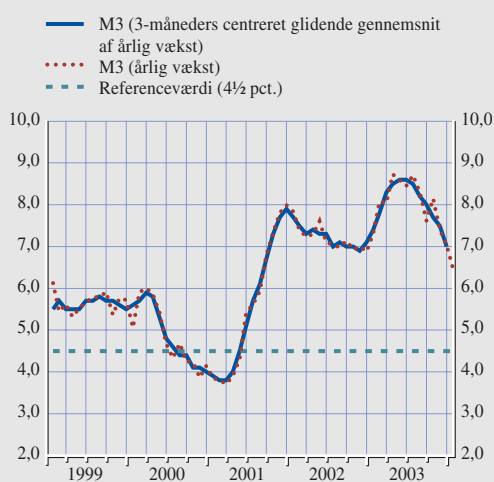
I 2. halvår sås kun en gradvis afdæmpning af pengemængdevæksten. Forbedringen af forholdene på de finansielle markeder og de økonomiske udsigter fik kun langsomt de økonomiske aktører til igen at investere i langfristede finansielle aktiver og nedbringe deres opsparing af forsigtighedshensyn. Desuden blev pengemængdevæksten fortsat støttet af det lave renteniveau.

Den kraftige vækst i M3 siden midt i 2001 førte til opbygning af betydeligt mere likviditet i euroområdet end nødvendigt for at finansiere en ikke-inflationær vækst. Dette er illustreret ved den kraftige stigning i pengegabene i figur 4, som viser M3-vækstens akkumulerede afvigelser fra referenceværdien siden begyndelsen af 1999.² Både det nominelle og det reale pengegab steg fortsat markant i 2003 og lå i 4. kvartal på det højeste niveau siden begyndelsen af tredje fase af ØMU.³

Den fortsat kraftige pengemængdevækst i 2003 kunne hovedsagelig tilskrives de mest likvide

Figur 3. Vækst i M3 og referenceværdien

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



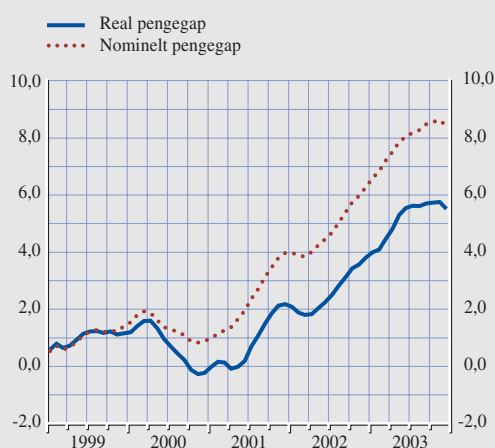
Kilde: ECB.

komponenter, dvs. de komponenter, som indgår i det snævre pengemængdemål, M1 (se tabel 1). Den vedvarende kraftige årlige vækst i seddel- og møntomløbet var udtryk for, at residerne både i og uden for euroområdet fortsat øgede deres kontantbeholdninger i 2003. Som følge deraf nåede seddel- og møntomløbet i 2. halvår et niveau i overensstemmelse med den langsigtede tendens inden overgangen til euroen. Væksten i indlån på anfordring var også markant i 2003, hvilket afspejlede de lave alternativomkostninger ved denne type indlån samt, i årets første del, forhold præget af stor usikkerhed.

- 2 Det nominelle pengegab er forskellen mellem det faktiske M3-niveau og det M3-niveau, der ville have været tilfældet med en konstant pengemængdevækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. siden december 1998 (referenceperioden). Det reale pengegab er forskellen mellem det faktiske M3-niveau deflateret med HICP og det deflaterede M3-niveau, der ville have været tilfældet med en konstant nominel M3-vækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. og en HICP-inflation i overensstemmelse med ECBs definition af prisstabilitet, også her med december 1998 som referenceperiode.
- 3 Det skal dog bemærkes, at valget af referenceperiode er ret vilkårligt. Disse pengegab bør således fortolkes med en vis forsigtighed.

Figur 4. Skøn af det nominelle og det reale pengegab

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



Kilde: ECB.
Anm.: Se også fodnote 2 ovenfor.

Den årlige vækst i de samlede kortfristede indskud undtagen indlån på anfordring lå stort set stabilt på 5,0 pct. i gennemsnit i 2003. De økonomiske aktører reducerede deres beholdninger af kortfristede indskud (dvs. tidsindskud med en løbetid på til og med 2 år), men beholdningerne af

kortfristede opsparingsindskud (dvs. indlån med et opsigelsesvarsel på til og med 3 måneder) steg betydeligt som reaktion på den gradvise indsnævring i 1. halvår af det typisk positive spænd mellem MFIernes renter for disse typer indskud.

Endelig faldt den årlige vækst i omsættelige instrumenter til 8,4 pct. i 2003 fra 11,3 pct. i 2002. Nedgangen, der hovedsagelig forekom i 2. halvår 2003, tyder på, at de økonomiske aktører langsomt begyndte at reducere deres investeringer i sikre kortfristede aktiver, der indgår i M3, efterhånden som usikkerheden på de finansielle markeder aftog, og rentekurven blev stejlere.

Den årlige vækst i M3 faldt yderligere til 6,4 pct. i januar 2004, hvilket bekræftede, at euroområdet investorer gradvis omlagde deres porteføljer til langfristede og mere risikobetonede finansielle aktiver, der ikke indgår i M3. Samtidig stimulerede de lave renter fortsat efterspørgslen efter monetære aktiver.

ØGET VÆKST I MFIernes KREDITGIVNING TIL DEN PRIVATE SEKTOR

Figur 5 viser de årlige strømme i M3 og dets modposter på MFI-sektorens konsoliderede balance. Den øgede vækst i M3 i 1. halvår 2003

Tabel 1. Oversigt over monetære variabler

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

	2002	2003	2002 4. kvrt.	2003 1. kvrt.	2003 2. kvrt.	2003 3. kvrt.	2003 4. kvrt.	2004 Jan.
M1	7,6	11,0	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	11,2
Seddel- og møntomløb	-11,8	32,2	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0
Indlån på anfordring	10,9	8,2	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	9,1
M2-M1 (= andre kortfristede indskud)	5,7	5,0	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	3,7
Tidsindskud med en løbetid på op til og med 2 år	2,3	-1,0	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,7
Indskud med et opsigelsesvarsel på op til og med 3 måneder	8,5	9,9	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	9,4
M2	6,6	8,0	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,4
M3-M2 (= omsættelige instrumenter)	11,3	8,4	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	1,1
M3	7,2	8,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,4
Kreditgivning til resider i euroområdet	4,5	5,1	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,9
Kreditgivning til den offentlige sektor	1,6	4,3	2,0	2,1	3,5	4,9	6,6	6,2
Udlån til den offentlige sektor	-1,0	0,2	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,4
Kreditgivning til den private sektor	5,3	5,3	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8
Udlån til den private sektor	5,3	5,0	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5
Langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver)	4,4	5,6	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	7,1

Kilde: ECB.

kunne hovedsagelig tilskrives en stigning i den årlige vækst i euroområdet MFI-sektors nettofordringer på udlandet samt øget vækst i MFIernes samlede kreditgivning til residerter i euroområdet, mens stigningen i MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) var stort set stabil i denne periode. I 2. halvår 2003 var afdæmpningen af M3-væksten ledsaget af tiltagende vækst i MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) og faldende årlig vækst i MFIernes nettofordringer på udlandet. Tilsyneladende begyndte investorerne igen at investere mere i indenlandske og udenlandske langfristede aktiver, efterhånden som rentekurven blev stejlere, og usikkerheden på de finansielle markeder aftog. Væksten i MFIernes samlede kreditgivning til residerter i euroområdet fortsatte dog med at tiltage.

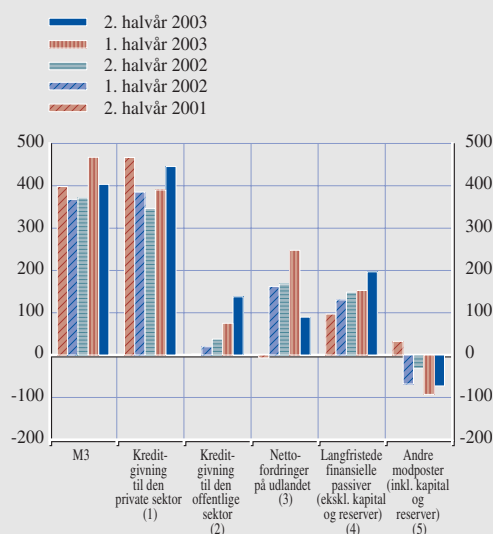
Et nærmere blik på kreditudviklingen viser, at den årlige vækst i MFIernes kreditgivning til residerter i euroområdet steg fra 4,1 pct. i 4. kvartal 2002 til 5,9 pct. i 4. kvartal 2003. Stigningen afspejlede et øget lånebehov i både den private og den offentlige sektor.

Efter at være faldet mellem medio 2000 og ultimo 2002 var den årlige vækst i MFIernes udlån til den private sektor (der tegnede sig for 87 pct. af MFIernes kreditgivning til den private sektor) forholdsvis stabil i 1. halvår 2003, hvorefter den steg i 2. halvår. Den svage økonomiske vækst synes især i 1. halvår at have opvejet effekten af bankernes lave udlånsrenter i euroområdet. Derefter steg efterspørgslen efter udlån en del, efterhånden som de økonomiske udsigter forbedredes.

Set i et længere perspektiv var den gennemsnitlige årlige reale vækst i udlån til den private sektor i 2003 ca. 1¼ procentpoint under gennemsnittet på langt sigt siden 1980. I forhold til tidligere perioder med vedvarende svag økonomisk aktivitet var udviklingen i udlån dog forholdsvis robust i 2003, hvilket afspejlede de strukturelt lavere renter siden euroens indførelse.

Figur 5. Bevægelser i M3 og dets modposter

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



Kilde: ECB.
M3=1+2+3-4+5.

I 2003 indførte ECB en kvartalsvis undersøgelse af bankernes udlån i euroområdet. Undersøgelsen giver oplysninger om efterspørgsels- og udbudsforhold på euroområdets kreditmarkeder og supplerer den øvrige statistik om MFIernes renter og kreditgivning.⁴ I begyndelsen af 2003 oplyste næsten halvdelen af de deltagende banker, at de strammede finansieringsvilkårene for udlån til virksomheder. I årets løb faldt antallet af banker, der angav en stramning af kreditforholdene, imidlertid løbende, hvilket var tegn på en vis stabilisering af kreditforholdene i euroområdet. Hvad angår udlån til husholdninger, var antallet af banker, der angav en stramning af kreditstandarderne, lavt hele året, hvilket kan have understøttet den forholdsvis robuste stigning i udlån (især til boligkøb) til husholdninger i 2003.

Kreditgivningen til den offentlige sektor tiltog kraftigt i 2003. Udviklingen afspejlede stigningen i de offentlige underskud, der overvejende

⁴ Se artiklen "En undersøgelse af bankernes udlån i euroområdet" i ECB Månedsoversigt for april 2003.

skyldtes den svage økonomiske vækst i euroområdet.

FORTSAT RIGELIG LIKVIDITET

Alt i alt var den årlige vækst i M3 kraftig i 2003 trods afdæmpningen i 2. halvår. Som følge deraf er der opbygget mere likviditet i euroområdet end nødvendigt for at finansiere en ikke-inflationær økonomisk vækst. Inflationsrisiciene i forbindelse med det store likviditetsoverskud blev dog anset for lave, eftersom den rigelige likviditet i høj grad kunne tilskrives tidligere porteføljeomlægninger, og den økonomiske aktivitet fortsat var svag. Den forholdsvis moderate vækst i MFIernes udlån til den private sektor i 2003 underbyggede denne vurdering.

Hvis omgørelsen af tidligere porteføljeomlægninger ikke slår igennem, er der risiko for, at likviditetsoverskuddet, når den økonomiske aktivitet styrkes betydeligt, medfører øget forbrug og inflationspres på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet har derfor gentagne gange understreget behovet for nøje overvågning af den monetære udvikling.

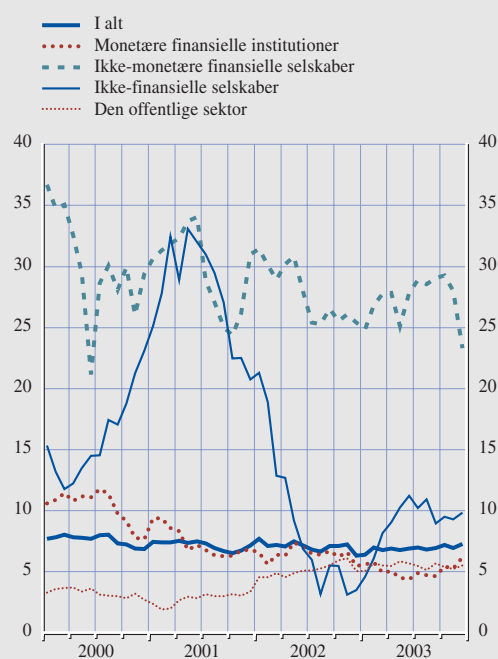
ØGET UDSTEDELSE AF GÆLDSINSTRUMENTER

I 2003 steg markedet for gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet lidt kraftigere end i 2002. Den årlige vækst i udestående gældsinstrumenter tiltog til 7,3 pct. ultimo 2003 i forhold til 6,3 pct. ultimo 2002. Den større samlede vækst kunne overvejende tilskrives udviklingen i markedet for langfristede gældsinstrumenter, der tegnede sig for 90,5 pct. af de samlede udestående gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet ultimo 2003. Euroområdets residents bruttoudstedelse af eurodenominerede gældsinstrumenter tegnede sig for omkring 94 pct. af udstedelsen i alle valutaer i 2003. Euroen var også en attraktiv valuta for internationale udstedere, og udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residenter uden for euroområdet steg med 17,4 pct. i 2003 i forhold til 12,9 pct. i 2002.

Hvad angår udstedere i euroområdet, tiltog den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor fra 5,0 pct. ultimo 2002 til 5,5

Figur 6. Sektorfordeling af gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Anm.: Vækstraterne er baseret på finansielle transaktioner og korrigeret for omklassifikationer, værdiændringer, valutakursudsving og andre ikke-transaktionsrelaterede ændringer.

pct. ultimo 2003 (se figur 6). Det skyldes hovedsagelig en stigning i statens udstedelsesaktivitet fra 4,1 pct. ultimo 2002 til 4,7 pct. ultimo 2003. Den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af andre dele af den offentlige sektor, der hovedsagelig omfatter lokale og regionale myndigheder, faldt til 21,9 pct. ultimo 2003 (fra 28,0 pct. ultimo 2002). Den forholdsvis kraftige udstedelsesaktivitet i alle dele af den offentlige sektor afspejler generelt en mindre gunstig budgetudvikling og specifikt et fortsat kraftigt lånebehov i den offentlige sektor ekskl. staten.

Den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af MFIer steg fra 5,4 pct. ultimo 2002 til 6,2 pct. ultimo 2003. Derimod tiltog den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber kraftigt til 9,8 pct. ultimo 2003 fra 3,5 pct. ultimo 2002. Den årlige vækst i gældsinstru-

MARKEDET FOR GÆLDSINSTRUMENTER UDSTEDT AF ERHVERVSSEKTOREN I EUROLANDENE

Et bredt og dybt marked for gældsinstrumenter udstedt af erhvervssektoren giver virksomhederne en alternativ finansieringsmulighed. Det kan i betydelig grad påvirke den økonomiske udvikling. En virksomheds beslutning om at udstede værdipapirer er primært motiveret af finansieringsbehovet og valget af instrumenter afspejler en række overvejelser, fx skat, konkurs og andre omkostninger.

I denne boks omfatter erhvervssektoren ikke-finansielle selskaber og ikke-monetære finansielle selskaber, men ikke MF'er. Ikke-monetære finansielle selskaber omfatter forsikringselskaber og andre finansielle formidlere. Størstedelen af ikke-monetære finansielle selskabers udstedelse af gældsinstrumenter foretages imidlertid af kreditformidlende selskaber. Det er institutioner, som udfører finansiel virksomhed med det primære formål at rejse kapital på vegne af en tredjepart, fx et kreditinstitut, et ikke-finansielt selskab, et investeringsselskab eller den offentlige sektor. Disse institutioner kan være juridisk ejet af de virksomheder, som de skaffer kapital til, eller de kan være økonomisk uafhængige af disse virksomheder og kan være oprettet med henblik på en bestemt finansiel transaktion. I sidstnævnte tilfælde kaldes de special purpose vehicles (SPV). SPV'er har udelukkende til formål at kanalisere midler fra långivere til låntagere. De er afskåret fra at udføre andre aktiviteter end den transaktion, de er oprettet til, og de beskytter investoren mod den oprindelige aktivejers (ophavsselskabets) eventuelle konkurs.¹

Den gennemsnitlige årlige vækst i erhvervssektorens udstedelse af eurodenominerede gældsinstrumenter har stort set overhalet den gennemsnitlige årlige vækst i eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af alle sektorer under ét siden starten af tredje fase af ØMU. Mængden af udstående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber har vist en gennemsnitlig årlig vækst på 14 pct. siden januar 1999, hvilket er betydeligt højere end den gennemsnitlige årlige vækst på 2 pct. for denne sektor i anden fase af ØMU. Det samme er tilfældet med eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af ikke-monetære finansielle selskaber, hvor den gennemsnitlige årlige vækst har været 37 pct. siden januar 1999 i forhold til 11 pct. i anden fase af ØMU. I dag omfatter markedet for gældsinstrumenter udstedt af erhvervssektoren i euroområdet en række udstedere fra forskellige økonomiske sektorer med forskellige finansieringsbehov og forskellig kreditværdighed. Før var markedet for gældsinstrumenter udstedt af erhvervssektoren begrænset til låntagere med kreditvurderingen AA eller højere, men det omfatter nu et bredere spektrum af kreditvurderinger. Samtidig er spektret af økonomiske sektorer blevet bredere. Skønt ikke-finansielle selskabers udstedelse af gældsinstrumenter domineredes af telekommunikations-, medie- og teknologisektoren i 2000 og 2001, er denne sektors udstedelse af gældsinstrumenter i 2003 vendt tilbage til niveauet før den fælles valuta.

Selv om der har været kraftig vækst på markedet for gældsinstrumenter udstedt af erhvervssektoren i euroområdet i de seneste tre år (se figur 6 i hovedteksten), varierer tendensen til øget direkte adgang til dette marked fra euroland til euroland.² Figuren viser, at markedet for gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber er forholdsvis stort i Frankrig, som ultimo 2003 stod for

1 Se yderligere oplysninger om securitisation i boksen i artiklen "Den seneste udvikling i euroområdets finansielle strukturer" i Månedsoversigten for oktober 2003, s. 47-49.

2 Se "Report on financial structures", ECB 2002.

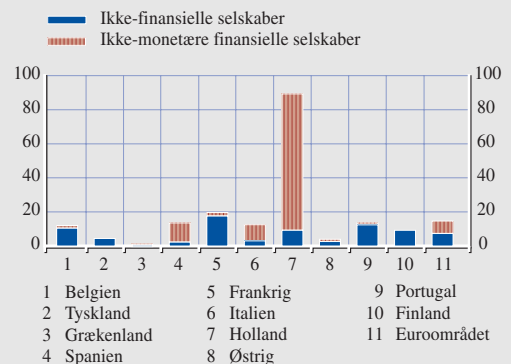
mere end halvdelen af de udestående gældsinstrumenter udstedt af denne sektor. Markedet for gældsinstrumenter udstedt af erhvervssektoren i Portugal, Finland, Holland og Belgien er også forholdsvis stort. Forskellene på tværs af landene kan imidlertid til dels tilskrives, at nogle af disse gældsinstrumenter udstedt af erhvervssektoren er udstedt via finansielle datterselskaber.

I euroområdet har den hurtige vækst i udstedelsen af erhvervsobligationer siden 1999 generelt været tæt forbundet med bølgen af fusioner og virksomhedsovertagelser, hvilket i nogen grad kan forklare, hvorfor finansiering via udstedelse af gældsinstrumenter varierer meget mellem økonomierne i euroområdet. En anden grund til at udstedelse af erhvervsobligationer bruges i forskellig udstrækning i eurolandene er, at de institutionelle og finanspolitiske rammer samt andre historisk bestemte karakteristika, der skaber den finansielle struktur, er meget forskellige fra land til land.

Forskellene mellem eurolandene er endnu mere markante i markedet for gældsinstrumenter udstedt af ikke-monetære finansielle selskaber (se figuren). Ifølge ECBs statistik er det vigtigste marked for disse værdipapirer i forhold til BNP Holland med Italien og Spanien et stykke efter. Ultimo 2003 tegnede Holland sig for ca. 60 pct. af de udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af ikke-monetære finansielle selskaber. Situationen i Holland kan i nogen udstrækning tilskrives skattemæssige faktorer. De endelige begunstigede er i mange tilfælde residerter i andre eurolande, som udelukkende bruger kreditformidlende selskaber i Holland som dedikerede kreditformidlende selskaber. Den indenlandske aktivitet i Holland kan primært tilskrives securitisation af realkreditlån udstedt af MFIerne.³ Disse realkreditværdipapirer, hvor låntager eller ophavsselskabet (fx MFIen) sælger lånene til en SPV, er ikke det samme som covered bonds (realkreditobligationer), som er gældsinstrumenter med sikkerhed i lån, som stadig er på låntagers eller udsteders (fx MFIens) balance. Sidstnævnte kaldes også produkter af Pfandbrief-typen. Alt i alt forklarer institutionelle, finanspolitiske og historiske faktorer i høj grad forskellene mellem betydningen af gældsinstrumenter udstedt af ikke-monetære finansielle selskaber i de enkelte eurolande på samme måde som det er tilfældet med gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber.

Udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af ikke-MFI-sektoren i euroområdet

(I pct. af nationalt BNP; ultimo december 2003)



Kilder: ECB, Eurostat.

Anm.: ECB-statistik over værdipapirudstedelse er i øjeblikket ikke harmoniseret for euroområdet, hvilket medfører forskelle i observationerne fra land til land. Der foreligger ingen ECB-statistik over værdipapirudstedelse for udestående gældsinstrumenter udstedt af selskaber i ikke-MFI-sektoren, der er residerter i Irland og Luxembourg. BNP-observationerne vedrører 2002.

³ Se "Growing importance of securitisation and special purpose vehicles (SPVs)", De Nederlandsche Bank Statistical Bulletin, december 2003, s. 31-35.

Tabel 2. Sektorfordeling af udestående gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet

(1 pct.; ultimo perioden)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
MFI'er	37,2	38,6	39,0	38,6	38,4	38,0
Ikke-MFI'er	8,1	9,5	11,2	12,9	13,4	14,5
Ikke-monetære finansielle selskaber	3,1	4,2	5,1	6,1	6,9	7,8
Ikke-finansielle selskaber	4,9	5,3	6,1	6,8	6,6	6,7
Den offentlige sektor	54,7	51,9	49,8	48,5	48,1	47,5
Staten	53,1	50,3	48,1	46,7	45,9	45,0
Andre dele af den offentlige sektor	1,7	1,6	1,6	1,8	2,2	2,5

Kilde: ECB.

menter udstedt af ikke-monetære finansielle selskaber var 23,3 pct. ultimo 2003 i forhold til 25,4 pct. ultimo 2002. Den kraftige samlede udstedelsesaktivitet i den private ikke-MFI-sektor blev understøttet af en yderligere forbedring af finansieringsvilkårene og erhvervslivets øgede tillid i 2003 (se boks 2). Den markante stigning i væksten i gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber i 2003 skal ses på baggrund af afdæmpet udstedelsesaktivitet i 2. halvår 2002, hvor mange virksomheder bestræbte sig på at nedbringe deres kortfristede passiver for at beskytte sig mod uro på de finansielle markeder. Det kraftige opsving i udstedelsesaktiviteten i 2003 dækkede over stigninger i den årlige vækst i både kortfristede og langfristede gældsinstrumenter.

Som følge af denne udvikling steg udestående gældsinstrumenter udstedt af ikke-monetære finansielle og ikke-finansielle selskaber i forhold til samlede udestående gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet fortsat til 14,5 pct. ultimo 2003 fra 13,4 pct. ultimo 2002. Det var i overensstemmelse med de foregående års stigende tendens i ikke-MFI-sektorens andel af den samlede udstedelse af gældsinstrumenter (se tabel 2). Tilsvarende faldt MFI-sektorens andel til 38,0 pct. ultimo 2003, hvorimod den offentlige sektors andel af udestående gældsinstrumenter faldt til 47,5 pct.

STIGNING I EUROOMRÅDETS IKKE-FINANSIELLE SEKTORS SAMLEDE FINANSIERING

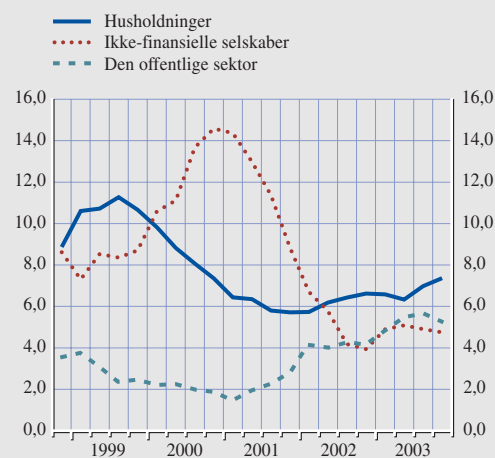
Den årlige vækst i euroområdets ikke-finansielle sektors⁵ finansiering steg en del i 2003 (se tabel 3). Navnlige skønnes den årlige vækst i gældsstif-

telse at være tiltaget til 5¾ pct. i 4. kvartal 2003, mens den årlige vækst i finansiering via børsnoterede aktier skønnes at have været lav. Udviklingen afspejler meget gunstige omkostninger ved gældsstiftelse og forholdsvis høje omkostninger ved egenkapitalfinansiering.

Husholdningernes efterspørgsel efter gældsstiftelse steg kraftigt i hele 2003 trods svag økonomisk vækst (se figur 7). Det kunne tilskrives vedvarende robust efterspørgsel efter lån til bo-

Figur 7. Den ikke-finansielle sektors gældsstiftelse

(Ændring i pct. år/år)

Kilde: ECB.
Anm.: Se også tabel 3.

5 Den ikke-finansielle sektor omfatter husholdninger (inkl. non-profit institutioner rettet mod husholdninger), ikke-finansielle selskaber og den offentlige sektor.

Tabel 3. Euroområdet ikke-finansielle sektors finansielle passiver og aktiver

	Udestående i pct. af (sektorens) finansielle passiver/aktiver ¹⁾	Årlig vækst (ultimo perioden) ²⁾						
		2000	2001	2002	2003 1. kvrt.	2003 2. kvrt.	2003 3. kvrt.	2003 4.kvt. ²⁾
Finansielle passiver								
Den ikke-finansielle sektor	100	6,2	4,5	3,9	4,3	4,7	5,0	5
Gældsstiftelse ³⁾	84,7	7,3	5,6	4,7	5,3	5,6	5,8	5¾
heraf: kortfristet gældsstiftelse	15,0	11,5	5,4	2,1	5,2	7,1	6,5	5
heraf: langfristet gældsstiftelse	69,7	6,4	5,6	5,3	5,2	5,6		5¾
Husholdninger³⁾⁴⁾	23,2	7,4	5,7	6,6	6,6	6,3	7,0	7¼
heraf: kortfristet gældsstiftelse	7,3	6,3	-0,7	1,9	1,0	-1,0	-1,3	-1½
heraf: langfristet gældsstiftelse	92,7	7,5	6,3	7,0	7,1	7,0	7,7	8
Ikke-finansielle selskaber	43,4	8,4	5,1	2,5	2,9	3,3	3,5	3¼
Gældsstiftelse ³⁾	64,8	14,6	8,8	3,9	4,9	5,1	4,9	4¾
heraf: kortfristet gældsstiftelse	19,3	20,6	4,7	-2,5	0,4	3,9	3,0	3
heraf: langfristet gældsstiftelse	45,5	11,8	10,9	7,0	7,0	5,6	5,7	5½
Børsnoterede aktier	35,2	3,4	1,5	0,7	0,4	0,8	1,0	¾
Den offentlige sektor³⁾	33,4	1,9	2,8	4,1	4,8	5,5	5,7	5¼
heraf: kortfristet gældsstiftelse	14,8	-1,9	9,5	11,6	16,5	16,2	15,7	11¼
heraf: langfristet gældsstiftelse	85,2	2,5	1,8	2,9	3,0	3,7	4,0	4¼
Finansielle aktiver	100	6,0	4,6	4,4	4,5	5,0	5,1	.
heraf: kortfristede finansielle aktiver ⁵⁾	43,1	3,8	5,8	5,3	5,3	5,9	5,4	.
heraf: langfristede finansielle aktiver ⁶⁾	55,7	7,2	4,3	4,0	4,0	4,1	4,5	.
Sedler og mønter samt indskud	37,9	3,4	4,6	4,9	5,9	6,5	6,7	.
Værdipapirer undtagen aktier	13,3	9,2	7,7	4,2	0,7	-0,7	-1,8	.
Andele i investeringsforeninger	12,2	6,2	5,6	4,3	5,3	6,8	6,7	.
heraf: andele i investeringsforeninger ekskl. andele i pengemarkedsforeninger		9,6	7,0	3,7	4,2	5,6	6,3	.
heraf: andele i pengemarkedsforeninger		2,7	0,1	21,1	11,3	12,9	8,7	.
Børsnoterede aktier	12,2	6,1	-0,4	1,0	1,6	2,4	3,3	.
Forsikringstekniske reserver	24,4	8,5	7,2	6,5	6,4	6,5	6,5	.

Kilde: ECB.

1) Pr. udgangen af 3. kvartal 2003. Uoverensstemmelse mellem tallene kan forekomme som følge af afrunding.

2) Tallene for det seneste kvartal i tabellen er skønnet på grundlag af transaktioner i penge- og bankstatistikken samt værdipapirstatistikken.

3) Gældsstiftelse omfatter lån, udstedte gældsinstrumenter, ikke-finansielle selskabers pensionskassereserver og statens indlånspassiver. Kortfristet gældsstiftelse (med en oprindelig løbetid på op til 1 år) omfatter kortfristede lån, udstedte kortfristede gældsinstrumenter og statens indlånspassiver. Langfristet gældsstiftelse (med en oprindelig løbetid på over 1 år) omfatter langfristede lån, udstedte langfristede gældsinstrumenter og ikke-finansielle selskabers pensionskassereserver.

4) Inkl. non-profit institutioner rettet mod husholdninger.

5) Kortfristede finansielle aktiver omfatter sedler og mønter samt indskud (ekskl. statslige indskud), kortfristede gældsinstrumenter og andele i pengemarkedsforeninger. Da statslige indskud ikke er medtaget, udgør kortfristede og langfristede finansielle aktiver ikke 100 pct. Ved en fortolkning af disse tal skal der tages højde for, at både kortfristede og langfristede indskud indgår i kortfristede finansielle aktiver.

6) Langfristede finansielle aktiver omfatter langfristede gældsinstrumenter, andele i investeringsforeninger ekskl. andele i pengemarkedsforeninger, børsnoterede aktiver samt forsikrings- og pensionsprodukter.

ligkøb, understøttet af endnu en stigning – især i visse lande – i priserne på fast ejendom og de lave realkreditrenter. Den årlige vækst i kortfristet gældsstiftelse aftog gradvis og blev negativ i 2. kvartal 2003.

Den årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers gældsstiftelse steg en del i 1. halvår 2003, hvilket hovedsagelig skyldes vækst i kortfristet gældsstiftelse. I 2. halvår var den årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers gældsstiftelse derimod stort set stabil. Alt i alt har udviklingen i de

ikke-finansielle selskabers gældsstiftelse medført, at sektorens gæld som andel af BNP har været stort set stabil i de seneste år (se figur A i boks 3).

I modsætning til den forholdsvis robuste vækst i gældsstiftelsen var den årlige vækst i børsnoterede aktier udstedt af ikke-finansielle selskaber afdæmpet i 2003. Der var dog tale om en lille stigning i årets løb i forbindelse med en stigning i aktiekurserne, som normalt medfører et fald i omkostningerne ved egenkapitalfinansiering.

UDVIKLINGEN I DEN ØKONOMISKE SITUATION FOR EUROOMRÅDETS HUSHOLDNINGER OG IKKE-FINANSIELLE SELSKABER

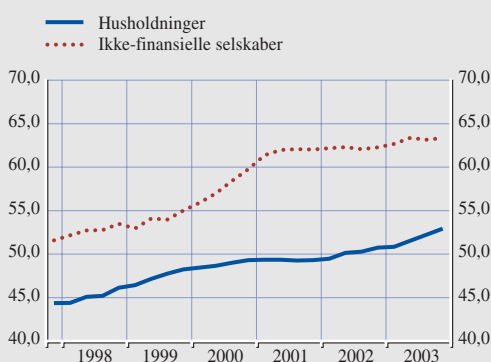
Mellem midten af 1990'erne og 2000 steg gældsætningen i euroområdet ikke-finansielle private sektor betydeligt, hvilket medførte forholdsvis høje gældskvoter især med hensyn til ikke-finansielle selskaber. Figur A viser denne udvikling.

Som det fremgår af figur B, havde de ikke-finansielle selskaber et stigende behov for ekstern finansiering i anden halvdel af 1990'erne, da deres nettolåntagning eller finansieringsgab (dvs. gabet mellem virksomhedernes bruttoopsparing plus kapitaloverførsler og bruttokapitaludgifter) forøgedes. De ikke-finansielle selskabers finansieringsbehov steg også på grund af betydelige nettokøb af finansielle aktiver som følge af den kraftige aktivitet inden for fusioner og virksomheds-overtagelser i den pågældende periode. Efterfølgende skabte de ikke-finansielle selskabers forværrede økonomiske situation i forbindelse med mindre gunstige økonomiske forhold og forhold på de finansielle markeder bekymring om denne sektors sårbarhed. Dog skal rentebyrden også tages i betragtning, når den nuværende gælds holdbarhed vurderes. Som følge af den markante og langvarige nedgang i gældsstiftelsesomkostningerne i 1990'erne har de ikke-finansielle selskabers rentebetalinger i forhold til BNP faktisk været stort set stabile siden 1996.

Siden 2001 har de ikke-finansielle selskaber justeret deres balancer for gradvis at mindske de finansielle balanceproblemer. Omstrukturering og omkostningsbesparende foranstaltninger samt

Figur A. Den private ikke-finansielle sektors gæld

(I pct. af BNP)



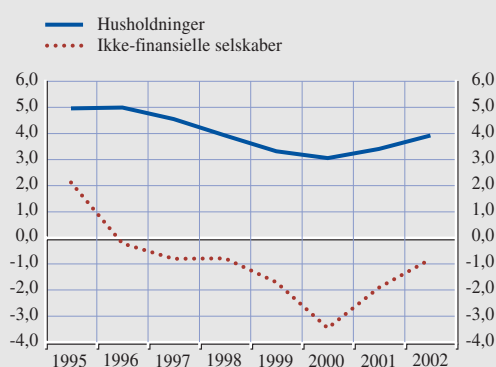
Kilde: ECB.

Anm.: Gæld defineres som summen af lån og gældsinstrumenter og pensionskassereserver, hvad angår ikke-finansielle selskaber. Data for 4. kvartal 2003 er skønnet på grundlag af transaktioner rapporteret i penge- og bankstatistik samt i statistik over værdipapirudstedelse.

Sammenlignet med årsdata er de kvartalsvise gældskvoter en del lavere, primært fordi lån fra den ikke-finansielle sektor og banker uden for euroområdet ikke indgår. Se også figur 4 i artiklen "Balanceudviklingen i den private sektor i euroområdet og USA" i Månedsoversigten for februar 2004.

Figur B. Den private ikke-finansielle sektors nettoudlån/-låntagning

(I pct. af BNP)



Kilde: ECB.

Anm.: Årsdata. Nettoudlån/-låntagning defineres som bruttoopsparing plus kapitaloverførsler minus bruttokapitaludgifter. Data for 2003 forelå ikke ved offentliggørelsen.

fald i både reale og finansielle investeringer har medført aftagende vækst i finansiering og et gradvist opsving i genereringen af interne midler. Derfor aftog finansieringsgab for euroområdet ikke-finansielle selskaber gradvist fra 3,5 pct. af BNP i 2000 til 0,8 pct. i 2002 og skønnes at have været stort set stabilt i 2003. Samtidig er væksten i gældskvoten aftaget siden 2001 og har på det seneste stabiliseret sig. Når der i størst muligt omfang tages højde for regnskabsmæssige forskelle, lå gældsætningen i euroområdet ikke-finansielle selskaber i 2003 stort set på niveau med USA og under niveauet i Storbritannien og Japan.

Euroområdets ikke-finansielle selskabers økonomiske situation er generelt blevet forbedret siden 2001. Det afspejles også i den mere positive opfattelse af risiciene i denne sektor fra slutningen af 2002, der kom til udtryk i den betydelige indsnævring af erhvervsobligationsrentespændene. Dog kan der stadig være brug for en yderligere indsats for at øge rentabiliteten og forbedre balancerne i visse erhvervssektorer.

Med hensyn til euroområdets husholdningers økonomiske situation er gældsætningen steget uafbrudt siden anden halvdel af 1990'erne, hvilket især afspejler kraftig vækst i boliginvesteringerne. Gunstige finansieringsforhold som følge af et betydeligt fald i realkreditrenten stimulerede efterspørgslen efter boliglån og medførte kraftige stigninger i boligpriserne i nogle eurolande. Udviklingen i boligpriserne medførte samtidig et behov for større lån til boligkøb samt formuegevinster og øget værdi af den stillede sikkerhed. Uanset den stigende tendens i husholdningernes gældskvotepct. af BNP stadig under niveauet i begyndelsen af 1990'erne som følge af det kraftige fald i omkostningerne ved gældsstiftelse. Desuden viser en sammenligning af gældskvoterne i større industrialiserede lande, at euroområdets husholdninger er betydeligt mindre forgældede end husholdningerne i USA, Storbritannien og Japan.¹

Som følge af et opsving i husholdningernes opsparingskvote siden 2001 på baggrund af stor økonomisk usikkerhed (især med hensyn til beskæftigelsen) steg euroområdets husholdningers nettoudlån. Det lå i 2002 på niveauer, der var en smule lavere end niveauerne i midten af 1990'erne (se figur B) og skønnes at have stabiliseret sig i 2003. Euroområdets husholdningers økonomiske situation er således forholdsvis robust, selv om der i visse eurolande kan være risici forbundet med kraftige stigninger i boligpriserne.

¹ Se artiklen "Balanceudviklingen i den private sektor i euroområdet og USA" i Månedsoversigten for februar 2004.

Endelig steg den årlige vækst i den offentlige sektors gældsstiftelse i størstedelen af 2003. Det skyldes overvejende svag økonomisk vækst, som belastede de offentlige finanser.

DEN IKKE-FINANSIELLE SEKTOR ER FORTSAT TILBAGEHOLDENDE MED AT INVESTERE I AKTIER

Den årlige vækst i den ikke-finansielle sektors finansielle aktiver steg en del i de første tre kvartaler i 2003. I 1. og 2. kvartal kunne det hovedsagelig tilskrives øget vækst i kortfristede finansielle aktiver, hvilket afspejlede de økonomiske

aktørers daværende præference for sikre og likvide aktiver. I 3. kvartal faldt den årlige vækst i kortfristede finansielle aktiver dog en del som følge af rentekurvens tiltagende stejlehed og aftagende usikkerhed på de finansielle markeder.

Væksten i langfristede finansielle aktiver var stort set stabil i 1. halvår 2003 og steg i 3. kvartal. Samtidig aftog den årlige vækst i investeringer i langfristede gældsinstrumenter i 1. halvår og var herefter afdæmpet. Nedgangen skyldes formentlig de lave renter, perioder med forholds-

vis høj volatilitet på obligationsmarkederne i 2003 og fra 2. kvartal en stigning i aktiekurserne, der gjorde det mere attraktivt at investere i aktier end i obligationer. Den årlige vækst i investeringer i andele i investeringsforeninger (ekskl. andele i pengemarkedsforeninger) steg betydeligt i de første tre kvartaler i 2003. Den ikke-finansielle sektors investeringer i børsnoterede aktier steg også, selv om den årlige vækst var afdæmpet i forhold til slutningen af 1990'erne. Det tyder på fortsat tilbageholdenhed, men dog i mindre grad, blandt de økonomiske aktører med hensyn til at investere i aktier efter tabene på aktiebeholdninger fra og med begyndelsen af 2000.

MEGET LAVE MARKEDSRENTER

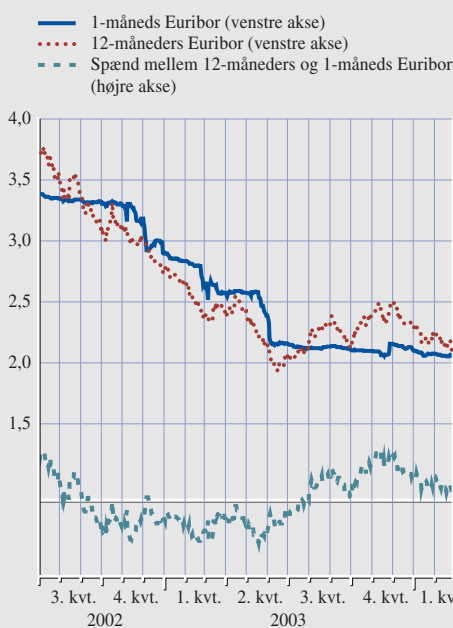
I overensstemmelse med Styrelsesrådets beslutninger om at nedsætte ECBs officielle renter i marts og juni 2003 faldt pengemarkedsrenterne i 1. halvår i forlængelse af den nedadgående tendens siden medio maj 2002. Efter nedsættelsen af ECBs officielle renter i juni 2003 ophørte den nedadgående tendens i pengemarkedsrenterne. Pengemarkedsrenterne for de længere løbetider steg derefter, efterhånden som udsigterne til et økonomisk opsving blev mere sikre.

Markedet havde i store træk forventet nedsættelserne af ECBs officielle renter i 1. halvår 2003. De lange pengemarkedsrenter faldt tidligt på året på baggrund af afdæmpet økonomisk vækst og euroens appreciering, der medførte forventninger om aftagende inflationspres. Pengemarkedsrentekurvens hældning, målt ved forskellen mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor, var stort set uændret og viste negative værdier i 1. halvår 2003, da pengemarkedsrenterne for de forskellige løbetider faldt lige meget (se figur 8).

Medio 2003 begyndte den nedadgående tendens i pengemarkedsrenterne at vende, efterhånden som pessimismen aftog, og der gradvis opstod markedsforventninger om et økonomisk opsving i euroområdet i en situation, hvor der er mere likviditet end nødvendigt for at understøtte en ikke-inflationær vækst. Mod slutningen af året var en del af stigningen i pengemarkedsrenterne modvirket, da euroens appreciering dæmpede forventningerne om fremtidige stigninger i de

Figur 8. Korte markedsrenter i euroområdet

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



Kilde: Reuters.

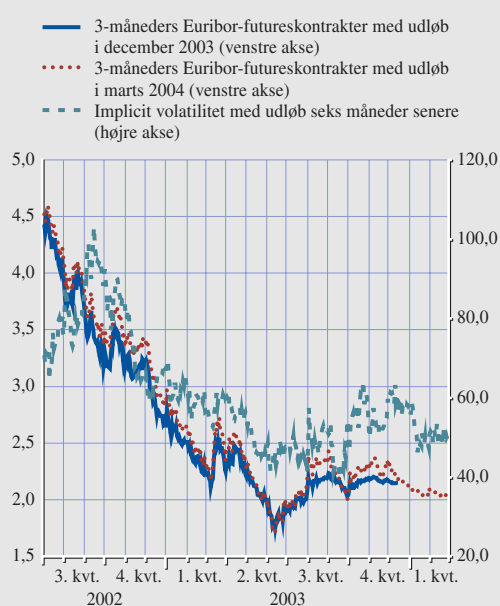
korte renter. 1-måneders og 12-måneders Euribor var henholdsvis 2,10 pct. og 2,31 pct. ultimo 2003, dvs. betydeligt lavere end ultimo 2002, men en del højere end medio 2003.

I de første to måneder af 2004 faldt Euribor-renten for de længere løbetider en smule, da markedsdeltagerne forventede, at de korte renter ville ligge på et lavere niveau end først antaget i hele 2004. Den 27. februar 2004 var 1-måneders og 12-måneders Euribor henholdsvis 2,05 pct. og 2,09 pct.

Efter den gradvise mindskelse af de økonomiske, finansielle og geopolitiske spændinger mod slutningen af 1. halvår 2003 faldt den implicitte volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter betydeligt. Den lave implicitte volatilitet medio 2003 tydede på, at markedsdeltagerne på daværende tidspunkt forbandt de fremtidige korte renter med meget lille usikkerhed (se figur 9). Efter at have ligget sta-

Figur 9. Renten for 3-måneders Euribor-futureskontrakter og implicit volatilitet

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



Kilder: Bloomberg, Reuters og ECBs beregninger.
Anm.: Implicit volatilitet med udløb seks måneder senere opnås ved interpolation af løbetidskurven for implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter (se også boksen "Mål for implicit volatilitet afledt af optioner på korte rentefutures" i ECB Månedsoversigt for maj 2002).

bilt på et forholdsvis lavt niveau i adskillige måneder steg den implicitte volatilitet en smule mod slutningen af 2003, men lå stadig et godt stykke under niveauet et år tidligere.

I den meget korte ende af pengemarkedsrentekurven bevægede dag-til-dag renten målt ved Eonia sig i størstedelen af 2003 en smule over minimumsbudrenten for Eurosystemets primære markedsoperationer. Spændet mellem Eonia og minimumsbudrenten udvidedes en smule i løbet af sommermånederne, men vendte derefter tilbage til et normalt niveau i løbet af september og oktober på baggrund af den rigelige likviditet i pengemarkedet (se kapitel 2, afsnit 1.1).

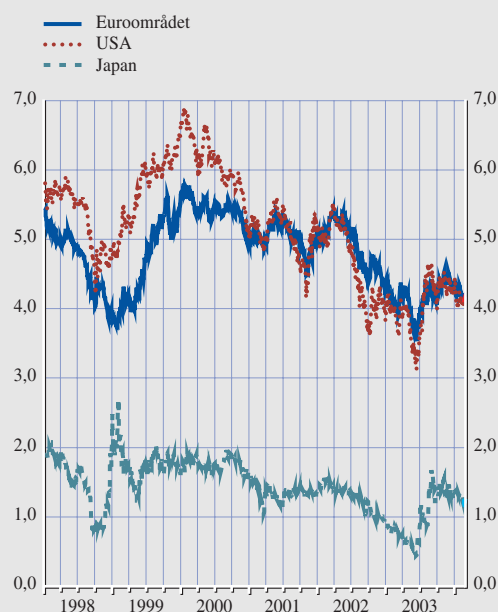
MARKANTE UDSVING PÅ OBLIGATIONSMARKEDERNE I 2003

De globale obligationsmarkeder var kendetegnet af markante renteudsving i 2003, og obligations-

renterne i de vigtigste økonomier viste stort set samme mønster. Volatiliteten kunne tilskrives markedsdeltagernes skiftende opfattelse af udsigterne for den økonomiske vækst, inflationen og pengepolitikken. Især i 1. kvartal spillede usikkerheden i forbindelse med de geopolitiske spændinger en vigtig rolle, da den markante risikoaversion medførte porteføljestrømme fra aktie- til obligationsmarkederne. Da denne usikkerhed senere på året aftog, og der viste sig klare tegn på et opsving i de vigtigste økonomier, vendte strømmene delvis. Alt i alt steg den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet og USA med henholdsvis ca. 10 og 50 basispoint i 2003 og lå i begge tilfælde på ca. 4,3 pct. ved årets udgang (se figur 10). Det lange obligationsrentespænd mellem USA og euroområdet lå på omkring nul i årets sidste uger efter at have været negativt i størstedelen af året indtil da.

Figur 10. Lange statsobligationsrenter

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



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

I USA faldt statsobligationsrenterne i 1. halvår i forlængelse af tendensen siden 2002. Denne udvikling afspejlede markedsdeltagernes mere pessimistiske opfattelse af udsigterne for den økonomiske aktivitet på kort til mellemlangt sigt på baggrund af spændinger på grund af geopolitisk usikkerhed og skuffende makroøkonomiske nøgletal. Desuden faldt obligationsrenterne som følge af investorernes stigende bekymring over risikoen for deflationstendenser i den amerikanske økonomi. Den 10-årige statsobligationsrente nåede således et historisk lavt niveau på 3,1 pct. midt i juni. Det efterfølgende opsving i obligationsrenterne kunne hovedsagelig tilskrives opjusteringer af markedsdeltagernes forventninger til den økonomiske vækst og inflationen, men kan også være forbundet med deres stigende bekymring med hensyn til holdbarheden af det store budgetunderskud og det store underskud på betalingsbalancen i USA. De amerikanske boligfinansieringsfirmaers kurssikringsstrategier kan have styrket både den faldende tendens i de amerikanske obligationsrenter og den kraftige stigning i løbet af sommeren. Trods den kraftige stigning sluttede de lange obligationsrenter i USA året på et forholdsvis lavt niveau, der til dels afspejlede markedsdeltagernes opfattelse af, at Federal Reserve ville fastholde de korte renter på et meget lavt niveau i en længere periode.

Markedsdeltagernes usikkerhed vedrørende den fremtidige udvikling i de amerikanske obligationsrenter var forholdsvis stor hele året. Det fremgår af den implicite volatilitet i futureskontrakter på amerikanske 10-årige statsgældsbeviser, der nåede et ret højt niveau set i historisk perspektiv, især i løbet af sommeren. Usikkerheden synes til en vis grad at afspejle den løbende debat blandt markedsdeltagerne om holdbarheden af meget lave lange obligationsrenter i USA.

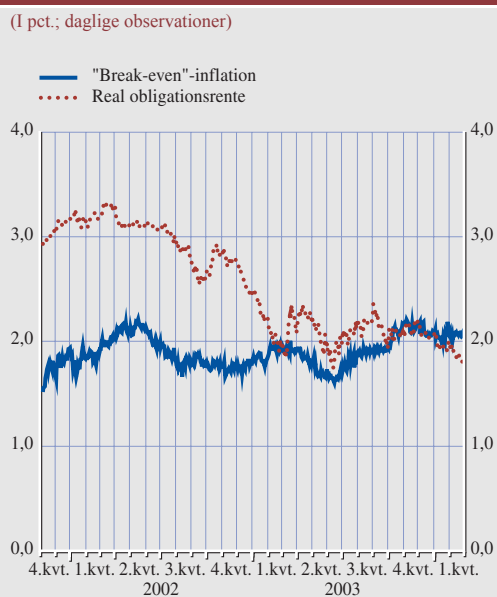
I Japan fulgte de lange obligationsrenter stort set samme mønster som i USA og euroområdet, men lå dog på et meget lavere niveau. I 1. halvår 2003 nåede de japanske 10-årige obligationsrenter et historisk lavpunkt (ca. 0,4 pct. medio juni), hvilket afspejlede investorernes stigende pessimisme vedrørende udsigterne for den japanske økonomi. Markedsdeltagernes bekymring skyld-

tes yennens kraftige appreciering over for den amerikanske dollar – der blev opfattet som en negativ påvirkning af den japanske eksport – samt effekterne af sars-epidemien. Den 10-årige obligationsrente steg kraftigt i 3. kvartal, hvorefter den stabiliserede sig ved årets slutning. Den 31. december var den 1,4 pct., hvilket var tæt på niveauet i begyndelsen af 2002. Forventninger om et hurtigere økonomisk opsving samt porteføljemøglinger fra obligationer til aktier bidrog til en stigning i de lange obligationsrenter i 2. halvår.

I euroområdet svarede udviklingen på obligationsmarkedet i 2003 i høj grad til udviklingen i USA, selv om obligationsrenterne i euroområdet svingede noget mindre. I 1. halvår 2003 blev markedsdeltagerne gradvis mindre optimistiske med hensyn til vækstudsigterne, hvilket trak de lange renter ned. Den store usikkerhed i forbindelse med den geopolitiske situation kom til udtryk i øget risikoaversion blandt markedsdeltagerne og medførte "flight-to-safety"-strømme fra aktie- til obligationsmarkedet. Fra medio juni begyndte obligationsrenterne i euroområdet at stige, men dog mindre markant end i USA. Udviklingen afspejlede markedsdeltagernes opjustering af forventningerne til den økonomiske vækst og til en vis grad opjusteringer af inflationsforventningerne. "Break-even"-inflationen, målt som forskellen mellem renterne for 10-årige nominelle obligationer og indeksobligationer, steg en del efter medio juni, men det skyldtes til dels tekniske faktorer (se figur 11). Ifølge udviklingen i den implicite volatilitet på obligationsmarkederne var usikkerheden på euroområdets obligationsmarkeder samlet næsten konstant i 2003. Desuden var den implicite volatilitet på euroområdets obligationsmarkeder generelt ikke særlig høj i 2003, i modsætning til i USA.

Finansieringsvilkårene på euroområdets erhvervsobligationsmarkeder forbedredes betydeligt i første del af året og var meget gunstige indtil slutningen af 2003. De relative omkostninger ved finansiering af fx BBB-ratede virksomheder, målt som spændet mellem renten på henholdsvis obligationer udstedt af disse virksomheder og

Figur 11. Den lange reale obligationsrente og "break-even"-inflation i euroområdet

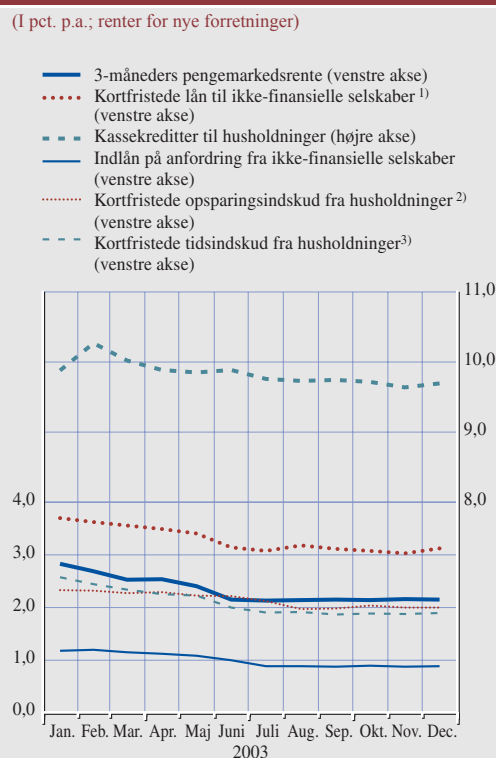


Kilder: Reuters, finansministeriet i Frankrig og ISMA.
 Anm.: Den reale obligationsrente i euroområdet er udledt af markedskursen på franske statsobligationer, som indeksreguleres efter euroområdets HICP (ekskl. tobak) og udløber i 2012. Metoden til beregning af "break-even"-inflationen er beskrevet på side 15 i ECB Månedsoversigt for februar 2002.

renten på tilsvarende statsobligationer, faldt markant – med ca. 150 basispoint – i 2003 og lå ved årets udgang på omkring 80 basispoint, hvilket var meget lavt historisk set. Denne udvikling i finansieringsvilkårene kan tilskrives investorerne opfattelse af forbedrede udsigter for virksomhedernes kreditrisiko samt deres øgede præference for højtforrentede aktiver, hvilket afspejlede de historisk lave risikofrie renter.

I begyndelsen af 2004 faldt de lange obligationsrenter en del på alle de vigtigste markeder. Mellem ultimo december 2003 og 27. februar 2004 faldt den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet og USA med henholdsvis ca. 20 og 25 basispoint. Rentespændet mellem BBB-ratede erhvervsobligationer og tilsvarende statsobligationer i euroområdet var stort set uændret i denne periode.

Figur 12. Korte MFI-renter og en kort markedsrente



Kilde: ECB.
 1) Omfatter lån til ikke-finansielle selskaber på over 1 mio. euro med variabel rente eller en initial rentebindingsperiode på op til 1 år.
 2) Omfatter indlån fra husholdninger med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder.
 3) Omfatter tidsindskud fra husholdninger med en løbetid på op til 1 år.

MFI-RENTERNE FULGTE STORT SET MARKEDSRENTERNE

De korte MFI-renter⁶ faldt i 1. halvår 2003 og stabiliserede sig derefter (se figur 12). Mellem januar og december faldt renten for husholdningernes kortfristede opsparingsindskud (dvs. indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder)

⁶ ECB offentliggjorde for første gang MFI-rentestatistik for euroområdet i december 2003. Statistikken dækker perioden fra januar 2003 og frem. Den erstatter den tidligere offentliggjorte detailrentestatistik for euroområdet, der blev udarbejdet på grundlag af den nationale rentestatistik, som allerede eksisterede inden 1999. Den nye MFI-rentestatistik er harmoniseret og dermed generelt sammenlignelig på tværs af landene.

og de ikke-finansielle selskabers indlån på anfordring begge med ca. 30 basispoint til henholdsvis 2,0 pct. og 0,9 pct. De korte udlånsrenter faldt også, men mindre kraftigt afhængigt af lånerstype. Siden begyndelsen af 2003 er de korte udlånsrenter til ikke-finansielle selskaber (dvs. lån på over 1 mio. euro med variabel rente eller med en initial rentebindingsperiode på op til 1 år) faldet med ca. 60 basispoint til 3,1 pct. i december, mens renten for kassekreditter til husholdninger kun faldt en smule med ca. 20 basispoint til 9,7 pct. Denne udvikling i de korte MFI-renter skete på baggrund af en nedgang på ca. 70 basispoint i 3-måneders pengemarkedsrenten i 2003. De korte bankrenters reaktion på det markante fald i markedsrenterne var stort set i overensstemmelse med det historiske mønster. Det var især tilfældet med renten på indlån på anfordring og typiske kortfristede opsparingsindskud, som tilpasser sig særlig langsomt efter ændringer i markedsrenterne.

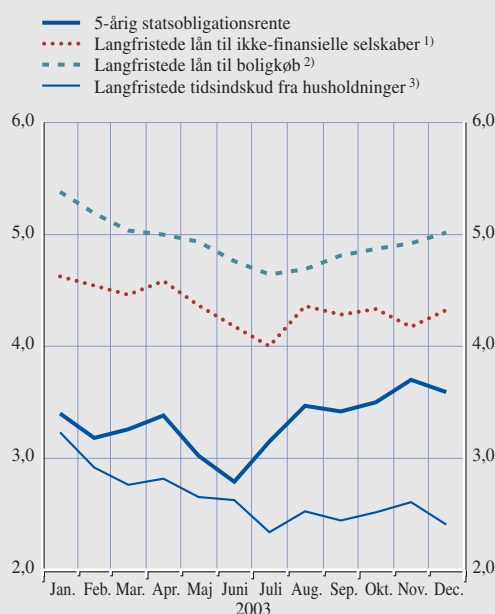
De lange MFI-renter for nye forretninger faldt i 1. halvår 2003, men steg igen fra august, hvilket stort set svarede til mønstret i tilsvarende statsobligationsrenter (se figur 13). For hele året faldt renten for lån til husholdninger til boligkøb med en initial rentebindingsperiode på over 5 og op til 10 år og for langfristede lån til ikke-finansielle selskaber (lån på over 1 mio. euro med en initial rentebindingsperiode på over 5 år) med ca. 35 og 30 basispoint til henholdsvis 5,0 pct. og 4,3 pct. Den generelle udvikling i de lange MFI-renter var således endnu en indikation af de meget gunstige finansieringsvilkår i 2003. Hvad angår de lange MFI-indlånsrenter, faldt renten for langfristet indlån fra husholdninger (dvs. tidsindskud med en løbetid på over 2 år) med ca. 80 basispoint mellem januar og december 2003 til ca. 2,4 pct.

KRAFTIG STIGNING I DE GLOBALE AKTIEKURSER I 2003

Efter den nedjustering, som begyndte i marts 2000, steg aktiekurserne på de vigtigste markeder kraftigt i 2003 og viste den første årlige stigning siden 1999 (se figur 14a). De stigende aktiekurser var ledsaget af betydelige fald i den implicite volatilitet på aktiemarkederne, der er

Figur 13. Lange MFI-renter og en lang markedsrente

(1 pct. p.a.; renter for nye forretninger)



Kilde: ECB.

1) Omfatter lån til ikke-finansielle selskaber på over 1 mio. euro med en initial rentebindingsperiode på over 5 år.

2) Omfatter lån til husholdninger med en initial rentebindingsperiode på over 5 og op til 10 år.

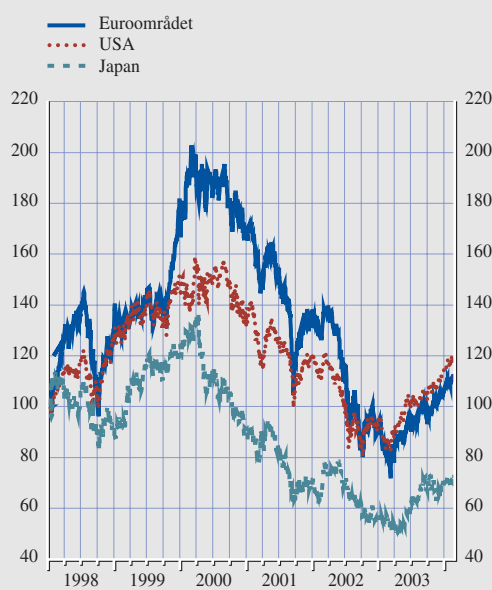
3) Omfatter tidsindskud fra husholdninger med en løbetid på over 2 år.

et mål for markedsdeltagernes usikkerhed (se figur 14b).

Generelt fulgte udviklingen i de brede aktieindeks i USA, Japan og euroområdet ensartede mønstre i 2003. Indtil midt i marts faldt aktiekurserne på disse markeder på grund af investorernes mere pessimistiske opfattelse af udsigterne for den globale økonomi, øget usikkerhed og risikoaversion. Alle disse faktorer syntes at være tæt forbundet med øgede geopolitiske spændinger og udsigterne til krig i Irak. Den tilsyneladende globale "flugt" fra aktier blev også forstærket af stigende bekymring over virksomhedernes indtjening efter flere regnskabskandaler. Resten af året viste aktiekurserne på de vigtigste markeder en solid opadgående tendens. Opsvinget på aktiemarkederne blev oprindeligt udløst af normaliseringen af markedsforholdene

Figur 14(a). Aktieindeks

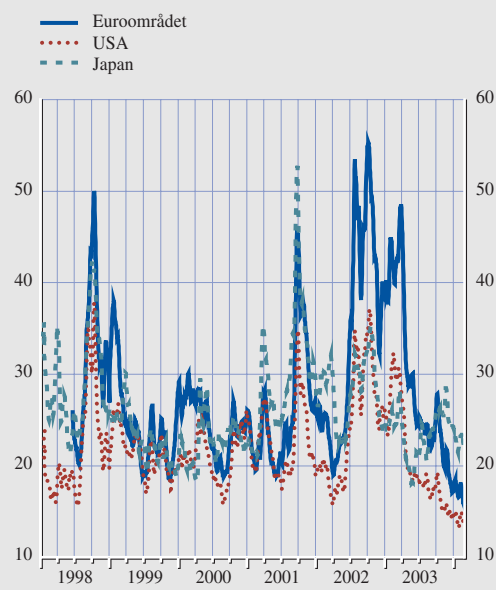
(Indeks: 1. januar 1998 = 100; daglige observationer)



Kilde: Reuters.
Anm.: Dow Jones Euro Stoxx bredt indeks for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan. Fra 1. januar 2001 er observationer for euroområdet inkl. observationer for Grækenland.

Figur 14(b). Implicit volatilitet på aktiemarkedet

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



Kilde: Bloomberg.
Anm.: Tallene for den implicite volatilitet afspejler de procentvise aktiekursændringer forventede standardafvigelse over en periode på op til 3 måneder som impliceret i priserne på optioner på aktieindeks. De aktieindeks, som den implicite volatilitet vedrører, er Dow Jones Euro Stoxx for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan.

som følge af markedsdeltagernes aftagende usikkerhed ved indledningen af de militære operationer i Irak. I 2. halvår steg aktiekurserne yderligere på grund af virksomhedernes stadig stigende indtjeningstal, faldende usikkerhed på aktiemarkedene samt bedre udsigter for verdensøkonomien.

Alt i alt steg aktiekurserne i USA, målt ved Standard & Poor's 500-indekset, med 26 pct. mellem ultimo 2002 og ultimo 2003. I Japan steg aktiekurserne, målt ved Nikkei 225-indekset, med 24 pct., mens Dow Jones Euro Stoxx-indekset i euroområdet steg med 18 pct. i samme periode.

I USA kan de kraftige stigninger i aktiekurserne i 2003 også være understøttet af den pakke til stimulering af økonomien, som Kongressen vedtog ultimo maj, og som omfattede en nedsættelse af skatterne på udbytter og kursgevinster. De for-

bedrede udsigter for virksomhederne blev bekræftet af indtjeningstal, der i størstedelen af 2003 oversteg forventningerne. Tallene syntes hovedsagelig at være resultatet af vellykkede omkostningsbesparende foranstaltninger i 1. halvår 2003, men blev yderligere underbygget af opsvinget i den generelle forretningsaktivitet i 2. halvår 2003.

I Japan faldt aktiekurserne i de første fire måneder af 2003 efter markedets bekymring over misligholdte lån i den japanske banksektor, der fortsat påvirkede aktiekurserne negativt. Desuden blev de eksportorienterede virksomheders aktiekurser påvirket negativt af den japanske yens styrkelse over for den amerikanske dollar. Senere, mellem april og medio september 2003, steg de japanske aktiemarkeder kraftigt på grund af bedre økonomiske nøgletal og bedre indtjeningstal for virksomhederne samt eventu-

elt afsmittningseffekter fra det amerikanske aktiemarked. Fra medio september stabiliserede aktiekurserne sig stort set.

I euroområdet fulgte udviklingen i aktiekurserne nøje udviklingen på de amerikanske aktiemarkeder. Som i USA afspejlede den samlede stigning i euroområdets aktiekurser aftagende usikkerhed på aktiemarkedet samt markedets opfattelse af mere gunstige udsigter for økonomien og virksomhederne. Hvad angår sektorfordelingen, kunne den generelle stigning på euroområdets aktiemarkeder hovedsagelig tilskrives teknologisektoren, den finansielle sektor og den konjunkturfølsomme del af forbrugersektoren, som havde oplevet forholdsmæssigt større fald i

2002. I den finansielle sektor har forbedringen af forholdene på de finansielle markeder efter marts 2003 samt omkostningsbesparende tiltag og lavere hensættelser til tab på udlån desuden tilsyneladende haft en positiv indvirkning på bankernes profitabilitet.

I perioden ultimo 2003 til 27. februar 2004 steg Dow Jones Euro Stoxx-indekset, Standard & Poor's 500-indekset og Nikkei 225-indekset yderligere med henholdsvis 5 pct., 3 pct. og 3 pct. Stigningerne synes at afspejle yderligere indikationer af forbedret profitabilitet for virksomhederne, lavere lange renter og yderligere fald i usikkerheden på aktiemarkedene.

2.2 PRISUDVIKLINGEN

Trods den afdæmpede økonomiske aktivitet og euroens appreciering lå den samlede HICP-inflation i euroområdet i gennemsnit på 2,1 pct. i 2003, dvs. kun 0,2 procentpoint lavere end i de to foregående år (se tabel 4). Den vigtigste årsag til faldet i forhold til 2002 var en lavere gennemsnitlig år-til-år vækst i priserne på industrivarer ekskl. energi og tjenesteydelser, hvilket bidrog til et fald i den gennemsnitlige vækst i HICP ekskl. uforarbejdede fødevarer og energi til 2,0 pct. fra 2,5 pct. i 2002. I den forbindelse afspejlede bevægelserne i det samlede HICP i 2003 udviklingen i de mere volatile delkomponenter, nemlig priserne på energi og uforarbejdede fødevarer. Omkostningspresset var afdæmpet i 2003, da producentpriserne viste moderat vækst, og stigningen i de nominelle arbejdskraftsomkostninger fladede ud. Den aftagende vækst i arbejdskraftproduktiviteten i forbindelse med den svage økonomiske aktivitet fik væksten i enhedslønomkostningerne til at stige i de første tre kvartaler af 2003.

I januar 2004 faldt den samlede HICP-inflation til 1,9 pct., dvs. en nedgang på 0,1 procentpoint i forhold til december 2003. Det skyldes hovedsagelig kraftige basiseffekter i energi- og tobakspriserne, som delvis opvejes af den opadrettede effekt fra ændringer i administrerede priser og

afgifter. År-til-år ændringen i HICP ekskl. priserne på energi og uforarbejdede fødevarer var uændret på 1,9 pct.

DEN SAMLEDE INFLATION AFSPEJLEDE UDVIKLINGEN I DE MERE VOLATILE KOMPONENTER

Den samlede HICP-inflation viste et ret ujævnt forløb i 2003 som helhed (se figur 15). Den samlede inflation steg i begyndelsen af 2003, da den geopolitiske usikkerhed i forbindelse med krigen i Irak fik energipriserne til at stige. Da den geopolitiske usikkerhed var aftaget, og euroen fortsat apprecierede over for den amerikanske dollar, faldt bidraget fra energipriserne, og den samlede inflation begyndte igen at falde til 1,8 pct. i maj, som er den laveste inflation i tre år. I 2. halvår 2003 lå den samlede inflation omkring 2 pct., hvilket især afspejler to modsatrettede faktorer. På den ene side var der en stigning i bidraget fra fødevarerpriserne, idet priserne på uforarbejdede fødevarer steg som følge af sommerens hedebølge i Europa, mens øgede tobaksafgifter også pressede priserne på forarbejdede fødevarer opad. På den anden side faldt bidraget fra energipriserne i 1. halvår 2003 som følge af euroens appreciering, som svækkede olieprisstigningerne i amerikanske dollar (se figur 16).

I 2003 var den samlede inflation særlig robust over for den afdæmpede økonomiske aktivitet

Tabel 4. Prisudviklingen

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

	2001	2002	2003	2002 4. kvrt.	2003 1. kvrt.	2003 2. kvrt.	2003 3. kvrt.	2003 4. kvrt.	2003 Dec.	2004 Jan.
HICP og dets komponenter										
Samlet indeks	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9
Energi	2,2	-0,6	3,0	2,9	7,0	1,5	2,1	1,6	1,8	-0,4
Forarbejdede fødevarer	2,9	3,1	3,3	2,6	3,1	3,3	3,1	3,8	3,8	3,3
Uforarbejdede fødevarer	7,0	3,1	2,1	1,6	0,1	1,5	3,4	3,6	3,2	2,9
Industrivarer ekskl. energi	0,9	1,5	0,8	1,2	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6
Tjenesteydelser	2,5	3,1	2,5	3,1	2,7	2,6	2,4	2,4	2,3	2,5
Andre pris- og omkostningsindikatorer										
Producentpriser i industrien ¹⁾	2,1	-0,1	1,6	1,2	2,4	1,5	1,2	1,1	1,0	0,3
Oliepriser (EUR pr. tønde) ²⁾	27,8	26,5	25,1	26,5	28,4	22,7	25,1	24,5	24,0	24,2
Råvarepriser ³⁾	-8,1	-0,9	-4,5	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-1,2	-0,2	5,1

Kilder: Eurostat, Thomson Financial Datastream og HWWA (Hamburg Institute of International Economics).

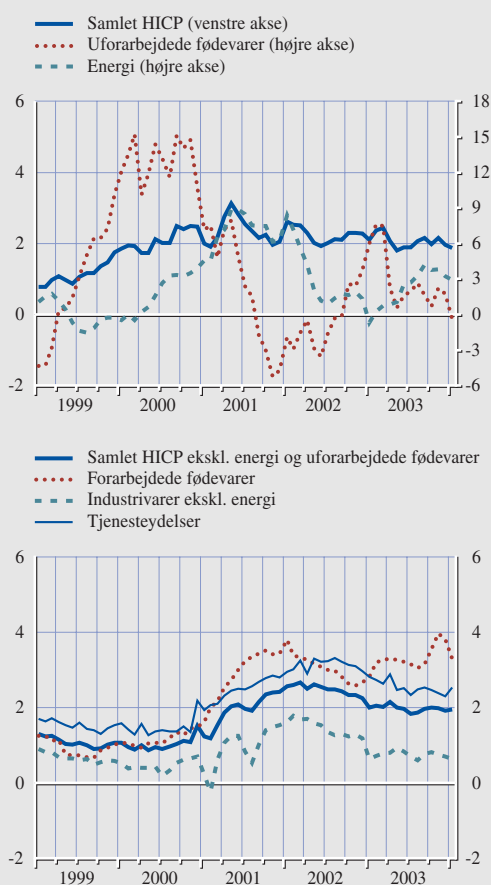
1) Ekskl. byggeri.

2) Brent Blend (for en måneds terminslevering)

3) Ekskl. energi. I euro.

Figur 15. De vigtigste komponenter i HICP-inflation

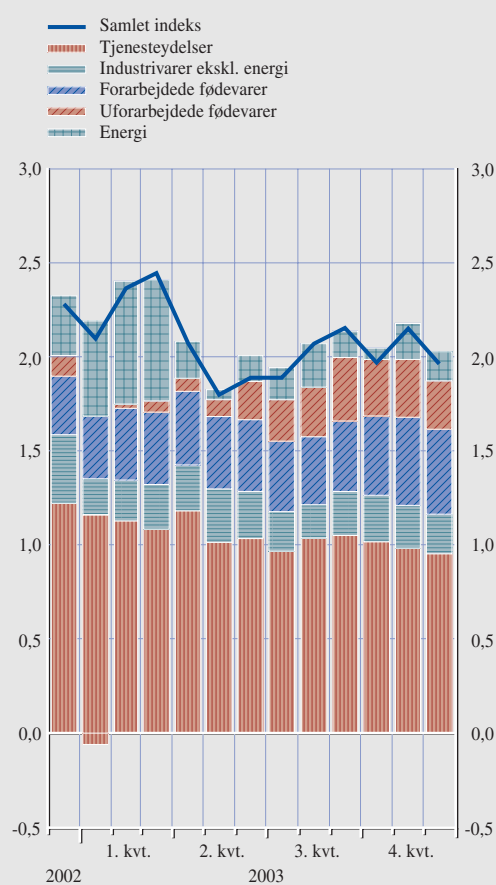
(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

Figur 16. Komponenternes bidrag til HICP-inflation

(Bidrag i procentpoint år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

og, trods en vis direkte indvirkning via energipriserne, euroens appreciering. Det var også tilfældet for HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.

Priserne på forarbejdede fødevarer blev i 2003 især påvirket af stigninger i tobakspriserne som følge af afgiftsstigninger i visse lande i årets første og især sidste måneder. Dermed bidrog denne vigtige komponent med ca. 0,4 procentpoint til den samlede inflation.

Væksten i priserne på tjenesteydelser faldt gradvist i 2003 fra det forholdsvis høje niveau i 2002.

År-til-år væksten i priserne på tjenesteydelser af-tog i løbet af året til 2,3 pct. i december, hvilket er ca. 0,7 procentpoint lavere end i december 2002. Bidraget fra væksten i priserne på tjenesteydelser til den samlede inflation faldt således til ca. 1,0 procentpoint, hvilket ikke desto mindre udgjorde næsten halvdelen af HICP-inflationen i det meste af 2003. Derimod var den årlige inflation for industrivarer ekskl. energi stort set konstant på ca. 0,8 pct. i hele 2003, dvs. ca. halvdelen af stigningen i 2002, hvorved bidraget til den samlede inflation var ca. 0,2 procentpoint.

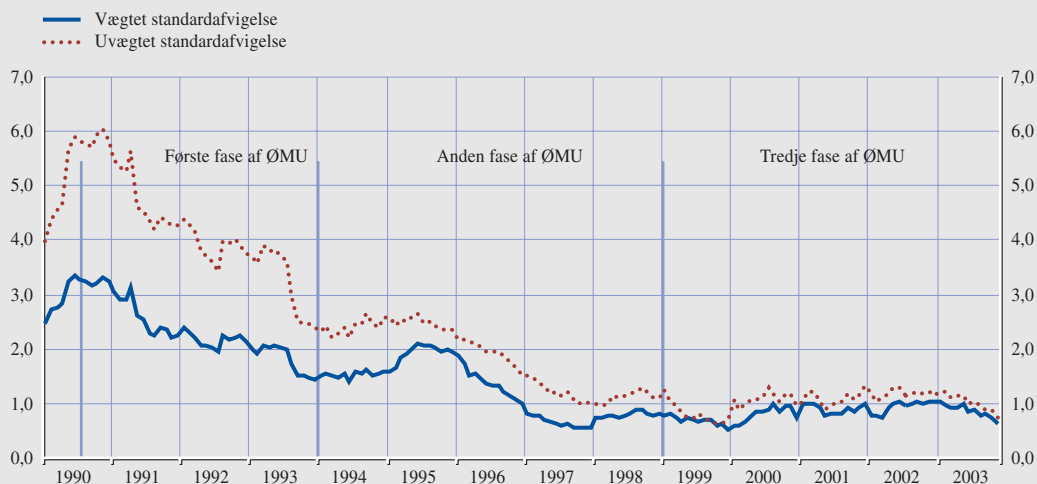
INFLATIONSFORSKELLE I EUROOMRÅDET: MULIGE ÅRSAGER OG KONSEKVENSER FOR PENGEPOLITIKKEN

Forskellene i inflationsudviklingen mellem eurolandene – målt ved forskellige spredningsindikatorer – aftog betydeligt i løbet af 1990'erne. Efter indledningen af tredje fase af ØMU i 1999 fortsatte inflationsspredningen med at falde og nåede et lavpunkt i 2. halvår 1999, hvorefter den steg svagt indtil begyndelsen af 2001. Derefter var inflationsspredningen i euroområdet stort set stabil, indtil den igen begyndte at falde i 2003 til et niveau tæt på niveauet i 2. halvår 1999. Alt i alt afviger omfanget af den nuværende inflationsspredning i euroområdet ikke meget fra inflationsspredningen i USA.

Uanset det historisk lave aktuelle niveau for inflationsspredningen i euroområdet har euroområdet i de sidste fire år oplevet forholdsvis vedvarende inflationsforskellene. Med undtagelse af Belgien, Frankrig, Luxembourg og Finland har inflationen i alle eurolandene ligget enten konstant over eller konstant under gennemsnittet for euroområdet siden 1999.¹ Fem lande (Grækenland, Spanien, Irland, Holland og Portugal) har især oplevet forholdsvis store og vedvarende positive inflationsforskelle over for euroområdet, som dog er indsnævret siden 2002 i Portugal og i løbet af 2003 i Spanien, Grækenland og Irland. I Holland blev inflationsforskellen over for euroområdet faktisk negativ for nylig. Derimod har Tyskland og Østrig vist vedvarende negative inflationsforskelle. I denne boks skitseres de mulige årsager hertil og konsekvenserne af inflationsspredningen i euroområdet for pengepolitikken.²

Inflationsspredning i euroområdet

(Standardafvigelse i procentpoint)



Kilde: Eurostat.

¹ Baseret på årlig gennemsnitlig inflation i 1999-2003.

² En mere grundig analyse og drøftelse af inflationsforskelle i euroområdet findes i ECBs rapport "Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications", som blev offentliggjort på ECBs websted (www.ecb.int) 30. september 2003.

Mulige årsager

Med hensyn til inflationsforskellene i euroområdet skal det bemærkes, at den fælles pengepolitik medførte et systemskifte, som først ville slå igennem på prisdannelsen flere år efter. Overgangen til tredje fase medførte især kraftige rentefald i Irland, Portugal og Spanien og senere i Grækenland, dvs. i de lande, hvor inflationen systematisk var højere end gennemsnittet for euroområdet før midten af 1990'erne. I de fleste andre eurolande var disse nominelle konvergens-effekter betydeligt mindre. Den udlihnende virkning af ændringer i den nationale konkurrenceevne som følge af inflationsforskelle vil sandsynligvis mindske størrelsen og varigheden af de inflationsforskelle, som skyldes tilpasningen til det nye monetære system. I denne henseende vil lande med en inflation under gennemsnittet kunne drage fordel af den øgede konkurrenceevne og på kort sigt af inflationens forholdsvis mindre negative virkning på den disponible realindkomst og den reale formue. Samtidig vil lande med en inflation over gennemsnittet alt andet lige opleve en forværring af konkurrenceevnen, og inflationens negative virkning på realindkomst og formue vil være større.

Ud over de særlige virkninger i forbindelse med indledningen af tredje fase kan inflationsforskellene tilskrives en kombination af midlertidige og mere vedvarende faktorer bag inflationsudviklingen. Hvad angår de midlertidige faktorer, har der været tale om forskellige enkeltstående indenlandske politiktiltag, fx ændringer af administrerede priser og afgifter, fra land til land, hvilket har bidraget til inflationsforskellene. Disse tiltag synes dog kun at være en lille del af årsagen til inflationsforskellene siden indledningen af tredje fase og vil sandsynligvis ikke komme til at spille nogen større rolle, medmindre de indenlandske politiktiltag i stigende grad vil variere mellem eurolandene fremover. Desuden kan forskelle i de enkelte landes gennemførelse af strukturreformer midlertidigt øge inflationsforskellene. Forskellig eksponering for eksterne stød – på grund af nationale forskelle i omfanget af handel med lande uden for euroområdet og afhængigheden af olie – synes også at bidrage midlertidigt til inflationsforskellene.

Der er desuden en sammenhæng mellem cyklisk position og inflation. Eurolande med en inflation over gennemsnittet har i gennemsnit haft kraftigst vækst i den indenlandske efterspørgsel samt forholdsvis store positive outputgab. Det modsatte gælder for eurolande med en inflation under gennemsnittet. Forskellen mellem landenes finanspolitiske stramhedsgrad kan også delvis forklare inflationsforskellene, især i lande som Grækenland og Irland, hvor finanspolitikken har været forholdsvis ekspansiv i de seneste år.

Med hensyn til de mere vedvarende faktorer kan inflationsforskellene i Grækenland, Irland, Portugal og i mindre grad Spanien delvis tilskrives pris- og indkomstkonvergens og/eller såkaldte Ballassa-Samuelson (BS)-effekter.³ Omvendt kan mindre forskelle i produktivitetsvæksten mellem sektoren med handlede varer og sektoren med ikke-handlede varer i Tyskland have bidraget til, at Tysklands inflation har ligget under gennemsnittet. Ifølge de foreliggende skøn har inflationsforskellene mellem visse eurolande været betydeligt større end inflationsforskellene på baggrund af BS-modellen. Andre strukturelle faktorer såsom løn- og prisstivheder eller graden af konkurrence på vigtige indenlandske markeder kan også have bidraget til inflationsforskellene og deres ved-

3 BS-effekten forklarer, at priserne på ikke-handlede varer normalt stiger hurtigere end priserne på handlede varer, da produktivitetsvæksten normalt er lavere i sektoren med ikke-handlede varer. Eftersom lønningerne i sektoren med handlede varer stiger som følge af produktivitetsvæksten, er lønningerne i sektoren med ikke-handlede varer også tilbøjelige til at stige. Da sidstnævnte lønstigninger ikke opvejes af produktivtetsgevinster, stiger arbejdskraftsomkostningerne og priserne hurtigere i sektoren med ikke-handlede varer. Da priserne i sektoren med handlede varer dannes internationalt, vil lande med store forskelle i produktivitetsvæksten mellem sektorerne ofte opleve en større stigning i det samlede prisindeks.

holdenhed. Empiriske studier viser, at den relative markeds konkurrence har været en vigtig del af forklaringen på størrelsen af og volatiliteten i de relative prisreaktioner på stød på tværs af eurolandene. Under alle omstændigheder bør eurolandenes konvergensproces medføre mindre inflationsspredning som følge af pris- og indkomstkongvergens på længere sigt. Da de nationale økonomiske strukturer i øjeblikket er meget forskellige, og landenes eksponering for idiosynkratiske stød varierer, er der imidlertid udsigt til, at inflationsforskellene fortsat vil bestå.

Konsekvenser for pengepolitikken

Efter indledningen af tredje fase kan pengepolitikken ikke længere tage højde for de regionale økonomiske ubalancer og (asymmetriske) stød i euroområdet. ECBs fælles pengepolitik kan tværtimod kun tage hensyn til målsætningen om prisstabilitet for euroområdet som helhed. Som i enhver anden monetær union afspejler inflationsforskellene i euroområdet forskelle i regional prisdynamik og justeringer af de relative priser. Derfor kan den fælles pengepolitik ikke tage højde for disse forskelle. Samtidig tildeler ECBs pengepolitiske strategi inflationsforskelle en sekundær rolle, når sikkerhedsmarginen for tilladelig inflation i euroområdet justeres, da de kan få konsekvenser for regioner med lavere inflation. Desuden er inflationsforskelle stadig en vigtig kommunikationsmæssig udfordring for ECB, da pengepolitik ofte drøftes ud fra nationale inflations-takter og konsekvenserne for de nationale økonomiske politikker.

Store og vedvarende inflationsforskelle kan kræve nationale tiltag i visse lande for at forhindre en unødigt forværring af konkurrenceevnen. De nationale økonomiske politikker såsom finans- og strukturpolitik skal justeres for at modvirke vedvarende og muligvis skadelige inflationsforskelle. Strukturreform – herunder især tiltag rettet mod at fjerne nominelle løn- og prisstivheder, så de enkelte eurolandes lønfastsættelsesproces bliver mere varieret – kan fremme den løn- og pristilpasning, der er nødvendig for at modvirke stød, herunder en mere synkroniseret reaktion på stød for de nationale priser. Sådanne politikker kan igen mindske sandsynligheden for vedvarende inflationsforskelle i euroområdet. I lyset af de betydelige tidsforskydninger er finanspolitikken ikke egnet til at finjustere inflationsudviklingen på kort sigt, selv om den kan bruges til at tage højde for inflationsforskellene på længere sigt, især hvis et land oplever vedvarende positive inflationsforskelle.

Inflationsspredningen i euroområdet faldt i 2003 efter at have været overvejende stabil i de to foregående år. I boks 4 gennemgås og analyseres de mulige forklaringer på inflationsforskellene i euroområdet.

Offentlighedens opfattelse af den tidligere inflation, målt ved Europa-Kommissionens kvalitative indikator for opfattet inflation i de sidste 12 måneder, viste et gradvist fald i 1. halvår 2003. Faldet blev dog afbrudt i løbet af sommeren, da priserne på uforarbejdede fødevarer steg efter hedeølgen i Europa. Det bekræfter synspunktet om, at forbrugernes inflationsopfattelse i høj grad påvirkes af udviklingen i de ofte købte va-

rer, som hovedsagelig hører til i dagligvarer. Det kan også forklare det forholdsvis volatile mønster i inflationsopfattelsen. I 2. halvår 2003 synes forbrugernes inflationsopfattelse at have stabiliseret sig på et forholdsvis højt niveau historisk set. Derimod lå forbrugernes inflationsforventninger til de næste 12 måneder på et historisk lavt niveau i hele 2003.

MODERAT PRES PÅ PRODUCENTPRISERNE

Den årlige vækst i de samlede producentpriser i industrien (ekskl. byggeriet) faldt i løbet af 2003, hvilket afspejler virkningen af euroens apreciering, som udlignede effekten af de højere oliepriser og priser på råvarer ekskl. olie (se fi-

gur 17). Det medførte en gennemsnitlig årlig stigning i producentpriserne på 1,6 pct. i 2003. De svage økonomiske forhold kan også have afholdt virksomheder fra at forhøje producentpriserne i størstedelen af året.

Mønstret i den årlige vækst i de samlede producentpriser i 2003 kunne hovedsagelig tilskrives udviklingen i priserne på energi og halvfabrikata. Den årlige ændring i energipriserne i industrien, som afspejler udviklingen i oliepriserne, steg i de første måneder af året, men faldt derefter på baggrund af den aftagende olieprisstigning og euroens appreciering. Den årlige vækst i priserne på halvfabrikata, som var 0,8 pct. i gennemsnit i 2003 som helhed, var højere i 1. halvår 2003 og aftog i 2. halvår, i takt med at euroens appreciering slog igennem. Som sædvanlig var år-til-år væksten i de samlede producentpriser to andre hovedkomponenter, kapitalgoder og forbrugsgoder, mere stabil. Det tyder på, at den svage efterspørgsel har afholdt virksomheder fra at lade stigningerne i priserne på energi og halvfabrikata i begyndelsen af 2003 slå igennem på de senere produktionstrin. Den gennemsnitlige årlige vækst i priserne på forbrugsgoder og kapitalgoder var henholdsvis 1,1 pct. og 0,4 pct.

VÆKSTEN I DE NOMINELLE ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGER FLADED UDE I 2003

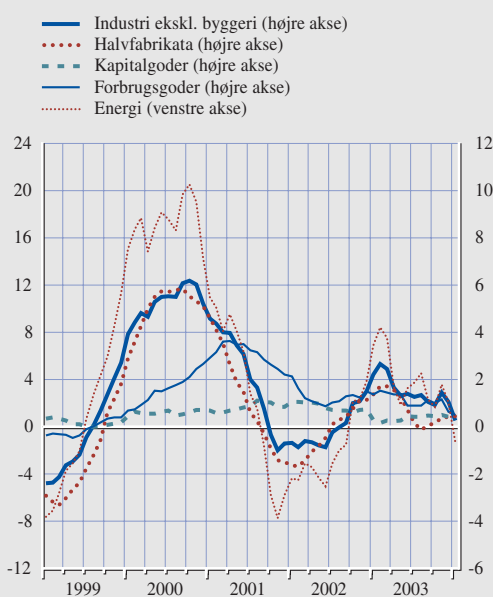
Den gradvise opadrettede tendens i indikatorerne for væksten i arbejdskrafts- og lønomkostninger i euroområdet siden 1999 fladede ud i begyndelsen af 2003 (se tabel 5).

Væksten i lønsum pr. ansat faldt i 2. halvår 2002 og var stort set uændret i de første tre kvartaler af 2003.

Ifølge de foreliggende oplysninger om lønsum pr. ansat var der betydelige forskelle på sektorplan i de første tre kvartaler af 2003. Væksten i byggesektoren steg i 1. halvår 2003 og aftog derefter, mens der var tale om et gradvist fald i industrien ekskl. byggeriet i 2003 som helhed. Hvad angår tjenesteydelser, synes væksten i lønsum pr. ansat at have stabiliseret sig i 2003 for sektoren som helhed. Der var dog visse modsatrettede tendenser inden for delsektorerne, hvor

Figur 17. De enkelte komponenter i producentpriser i industrien

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



Kilde: Eurostat.

stigningen i de markedsrelaterede tjenesteydelser (som omfatter handel, hoteller og restauranter samt liberale erhverv) i de første to kvartaler aftog i 3. kvartal, mens væksten i ikke-markedsrelaterede tjenesteydelser steg i 3. kvartal. Denne udvikling tyder på, at den lavere vækst i industriaktiviteten kan have forårsaget faldet i arbejdskraftsomkostningernes vækst i industrien i de første tre kvartaler af 2003. Udviklingen i arbejdskraftsomkostningerne i servicesektoren kan også delvis forklare de robuste priser på tjenesteydelser i 2003 som helhed i lyset af arbejdskraftsomkostningernes højere andel i servicesektoren.

Væksten i aftalt løn aftog i 2003 i forhold til 2002, hvilket også synes at have været tilfældet for månedlig bruttoindkomst. Der var også en betydelig nedgang i væksten i arbejdskraftsomkostningerne, målt på baggrund af udførte arbejdstimer, da væksten i timelønomkostningerne

Tabel 5. Indikatorer for arbejdskræftsomkostninger

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

	2001	2002	2003	2002 4. kvrt.	2003 1. kvrt.	2003 2. kvrt.	2003 3. kvrt.	2003 4. kvrt.
Aftalt løn	2,6	2,7	2,4	2,7	2,7	2,4	2,5	2,2
Samlede timelønomkostninger	3,3	3,5	.	3,5	3,1	3,2	2,9	.
Månedlig bruttoindkomst	2,9	3,0	.	3,1	2,9	2,8	2,6	.
Lønsum pr. ansat	2,8	2,6	.	2,5	2,6	2,7	2,6	.
Arbejdskræftsproduktivitet	0,2	0,4	.	0,9	0,6	0,0	0,2	.
Enhedslønomkostninger	2,6	2,2	.	1,6	2,0	2,7	2,4	.

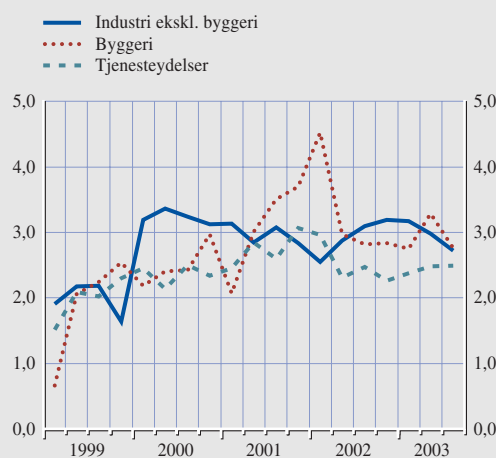
Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECBs beregninger.

i de første tre kvartaler af 2003 var lavere end den gennemsnitlige vækst i 2001 og 2002.

Da væksten i lønsum pr. ansat stort set var uændret i de første tre kvartaler af 2003, medførte den aftagende produktivitetsvækst i 2. og 3. kvartal en år-til-år stigning i enhedslønomkostningerne fra 2,0 pct. i 1. kvartal til 2,7 pct. i 2. kvartal og 2,4 pct. i 3. kvartal. Udviklingen i profittillæg, udtrykt ved gabet mellem den årlige vækst i BNP-deflatoren og enhedslønomkostningerne, indikerede, at det forsinkede opsving i den økonomiske aktivitet fortsat pressede indtjeningen. Visse forbedringer i produktivitetsvæksten i 2. halvår 2003 mindskede dog væksten i enhedslønomkostningerne.

Figur 18. Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor

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



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

2.3 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

OPSVING I DEN ØKONOMISKE AKTIVITET I 2003

Den økonomiske aktivitet i euroområdet steg i 2. halvår 2003 efter en generel stagnering siden 4. kvartal 2002 (se tabel 6). Det var imidlertid nødvendigt at nedjustere de tidligere forventninger til væksten i 2003 som helhed. Væksten i realt BNP var 0,4 pct. og afdæmpedes dermed yderligere i forhold til 0,9 pct. i 2002. Væksten forblev under den trendmæssige potentielle produktionsvækst for tredje år i træk. Endvidere var der igen hele året tale om en afdæmpet udvikling på arbejdsmarkedet. Den svage udvikling understregede behovet for at forbedre den strukturelle fleksibilitet i euroområdet og modstandsdygtigheden over for stød. I boks 5 beskrives fremskridtet med EUs reformagenda.

En række faktorer, fx fortsat lav økonomisk aktivitet på verdensplan, bidrog til de svage økonomiske forhold i begyndelsen af 2003. Desuden

blev nedgangen i erhvervslivets tillid og forbrugertilliden forstærket af stor usikkerhed op til krigen i Irak. Medio 2003 aftog de geopolitiske spændinger gradvist, hvilket medførte stigende tillid og et opsving i aktiviteten trukket af den udenlandske efterspørgsel.

EKSPORTEN UDLØSER OPSVING PÅ UDGIFTSSIDEN

Opsvinget i den økonomiske aktivitet i 2. halvår 2003 afspejlede den positive effekt af den tiltagende udenlandske efterspørgsel efter eksport fra euroområdet. Denne effekt blev dog dæmpet af euroens appreciering. Nettoeksportens bidrag til kvartal-til-kvartal væksten, som var blevet positivt i 3. kvartal, blev negativt igen i 4. kvartal på baggrund af en kraftig stigning i importen (se figur 19). I 2003 som helhed bidrog nettoeksporten negativt til væksten med 0,6 procentpoint.

Ændringerne i den indenlandske efterspørgselsbidrag til væksten i løbet af 2003 skyldtes overvejende udviklingen i lagerændringerne. Lager-

Tabel 6. Sammensætningen af vækst i realt BNP

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

	Årlig vækst ¹⁾					Kvartalsvis vækst ²⁾							
	2001	2002	2003	2002 4. kv.	2003 1. kv.	2003 2. kv.	2003 3. kv.	2003 4. kv.	2002 4. kv.	2003 1. kv.	2003 2. kv.	2003 3. kv.	2003 4. kv.
Realt bruttonationalprodukt	1,6	0,9	0,4	1,1	0,7	0,1	0,3	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,3
<i>heraf:</i>													
Indenlandsk efterspørgsel	1,0	0,3	1,0	0,9	1,3	1,0	0,5	1,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,0
Privat forbrug	1,7	0,1	1,0	0,6	1,3	1,0	0,9	0,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,1
Offentligt forbrug	2,5	2,9	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	2,3	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6
Faste bruttoinvesteringer	-0,3	-2,8	-1,2	-1,6	-1,9	-0,8	-1,2	-0,8	0,3	-0,9	-0,4	-0,2	0,6
Lagerændringer ³⁾⁴⁾	-0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,1	-0,4	0,7
Nettoeksport ³⁾	0,7	0,6	-0,6	0,2	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,6	-0,7
Eksport ⁵⁾	3,4	1,5	0,0	3,6	1,9	-1,5	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	-0,9	2,3	0,2
Import ⁵⁾	1,7	-0,1	1,5	3,3	3,6	0,8	0,0	1,8	0,3	-0,6	-0,4	0,8	2,1
Real bruttoværditilvækst:													
<i>heraf:</i>													
Industri ekskl. byggeri	0,5	0,2	-0,1	1,4	0,7	-1,0	-0,6	0,7	-0,6	0,3	-0,8	0,5	0,7
Byggeri	-0,6	-1,1	-0,8	-1,5	-2,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,1
Markedsrelaterede tjenesteydelser ⁶⁾	3,1	1,1	0,7	1,1	0,9	0,4	0,9	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,7	-0,1

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) Bidrag til væksten i realt BNP; i procentpoint.

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

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

6) Inkl. handel, transport, istandsættelse, hoteller og restauranter, kommunikation, finansielle og erhvervsrelaterede tjenesteydelser, fast ejendom og lejemål.

opbygningen i 1. halvår, som efterfulgte en to-årig periode med faldende lagerbeholdninger, kunne muligvis tilskrives usikkerheden vedrørende importen af halvfabrikata og uventede fald i efterspørgslen i forbindelse med krigen i Irak.

Denne lageropbygning aftog delvis i 3. kvartal, men tiltog igen i 4. kvartal. Lagerændringernes bidrag til væksten i realt BNP i 2003 var 0,3 procentpoint, hvilket er en smule højere end i det foregående år.

Boks 5

FREMSKRIDT MED STRUKTURREFORMERNE PÅ PRODUKT- OG ARBEJDSMARKEDERNE I EUROOMRÅDET

Strukturreformere på produkt- og arbejdsmarkedene er afgørende med henblik på at øge euroområdet økonomiske vækstpotentiale og lette tilpasningen til økonomiske ændringer. Tiltag, der kan bidrage til at øge det økonomiske vækstpotentiale, er også vigtige i lyset af den negative effekt, som befolkningens aldring sandsynligvis vil have på udbuddet af arbejdskraft. I marts 2000 anerkendte Det Europæiske Råd i Lissabon betydningen af at modernisere de lovgivningsmæssige rammer og præsenterede en ambitiøs reformagenda, der sigtede mod at gøre Den Europæiske Union til den mest konkurrencedygtige og dynamiske videnbaserede økonomi i verden inden 2010. Denne boks indeholder en kortfattet gennemgang af arbejdet med at gennemføre EUs reformagenda i de seneste år og især i 2003.

Produktmarkedernes funktion overvåges og evalueres som led i Cardiff-processen, hvorimod arbejdsmarkedsreformen vurderes i henhold til Luxembourg-processen. Begge processer bygger på undersøgelser af de enkelte landes reformer og bidrager til de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker, der definerer den overordnede prioritering inden for forskellige områder af den økonomiske politik. På grundlag heraf opstilles politikkenstillinger for hvert enkelt EU-land.¹

Hvad angår *arbejdsmarkeder*, understreges det i de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker for perioden 2003-05, at der er behov for at (i) forbedre de kombinerede incitamentsvirkninger fra skattesystemerne og indkomstoverførselsordningerne, så det kan betale sig at arbejde, (ii) sikre en effektiv og aktiv arbejdsmarkedspolitik rettet mod de dårligst stillede grupper, (iii) fremme en mere fleksibel arbejdstilrettelæggelse og nyvurdere reglerne for ansættelseskontrakter, (iv) lette den geografiske og faglige mobilitet og (v) sikre, at lønforhandlingssystemerne giver mulighed for, at lønningerne afspejler produktiviteten.

En række lande har gennemført reformer af deres skattesystemer og indkomstoverførselsordninger for at mindske de arbejdskraftsrelaterede omkostninger, der ikke er forbundet med lønnen, samt øge udbuddet af arbejdskraft. Skatten er faldet i de laveste og midterste indkomstgrupper, og arbejdstagernes og arbejdsgivernes sociale bidrag er blevet reduceret, især for de lavtlønnede. Endvidere er flere mennesker i periferien af arbejdsmarkedet kommet i arbejde. Visse medlemslande har styrket vikarbureauernes rolle, og hindringer for deltidsarbejde er blevet fjernet.

¹ Rådets henstilling af 26. juni 2003 om de overordnede retningslinjer for medlemsstaternes og Fællesskabets økonomiske politikker. De overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker i 2003 blev vedtaget for perioden 2003-05.

Alt i alt indførte de fleste EU-lande arbejdsmarkedsreformer i 2003. Eftersom den strukturelle arbejdsløshed fortsat er høj, lever reformerne imidlertid ikke op til regeringernes annoncerede hensigter. Der er gjort begrænset fremskridt med hensyn til at gøre det attraktivt for flere mennesker at arbejde, at investere i akkumulering af humankapital samt at forbedre både arbejdstagernes og virksomhedernes evne til at tilpasse sig de skiftende makroøkonomiske forhold. I forbindelse med reformerne skal der ske en opprioritering af tiltag, som kan reducere langtidsledigheden gennem efteruddannelse samt forbedre ufaglærte og ældre arbejdstageres beskæftigelsesevne. Endvidere er der behov for yderligere reformer for at øge arbejdskraftens mobilitet ved at forbedre betingelserne for overførsel af pensionsrettigheder og rettigheder på sundhedsområdet samt ved at give mulighed for løndifferentiering i henhold til lokale, regionale og sektormæssige produktivitetforskelle.

Strukturreformagendaen for *produktmarkeder* omfatter en lang række områder. I de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker opfordres medlemslandene bl.a. til at fremme konkurrencen på vare- og tjenestemarkederne ved at (i) øge gennemførelsesgraden for direktiverne om det indre marked i national lovgivning, (ii) yderligere at åbne for offentlige indkøb, (iii) give konkurrence- og tilsynsmyndighederne tilstrækkelige beføjelser og ressourcer samt sikre deres reelle uafhængighed, (iv) reducere statsstøtten og (v) fremme markedsadgang og effektiv konkurrence i netværkssektoren.

Efter mange år med konstant fremgang steg den procentdel af EUs lovgivning om det indre marked, som medlemslandene endnu ikke har gennemført i national lovgivning, i 2002, og forværringen fortsatte i 2003. Europa-Kommissionen har via forskellige initiativer forsøgt at forbedre det indre markeds funktion, men der er stadig betydelige hindringer, især på markederne for tjenesteydelser. Mange af disse hindringer skyldes tilsyneladende national lovgivning, fx administrative procedurer for etablering af datterselskaber i andre eurolande. Hvad angår styrkelse af konkurrencen, er der tegn på, at mange eurolande har truffet foranstaltninger til at øge effektiviteten og gennemsigtigheden i procedurerne for offentlige indkøb. Samtidig har nogle lande øget konkurrence- og tilsynsmyndighedernes beføjelser. Selv om den overordnede tendens i de seneste år tilsyneladende fortsat går i retning af at nedbringe og omdirigere statsstøtten, spiller den stadig en betydelig rolle i visse sektorer, fx transportsektoren. Eurolandene gennemførte fortsat lovgivningsmæssige reformer inden for netværksindustrierne, dog i varierende omfang. Den effektive konkurrence i disse tidligere beskyttede sektorer bør dog øges yderligere.

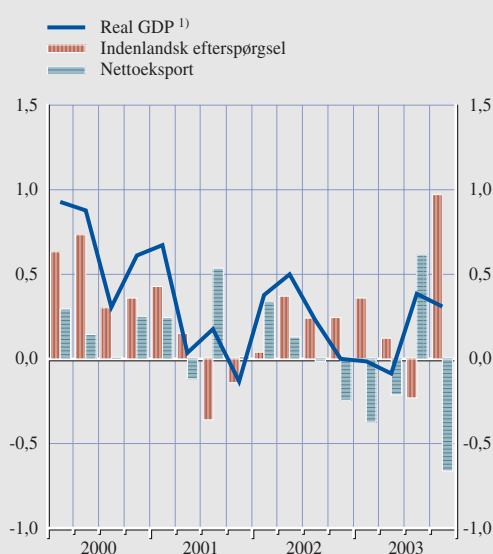
Sammenfattende gik det stadig forholdsvis langsomt med reformerne i 2003. Der er desuden bekymring for, at EU muligvis ikke kan opfylde målsætningerne fra topmødet i Lissabon, medmindre medlemslandene øger deres bestræbelser kraftigt. Ud over at fremme den økonomiske vækst på langt sigt, vil en fornyet styrkelse af strukturreformprocessen øge tilliden hos forbrugere og investorerne og dermed også stimulere væksten på kort sigt.

Den endelige indenlandske efterspørgsel (dvs. ekskl. lagerændringer) var fortsat afdæmpet i det meste af 2003 med en mindre stigning i 2. halvår. Det samlede bidrag til væksten i realt BNP i 2003 udgjorde 0,7 procentpoint. I løbet af året var der forskellige udviklingstendenser i de faste bruttoinvesteringer og det private forbrug. Selv

om de faste bruttoinvesteringer faldt i de første tre kvartaler, blev faldet gradvis mindre, og i 4. kvartal blev vækstraten for de faste bruttoinvesteringer positiv. Derimod tiltog væksten i det private forbrug med 0,4 pct. kvartal-til-kvartal primo 2003, mens den næsten stagnerede i resten af året.

Figur 19. Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP

(Kvartalsvise bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.
1) Ændring i pct. i forhold til det foregående kvartal.

Generelt havde usikkerheden i forbindelse med krigen i Irak og de økonomiske udsigter efter krigen en negativ effekt på de faste bruttoinvesteringer og det private forbrug i 1. halvår 2003. Det betød, at husholdningerne tøvede med at foretage større køb, og at virksomhederne var tilbageholdende med at udvide deres produktionskapacitet. Desuden dækkede det over forholdsvis gunstige forhold for forbruget og investeringerne. Især lettede det lave renteniveau husholdningernes og virksomhedernes gældsbyrde. Endvidere medførte de positive bytteforholdseffekter i forbindelse med euroens appreciering en stigning i realindkomsten i den indenlandske økonomi.

Usikkerheden vedrørende de generelle økonomiske udsigter forekom samtidig med virksomhedernes løbende bestræbelser på at konsolidere deres balancer. I denne forbindelse har virksomhederne muligvis brugt en forbedring af rentabiliteten til yderligere at reducere deres gearing frem for at investere. Fortsat usikkerhed om-

kring udsigterne på arbejdsmarkedet og sikkerhed i ansættelsen kan have ansporet husholdningerne til at spare op af forsigtighedshensyn frem for at understøtte forbruget. I en række lande kan drøftelserne om reform af de sociale sikringsordninger og sundhedssystemet have bidraget til husholdningernes usikkerhed og således ansporet dem til opsparing af forsigtighedshensyn. Tydeligere tegn på et opsving i den økonomiske aktivitet i 2. halvår 2003 betød, at virksomhederne var mindre tilbageholdende med hensyn til investeringer, selv om husholdningernes forbrugsudgifter fortsat var afdæmpede.

INDUSTRIEN BAG OPSVINGET PÅ PRODUKTIONSSIDEN

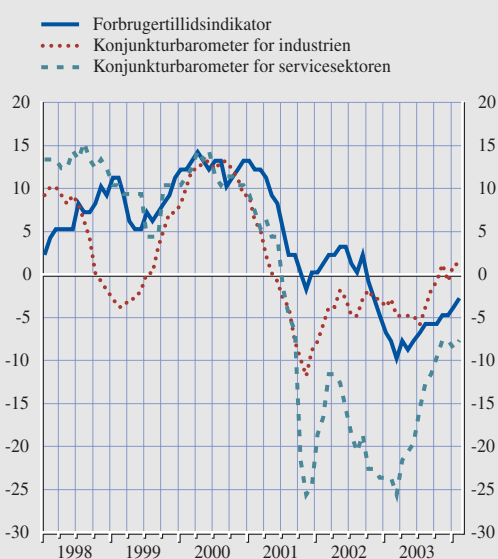
Selv om både industriproduktionen og markedsrelaterede tjenesteydelser bidrog til opsvinget i produktionen i løbet af 2003, var industriproduktionens bidrag størst. Stigningen i rent markedsrelaterede tjenesteydelser, målt ved den reale værditilvækst, kom en smule tidligere end stigningen i industrien (ekskl. byggeriet). Det var stort set i overensstemmelse med konjunkturbarometret for tjenesteydelser, som begyndte at stige i 2. kvartal 2003, mens konjunkturbarometret for industrien først begyndte at stige i 3. kvartal (se figur 20). Udviklingstendenserne var imidlertid forskellige i 4. kvartal, idet industriproduktionen steg yderligere, og produktionen inden for markedsrelaterede tjenesteydelser faldt en del.

Hvis man sammenligner den gennemsnitlige produktionsvækst i 2003 med væksten i de foregående år og i hele konjunkturcyklen, klarede servicesektoren sig forholdsvis dårligt. Væksten i den reale værditilvækst i markedsrelaterede tjenesteydelser var 0,7 pct. Dermed aftog den yderligere i forhold til de to foregående år og nåede et niveau, der var noget lavere end niveauet i forbindelse med konjunkturedgangen i 1993. Derimod var væksten i industrien (ekskl. byggeriet) 0,1 pct., hvilket er noget lavere end i de to foregående år, men i overensstemmelse med væksten i forbindelse med en typisk konjunkturedgang.

Opsvinget i industriaktiviteten i 2. halvår 2003 afspejlede stort set opsvinget i vareeksporten,

Figur 20. Konjunkturbarometre

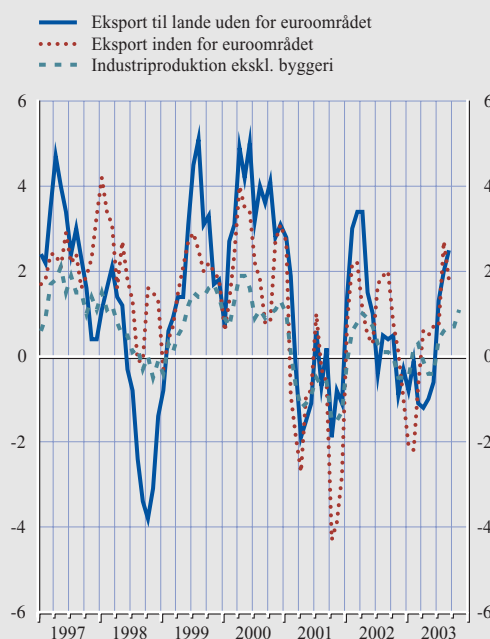
(Nettotal i pct.)



Kilde: Europa-Kommissionens konjunkturbarometre.
Anm.: Alle observationer er sæsonkorrigeret. De viste observationer er beregnet som afvigelser fra gennemsnittet for perioden siden januar 1985 for forbrugertillidsindikatoren og konjunkturbarometeret for industrien og perioden siden april 1995 for konjunkturbarometeret for servicesektoren.

Figur 21. Vareeksport og industriproduktion

(Mængder; sæsonkorrigeret)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.
Anm.: De viste observationer er beregnet som 3-måneders ændringer i pct.

hvilket er i overensstemmelse med, at produktions konjunkturfølsomhed over for den eksterne udvikling er meget udtalt blandt eurolandene. Eksporten til lande inden for euroområdet og til lande uden for euroområdet har tilsyneladende bidraget til opsvinget i industriproduktionen (ekskl. byggeriet) i 2. halvår 2003 (se figur 21).

MINDRE SPREDNING I PRODUKTIONSVÆKSTEN MELLEM LANDENE

En række spredningsmål tyder på en mindre forskel i den reale BNP-vækst mellem eurolandene i 2003. Delvis som resultat af den globale økonomiske afmatning aftog den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP i de fleste eurolande i 2003 i forhold til det foregående år, dog med undtagelse af Belgien, Spanien og Grækenland, hvor væksten tiltog moderat. I Italien var væksten stort set uændret.

STORT SET STABIL BESKÆFTIGELSE I 2003

I nogen modsætning til den samlede produktion var beskæftigelsen i euroområdet tilsyneladende stort set stabil i hele 2003 (se tabel 7), som det var tilfældet i det meste af 2002. Foreliggende nationale data for 4. kvartal 2003 tyder på, at den gennemsnitlige årlige vækst i den samlede beskæftigelse var ca. 0,1-0,2 pct. i 2003. Beskæftigelsen viste sig således at være mere solid end forventet i lyset af den lange periode med afdæmpet økonomisk aktivitet. Selv om beskæftigelsen fortsat var stort set stabil, tyder data fra undersøgelser af arbejdsstyrken imidlertid på, at arbejdstimer pr. lønmodtager er faldet forholdsvis kraftigt i de seneste år, hvilket gjorde det ud for størstedelen af den arbejdsmarkedstilpasning, som ofte finder sted i forbindelse med en konjunkturedgang. Det står i nogen grad i modsætning til tidligere konjunkturedgange, hvor tilpasningen overvejende vedrørte beskæftigelsen snarere end arbejdstimerne.

Tabel 7. Udviklingen på arbejdsmarkedet

(Ændring i pct. år/år og pct.)

	2001	2002	2003	2001 3. kv.	2001 4. kv.	2002 1. kv.	2002 2. kv.	2002 3. kv.	2002 4. kv.	2003 1. kv.	2003 2. kv.	2003 3. kv.	2003 4. kv.
Arbejdsstyrke	0,9	0,9	.	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	.
Beskæftigelse	1,4	0,4	.	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	.
Landbrug ¹⁾	-0,8	-2,1	.	-1,1	-1,5	-2,4	-2,1	-2,0	-2,0	-2,2	-1,9	-1,5	.
Industri ²⁾	0,4	-1,3	.	0,1	-0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5	.
– Ekskl. byggeri	0,3	-1,4	.	0,0	-0,5	-1,1	-1,3	-1,4	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	.
– Byggeri	0,4	-0,9	.	0,4	-0,1	-0,7	-0,8	-1,2	-1,0	-0,8	0,1	-0,2	.
Tjenesteydelser ³⁾	1,9	1,3	.	1,7	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	.
Arbejdsløshedsprocent⁴⁾													
I alt	8,0	8,4	8,8	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8
Under 25 år	15,7	16,2	16,8	15,7	15,8	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	16,8	16,7	16,7
25 år og derover	7,0	7,4	7,7	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.
 1) Inkl. fiskeri, jagt og skovbrug.
 2) Inkl. fremstilling, byggeri, minedrift og- brydning, el-, gas- og vandforsyning.
 3) Ekskl. eksterritoriale organer og organisationer.
 4) I pct. af arbejdsstyrken.

Tilpasningen af arbejdstimer pr. lønmodtager kan delvis afspejle en øget fleksibilitet på arbejdsmarkedet, fx i form af bedre mulighed for at beregne og planlægge arbejdstiden i hele år frem for i uger eller måneder eller i form af øget anvendelse af deltidsjob. Den stabile beskæftigelse i 2003 betyder, at forbedringen af den samlede arbejdskraftsproduktivitet målt pr. lønmodtager først viste sig i 2. halvår, hvor aktiviteten begyndte at stige. Målt pr. arbejdstime kan en stigning i arbejdskraftsproduktiviteten aftage hurtigere, da den tidligere nedjustering af det gennemsnitlige antal arbejdstimer sandsynligvis vil ændre sig til det modsatte, efterhånden som opsvinget får fat.

Den stort set uændrede samlede beskæftigelse i 2003 dækker over modsatrettede udviklingstendenser i industrien og servicesektoren. I de første tre kvartaler af 2003 sås et fald i beskæftigelsen i industrien, som blev opvejet af nettojobskabelsen i servicesektoren. I 2003 var den gennemsnitlige beskæftigelsesvækst i både industrien og servicesektoren dog sandsynligvis lavere end i 2002. Endvidere tyder data fra undersøgelser af arbejdsstyrken på, at der skete en tilpasning af arbejdskraften via arbejdstimer pr. lønmodtager i begge sektorer.

STIGNINGEN I ARBEJDSLØSHEDEN OPHØRTE I 2003

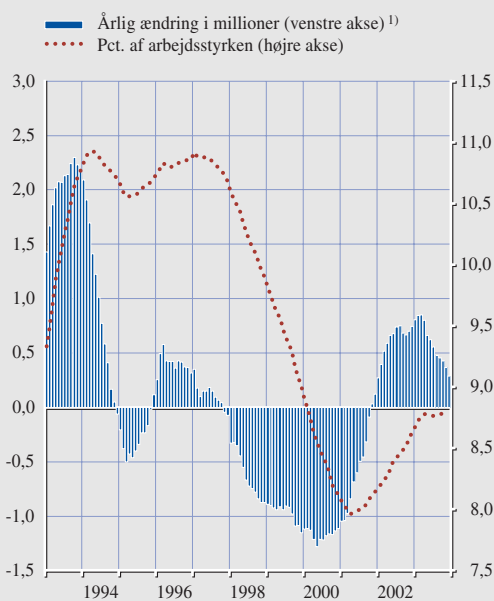
Stigningen i arbejdsløsheden i euroområdet, som startede i begyndelsen af 2001, ophørte i foråret 2003, idet arbejdsløshedsprocenten var uændret 8,8 pct. resten af året. Arbejdsløsheden var i gennemsnit 0,4 procentpoint højere i 2003 end i 2002. Denne stigning var spredt over de forskellige aldersgrupper og køn, selv om forskellen mellem arbejdsløsheden for gruppen under 25 år og for gruppen over 25 år tiltog yderligere, mens forskellen mellem arbejdsløsheden for kvinder og for mænd fortsat aftog.

De fleste eurolande oplevede en stigning i arbejdsløsheden i perioden 2002-03. Undtagelserne var Grækenland og Italien, hvor arbejdsløsheden faldt, og Finland og Spanien, hvor den var stort set konstant. Alt i alt faldt spredningen i arbejdsløsheden mellem eurolandene i 2003. I visse lande afspejler arbejdsløshedstallene for 2003 dog delvis en afgang af nogle arbejdsløse fra de officielle statistikker som følge af ændringer i registreringen af disse og/eller som følge af arbejdsmarkedsreformer.

Selv om arbejdsløsheden i euroområdet generelt var stabil i 2003, steg antallet af arbejdsløse fortsat en smule i det meste af året. I december udgjorde det samlede antal arbejdsløse 12,3 mio.,

Figur 22. Arbejdsløshed

(Månedlige observationer, sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.
Anm.: Observationer vedrører Euro 12 (inkl. perioder før 2001).
1) De årlige ændringer er ikke sæsonkorrigeret.

hvilket er en stigning på ca. 270.000 i forhold til et år tidligere (se figur 22). Med en stort set stabil beskæftigelse indikerer stigningen i antallet af arbejdsløse en yderligere vækst i arbejdsstyrken. Væksten i arbejdsstyrken i 2003 var dog noget lavere end i det foregående år. Stigningen i arbejdsløsheden og et yderligere fald i andelen af ledige job har sandsynligvis ikke tilskyndet til arbejdsmarkedsdeltagelse, hvilket fx har resulteret i en forsinket indtræden på arbejdsmarkedet.

2.4 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

BUDGETSALDIENE FORVÆRREDES YDERLIGERE I 2003

For tredje år i træk forværredes budgetsaldoen i euroområdet i 2003. De seneste tal fra Eurostat viser et gennemsnitligt underskud på 2,7 pct. af BNP i 2003 i forhold til 2,3 pct. i 2002 (se tabel 8). Den markante forværring skyldes især, at de automatiske stabilisatorer virkede under langt mindre gunstige makroøkonomiske forhold end

antaget. Størstedelen af medlemslandene kunne ikke opfylde målene i deres stabilitetsprogrammer fra slutningen af 2002 og begyndelsen af 2003. Afvigelserne fra målene udgjorde i gennemsnit næsten 1,0 pct. af BNP.

Udviklingen i de offentlige finanser gav især anledning til bekymring i de lande, som allerede havde betydelige budgetunderskud i 2002. Tyskland og Frankrig havde et underskud på tæt på eller over 4 pct. af BNP i 2003, mens underskuddet i Portugal lå tæt på 3 pct. af BNP trods gennemførelsen af omfattende midlertidige foranstaltninger. Det offentlige underskud i Holland var 3 pct. af BNP i 2003.

I 2003 steg de offentlige udgifter som andel af BNP i euroområdet i forhold til 2002, idet der var et vedvarende opadrettet pres på de løbende udgifter overvejende som følge af øgede udgifter til arbejdsløshedsdagpenge og tilhørende sociale overførsler. Renteudgifterne faldt en smule i 2003. Den langsomme vækst i skatteindtægterne i 2003 skyldtes hovedsagelig den økonomiske afmatning og andre uventede fald i skatteindtægterne.

Den ugunstige budgetudvikling havde en negativ effekt på den gennemsnitlige offentlige gældskvot. Efter flere år med et konstant, men moderat, fald steg gældskvoten i euroområdet til 70,4 pct. af BNP i 2003. Denne forværring afspejler det langvarige fald i det primære overskud og den moderate vækst i nominelt BNP. I Frankrig steg gældskvoten til over referenceværdien på 60 pct. af BNP i 2003, mens den i Tyskland og Østrig fortsat lå over denne referenceværdi og i Belgien, Grækenland og Italien over 100 pct. af BNP.

I 2003 var finanspolitikken i euroområdet i store træk neutral, målt som ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo ifølge Europa-Kommissionens skøn. Det afspejler kontrol med de konjunkturkorrigerede primære udgifter og en stigning i afgifterne og de sociale bidrag i visse lande, hvilket stort set kompenserede for yderligere nedsættelser af indkomstskatterne i flere medlemslande.

Tabel 8. Offentlige budgetstillinger i euroområdet

(I pct. af BNP)

Offentligt overskud (+)/underskud (-)	2000	2001	2002	2003
Euroområdet	-0,9	-1,7	-2,3	-2,7
Belgien	0,2	0,4	0,1	0,2
Tyskland	-1,2	-2,8	-3,5	-3,9
Grækenland	-2,0	-2,0	-1,4	-1,7
Spanien	-1,0	-0,4	0,0	0,3
Frankrig	-1,4	-1,6	-3,3	-4,1
Irland	4,4	1,1	-0,4	0,2
Italien	-1,8	-2,6	-2,3	-2,4
Luxembourg	6,3	6,3	2,7	-0,1
Holland	1,5	0,0	-1,9	-3,0
Østrig	-1,9	0,2	-0,2	-1,1
Portugal	-3,2	-4,4	-2,7	-2,8
Finland	7,1	5,2	4,3	2,3
Offentlig bruttogæld				
	2000	2001	2002	2003
Euroområdet	70,4	69,4	69,2	70,4
Belgien	109,1	108,1	105,8	100,5
Tyskland	60,2	59,4	60,8	64,2
Grækenland	106,2	106,9	104,7	102,4
Spanien	61,2	57,5	54,6	50,8
Frankrig	57,2	56,8	58,6	63,0
Irland	38,4	36,1	32,3	32,0
Italien	111,2	110,6	108,0	106,2
Luxembourg	5,5	5,5	5,7	4,9
Holland	55,9	52,9	52,6	54,8
Østrig	67,0	67,1	66,6	65,0
Portugal	53,3	55,6	58,1	59,4
Finland	44,6	43,9	42,6	45,3

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.
 Anm.: Observationer er baseret på definitionen ifølge proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Budgetsaldi er ekskl. indtægter fra salget af UMTS-licenser.

EU'S FINANSPOLITISKE RAMMER ER TRUET

Den 25. november 2003 besluttede Ecofin-rådet ikke at handle på grundlag af Europa-Kommissionens henstillinger vedrørende Frankrig og Tyskland samt at stille proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud for disse lande i bero. I sine konklusioner anbefalede Ecofin-rådet, at Frankrig opnår et fald i det konjunkturkorrigerede underskud på 0,8 pct. af BNP i 2004 og et fald på mindst 0,6 pct. i 2005, så underskuddet kommer under 3 pct. af BNP senest i 2005. Samtidig anbefalede Ecofin-rådet, at Tyskland reducerer sit konjunkturkorrigerede underskud med 0,6 pct. af BNP i 2004 og med mindst 0,5 pct. i 2005, så underskuddet kommer under 3

pct. af BNP senest i 2005 (se kapitel 4). Ecofin-rådets beslutning har medført usikkerhed med hensyn til gennemførelsen af reglerne for finanspolitik i eurolandene i fremtiden. Beslutningen skaber desuden præcedens for en slap gennemførelse af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, som kan svække incitamentet til konsolidering i fremtiden.

Det er afgørende at fastholde tilliden til holdbarheden af ØMUens institutionelle fundament. Tyskland og Frankrig skal nu leve op til deres ansvar og opfylde deres forpligtelse til at afhjælpe situationen med uforholdsmæssigt store underskud så hurtigt som muligt og senest i 2005. De

lande, der stadig har budgetproblemer, skal også gøre fremskridt med hensyn til at opnå en budgetstilling tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt ved at reducere deres underliggende underskud med mindst 0,5 pct. af BNP om året.

Gennemførelsen af en sund finanspolitik er i alle landes interesse. En budgetstilling tæt på balance eller i overskud giver de automatiske stabilisatorer frit spillerum, hvilket bidrager til udjævning af konjunkturcykler. Med sunde offentlige finanser kan de enkelte lande desuden bedre imødegå effekten af befolkningens aldring på budgetterne ved at reducere den offentlige gældskvote. Omvendt øger manglende budgetdisciplin usikkerheden vedrørende de offentlige finansers holdbarhed i fremtiden, hvilket hæmmer de økonomiske aktørers langsigtede beslutninger. Det kan desuden skabe eksternaliteter, som kan påvirke andre medlemslande negativt.

Ifølge stabilitetsprogrammerne fra slutningen af 2003 og begyndelsen af 2004 forventes euroområdet underskud at falde med 0,3 procentpoint i 2004 til 2,4 pct. af BNP. Konsolideringseffekterne af udgiftsbegrænsningerne, lavere rentebetalinger og det gradvise opsving i den økonomiske aktivitet bør opveje effekten af skattenedsættelser på budgetsaldoen i en række lande. Den konjunkturkorrigerede saldo i euroområdet skønnes at blive forbedret i 2004. Underskuddet i Tyskland og Frankrig forventes at aftage, men vil sandsynligvis fortsat ligge over 3 pct. af BNP i 2004. Ifølge Ecofin-rådets udtalelser er justeringsplanen i Frankrigs stabilitetsprogram tilsyneladende utilstrækkelig til at elimi-

nere det uforholdsmæssigt store underskud i 2005, mens justeringsplanen for Tyskland muligvis også er utilstrækkelig til at rette op på det uforholdsmæssigt store underskud i samme år. Med udgangspunkt i Kommissionens beregninger, som omtalt i Ecofin-rådets udtalelser, forekommer det desuden usandsynligt, at Grækenland, Italien og Portugal kan reducere deres konjunkturkorrigerede underskud med mindst 0,5 pct. af BNP i 2004.

STRUKTUREFORM AF DE OFFENTLIGE FINANSER ER FORTSAT AFGØRENDE

De gennemførte eller planlagte pensionsreformer i visse lande vil forbedre de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt. Der er imidlertid behov for yderligere justeringer i lyset af befolkningens aldring (se boks 6). Budgetkonsolidering bør være en del af en troværdig mellemfristet reformpakke. Budgetkonsolidering kombineret med strukturreformer kan modvirke budgetbesparelsers negative effekt på efterspørgslen på kort sigt ved at øge euroområdets regeringers troværdighed og offentlighedens tillid til deres evne til at overholde de fælles regler og sikre holdbare offentlige finanser på langt sigt.

Strukturreformer på udgiftssiden er særlig vigtige. For at øge de offentlige finansers kvalitet bør der fokuseres på udgifter, der øger den potentielle produktionsvækst. En reduktion af de samlede udgiftsforpligtelser vil give mulighed for at lette skattebyrden og dermed bidrage til den økonomiske vækst.

Boks 6

REFORMERNES BETYDNING FOR DE OFFENTLIGE FINANSERS HOLDBARHED

For at sikre holdbare offentlige finanser på langt sigt skal eurolandene gennemføre omfattende finanspolitiske reformer og andre reformer.

Befolkningens aldring og de offentlige finansers holdbarhed

Befolkningens aldring udgør en af de største trusler mod de offentlige finansers holdbarhed i euroområdets økonomier. Eurostat skønner, at ældrebyrden, dvs. andelen af personer i aldersgruppen

65 år og derover i forhold til andelen af personer i aldersgruppen 15-64 år, vil stige fra ca. 25 pct. i 2000 til over 50 pct. i 2050. Denne demografiske udvikling vil sætte de offentlige finanser under pres, eftersom de aldersrelaterede udgifter vil stige, især udgifterne til offentlige pensioner, sundheds- og langtidspleje. De offentlige pensionssystemer i EU er hovedsagelig baseret på "pay-as-you-go"-princippet. Eftersom udgifterne dækkes ved hjælp af løbende bidrag, vil det stigende antal pensionister belaste disse pensionssystemer. Udgifter i forbindelse med sundhedspleje forventes at stige, da behovet for sundhedsydelser ofte tiltager, når man bliver ældre. Tidligere erfaringer viser, at den teknologiske udvikling også kan bidrage til stigende udgifter til sundhedspleje.

I en undersøgelse, som for nylig blev iværksat af Ecofin-rådet og udført af aldringsarbejdsgruppen under Udvalget for Økonomisk Politik,¹ forventes de offentlige pensionsudgifter i de fleste euro-lande at stige med 3-6 procentpoint af BNP inden 2050 som følge af befolkningens aldring. En yderligere stigning på 2-4 procentpoint af BNP kan forventes som følge af stigende udgifter til sundheds- og langtidspleje.

EUs strategi vedrørende spørgsmålet om befolkningens aldring

I lyset af behovet for omfattende reformer blev EU-landene i 2001 enige om en trestrengt strategi for at kunne klare befolkningens aldring. Denne strategi blev først fastlagt i EUs overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker (Broad Economic Policy Guidelines) fra 2001 og foreskriver følgende: (i) Foranstaltninger til at øge beskæftigelsen, (ii) hurtig reduktion af den offentlige gæld, og (iii) yderligere reform af pensions- og sundhedssystemerne, herunder øget anvendelse af opsparingsbaserede pensioner. EUs finanspolitiske rammer i henhold til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og stabilitets- og vækstpagten imødegår også de finanspolitiske udfordringer i forbindelse med befolkningens aldring ved at kræve en budgetstilling tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt og ved at fastsætte begrænsninger for underskud og gæld.

Nuværende politikker

De nuværende finanspolitikker i euroområdet tegner et blandet billede af de foranstaltninger, der er truffet for at øge holdbarheden. For det første er de planlagte foranstaltninger generelt ikke tilstrækkelige til at sikre pensions- og sundhedssystemernes holdbarhed, og der er behov for yderligere ændringer, selv om tilgangen til en reform af disse systemer går i den rigtige retning. Med hensyn til pensionsreformer fokuseres der på at øge den effektive pensionsalder ved fx at skabe incitament til at blive på arbejdsmarkedet og ved at forlænge den bidragsperiode, som berettiger til at modtage fuld pension. Hvad angår sundhedssektoren, fokuseres der ofte på at begrænse udgiftsstigningen på kort sigt, fx ved via brugerbetaling at øge bevidstheden om omkostningerne ved medicinsk behandling. For det andet er de nuværende store budgetunderskud ofte af strukturel karakter. Det betyder, at de pågældende lande – ud over at opfylde de budgetmæssige krav i forbindelse med de forventede demografiske ændringer – også skal følge en ambitiøs strukturel konsolideringspolitik for at opnå en sund budgetstilling.

¹ Undersøgelsen findes på Europa-Kommissionens websted for Generaldirektoratet for Økonomiske og Finansielle Anliggender: www.europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm.

2.5 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD, VALUTAKURSER OG BETALINGSBALANCEN

DET GLOBALE ØKONOMISKE OPSVING BLEV STYRKET I 2003

Efter en periode med usikkerhed i 1. halvår 2003 – som hovedsagelig skyldes geopolitiske spændinger, terrortrusler, sars-epidemien og frygt for deflation – styrkedes det globale økonomiske opsving i 2. halvår. I slutningen af 2003 havde opsvinget bredt sig og var blevet styrket primært som følge af den dynamiske vækst i USA og Asien. Det private forbrug og ekspansive økonomiske politikker understøttede det gradvise opsving i den globale økonomiske aktivitet, mens især erhvervsinvesteringerne var forholdsvis afdæmpede i visse industrilande på grund af overkapacitet og graden af virksomhedernes gældssætning. Inflationspresset var stadig forholdsvis lavt i lyset af den kraftige produktivitetsvækst, især i USA, og den vedvarende betydelige overkapacitet. Der var fortsat balanceproblemer i hele 2003. Navnlig steg USAs betalingsbalanceunderskud yderligere til trods for dollarens betydelige depreciering.

I USA blev opsvinget mere bredt funderet i 2003, hvor væksten i BNP var 3,1 pct. i forhold til 2,2 pct. i 2002. Primo 2003 underminerede den store geopolitiske usikkerhed op til Irak-krigen investorernes og forbrugernes tillid, hvilket forsinkede det økonomiske opsving i USA. Den økonomiske aktivitet steg dog igen i 2. kvartal i takt med, at den geopolitiske usikkerhed aftog, hvorved væksten styrkedes betydeligt i 2. halvår 2003. Husholdningernes forbrug var fortsat robust og bidrog betydeligt til væksten i BNP. Det reale private forbrug steg med 3,1 pct. i 2003, navnlig i sommermånederne. En vigtig faktor, der har øget husholdningernes forbrug, var virkningen af skattenedsættelser, der bidrog til at opretholde væksten i den disponible indkomst (4,3 pct. i 2003 i forhold til 5,2 pct. i 2002). En anden faktor var realkreditlån, som spillede en rolle i 1. halvår 2003. Disse faktorer har samlet set opvejet den negative virkning af mindre tillid og den ugunstige beskæftigelsessituation på husholdningernes forbrug indtil 3. kvartal. På baggrund af et stærkt boligmarked og historisk lave real-

kreditrenter steg de reale boliginvesteringer kraftigt til 5,2 pct. i 2003.

Den eneste bemærkelsesværdige svaghed i det meste af 2003 var et vigende arbejdsmarked, selv om det viste visse tegn på forbedring i 3. kvartal. Beskæftigelsen i den private sektor faldt betydeligt i 1. halvår 2003, hvorefter den steg moderat. Arbejdsløsheden begyndte at falde i løbet af sommeren fra sit toppunkt på 6,4 pct. i juni til 5,6 pct. i januar 2004. Denne forbedring skyldes delvis en nedgang i arbejdsstyrken.

Efter to års nedgang voksede erhvervsinvesteringerne med 4,3 pct. i 2003. Efter det begyndende opsving i 2. kvartal steg væksten i erhvervsinvesteringerne resten af året og nåede op på et tocifret tal på årsbasis. Opsvinget i kapitaludgifterne skyldes gunstige finansieringsforhold, øget indtjening og positive efterspørgselsudsigter. Stigningen i disse udgifter var dog stadig snævert funderet, da den primært omfattede hardware- og softwareudgifter samt boligbyggeri. Hvad angår udenrigshandlen, var der tale om en kraftigere vækst i importmængderne end i eksportmængderne i 2003 i overensstemmelse med den øgede indenlandske efterspørgsel i USA i forhold til de vigtigste handelspartnerlande. Underskuddet på de løbende poster steg således til over 5 pct. af BNP i 2003, hvilket i høj grad afspejler balanceproblemer i den offentlige sektor.

Hvad angår forbrugerpriserne og producentpriserne, steg inflationen i USA i 2003. Efter korrektion for virkningen af energipriserne var inflationspresset dog fortsat generelt svagt i løbet af året som følge af lav kapacitetsudnyttelse og kraftig produktivitetsvækst. Inflationen, målt ved forbruger- og producentprisindeks, steg til henholdsvis 2,3 pct. og 3,2 pct. i 2003 fra 1,6 pct. og -1,3 pct. i 2002. Forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi steg med 1,4 pct. i 2003 i forhold til 2,4 pct. i 2002, og producentpriserne (ekskl. fødevarer og energi) viste stadig en afdæmpet stigningstakt.

Renten lå fortsat på et historisk lavt niveau i 2003. Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) sænkede målet for federal

funds-renten med 25 basispoint til 1 pct. i juni 2003. I en vurdering fra december fastslog FOMC, at den akkommoderende pengepolitik ville blive fastholdt i en "længere periode" i betragtning af risikoen for et uvelkomment fald i inflationen. På FOMCs møde i januar 2004 blev denne vurdering dog erstattet af en henvisning til FOMCs "tålmodige" fremgangsmåde i forbindelse med at ændre den akkommoderede politik. Finanspolitikken var udpræget ekspansiv i 2003, og underskuddet på den føderale budgetsaldo steg til 3,5 pct. af BNP i finansåret 2003 fra 1,5 pct. af BNP i finansåret 2002. Det kunne hovedsagelig tilskrives diskretionære budgettiltag og i mindre grad budgettets automatiske reaktion på konjunkturforløbet.

I Japan voksede den reale økonomiske aktivitet i hele 2003 med støtte fra eksport og private investeringer. Efter først at være svækket begyndte eksportvæksten at stige i 2. halvår 2003. Eksporten til Asien ekskl. Japan voksede særlig kraftigt, og Kina stod for mere end halvdelen af den samlede eksportstigning i 2003. På baggrund af de historisk lave lagerbeholdninger medførte eksportvæksten et opsving i industriproduktionen i 2. halvår 2003 med særligt kraftig vækst i de eksportorienterede maskinsektorer. De private investeringer ekskl. boliginvesteringer voksede kraftigt som følge af et opsving i virksomhedernes indtjening og visse strukturmæssige forbedringer af virksomhedernes balancer. Det private forbrug var forholdsvis trægt og afspejlede et stadig svækket arbejdsmarked og svækkede indkomstforhold. Som følge af fortsatte bestræbelser på at opnå budgetkonsolidering på mellemlangt sigt faldt de offentlige udgifter, hvilket afspejler et kraftigt fald i de offentlige investeringsudgifter.

Deflationspresset aftog en del i 2003. CPI faldt i gennemsnit med 0,3 pct. i forhold til et fald på 0,9 pct. i 2002. Bank of Japan forhøjede målet for saldoen på anfordringskonti i centralbanken fra 15-20 billioner yen i begyndelsen af 2003 til 30-35 billioner yen i januar 2004. Derudover besluttede Bank of Japan at købe værdipapirer med sikkerhed i specificerede aktiver (asset-backed securities) i en begrænset periode for at skabe

bedre finansieringsforhold for de små og mellemstore virksomheder.

De økonomiske resultater i Asien ekskl. Japan var robuste i 2003, hvilket understøttede opsvinget i 2002. Regionen viste sig at være forholdsvis robust over for visse negative stød, herunder geopolitisk usikkerhed (især Irak-krigen og spændingerne i Nordkorea) og sars-epidemien. Den kraftige produktionsvækst kunne tilskrives forskellige faktorer. For det første blev den udenlandske efterspørgsel positivt påvirket af en forbedring i den globale økonomi og deprecieringen af den effektive valutakurs, som kom til udtryk i den kraftige eksportaktivitet i mange lande i regionen. For det andet voksede den indenlandske efterspørgsel mere end først antaget, selv om den faldt markant i 2. kvartal på grund af sars-udbruddet. På landeniveau var Kina klart den hurtigst voksende økonomi med en vækst i BNP på 9,1 pct. i 2003.

I de tiltrædende lande var produktionsvæksten fortsat robust i 2003 til trods for det svage eksterne miljø. Væksten i realt BNP kunne hovedsagelig tilskrives det private forbrug og nettoeksporten, mens investeringerne også stod stærkt i visse lande. Budgetstillingen blev yderligere forringet i en del lande, hvilket udgør en stor udfordring for de offentlige finansers holdbarhed. Den gennemsnitlige HICP-inflation i de tiltrædende lande som helhed var stadig tæt på 2 pct., selv om der var betydelige forskelle blandt landene (se kapitel 7).

I Latinamerika var der tegn på generelt forbedrede økonomiske forhold i 2003, da Argentina oplevede et kraftigt opsving efter sidste års krise. I regionens to største lande aftog Brasiliens BNP, og Mexico havde en forholdsvis træg produktionsvækst. Brasilien havde en negativ økonomisk vækst år-til-år i de sidste tre kvartaler af 2003, primært som følge af et fald i den indenlandske efterspørgsel trods en lille nedgang i de indenlandske finansieringsomkostninger. Den største hæmsko for den mexicanske økonomi var fremstillingssektoren, hvor eksporten har haltet efter opsvinget i USA.

Prisen på Brent-råolie lå i gennemsnit på 28,9 dollar pr. tønde i 2003, dvs. 15,4 pct. højere end i 2002. Stigningen skyldes leveringsforstyrrelser, ophobet efterspørgsel, lave lagerbeholdninger og geopolitiske spændinger. Priserne på råvarer ekskl. olie steg også betydeligt i 2003 som følge af et opsving i den globale økonomiske aktivitet. Efterspørgslen efter råvarer i Kina påvirkede især råvaremarkederne.

EUROEN APPRECIEREDE KRAFTIGT I 2003

I 2003 fortsatte euroen med at appreciere over for de vigtigste valutaer. Det var mest udtalt over for den amerikanske dollar og adskillige asiatiske valutaer, hvilket afspejler deres formelle eller uformelle tilknytning til dollaren. Euroen apprecierede også over for den japanske yen, det britiske pund og schweizerfrancen, dog i mindre omfang, mens den deprecierede over for den australske dollar.

I 1. halvår 2003 skete denne udvikling på baggrund af den forholdsvis store økonomiske og geopolitiske usikkerhed. Det opadrettede pres på euroen blev midlertidigt afbrudt i løbet af sommeren i lyset af opjusterede markedsforventninger til det økonomiske opsving i de vigtigste partnerlande. Mod slutningen af 2003 styrkedes euroen igen, da markedsanalytikere i stigende grad blev bekymrede over de globale eksterne balanceproblemer. Ultimo 2003 var den nominelle effektive eurokurs næsten 11 pct. højere end i begyndelsen af året og næsten 17 pct. over gennemsnittet i 2002.

I de første to måneder af 2004 apprecierede den effektive eurokurs ikke yderligere. Udviklingen i den effektive valutakurs i den periode kan tilsyneladende tilskrives en kombination af faktorer, der peger i forskellige retninger, herunder markedets reaktion på G7-landenes kommuniké om valutakursudviklingen i begyndelsen af februar 2004. Den 27. februar 2004, som er skæringsdatoen for denne Årsberetning, var den nominelle effektive eurokurs 3,8 pct. højere end gennemsnittet i 2003.

Den reale effektive eurokurs, som tager højde for udviklingen i forskelle i priser og arbejdskrafts-

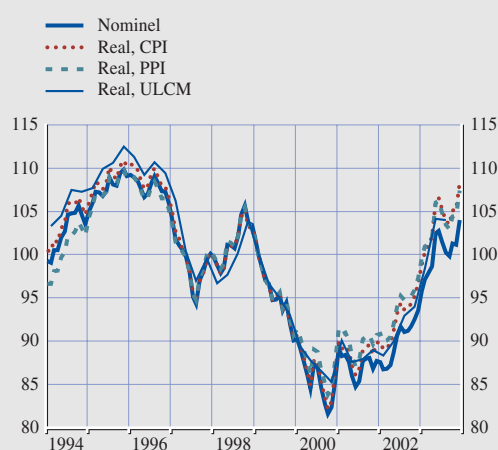
omkostninger mellem euroområdet og dets vigtigste partnerlande, fulgte det nominelle indeks forholdsvis nøje og var i 4. kvartal 2003 et pænt stykke over niveauet i 1. kvartal 1999 (se figur 23).

I 2003 var styrkelsen af euroen særlig udpræget over for den amerikanske dollar, som kom under et bredt funderet deprecieringspres. I de første måneder af året synes dollaren at være tynget af usikkerhed som følge af øgede geopolitiske spændinger og den eventuelle virkning heraf på de globale økonomiske udsigter. Markedsdeltagerne identificerede yderligere faktorer, der påvirkede dollaren negativt i 1. halvår 2003, nemlig offentliggørelse af en række økonomiske nøgletal, der var dårligere end forventet, USAs voksende betalingsbalanceunderskud og en forringelse af budgetstillingen. I løbet af sommeren stabiliserede dollaren sig på baggrund af øgede markedsforventninger om forbedrede økonomiske vækstudsigter i USA. Mod udgangen af året synes markedets bekymringer over finansieringen af USAs betalingsbalanceunderskud at overskygge disse positive faktorer, hvorved dollaren igen kom under nedadrettet pres. Den 30. december 2003 lå euroen på USD 1,25, dvs. ca. 19,5 pct. højere end ved begyndelsen af året og godt 32 pct. over gennemsnittet i 2002. Den 27. februar 2004 lå euroen på USD 1,24, dvs. 9,8 pct. over gennemsnittet i 2003.

Euroen viste samme mønster over for den japanske yen som over for den amerikanske dollar indtil september 2003. Udviklingen i yennen synes hovedsagelig at være forbundet med tegn på forbedring i den økonomiske aktivitet i Japan samt de japanske myndigheders intervention på valutamarkedet i et forsøg på at stabilisere yennen over for dollaren. I kølvandet på G7-landenes møde i Dubai – hvor det blev fastslået, at øget fleksibilitet i valutakurserne var ønskeligt for at fremme glidende og bredt funderede tilpasninger i det finansielle system på basis af markedsmekanismer – kom yennen midlertidigt under et stærkt og bredt funderet apprecieringspres. Ultimo 2003 lå euroen på JPY 133,7, dvs. 7,5 pct. højere end ved begyndelsen af året og godt 13 pct. over gennemsnittet i 2002. Den 27. februar

Figur 23. Nominelle og reale effektive eurokurs ¹⁾

(Månedlige/kvartalsvise observationer; indeks: 1. kv. 1999 = 100)

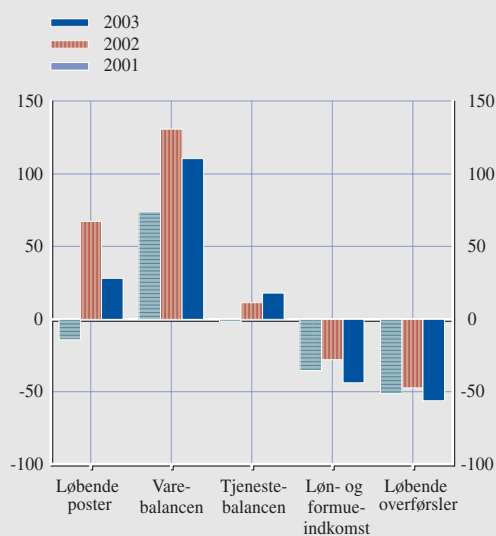


Kilde: ECB.

1) En stigning i indekset repræsenterer en appreciering af euroen. Hvad angår den ULCM-baserede reale effektive eurokurs, stammer den seneste observation fra 3. kvartal 2003 og er delvis baseret på skøn.

Figur 24. Betalingsbalancens løbende poster

(Milliarder euro; 12-måneders akkumulerede tal, sæsonkorrigeret)



Kilde: ECB.

2004 lå euroen på JPY 135,6, dvs. 3,6 pct. over gennemsnittet i 2003.

Hvad angår de øvrige europæiske valutaer, apprecierede euroen over for det britiske pund, schweizerfrancen, og især over for den norske krone, mens den stort set var uændret over for den svenske og den danske krone. Den danske krone bevægede sig fortsat inden for et meget snævert område tæt på centalkursen i ERM2.

OVERSKUDET PÅ DE LØBENDE POSTER FALDT I 2003

I 2003 faldt overskuddet på de løbende poster i euroområdet til 28,1 mia. euro (0,4 pct. af BNP) fra 67,1 mia. euro i 2002 (0,9 pct. af BNP). Faldet skyldes hovedsagelig en nedgang på 20,6 mia. euro i overskuddet på varebalancen og en stigning på 16,0 mia. euro i underskuddet på løn- og formueindkomst, mens underskuddet på løbende overførsler også steg. Udviklingen blev kun delvis opvejet af en mindre stigning i overskuddet på tjenestebalancen (se figur 24). Da vareimporten stort set var uændret i 2003 i forhold til 2002, skyldes nedgangen i overskuddet på va-

rebalancen et fald i værdien af euroområdets vareeksport (med 2,2 pct.) i samme periode.⁷

Stigningen i underskuddet på løn- og formueindkomst skyldes næsten udelukkende et fald på creditsiden. Denne udvikling kan i høj grad tilskrives euroens appreciering i 2003, da værdien af creditsiden af løn- og formueindkomst i udenlandsk valuta er mindre udtrykt i euro.

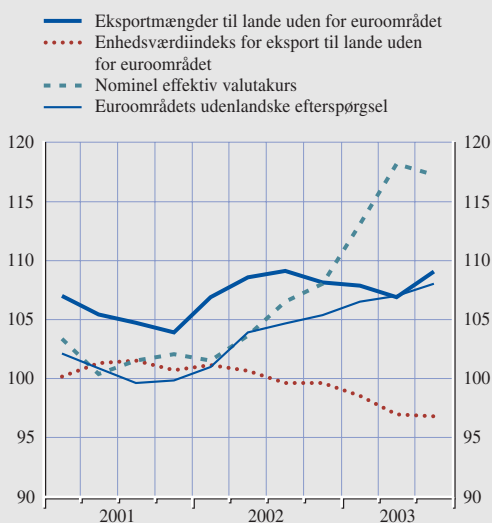
Forståelsen af eksportudviklingen bliver større, hvis værdien af euroområdets vareeksport opdeles i mængder og priser – på baggrund af tal for udenrigshandlen indtil 3. kvartal 2003. Ifølge opdelingen kan nedgangen i eksportværdien i de første tre kvartaler af 2003 tilskrives et fald i eksportpriserne i forhold til gennemsnittet i 2002.⁸ Euroområdets eksportører sænkede priserne i

7 Her henviser eksport og import altid til handel med lande uden for euroområdet.

8 Opdelingen af handelsstrømme i mængder og priser er baseret på udenrigshandelsstatistikken, hvor priserne er udtrykt ved enhedsværdiindeks. På grund af forskelle i definition, dækning og registreringstidspunkt er handelstallene (beregnet af Eurostat) ikke fuldt sammenlignelige med varehandel i ECBs betalingsbalancestatistik.

Figur 25. Eksport til lande uden for euroområdet, udenlandsk efterspørgsel og nominel effektiv valutakurs

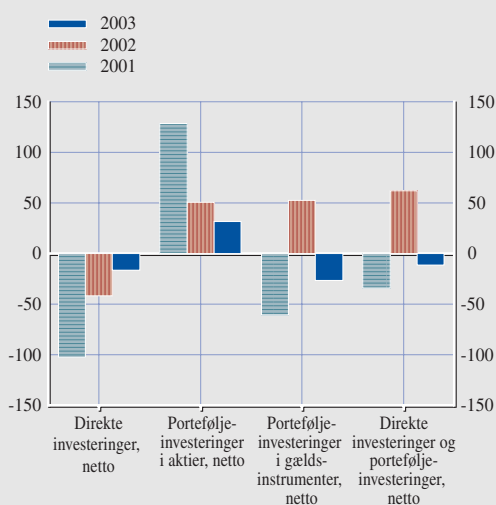
(Indeks: 2000 = 100)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger baseret på Eurostats data. Anm.: De seneste observationer vedrører 3. kvartal 2003.

Figur 26. Finansielle poster

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

euro i et forsøg på at genvinde tabet af konkurrenceevne som følge af euroens appreciering (se figur 25). Eksportmængderne faldt i mellemtiden i 1. halvår 2003 for efterfølgende at rette sig i 3. kvartal. Den trøge udenlandske efterspørgsel og virkningen af euroens appreciering bidrog til faldet i euroområdets eksportmængder, mens den kraftige stigning i den udenlandske efterspørgsel i 3. kvartal 2003 synes at have været den vigtigste årsag til den efterfølgende stigning. Alt i alt lå eksportmængderne i de første tre kvartaler af 2003 en smule over gennemsnittet i 2002, selv om de steg mindre kraftigt end den udenlandske efterspørgsel, hvilket indikerer, at euroområdets eksport tabte markedsandele.

NETTODSTRØMNING AF DIREKTE INVESTERINGER OG PORTEFØLJEINVESTERINGER I 2003

På de finansielle poster var der en nettoudstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer på 9,3 mia. euro i 2003 i forhold til en nettotilstrømning på 61,9 mia. euro i 2002 (se figur 26). Udviklingen afspejlede hovedsagelig lavere nettotilstrømning af porteføljeinvesteringer

(på 91,6 mia. euro), som kun delvis blev modsvaret af et fald i nettoudstrømningen af direkte investeringer (på 20,3 mia. euro) i samme periode.

Transaktioner i gældsinstrumenter dominerede udviklingen i nettostrømmene af porteføljeinvesteringer. Efter en nettotilstrømning på 52,8 mia. euro i 2002 blev nettoinvesteringerne i gældsinstrumenter negative i 2003 – med en nettoudstrømning på 27,4 mia. euro (se figur 26). Det afspejlede primært et betragteligt skift i pengemarkedsinstrumenter fra nettotilstrømning til nettoudstrømning, da de udenlandske investorer tilsyneladende begyndte at omlægge deres internationale portefølje til mere risikobetonede aktiver, især i 2. halvår 2003. Forbedringen af de globale økonomiske udsigter i denne periode – som også illustreres af de solide resultater på de globale aktiemarkeder – har sandsynligvis været den største drivkraft bag udviklingen. Samtidig faldt nettotilstrømningen af obligationer og statsgældsbeviser også en del i 2003 i forhold til 2002. En stor del af faldet afspejlede dog, at re-

sidenterne uden for euroområdet begyndte at afvikle deres investeringer i euroområdets obligationer og statsgældsbeviser i juli og august 2003 på baggrund af forventninger om kapitaltab som følge af stigninger i den lange obligationsrente.

Både direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i aktier i euroområdet bevægede sig overordnet set i retning af balance i 2003. Udviklingen kunne i høj grad tilskrives den økonomiske og geopolitiske usikkerhed i forbindelse med Irak-krigen og sars-epidemien, som påvirkede

investeringsbeslutningerne negativt i 1. halvår (se figur 26). I takt med at usikkerheden aftog, og aktiekurserne igen begyndte at stige, stabiliseredes den grænseoverskridende aktivitet i porteføljeaktier først, hvorefter den begyndte at stige gradvist. I 2. halvår 2003 steg euroområdets direkte investeringer i udlandet også gradvist i lyset af de forbedrede globale og indenlandske økonomiske udsigter, mens de udenlandske direkte investeringer i euroområdet fortsat var afdæmpede.

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

Eurosystemet og NCberne i EU-landene uden for euroområdet samarbejder tæt i ECBs generelle råd. En regelmæssig gennemgang af de makroøkonomiske forhold samt penge- og valutapolitik er en vigtig del af koordineringen mellem Eurosystemet og de tre NCber, som ikke deltager i euroen. 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

Den danske økonomi oplevede en afmatning i 2003, idet væksten i realt BNP faldt til 0,0 pct. fra 1,0 pct. i 2002 (se tabel 9). I 1. halvår 2003 var den indenlandske efterspørgsel, navnlig investeringerne, afdæmpet. Den indenlandske efterspørgsel steg dog igen i resten af året i takt med forbrugernes og industriens voksende tillid. Opsvinget i det private forbrug blev understøttet af lave renter, indførelsen af afdragsfrie realkreditlån, højere disponibel realindkomst og større boligformue. Som følge af træg udenlandsk ef-

terspørgsel faldt eksportvæksten i forhold til året før. Importen steg således en smule hurtigere end eksporten i 2003. I samme periode steg arbejdsløsheden til 5,6 pct.

Den årlige inflation faldt til 2,0 pct. i 2003 (se figur 27). Det skyldes hovedsagelig afgiftsnedsættelser (på alkohol, tobak og sodavand) og lave energipriser som følge af dollarens depreciering. Andre bidragende faktorer var prisfald inden for forsikring og kommunikation. Enhedslønsmkostningerne steg en smule i 2003, da lønstigningerne var ledsaget af lidt lavere produktivitetsstigninger.

Overskuddet på de offentlige finanser faldt fra 1,7 pct. af BNP i 2002 til 1,5 pct. af BNP i 2003. Det kunne til dels tilskrives lavere skatteindtægter og højere udgifter til arbejdsløshedsdagpenge på grund af konjunkturedgangen. Den offentlige gæld faldt fra 47,2 pct. af BNP til 45,0 pct. Ifølge det opdaterede konvergensprogram forventes fortsat sunde offentlige finanser i Danmark, og det offentlige overskud forventes at nå 1,3 pct. i 2004 og 1,8 pct. i 2005. Det lavere for-

Tabel 9. Makroøkonomiske indikatorer for Danmark

	1999 2000 2001 2002 2003					2003			
	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	
Realt BNP	2,6	2,8	1,6	1,0	0,0	1,4	-1,2	-0,4	0,3
Bidrag til vækst i realt BNP: ¹⁾									
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	0,1	2,4	1,0	1,8	0,1	1,3	-1,5	-0,7	1,4
Nettoeksport	2,6	0,5	0,6	-0,8	-0,1	0,1	0,3	0,3	-1,1
HICP	2,1	2,7	2,3	2,4	2,0	2,8	2,2	1,6	1,3
Lønsum pr. ansat	3,6	3,5	4,7	3,4	3,6	3,2	3,6	3,7	3,9
Enhedslønsmkostninger, hele økonomien	2,4	1,4	3,7	2,0	2,2	0,5	3,0	2,7	2,7
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	-2,4	6,8	0,5	-3,2	-1,9	-2,9	-2,4	-1,2	-1,1
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP) ²⁾	1,8	1,5	3,1	2,6	2,8	2,3	2,8	4,5	1,7
Samlet beskæftigelse	1,2	0,5	0,4	-0,6	-1,4	-1,5	-1,8	-1,4	-0,8
Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	4,8	4,4	4,3	4,6	5,6	5,2	5,6	5,8	6,0
Budgetsaldo (pct. af BNP) ³⁾	3,3	2,6	3,1	1,7	1,5	,	,	,	,
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ³⁾	55,8	50,1	47,8	47,2	45,0	,	,	,	,
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁵⁾	3,3	4,9	4,6	3,5	2,4	2,8	2,4	2,1	2,2
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁵⁾	4,9	5,6	5,1	5,1	4,3	4,3	4,1	4,3	4,5
Valutakurs over for euro ⁵⁾	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,42	7,43	7,44

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

1) Procentpoint.

2) Kvartalstal er hverken sæsonkorrigeret eller korrigeret for antal arbejdsdage.

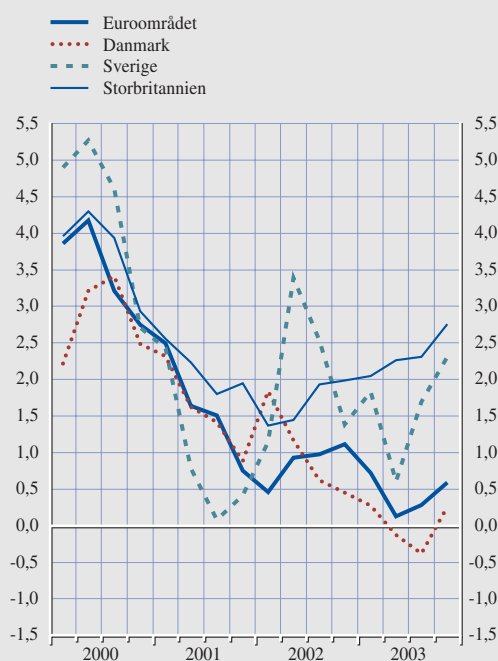
3) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.

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

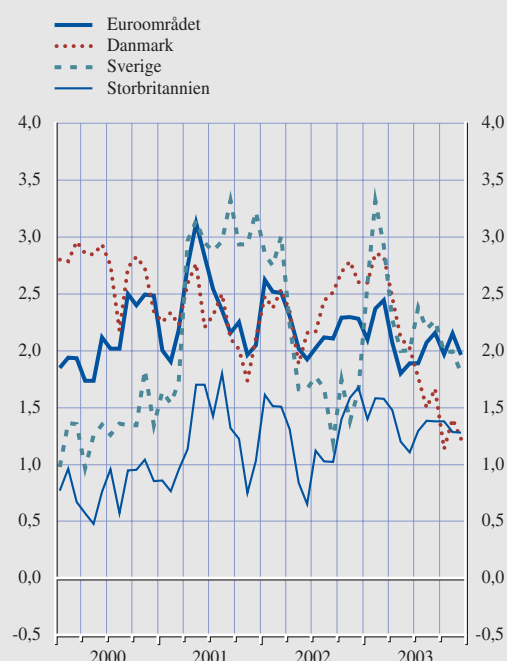
5) Periodens gennemsnit.

Figur 27. Økonomiske og finansielle indikatorer for EU-landene uden for euroområdet og euroområdet

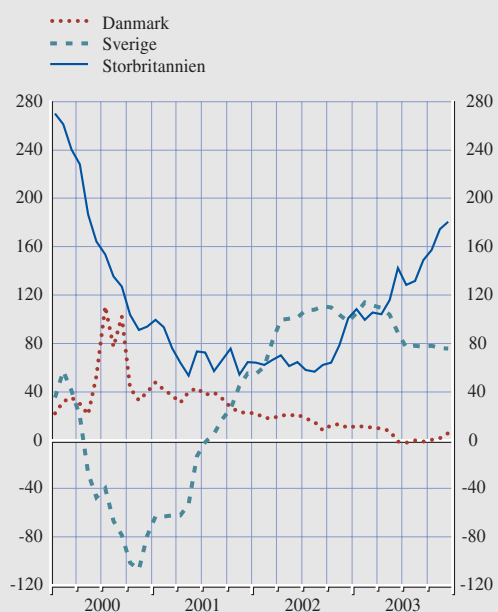
Vækst i realt BNP
(Ændring i pct. år/år)



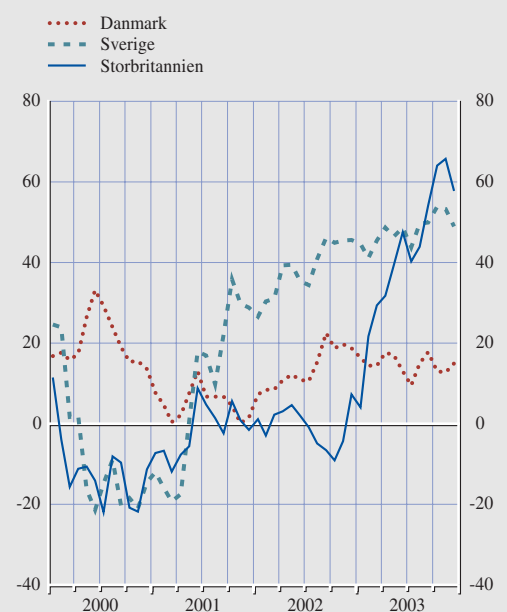
HICP-inflation
(Ændring i pct. år/år)



Kort rentespænd over for euroområdet¹⁾
(I basispoint)



Langt rentespænd over for euroområdet²⁾
(I basispoint)



Kilder: ECB og Eurostat.

1) For EU-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.

ventede overskud i forhold til den foregående opdatering af konvergensprogrammet kan hovedsagelig tilskrives indfasningen af indkomstskattenedsættelser i overensstemmelse med skatteaftalen fra 2003. Bruttogældskvoten forventes at falde til 41,2 pct. af BNP i 2003 og 38,7 pct. i 2005.

Danmark er i øjeblikket det eneste land, der deltagere i ERM2. Danmark fortsatte sin fastkurspolitik over for euroen med et snævert udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. omkring centralkursen i ERM2 på DKK 7,46038 pr. euro. Udviklingen i de officielle renter og korte markedsrenter skal primært ses på baggrund af ECBs rentebeslutninger og kronens kurs over for euroen. I 2003 lå kronen fortsat meget tæt på centralkursen i ERM2, hvor den dog lå marginalt over centralkursen. Valutareserverne nåede toppunktet i juni, hvorefter de faldt en smule mod slutningen af året. Kronens styrke skyldtes hovedsagelig den forholdsvis lave inflation og et betydeligt overskud på betalingsbalancen.

I 2003 nedsatte Danmarks Nationalbank udlånsrenten tre gange, så den lå på 2,15 pct. ultimo året. I løbet af året indsnævredes spændet over for minimumsbudrenten for ECBs primære markedsoperationer til 15 basispoint, mens spændet mellem de korte markedsrenter i Danmark og euroområdet indsnævredes til omkring 5 basispoint (se figur 27). De lange obligationsrenter steg og svingede omkring et gennemsnit på 4,3 pct.

SVERIGE

Væksten i realt BNP i Sverige aftog en del i 2003 til 1,6 pct. i forhold til 2,1 pct. i 2002 (se tabel 10 og figur 27). Det private forbrug og investeringsvæksten var afdæmpet i 1. halvår 2003, hvor effekten af tidligere skattenedsættelser begyndte at aftage, mens usikkerheden stadig var høj som følge af geopolitiske begivenheder. Desuden havde en strejke i den offentlige sektor en negativ effekt på væksten i realt BNP i 2. kvartal 2003. Det private forbrug styrkedes igen i 2. halvår 2003 i takt med, at forbrugertilliden steg,

mens investeringerne og industriproduktionen fortsat var afdæmpede. Eksporten var forholdsvis kraftig hele året, og nettoeksporten bidrog, dog ikke helt så meget som året før, til væksten i realt BNP. Beskæftigelsen faldt en smule i 2003, mens nedgangen i det samlede antal arbejdstimer var større, ligesom i 2002. Det medførte forholdsvis kraftige stigninger i arbejdskraftproduktiviteten (især målt ved antal arbejdstimer) og, sammen med moderate lønstigninger, en afdæmpet udvikling i enhedslønomsatningerne. Arbejdsløsheden steg i 2. halvår til ca. 6 pct. af arbejdsstyrken.

Inflationen målt ved HICP, CPI og UND1X⁹ steg til over 3 pct. i begyndelsen af 2003 (se figur 27), hvilket afspejlede stigninger i energipriserne som følge af den knappe vandforsyning til produktion af vandkraft samt stigende oliepriser. Da disse prisstigninger kun var midlertidige, aftog inflationen hurtigt til ca. 2 pct. medio 2003. Væksten i CPI fortsatte med at aftage derefter, og HICP og UND1X lå tæt på 2 pct. Det kunne hovedsagelig tilskrives faldende renteudgifter, der indgår i CPI, men ikke i HICP og UND1X. Den årlige HICP-inflation var i gennemsnit 2,3 pct. i 2003 i forhold til 2,0 pct. i 2002, mens CPI steg med 2,1 pct. i forhold til 2,4 pct. i 2001.

Overskuddet på de offentlige finanser forbedredes fra 0,0 pct. af BNP i 2002 til 0,7 pct. af BNP i 2003. Gælden som andel af BNP faldt en smule fra 52,6 pct. i 2002 til 51,8 pct. i 2003. Ifølge det opdaterede konvergensprogram forventes fortsat sunde offentlige finanser i Sverige. Overskuddet på de offentlige finanser forventes at blive 0,4 pct. i 2004 og 1,2 pct. i 2005. Denne udvikling indikerer en vis afvigelse fra den svenske budgetregel om at fastholde et overskud på ca. 2 pct. i hele konjunkturcyklen. Bruttogældskvoten forventes at falde til 5,15 pct. i 2003 og 50,0 pct. i 2005.

⁹ UND1X er 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 i praksis baseret på en vurdering af UND1X eller, som i 2003, UND1X ekskl. energi.

Tabel 10. Makroøkonomiske indikatorer for Sverige

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 1. kvrt.	2003 2. kvrt.	2003 3. kvrt.	2003 4. kvrt.
Realt BNP	4,6	4,3	0,9	2,1	1,6	1,8	0,6	1,7	2,3
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:¹⁾</i>									
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	3,0	3,3	-0,2	0,7	0,7	2,1	0,3	-0,1	0,6
Nettoeksport	1,5	1,1	1,1	1,4	0,9	-0,3	0,3	1,8	1,7
HICP	0,6	1,3	2,7	2,0	2,3	2,9	2,1	2,3	1,9
Lønsum pr. ansat	1,3	7,4	4,5	2,2	.	1,8	1,7	2,8	.
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	-1,0	5,4	5,6	0,2	.	-0,4	1,2	0,9	.
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	1,1	4,9	4,1	0,0	-2,0	0,0	-2,5	-3,2	-2,5
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP) ²⁾	2,6	3,8	3,8	4,3	5,4	5,4	4,6	6,2	5,5
Samlet beskæftigelse	2,2	2,2	2,0	0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,6
Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	6,7	5,6	4,9	4,9	5,6	5,3	5,5	5,6	6,0
Budgetsaldo (pct. af BNP) ³⁾⁴⁾	2,5	5,1	2,8	0,0	0,7	.	.	.	.
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ³⁾	62,7	52,8	54,4	52,6	51,8	.	.	.	.
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁵⁾	3,3	4,1	4,1	4,3	3,2	3,8	3,4	2,9	2,9
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁵⁾	5,0	5,4	5,1	5,3	4,6	4,6	4,4	4,6	4,9
Valutakurs over for euro ⁵⁾	8,81	8,45	9,25	9,16	9,12	9,18	9,14	9,17	9,01

Kilder: Eurostat, Europa-Kommissionen, nationale observationer og ECBs beregninger.
 1) Procentpoint.
 2) Kvartalstal er hverken sæsonkorrigeret eller korrigeret for antal arbejdsdage.
 3) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.
 4) Offentligt overskud (+)/underskud (-).
 5) Periodens gennemsnit.

Sveriges Riksbank fører en fleksibel valutakurspolitik. Det pengepolitiske mål er et eksplicit inflationsmål i form af en årlig stigning på 2 pct. i CPI inden for en margin på ± 1 procentpoint. I 2003 nedsatte Sveriges Riksbank reponenten med i alt 1 procentpoint til 2,75 pct. Det skete på baggrund af en risiko for at falde under inflationsmålet på 2 pct. som følge af udsigter til svag udenlandsk efterspørgsel og faldende udnyttelse af de indenlandske ressourcer. Den 5. februar 2004 nedsatte Sveriges Riksbank reponenten yderligere med 0,25 procentpoint på baggrund af forventninger om lavere indenlandske og udenlandske omkostningspres. Spændet mellem den korte markedsrente i Sverige og i euroområdet lå stort set stabilt på ca. 100 basispoint i 1. halvår 2003, selv om det indsnævredes til ca. 70 basispoint i 2. halvår (se figur 27). Den lange rente fulgte udviklingen på de internationale obligationsmarkeder, og rentespændet over for euroområdet udvidedes en smule til ca. 50 basispoint ultimo 2003. Den svenske krone svingede omkring SEK 9,2 pr. euro indtil september 2003, hvorefter

den styrkedes til omkring SEK 9 pr. euro. Udviklingen kunne muligvis tilskrives den faldende usikkerhed efter nej til euroen i folkeafstemningen 14. september og de stadig forholdsvis gunstige vækstudsigter.

STORBRIANNIEN

Den gennemsnitlige vækst i realt BNP i Storbritannien steg til 2,3 pct. i 2003 i forhold til 1,7 pct. i 2002 (se tabel 11). I begyndelsen af 2003 var økonomien påvirket af usikkerhed i forbindelse med konflikten i Mellemøsten, høje oliepriser og volatilitet på de finansielle markeder, der undergravede tilliden. Senere i 2003 aftog denne usikkerhed, og de finansielle markeder begyndte at rette sig, hvilket bidrog til et opsving i den økonomiske aktivitet. Som i de foregående år kunne væksten hovedsagelig tilskrives den indenlandske efterspørgsel, mens nettoudenrigshandlen bidrog negativt til væksten i realt BNP.

Væksten i husholdningernes reale forbrug aftog til 2,9 pct. i 2003 som følge af reducerede stigninger i den disponible realindkomst, boligpriserne og husholdningernes formue. Samtidig var kreditvæksten kraftig, og boligmarkedet var mere robust end generelt forventet. Væksten i det offentlige forbrug steg til 3,6 pct. fra 3,3 pct. i 2002. De faste bruttoinvesteringer steg med 2,6 pct., dvs. noget mere end i 2002. Erhvervsinvesteringerne blev holdt nede af finansielle omstruktureringer i erhvervssektoren og af et manglende pres på den fysiske kapacitet. Uanset forbedringen af konkurrenceevnen fortsatte eksportnedgangen fra 2002 i 2003, hvor eksporten faldt med 0,5 pct. Faldet var forbundet med træg udenlandsk efterspørgsel. Trods en afmatning i importvæksten i 2003 var udenrigshandlens bidrag til væksten i realt BNP negativt for ottende år i træk. Arbejdsmarkedet viste sig at være ret robust med en arbejdsløshed, der lå stort set

uændret på 5,0 pct. Stigningen i den samlede beskæftigelse var uændret i forhold til 2002, hvilket bl.a. kunne tilskrives en kraftig stigning i antallet af job i den offentlige sektor.

Inflationspresset var afdæmpet i 2003. HICP-inflationen, der i gennemsnit var 1,4 pct. i 2003, var stort set stabil i forhold til året før. RPIX-inflationen, der i gennemsnit var 2,8 pct. i 2003, var betydelig højere end HICP-inflationen, hvilket til dels skyldtes, at den kraftigt stigende komponent boligudgifter indgik i RPIX.¹⁰ Både de indenlandske og udenlandske omkostninger var afdæmpede i 2003. Den årlige vækst i enhedslønomkostninger i økonomien som helhed var noget højere end året før, selv om det stadig var moderat. Importpriserne steg kun en smule trods pundets depreciering i 1. halvår.

¹⁰ RPIX er detailprisindekset ekskl. ydelser på realkreditlån.

Tabel II. Makroøkonomiske indikatorer for Storbritannien

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 1. kvrt.	2003 2. kvrt.	2003 3. kvrt.	2003 4. kvrt.
Realt BNP	2,8	3,8	2,1	1,7	2,3	2,0	2,3	2,3	2,8
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:¹⁾</i>									
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	4,2	4,1	3,0	3,4	2,8	2,8	2,8	3,1	2,6
Nettoeksport	-1,4	-0,3	-0,9	-1,7	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8	0,2
HICP	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,3
Lønsum pr. ansat	4,6	5,8	5,0	3,3	.	3,3	4,3	4,7	.
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	3,1	3,1	3,6	2,4	.	2,4	2,9	3,4	.
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	-1,2	3,1	0,1	-2,1	.	-1,2	-0,1	1,3	.
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP) ²⁾	-2,6	-2,4	-2,2	-1,6	.	-0,2	-3,5	-2,6	.
Samlet beskæftigelse	1,3	1,1	0,8	0,7	.	1,1	0,9	1,1	.
Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	5,9	5,4	5,0	5,1	.	5,0	5,0	4,9	.
Budgetsaldo (pct. af BNP) ³⁾⁴⁾	1,1	3,8	0,7	-1,6	-3,2	.	.	.	.
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ³⁾	45,0	42,1	38,9	38,5	39,8	.	.	.	.
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁵⁾	5,4	6,1	5,0	4,0	3,7	3,7	3,6	3,5	3,9
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁶⁾	5,0	5,3	5,0	4,9	4,6	4,3	4,4	4,6	5,0
Valutakurs over for euro ⁷⁾	0,66	0,61	0,62	0,63	0,69	0,67	0,70	0,70	0,70

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

1) Procentpoint.

2) Kvartalstal er hverken sæsonkorrigeret eller korrigeret for antal arbejdsdage.

3) Skøn pr. kalenderår. I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.

4) Skøn pr. kalenderår. Offentligt overskud (+)/underskud (-).

5) Periodens gennemsnit. 3-måneders interbankindskud i pund.

6) Periodens gennemsnit. Kilde: BIS.

7) Periodens gennemsnit.

Efter et underskud på 1,6 pct. af BNP i 2002 forværedes de offentlige finanser yderligere og viste et underskud på 3,2 pct. af BNP i 2003. Faldet kan hovedsagelig tilskrives den ekspansive finanspolitik, der afspejlede høje primære offentlige udgifter og manglende indtægter på grund af ændringer i sammensætningen af BNP. Som følge deraf steg gælden som andel af BNP fra 38,5 pct. i 2002 til 39,8 pct. i 2003. Målsætningen for budgetunderskud i det opdaterede konvergensprogram er 3,3 pct. i 2003-04 og 2,6 pct. i 2004-05. Bruttogældskvoten forventes at stige fra 39,3 pct. af BNP i 2003-04 til 40,2 pct. i 2004-05.

Bank of Englands pengepolitik bygger på en fleksibel valutakursordning med et eksplicit og symmetrisk inflationsmål. I juni 2003 besluttede regeringen at udsætte folkeafstemningen om euroen. Beslutningen var baseret på vurderingen af finansministeriets fem økonomiske test, der konkluderede, at der stadig ikke var opnået tilstrækkelig konvergens og fleksibilitet til at klare potentielle problemer i ØMU. For at sikre, at inflationsforventningerne forbliver i overensstemmelse med inflationsforventningerne i euroom-

rådet, annoncerede den britiske regering i december 2003 et nyt inflationsmål, som blev defineret i forhold til HICP (i Storbritannien benævnt CPI) i stedet for det hidtil anvendte RPIX-indeks. Det nye inflationsmål er defineret som en 12-måneders stigning på 2 pct. i HICP.

I 2003 ændrede Bank of England sin officielle reporente tre gange. Både 6. februar og 10. juli nedsatte banken reporenten med 0,25 procentpoint til 3,5 pct., mens renten blev forhøjet til 3,75 pct. 6. november. Den 5. februar 2004 blev reporenten forhøjet med 0,25 procentpoint til 4 pct. Beslutningerne om at forhøje reporenten blev truffet på baggrund af forbedrede økonomiske udsigter, kraftig kreditvækst og et robust boligmarked. Bank of England forventede, at denne udvikling gradvis ville udøve et opadrettet pres på den fremtidige inflation. Både det korte og det lange rentespænd over for euroområdet udvidedes i løbet af 2003 som følge af den forholdsvis hurtige forbedring af de økonomiske udsigter og stigende inflationsforventninger (se figur 27). Efter en depreciering i 1. halvår 2003 svingede pundets kurs over for euroen omkring GBP 0,70 indtil årets slutning.

Kunstner

José María Sicilia

Titel

La luz que se apaga, 1997

Materiale

Voks, olie og papir på træ

Format

185 x 157 cm



KAPITEL 2

**CENTRALBANK-
OPERATIONER
OG -AKTIVITETER**

I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

I.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

En af Eurosystemets centrale opgaver er gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet. Til det formål benytter Eurosystemet et sæt operationelle rammer bestående af pengepolitiske instrumenter og procedurer.¹

Ud fra en vurdering af likviditetsmængden og banksektorens behov styrer ECB likviditetsforholdene i euroområdet ved hjælp af primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer samt ved behov finjusterende markedsoperationer. Modparterne kan anvende de stående faciliteter (dvs. den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten) til at opnå dag-til-dag likviditet eller foretage dag-til-dag indskud hos NCBerne. Eurosystemet kræver, at kreditinstitutterne holder mindstereserver på konti hos NCBerne. Alle Eurosystemets kreditoperationer skal være dækket af tilstrækkelig sikkerhed stillet af modparter. Eurosystemet følger nøje udviklingen på pengemarkedet på grund af dets betydning for pengepolitikken gennemførelse.²

De operationelle rammer for pengepolitikken fungerede fortsat effektivt i 2003, hvor de sikrede stabile pengemarkedsforhold med lav volatilitet i de korte markedsrenter og sendte klare signaler om pengepolitikken stramhedsgrad.

VURDERING AF LIKVIDITETSFORHOLDENE

ECBs likviditetsstyring beror på en daglig vurdering af likviditetsforholdene i euroområdets banksektor med henblik på at fastslå sektorens likviditetsbehov og bestemme mængden af likviditet, der skal tildeles i de ugentlige primære markedsoperationer og eventuelt gennem andre markedsoperationer, fx finjusterende eller strukturelle markedsoperationer. Banksektorens likviditetsbehov er defineret som summen af reservekrav, som er pålagt bankerne, likviditet ud over reservekravet på kreditinstitutternes anfordringskonti hos NCBerne (reserveoverskud) samt autonome faktorer. De autonome faktorer er et sæt poster på Eurosystemets balance, der påvirker bankernes likviditetsbehov, men ikke direkte er underlagt ECBs likviditetsstyring (fx

cirkulerende sedler, statslige indskud og nettofordringer på udlandet).

I 2003 udgjorde euroområdets banksektors daglige likviditetsbehov 241,5 mia. euro i gennemsnit, dvs. en stigning på 24 pct. i forhold til 2002. Reservekravene var i gennemsnit 130,9 mia. euro, dvs. stort set uændrede i forhold til 2002. Reserveoverskuddet udgjorde 0,7 mia. euro, hvilket også svarede til tallet i 2002. De autonome faktorer steg derimod betydeligt og tegnede sig for 109,9 mia. euro, dvs. næsten dobbelt så meget som i 2002 (se figur 28, øverste del). Det skyldtes den kraftige stigning i cirkulerende sedler, der stadig i høj grad afspejlede en reetablering efter det midlertidige fald i forbindelse med euroens indførelse.

For at gøre det nemmere for kreditinstitutterne at udarbejde deres bud i de primære markedsoperationer offentliggjorde ECB fortsat på dagen for annoncering af den ugentlige primære markedsoperation en prognose for de gennemsnitlige autonome faktorer for perioden fra annonceringsdagen til dagen før afviklingen af den efterfølgende primære markedsoperation. Den absolutte forskel mellem prognosen og det faktiske resultat var i gennemsnit 1,4 mia. euro i 2003 i forhold til 1,8 mia. euro i 2002 og 1,9 mia. euro i 2001, hvilket tyder på en vis forbedring af prognoserne i løbet af årene.³

¹ De operationelle rammer er beskrevet nærmere i ECBs publikation "Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", februar 2004.

² Money Market Study 2002, ECB, november 2003 og Money Market Study 2003, ECB, januar 2004.

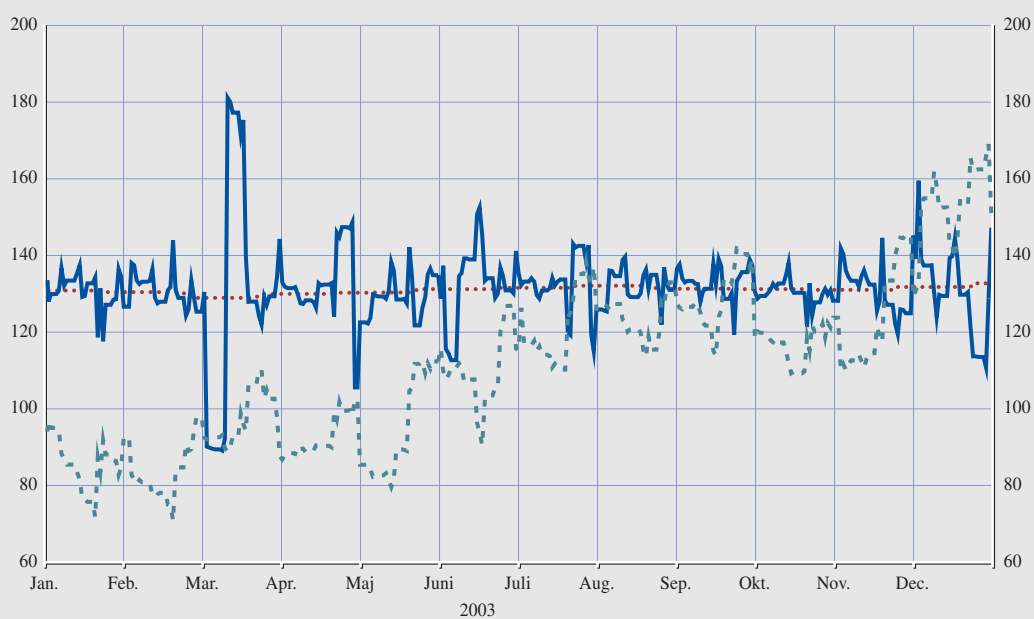
³ Statslige indskud i NCBerne var den mest volatile autonome faktor i 2003. Volatiliteten i disse indskud, målt som de daglige ændringers standardafvigelse, udgjorde 4,2 mia. euro i forhold til 3,9 mia. euro i 2002. Volatiliteten i cirkulerende sedler var 1,3 mia. euro i 2003 i forhold til 6,7 mia. euro i 2002.

Figur 28. Likviditetsfaktorer og anvendelse af stående faciliteter i euroområdet i 2003

(Milliarder euro)

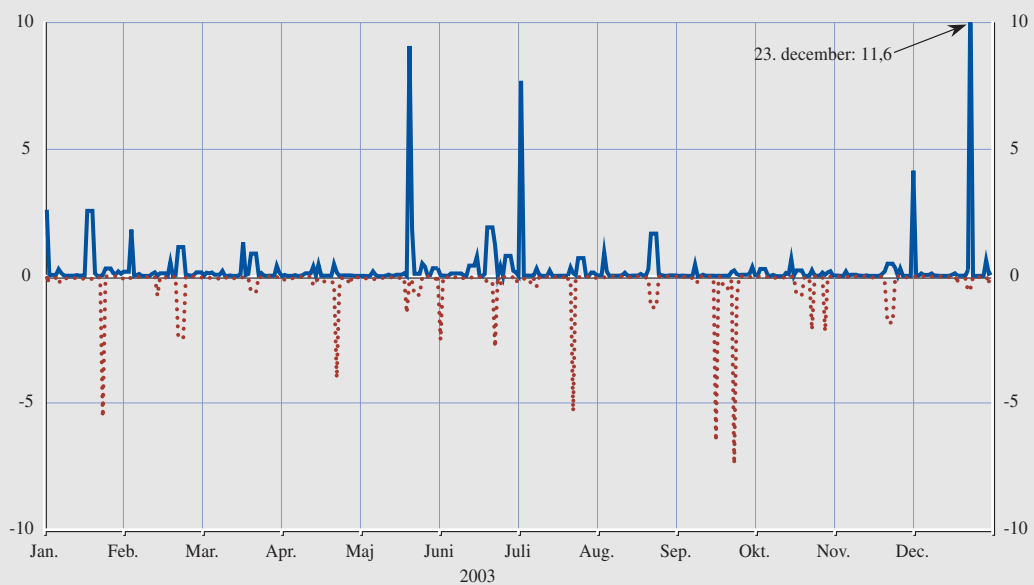
Likviditetsfaktorer

- Anfordringskonti
- Autonome faktorer
- - - - - Reservekrav



Stående faciliteter

- Marginal udlånsfacilitet
- Indlånsfacilitet



Kilde: ECB.

PRIMÆRE MARKEDSOPERATIONER

De primære markedsoperationer er Eurosystemets vigtigste markedsoperationer. De er regelmæssige likviditetstilførende operationer, der udføres hver uge, normalt med en løbetid på to uger (fra 9. marts 2004 har de en løbetid på én uge, se afsnittet nedenfor om revisionen af de operationelle rammer). De spiller en central rolle med henblik på at styre renten og likviditetsforholdene i markedet og signalere pengepolitikens stramhedsgrad via minimumsbudrenten. De tilfører desuden banksektoren størstedelen af dens refinansiering.

I 2003 svingede tildelingsbeløbene i de primære markedsoperationer mellem 38,0 mia. euro og 150,0 mia. euro med et gennemsnitligt beløb på 95,9 mia. euro. Den udestående likviditet, der blev tilført via de primære markedsoperationer, var i gennemsnit 194,4 mia. euro, hvilket udgjorde 81 pct. af den samlede nettolikviditet tilført via Eurosystemets markedsoperationer. Som i 2002 blev de primære markedsoperationer udført som auktioner til variabel rente med en minimumsbudrente og i henhold til proceduren med tildeling til flere rentesatser. Denne procedure indebærer, at bud til den højeste rente tilgodeses først, indtil det fastsatte tildelingsbeløb er nået. Den laveste rente, hvortil der tildeles likviditet, er skæringsrenten. Bud til skæringsrenten tildeles pro rata.⁴

Skæringsrenten og den vægtede gennemsnitsrente er normalt højere end minimumsbudrenten. Det gennemsnitlige spænd mellem skæringsrenten og minimumsbudrenten var stort set uændret på 4,7 basispoint i forhold til 4,8 basispoint i 2002. Det gennemsnitlige spænd mellem den vægtede gennemsnitsrente og skæringsrenten var 1,5 basispoint i forhold til 1,4 basispoint i 2002. De snævre spænd viser, hvor homogene og nøjagtige kreditinstitutternes prognoser for tildelingsresultatet og auktionsrenterne er. Andelen af bud, der blev tilgodeset i de primære markedsoperationer, svingede mellem 36 pct. og 100 pct. med et gennemsnit på 74 pct. i den betragtede periode i forhold til en andel på mellem 19 pct. og 100 pct. med et gennemsnit på 60 pct. i 2002.

Eurosystemets operationelle rammer for pengepolitikken var kun udsat for begrænsede spændinger i nogle få tilfælde. Spændingerne opstod hovedsagelig i forbindelse med tre underbudsepisoder, hvor kreditinstitutternes samlede budbeløb var lavere end det beløb, de behøvede for at sikre en problemfri opfyldelse af reservekravene. Den 3. marts og 3. juni 2003 forekom der underbud lige inden Styrelsesrådets møder, hvor budgiverne forventede en beslutning om at nedsætte ECBs officielle renter. Disse tilfælde af underbud medførte stramme likviditetsforhold, der fik de korte markedsrenter til at stige. Underbudsepisoden 25. november forekom derimod ikke på baggrund af forventninger om en rentenedsættelse. Her kom underbuddet også som en overraskelse for budgiverne, hvilket fremgik af, at den vægtede gennemsnitsrente var 2,02 pct., dvs. 2 basispoint højere end skæringsrenten (der svarede til minimumsbudrenten). Hvis markedet generelt havde forventet underbuddet, havde buddene samlet sig omkring minimumsbudrenten, hvilket havde medført en vægtet gennemsnitsrente på 2,00 pct.

Endelig observeredes i sommerens løb et forholdsvist stort spænd mellem Eonia (euro overnight index average) og minimumsbudrenten. Derfor besluttede ECB at tilføre banksektoren lidt mere likviditet end nødvendigt i et stykke tid, hvilket bidrog til at nedbringe spændet til et mere normalt niveau om efteråret.

LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER

De langfristede markedsoperationer er likviditetstilførende markedsoperationer, der udføres hver måned, normalt med en løbetid på 3 måneder. De giver modparterne adgang til yderligere langfristet refinansiering. I modsætning til de primære markedsoperationer udføres de langfristede markedsoperationer ikke med henblik på at styre likviditetsforholdene eller signalere penge-

⁴ "Pro rata"-systemet fungerer således: Det samlede tildelingsbeløb til skæringsrenten divideres med det samlede budbeløb til skæringsrenten, hvilket giver den procentdel af buddene, der tilgodeses. Den enkelte budgivers budbeløb til skæringsrenten multipliceres så med denne procentsats for at opnå det tildelte beløb.

politikens stramhedsgrad. Eurosystemet fungerer som rentetager, eftersom langfristede markedsoperationer udføres som rene auktioner til variabel rente med et forudannonceret tildelingsbeløb. I 2003 udførte Eurosystemet 12 langfristede markedsoperationer, der hver havde et forudannonceret tildelingsbeløb på 15 mia. euro. I januar 2004 blev beløbet forhøjet til 25 mia. euro. De langfristede markedsoperationer tegnede sig i gennemsnit i 2003 for 19 pct. af den samlede nettolikviditet tilført via markedsoperationer. Som i de foregående år var spredningen af buddene i de langfristede markedsoperationer en smule højere end i de primære markedsoperationer. Den vægtede gennemsnitsrente lå i gennemsnit 1,7 basispoint over skæringsrenten i årets løb i forhold til 1,9 basispoint i 2002. Andelen af bud, der blev tilgodeset i de langfristede markedsoperationer i 2003, svingede mellem 42 pct. og 60 pct. med et gennemsnit på 51 pct. i forhold til en andel på mellem 36 pct. og 72 pct. med et gennemsnit på 50 pct. i 2002.

ANDRE OPERATIONER

Den 23. maj 2003 udførte Eurosystemet en likviditetsopsugende finjusterende operation med henblik på at genskabe balance i likviditetsforholdene. Den store nettoanvendelse af den marginale udlånsfacilitet de to foregående dage havde medført rigelig likviditet på reservekravsperiodens sidste dag og et fald i dag-til-dag renten. Den finjusterende operation blev udført som modtagelse af tidsindskud fra modparter til en fast rente på 2,50 pct. (som på daværende tidspunkt var minimumsbudrenten i de primære markedsoperationer), en løbetid på 1 dag og et forudannonceret planlagt beløb på 5 mia. euro. Ud af mere end 100 godkendte modparter deltog 12, og buddene udgjorde 3,9 mia. euro, der blev tildelt 100 pct. Reservekravsperioden sluttede roligt med en lille nettoanvendelse af indlånsfaciliteten på 0,6 mia. euro.

STÅENDE FACILITETER

Eurosystemets to stående faciliteter, dvs. den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten, har til formål at tilføre og opsuge dag-til-dag likviditet, signalere pengepolitikens stramhedsgrad og definere dag-til-dag markedsrenten ved

at sætte en øvre og nedre grænse for den. I 2003 var bredden af den rentekorridor, som defineres af de to stående faciliteter, uændret på 200 basispoint centreret omkring minimumsbudrenten i de primære markedsoperationer.

Der er normalt to årsager til, at kreditinstitutter benytter de stående faciliteter:

- De kan have behov for de stående faciliteter i tilfælde af aggregerede likviditetsproblemer, dvs. hvis banksektoren som helhed har likviditetsunderskud eller -overskud i forhold til de aggregerede reservekrav. En aggregeret anvendelse finder normalt sted mod slutningen af reservekravsperioden, når banksektoren skal justere sin position på baggrund af et eventuelt akkumuleret aggregeret likviditetsunderskud eller -overskud. De største anvendelser af de stående faciliteter i 2003 i nederste del af figur 28 afspejler primært udligningen af sådanne aggregerede underskud eller overskud.
- Uventede betalingsstrømme mellem de enkelte banker ved dagens slutning, når pengemarkedet ikke længere er likvidt, kan medføre individuel anvendelse af de stående faciliteter. Den individuelle anvendelse er normalt spredt forholdsvis jævnt over hele reservekravsperioden. Der kan være tale om meget store individuelle anvendelser på dage, hvor dele af betalingssystemerne svigter, som fx 3. juli 2003, hvor anvendelsen af den marginale udlånsfacilitet var 7,7 mia. euro.

I 2003 udgjorde den samlede gennemsnitlige daglige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet 269 mio. euro, mens den samlede gennemsnitlige daglige anvendelse af indlånsfaciliteten var på 242 mio. euro. Ud fra den antagelse, at den aggregerede anvendelse finder sted på reservekravsperiodens sidste dag, mens den individuelle anvendelse finder sted i resten af perioden, kan disse beløb opdeles i en aggregeret anvendelse på 49 mio. euro og en individuel anvendelse på 221 mio. euro for den marginale udlånsfacilitet og en aggregeret anvendelse på 107 mio.

euro og en individuel anvendelse på 135 mio. euro for indlånsfaciliteten.

Den samlede anvendelse af de stående faciliteter i 2003 lå på samme lave niveau som i 2002, hvilket tyder på pålidelige prognoser for de autonome faktorer og et meget effektivt interbankmarked.

KREDITINSTITUTTERNES DELTAGELSE I PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Eurosystemets pengepolitiske rammer gav fortsat en lang række kreditinstitutter mulighed for at deltage i de pengepolitiske operationer. Af de 6.593 kreditinstitutter i euroområdet, der var underlagt reservekrav ved udgangen af 2003 (en ændring på -5 pct. i forhold til året før), var 2.149 (-7 pct.) godkendt til at deltage i markedsoperationer, 3.083 (-5 pct.) var godkendt til at anvende indlånsfaciliteten, og 2.629 (-8 pct.) var godkendt til at anvende den marginale udlånsfacilitet.

I 2003 fortsatte det gennemsnitlige antal deltagere i de primære og de langfristede markedsoperationer den faldende tendens siden medio 2000. I 2003 var det gennemsnitlige antal budgivere i de primære markedsoperationer 267 i forhold til 307 i 2002. Tilsvarende faldt antallet af banker, der deltog i de langfristede markedsoperationer, fra 186 i 2002 til 133 i 2003. Tendensen skyldes tilsyneladende en kombination af forskellige faktorer, herunder et mere effektivt interbankmarked, konsolideringen i banksektoren og bankkoncernernes centralisering af finansstyringen. Der er ikke tegn på, at den faldende deltagelse i de primære og langfristede markedsoperationer er et problem i forbindelse med tildelingen af centralbanklikviditet i euroområdets banksektor. Eurosystemet havde fortsat flere deltagende modparter i sine markedsoperationer end nogen anden centralbank i verden.

RESERVEKRAVSSYSTEMET

Eurosystemets reservekravssystem gælder for kreditinstitutter i euroområdet og har hovedsagelig til formål at stabilisere pengemarkedsrenten og skabe (eller forøge) et strukturelt likviditetsunderskud. Det enkelte instituts reservekrav be-

stemmes i forhold til poster på dets balance. Gennemsnitsfaciliteten, der giver kreditinstitutter mulighed for at opfylde deres reservekrav i gennemsnit i løbet af reservekravsperioden på 1 måned,⁵ bidrager til at dæmpe virkningen af midlertidige likviditetsstød på de korte renter.

I 2003 udgjorde reservekravene 54 pct. af euroområdets banksektors samlede likviditetsbehov. Euroområdets kreditinstitutters gennemsnitlige aggregerede reservekrav var 130,9 mia. euro i 2003, hvilket var en lille stigning på ca. 1 mia. euro i forhold til 2002. Reservekravene lå mellem 128,9 mia. euro i den reservekravsperiode, der sluttede 23. marts 2003, og 132,1 mia. euro i den reservekravsperiode, som sluttede 23. august 2003.

Bankernes indeståender til dækning af reservekravene svingede fra 89,1 mia. euro og 181,2 mia. euro i årets løb og udgjorde således en betydelig ekstra stødpude mod uventede aggregerede likviditetstræk (se figur 28, øverste del). Internationalt set var volatiliteten i Eonia fortsat lav i 2003 i betragtning af markedsoperationernes lave frekvens. Det skyldes primært reservekravssystemets gennemsnitsfacilitet. Standardafvigelsen i de daglige ændringer i Eonia var 14 basispoint, dvs. 2 basispoint højere end i 2002.

I 2003 var der i gennemsnit pr. reservekravsperiode 19 tilfælde af manglende overholdelse af reservekravsforpligtelsen i forhold til 28 i 2002. Den gennemsnitlige daglige underdækning udgjorde 6,7 mio. euro i forhold til 10,5 mio. euro i 2002. 58 pct. af tilfældene af medførte forholdsvis små bøder på under 500 euro. Der var dog også syv overtrædelser af meget betydeligt omfang, som medførte bøder på over 10.000 euro.

REVISION AF DE OPERATIONELLE RAMMER

Som reaktion på nogle lejlighedsvis observerede mindre problemer i de foregående år besluttede Styrelsesrådet i januar 2003 at ændre i Eurosystemets operationelle rammer med virkning fra marts 2004:

⁵ Fra 10. marts 2004 er en reservekravsperiode ikke længere 1 kalendermåned, men varierer i længde.

- Tidsplanen for reservekravsperioden ændres, så reservekravsperioden altid starter på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor den månedlige vurdering af pengepolitikken er på dagsordenen. Desuden vil eventuelle ændringer i renterne for de stående faciliteter som udgangspunkt træde i kraft på startdatoen for en ny reservekravsperiode.
- De primære markedsoperationers løbetid forkortes fra 2 uger til 1 uge.

De to foranstaltninger vil tilsammen bidrage til at eliminere markedsforventninger om renteændringer i løbet af en reservekravsperiode, da ændringer i ECBs officielle renter generelt kun vil gælde den kommende reservekravsperiode, og likviditetsforholdene ikke længere vil smitte af fra den ene reservekravsperiode til den næste. Dag-til-dag markedsrenten vil således ikke længere blive påvirket af forventninger om renteændringer inden for en reservekravsperiode og vil derfor blive liggende tæt på minimumsbudrenten som følge af ECBs generelt neutrale likviditetsstyringspolitik. Dermed hindres, at spekulationsprægede overvejelser påvirker kreditinstitutternes budafgivelse i de primære markedsoperationer. Foranstaltningerne vil således bidrage til at stabilisere de forhold, hvorunder budafgivelsen finder sted.

Af tekniske og juridiske hensyn blev det besluttet, at ændringerne først skulle træde i kraft 10. marts 2004.⁶ For at hjælpe kreditinstitutterne med at sikre en smidig gennemførelse af ændringerne i de operationelle rammer for pengepolitikken blev der vedtaget en forlænget overgangsreservekravsperiode (fra 24. januar til 9. marts 2004).

BELÅNBARE AKTIVER I PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Ifølge ESCB-statutten skal alle Eurosystemets kreditoperationer være dækket af tilstrækkelig sikkerhed. Rammerne for sikkerhedsstillelse skal beskytte Eurosystemet mod tab i forbindelse med pengepolitiske operationer og betalingsystemoperationer (se boks 7). Det sikrer en lige

behandling af modparter og øger den operationelle effektivitet.

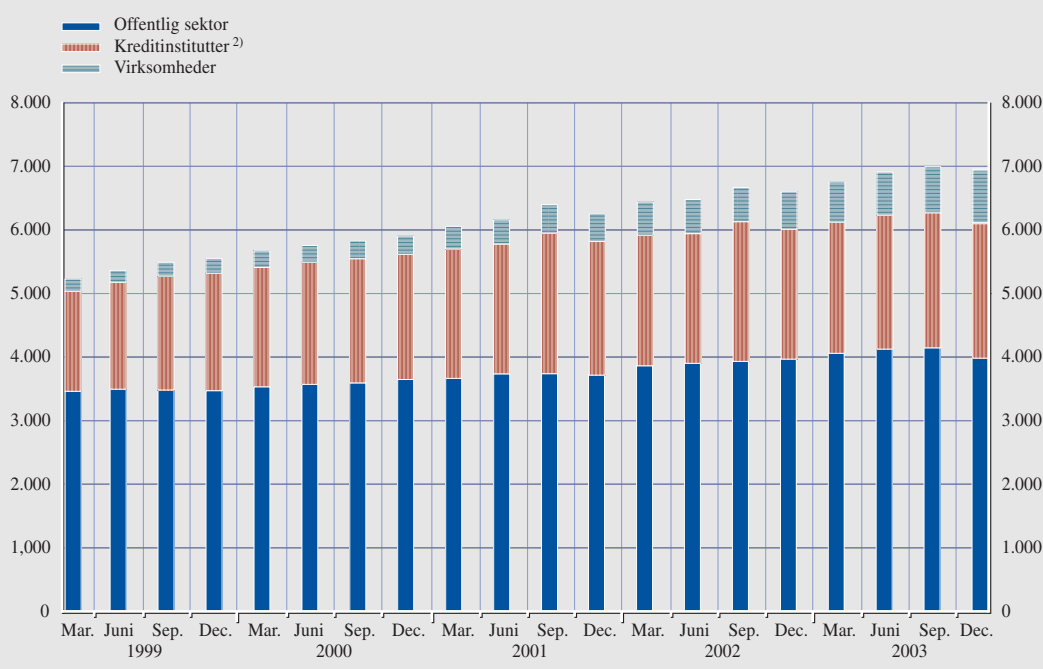
For at tage højde for forskellene i eurolandenes finansielle struktur omfatter de aktiver, der kan benyttes i Eurosystemets kreditoperationer, en lang række forskellige instrumenter. Der skelnes mellem to kategorier af belånbare aktiver, nemlig "liste 1" og "liste 2". Denne skelnen har ingen betydning for aktivernes egnethed til Eurosystemets forskellige pengepolitiske operationer. Dog anvender Eurosystemet normalt ikke liste 2-papirer i egentlige købs- eller salgsforretninger (udføres ikke i øjeblikket). Liste 1-papirer består af omsættelige gældsinstrumenter, der opfylder ECBs ensartede kriterier. Liste 2-papirer består af aktiver af særlig betydning for de nationale finansielle markeder og banksektorer. Kriterierne for disse papirer fastsættes af NCB'erne i henhold til ECBs minimumskriterier for belånbarhed. Liste 2-papirer kan være omsættelige eller ikke-omsættelige gældsinstrumenter eller aktier.

En væsentlig del af liste 1-papirerne er værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (aktiver udstedt af staten eller regionale eller lokale myndigheder) og værdipapirer af Pfandbrief-typen udstedt af kreditinstitutter med sikkerhed i boligejendomme eller i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor. Ved udgangen af 2003 udgjorde værdipapirer udstedt af den offentlige sektor og værdipapirer af Pfandbrief-typen henholdsvis 57 pct. og 31 pct. af de samlede liste 1-papirer. Andre liste 1-papirer er værdipapirer udstedt af den private sektor (dvs. obligationer udstedt af kreditinstitutter, erhvervsobligationer og asset-backed securities ekskl. værdipapirer af Pfandbrief-typen) og værdipapirer udstedt af internationale og overnationale institutioner (som tegnede sig for under 2 pct. ultimo 2003). Især værdien af belånbare erhvervsobligationer har vist en støt stigende tendens i 2003.

⁶ En ny forordning (ECB/2003/9) om anvendelse af mindstereserver blev vedtaget 12. september 2003 (EUT L 250 af 02.10.03, s. 10). En revideret version af publikationen "Den fælles pengepolitik i euroområdet – Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer" (se fodnote 1) gælder fra 8. marts 2004.

Figur 29. Belånbare liste 1-papirer i Eurosystemets kreditoperationer¹⁾

(Observationer ultimo måneden; milliarder euro)



Kilde: ECB.

1) Værdipapirer udstedt af internationale og overnationale institutioner indgår ikke.

2) Denne kategori indeholder værdipapirer af Pfandbrief-typen og obligationer udstedt af kreditinstitutter.

Liste 2 består af omsættelige aktiver og ikke-omsættelige gældsinstrumenter såsom banklån, handelsveksler og egenveksler med pant i fast ejendom, der af nogle NCBer henføres til denne kategori.

Ultimo 2003 var den samlede værdi af liste 1-papirer, der kan benyttes som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, 7 billioner euro i forhold til 6,6 billioner euro ultimo 2002 (se figur 29). Samlet tegnede liste 1-papirerne sig for langt den største del af de belånbare aktiver (96 pct. ultimo 2003). Den samlede værdi af omsættelige liste 2-papirer var stabil og lå ultimo 2003 på 261 mia. euro i forhold til 265 mia. euro i 2002. (Den samlede mængde af belånbare ikke-omsættelige liste 2-papirer kendes ikke.)

Alle Eurosystemets kreditoperationer er baseret på underliggende aktiver, der leveres af modpar-

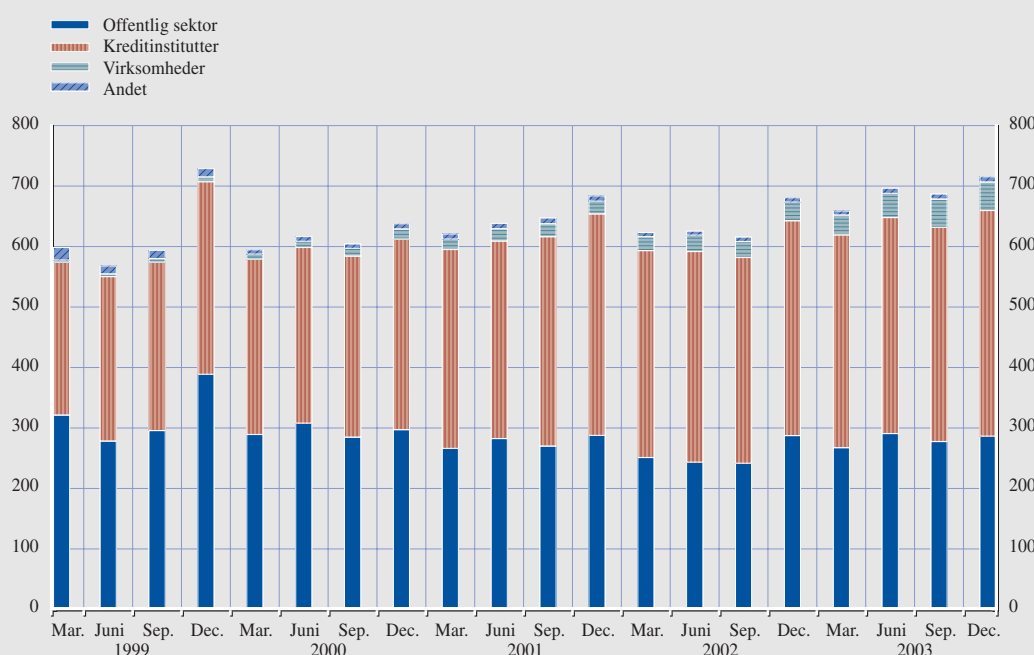
ter enten i form af overførsel af ejendomsretten til aktiver (system med øremærkning) eller i form af pant i de relevante aktiver (system med pooling).

Den samlede værdi af omsættelige aktiver stillet af modparter som sikkerhed for Eurosystemets kreditoperationer var ca. 750 mia. euro ultimo 2003 i forhold til godt 700 mia. euro ultimo 2002 (se figur 30).⁷

⁷ Modparternes samlede sikkerhedsstillelse i systemer med pooling var ca. 650 mia. euro (ultimo 2003) i forhold til ca. 600 mia. euro ultimo 2002. Hvad angår systemer med øremærkning, var modparternes samlede sikkerhedsstillelse i Eurosystemets kreditoperationer (pengepolitiske operationer og behov for intradag kredit) i det omfang det er muligt at identificere de enkelte transaktioner, som de underliggende aktiver anvendes til, 107 mia. euro ultimo 2003 i forhold til 115 mia. euro ultimo 2002.

Figur 30. Anvendelse af sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer

(Observationer ultimo måneden; milliarder euro)



Kilde: ECB

Alt i alt udgjorde gældsinstrumenter udstedt af kreditinstitutter ultimo 2003 en stabil andel på 51 pct. af den samlede mængde omsættelige aktiver, der var stillet som sikkerhed, i forhold til 52 pct. ultimo 2002. Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor lå lige så stabilt på omkring 38 pct. Erhvervsobligationerne viste en stigende tendens fra 4 pct. (ultimo 2002) til 6 pct. (ultimo 2003). Ikke-omsættelige banklån har i de sidste fem år udgjort en forholdsvis stabil andel på omkring 4 pct. af de aktiver, der stilles som sikkerhed.

Eurosystemets modparter kan anvende belånbare aktiver på tværs af grænserne, dvs. de kan skaffe midler fra NCBen i det land, hvor de har hjemsted, ved at benytte aktiver i et andet euroland. Den grænseoverskridende sikkerheds andel af den samlede sikkerhed, som stilles af modparter i Eurosystemets kreditoperationer, steg fortsat fra 33 pct. ultimo 2002 til 40 pct. ultimo 2003.

Stigningen omfattede alle aktivtyper, men især aktiver udstedt af kreditinstitutter og virksomheder (se også afsnit 2.3 i dette kapitel).

ECB administrerer og offentliggør den samlede liste over belånbare aktiver, der kan benyttes i Eurosystemets kreditoperationer. Til det formål har ECB en database over belånbare aktiver. NCBerne bidrager med oplysninger til ECB om belånbare aktiver udstedt på de nationale markeder. Aktiverne er kun godkendt til anvendelse i Eurosystemets kreditoperationer, hvis de er opført på ECBs liste, der findes på ECBs websted (www.ecb.int) og opdateres dagligt. I 2003 forbedrede Eurosystemet kvaliteten, effektiviteten og driftssikkerheden af denne tjeneste over for modparterne. ECB tilføjede i øvrigt listen yderligere oplysninger om udstedergruppen og aktivtyperne i overensstemmelse med de nye rammer for risikostyring, der træder i kraft i marts 2004 (se boks 7).

RISIKOSTYRING I FORBINDELSE MED TILFØRSEL AF LIKVIDITET I PENGEPOLITISKE OPERATIONER OG BETALINGSSYSTEMOPERATIONER

I pengepolitiske operationer eller betalingssystemernes kreditoperationer løber Eurosystemet ved indgåelse af transaktioner med modparter en risiko for, at modparten ikke kan opfylde sine kreditforpligtelser. Denne kreditrisiko reduceres ved kravet om, at modparten skal stille tilstrækkelig sikkerhed.

Rammerne for styring af risiciene i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer består af tre hovedkomponenter, nemlig risikostyring i forbindelse med sikkerhedsstillelse, værdiansættelsesprincipper og en vurdering af kreditrisikoen ved sikkerheden.

I 2003 blev der udarbejdet et nyt system af haircuts til risikostyring i forbindelse med sikkerhedsstillelse. I det nye system differentieres i højere grad mellem typer af sikkerhed på grundlag af den opfattede likviditetsrisiko. Inddelingen af sikkerhed i likviditetskategorier er baseret på en undersøgelse af forskellige likviditetsindikatorer, fx rentespænd mellem obligationer udstedt af udstedergrupper med samme kreditkvalitet, effektivt udbud og gennemsnitlig udstedelsesstørrelse samt spændet mellem bud- og udbudspris. Denne inddeling afspejles derefter i valget af risikostyring eller haircuts.

Den nye risikostyring i forbindelse med liste 1-papirer træder i kraft i marts 2004. De vigtigste ændringer er som følger:

- Liste 1-papirer inddeles i fire likviditetskategorier, og hver kategori tildeles et særligt haircut-system:

Kategori I	Kategori II	Kategori III	Kategori IV
Gældsinstrumenter udstedt af staten	Gældsinstrumenter udstedt af lokale og regionale myndigheder	Traditionelle gældsinstrumenter af Pfandbrief-typen	Gældsinstrumenter af asset-backed-typen
Gældsinstrumenter udstedt af centralbanker	Gældsinstrumenter af Jumbo Pfandbrief-typen	Gældsinstrumenter udstedt af kreditinstitutter	
	Gældsinstrumenter udstedt af agencies	Gældsinstrumenter udstedt af virksomheder og andre udstedere	
	Gældsinstrumenter udstedt af overnationale institutioner		

- Løbetidssektorerne i forbindelse med haircutssystemerne er valgt således, at der opnås en ligelig fordeling af udeståender på tværs af sektorerne. De nye løbetidssektorer er 0-1 år, 1-3 år, 3-5 år, 5-7 år, 7-10 år og >10 år. Der anvendes ikke længere initialmarginer, og tærskelværdierne i margin calls er reduceret fra 1,0 pct. til 0,5 pct. For at sikre sammenhæng mellem de nye haircutssystemer for belånbare liste 1-papirer og belånbare liste 2-papirer er sidstnævnte også blevet ændret, så der tages højde for både afskaffelsen af initialmarginer og de nye løbetidssektorer.
- De haircuts, der anvendes for liste 2-papirer, afspejler de særlige risici i forbindelse med aktiverne og er mindst lige så krævende som de haircuts, som anvendes for liste 1-papirer. De fire

forskellige haircutgrupper for liste 2-papirer, som afspejler forskelle i deres karakteristika og likviditet, bevares, nemlig aktier, omsættelige gældsinstrumenter med begrænset likviditet, gældsinstrumenter med begrænset likviditet og særlige karakteristika samt ikke-omsættelige gældsinstrumenter.

SAMLET LISTE OVER SIKKERHED

I de første fem år af tredje fase af ØMU havde modparterne adgang til en stor pulje af forskellige aktiver, der kunne benyttes som sikkerhed i Eurosystemets pengepolitiske operationer og intradag kreditoperationer. De heterogene aktiver på euroområdet forskellige NCBers fortegnelser over liste 2-papirer sikrer dog ikke nødvendigvis lige vilkår for modparterne og kan mindske gennemsigtigheden af rammerne for sikkerhedsstillelse. Eurosystemet undersøger derfor, hvorvidt og hvordan aktiverne kan gøres mindre heterogene, og under hvilke forhold de to aktivlister kan lægges sammen til en enkelt liste.

I juni 2003 gennemførte Eurosystemet en offentlig høring, hvor markedsdeltagerne blev opfordret til at fremsætte deres synspunkter vedrørende eventuelle ændringer af rammerne for Eurosystemets sikkerhedsstillelse. Den grundlæggende idé, som markedsdeltagerne blev præsenteret for, var en gradvis overgang fra et system med to lister til en samlet liste. De aktiver, der allerede er godkendt af Eurosystemet som liste 1-papirer, ville automatisk blive optaget på den samlede liste. Hovedkategorierne af de nuværende belånbare liste 2-papirer blev gennemgået med henblik på at vurdere, om de skulle optages på listen. Desuden blev det foreslået at medtage en ny kategori af belånbare aktiver, nemlig eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt i euroområdet af udstedere i G10-lande uden for Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde.

Der indkom svar fra forskellige interesserede parter, herunder banker, foreninger af markedsdeltagere og visse nationale og overnationale banksammenslutninger. Næsten alle svar støttede forslaget om at erstatte systemet med to lister med en samlet liste over belånbare aktiver.

Den positive holdning til reformen skyldes overvejende ønsket om at etablere harmoniserede rammer for sikkerhedsstillelse, der sikrer lige vilkår for de godkendte modparter. Markedsdeltagerne fremførte, at den nye politik for sikkerhedsstillelse bør øge tilgængeligheden af de belånbare aktiver på grund af den stigende anvendelse af sikkerhed på markedet, fx på sikrede udlåns- og repomarkeder samt i forbindelse med CLS-systemet (Continuous Linked Settlement) (se afsnit 4 i kapitel 3). Nogle markedsdeltagere fremhævede behovet for at gøre alle kategorier af aktiver, der p.t. kun er godkendt som liste 2-papirer af visse NCB'er, belånbare i hele euroområdet. Nogle nævnte også yderligere aktivkategorier, som de gerne så var belånbare (fx flere "udenlandske" aktiver såsom gældsinstrumenter i fremmed valuta).

Eurosystemet er klar over, at de reviderede rammer for sikkerhedsstillelse (når og hvis den bliver en realitet) vil kræve gradvis gennemførelse over en årrække. Det vil være nødvendigt i lyset af den påkrævede tilpasning af operationelle systemer og procedurer, både hos Eurosystemets centralbanker og hos modparter, samt påkrævede lovændringer i visse lande.

MARKEDSKONTAKTGRUPPER

ECB benyttede fortsat kontaktgruppen for pengemarkedet (Money Market Contact Group – MMCG) og kontaktgruppen for valutamarkedet (Foreign Exchange Contact Group – FXCG), som begge er nedsat i 1999, samt kontaktgruppen for driftschefer (Operations Managers Group – OMG), der er nedsat i 2002, som fora for drøftelser om markedsudviklingen, strukturelle markedsforhold og handelspraksis samt operationelle spørgsmål i forbindelse med afvikling på penge- og valutamarkedet. De emner, der blev drøftet med markedsdeltagerne i MMCG i

2003, var bl.a. gennemgangen af europengemarkedet i 2002, det europæiske repomarked, sammenslutningen af finansielle markeders (ACI) Step-initiativ (Short-Term European Paper) (se afsnit 3 i kapitel 3) og ECBs høring om Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse. FXCG drøftede fx det nyligt etablerede CLS-system, udviklingen inden for e-handel og en eventuel undersøgelse af markedspraksis.

1.2 VALUTAOPERATIONER

I 2003 udførte ECB ingen interventioner på valutamarkedet.

Den stående aftale mellem ECB og Den Internationale Valutafond (IMF), som blev underskrevet i april 2001, om at gøre det lettere for IMF at iværksætte SDR-transaktioner på ECBs vegne med andre foreskrevne indehavere blev anvendt i ét tilfælde i 2003.

1.3 INVESTERINGSAKTIVITETER

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 at intervenere. Likviditet og sikkerhed er derfor grundlæggende hensyn i forbindelse med investering af ECBs valutareserver. Under disse begrænsninger forvaltes ECBs valutareserver med henblik på at opnå et maksimalt udbytte. Der er opstillet et sæt regler og procedurer – også kaldet en kinesisk mur – for at hindre, at interne oplysninger om fx pengepolitikens gennemførelse når frem til de ansvarlige for forvaltning af ECBs valutareserver og egenportefølje.

Ved udgangen af 2003 udgjorde ECBs valutareserveaktiver netto 38,3 mia. euro i forhold til 43,2 mia. euro ved udgangen af 2002. Ændringen afspejler især renteindtægterne og ændringen i porteføljeaktivernes markedsværdi som følge af dollarens depreciering. ECB kan ind-

kalde yderligere valutareserveaktiver fra euroområdetets NCBer i henhold til den sekundære fællesskabslovgivning.⁸

ECBs valutareserver består hovedsagelig af amerikanske dollar, men omfatter også japanske yen, guld og SDR. Valutafordelingen, der fastlægges af Styrelsesrådet, er baseret på undersøgelser af den optimale valutafordeling og anslåede operationelle behov, og Styrelsesrådet kan ændre den, når og hvis det skønnes hensigtsmæssigt. I overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 26. september 1999, som blev forlænget 8. marts 2004, foretages der ikke nogen aktiv styring af guldpositionerne.

FORVALTNING AF EGENPORTEFØLJE

ECBs kapital og den generelle regnskabsmæssige reserve danner grundlag for ECBs egenportefølje. Egenporteføljen skal fungere som ECBs reservefond til imødegåelse af tab, og porteføljeforvaltningen skal på langt sigt skabe en indtjening, der er højere end den gennemsnitlige rente for ECBs primære markedsoperationer.

Ved udgangen af 2003 udgjorde ECBs egenportefølje 5,9 mia. euro i forhold til 5,6 mia. euro ved udgangen af 2002. Ændringen afspejler renteindtægterne og ændringen i porteføljeaktivernes markedsværdi. I 2003 blev det undersøgt, om der var yderligere muligheder for aktivspredning med henblik på at forbedre den samlede indtjening på egenporteføljen.

RISIKOSTYRING

Formålet med ECBs risikostyring er at måle, overvåge og rapportere alle risici, som ECB påtager sig direkte, eller som de 12 NCBer i Eurosystemet påtager sig på vegne af ECB, i forbindelse med finansielle operationer. Styringen af risici i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserver og egenportefølje består af tre tilknyttede opgaver, nemlig i) opgørelse af risici og rammeopfyldelse, ii) analyse og rapportering af

⁸ Rådets forordning (EF) nr. 1010/2000 af 8. maj 2000 om Den Europæiske Centralbanks yderligere indkaldelse af valutareserveaktiver (EFT L 115 af 16.05.2000, s. 2).

investeringernes performance og iii) analyser vedrørende allokering af aktiver.

ECBs markeds-, kredit- og likviditetsrisiko måles dagligt, og det kontrolleres, om de vedtagne grænser overholdes. I 2003 var der ingen tilfælde af alvorlig overskridelse. Overvågningen af overholdelsen i 2003 sigtede i stigende grad mod at sikre, at investeringerne havde den korrekte likviditetsprofil. Likviditetsgrænserne for ECBs valutareserver blev indført for at sikre, at en tilstrækkelig del af aktiverne foreligger som indskud eller meget likvide værdipapirer. Der er fastlagt procedurer for rapportering og behandling af enhver overskridelse af disse eller andre grænser. I 2003 gennemførtes også forbedringer i procedurerne for verifikation af nøjagtigheden af de daglige mark-to-market kurser (kurser på værdipapirer, der noteres dagligt og anvendes til værdiansættelse).

Måling og analyse af performance udgør en væsentlig del af risikostyringen. De nuværende rammer indebærer, at der skal ske valutastyring af 24 separate porteføljer, da alle euroområdet NCB'er styrer to porteføljer af ECBs valutareserver. Teknikkerne til redegørelse for performance – dvs. til identifikation af årsagerne til de fakti-

ske porteføljeafkast i forhold til ECBs investeringsbenchmarks – blev videreudviklet i 2003 med henblik på at give porteføljeforvalterne nyttig feedback. En aggregering af disse data over længere perioder giver også mulighed for at drage mere detaljerede konklusioner. Denne analyse af porteføljernes samlede performance og relative performance i forhold til det relevante benchmark kan også være en hjælp for de besluttede organer, når de skal træffe beslutninger om ændring af de overordnede investeringsrammer.

Allokering af aktiver er den proces, hvorved investeringerne fordeles på forskellige typer aktiver med henblik på at optimere forholdet mellem risiko og afkast under hensyntagen til institutionens mål. Den vigtigste faktor, der påvirker afkastet på investeringsporteføljerne, er allokeringen af aktiver i forbindelse med fastlæggelsen af ECBs strategiske benchmarks. Disse benchmarks skal afspejle ECBs langsigtede præference med hensyn til risici og afkast. I 2003 udviklede ECB en økonometrisk model for udledning af forventet afkast i forbindelse med fastlæggelsen af benchmarks. Desuden blev der anvendt en række alternative optimeringsteknikker for at øge analysens robusthed.

2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGS-SYSTEMER

Betalings- og værdipapirafviklingsydelser er et af Eurosystemets vigtigste instrumenter til at fremme betalingssystemernes smidige funktion. For at udføre denne lovbestemte opgave har Eurosystemet etableret Target-systemet,⁹ et RTGS-system (realtidsbruttoafviklingssystem) til meget store betalinger i euro. Betalinger via Target afvikles i centralbankpenge i centralbankernes regnskaber, hvilket i høj grad mindsker risikoen for fejl med alvorlige systemiske konsekvenser for hele det finansielle system. Target er blevet forbedret i de seneste år, og der er planer om at udvikle den næste generation af systemet, Target2.

Med hensyn til værdipapirafvikling tilbyder Eurosystemet og værdipapirmarkedet forskellige kanaler for at fremme anvendelsen af grænseoverskridende sikkerhed. Disse kanaler anvendes i stigende grad i takt med integrationen af EU-markederne.

2.1 TARGET-SYSTEMET

Det nuværende Target-system er baseret på de 15 nationale betalingssystemer i EU. Det omfatter desuden ECBs betalingsmekanisme, EPM, og et interlinkingsystem, der giver mulighed for at behandle grænseoverskridende betalinger. I 2003 bidrog Target yderligere til integrationen af europengemarkedet, og eftersom Eurosystemets kreditoperationer behandles via Target, spillede systemet også en vigtig rolle i den smidige gennemførelse af den fælles pengepolitik. Da Target-systemet kan tilbyde realtidsafvikling i centralbankpenge og har en bred markedsdækning, tiltrækker det også en lang række andre betalinger.

Target fungerede smidigt og tilfredsstillende i 2003, og fortsatte med at afvikle stadig flere betalinger i euro i overensstemmelse med Eurosystemets politiske mål om at fremme afvikling i centralbankpenge. I 2003 blev 87 pct. af den samlede omsætning for store betalinger i euro afviklet via Target. Target er tilgængelig for alle kreditoverførsler i euro mellem banker inden for et EU-land (indenlandske betalinger) og mellem

banker i forskellige EU-lande (grænseoverskridende betalinger), herunder de lande, som endnu ikke har indført euroen. I 2003 havde Target 3.351 deltagere, og på verdensplan kan 43.450 filialer benyttes via Target.

TARGET-OPERATIONER

I 2003 behandlede Target i gennemsnit 261.208 betalinger om dagen til en samlet værdi af 1.650 mia. euro. Det er en stigning på 3 pct. mængdemæssigt og 6 pct. værdimæssigt i forhold til 2002.

Af de samlede Target-betalinger i 2003 udgjorde de grænseoverskridende betalinger 33 pct. værdimæssigt og 23 pct. mængdemæssigt i forhold til henholdsvis 31 pct. og 21 pct. i 2002. Interbanktransaktioner udgjorde værdimæssigt 95 pct. og mængdemæssigt 52 pct. af de grænseoverskridende Target-betalinger, mens den resterende del var kundebetalinger. Værdien af en grænseoverskridende interbankbetaling var 17 mio. euro i gennemsnit, mens værdien af en grænseoverskridende kundebetaling var 0,8 mio. euro i gennemsnit. Yderligere information fremgår af tabel 12.

Target-systemets tilgængelighed, dvs. deltagerens mulighed for at anvende Target i åbningstiden, uden at der sker fejl, nåede i 2003 op på 99,79 pct. Target-informationssystemet (TIS) blev forbedret i 2003, så Target-deltagerne nu hurtigt kan få mere detaljerede oplysninger i tilfælde af fejl.

⁹ Target står for Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

Tabel 12. Betalinger i Target¹⁾

Mængde	2002	2003	Ændring (i pct.)
Samlet			
I alt	64.519.000	66.608.000	3
Dagligt gennemsnit	253.016	261.208	3
Indenlandske betalinger			
I alt	50.785.315	51.354.924	1
Dagligt gennemsnit	199.158	201.392	1
Grænseoverskridende betalinger			
I alt	13.733.685	15.253.076	11
Dagligt gennemsnit	53.858	59.816	11
Værdi (milliarder euro)			
Samlet			
I alt	395.635	420.749	6
Dagligt gennemsnit	1.552	1.650	6
Indenlandske betalinger			
I alt	271.914	283.871	4
Dagligt gennemsnit	1.066	1.113	4
Grænseoverskridende betalinger			
I alt	123.721	136.878	11
Dagligt gennemsnit	485	537	11

Kilde: ECB.

1) 255 åbningssdage i 2002 og 2003.

SYSTEMISK VIGTIGE BETALINGER I TARGET

Som følge af Target-systemets specifikke rolle på markedet og dets brede markedsdækning er passende beskyttelse mod en lang række trusler afgørende for systemets smidige funktion. Således skal sikkerhedsspørgsmål håndteres hensigtsmæssigt i Target. Metoder til risikovurdering har været på plads siden Target-systemets udviklingsfase, og risikostyringsprocessen blev ændret betydeligt i 2003. Den nye risikostyring i Target er baseret på internationale standarder.

Under ekstraordinære omstændigheder skal systemisk vigtige betalinger, dvs. betalinger der kan medføre systemiske risici, hvis de ikke gennemføres med det samme, kunne afvikles uden forsinkelse. Derfor er Targets eksisterende nødprocedurer blevet yderligere forbedret. I 2003 bekræftede en række afprøvninger blandt centralbanker (og visse banker) operabiliteten i og interoperabiliteten mellem alle nødplaner i hele

behandlingsprocessen i forbindelse med Target-betalinger.

Således er Eurosystemet nu bedre i stand til at sikre, at betalingssystemerne og de finansielle markeder fortsat kan fungere smidigt i krisesituationer.

ANDRE ÆNDRINGER

Ændringer i SWIFTs kommunikationsnetværk, som migreringen til SWIFTNet FIN, er obligatoriske for alle brugere. De nationale delsystemer i Target kan gennemføre disse ændringer i deres eget tempo, men processen skal være afsluttet ved udgangen af 2004.

NATAFVIKLING

Da værdipapirafviklingssystemer i 2003 begyndte at afvikle transaktioner i finansielle instrumenter om natten, også kaldet natafvikling, iværksatte Eurosystemet visse initiativer. Denne form for afvikling indebærer, at operatørerne af værdipapirafviklingssystemerne fremrykker nogle af de transaktioner, der typisk foretages i løbet af en bankdag, til den foregående aften. Valørdatoen for disse handler vil dog stadig være den efterfølgende bankdag. Fordelen ved natafvikling er, at deltagerne i værdipapirafviklingssystemerne med sikkerhed kender deres faktiske beholdning af kontanter og værdipapirer, og de kan således handle ud fra dette fra dagens begyndelse.

For at opfylde markedets behov har Styrelsesrådet godkendt en model, der understøtter grænseoverskridende afvikling af pengebetaler i forbindelse med natafviklinger i centralbankpenge for systemdeltagere, der er etableret uden for det pågældende systems hjemland. Modellen vil kun blive indført af interesserede NCBer på frivillig basis. Denne løsning, som er udviklet af Eurosystemet, er baseret på bilaterale garantier mellem euroområdet centralbanker. Disse garantier involverer NCBen i systemets hjemland og NCBerne for de deltagere, der er etableret uden for dette land. Med de bilaterale garantier mellem NCBerne kan deltagerne anvende deres centralbankindeståender i hjemlandets NCB til nataf-

viklinger i et værdipapirafviklingssystem uden for hjemlandet.

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

ESCB fortsætter den tætte dialog med brugerne af Target for at sikre, at der tages passende højde for deres behov, og at der efterfølgende gennemføres passende foranstaltninger. Som i de tidligere år blev der i 2003 afholdt regelmæssige møder mellem centralbankerne i EU og de nationale Target-brugergrupper. Desuden blev der afholdt fællesmøder mellem ESCBs repræsentanter i Target Management Working Group (TMWG) og den europæiske banksektors Target Working Group (TWG) for at drøfte operationelle aspekter af Target. De strategiske aspekter blev behandlet i Contact Group on Euro Payments Strategy (COGEPS), som består af repræsentanter fra bankernes og centralbankernes øverste ledelse.

Som operatør af et af de største RTGS-systemer i verden har Eurosystemet fortsat tæt kontakt med RTGS-operatører i andre valutaområder. Stadig flere indbyrdes forbindelser, fx som følge af transaktioner via Continuous Linked Settlement (CLS), har skabt et behov for fælles drøftelser om operationelle spørgsmål.

2.2 TARGET2

Targets nuværende opbygning blev fastlagt i 1994 og var baseret på princippet om minimal harmonisering og indbyrdes forbindelse mellem de eksisterende infrastrukturer. På denne måde kunne man sikre, at systemet ville fungere fra begyndelsen af ØMU. Det er imidlertid nødvendigt at forbedre systemet på grund af den tiltagende finansielle integration i euroområdet, og fordi Target-brugernes forretningsmæssige behov bliver stadig mere ensartede.

Den 24. oktober 2002 vedtog Styrelsesrådet de principper, som siden har dannet grundlag for forberedelsen af Target2. Det nye system skal (i) tilbyde et stærkt harmoniseret serviceniveau, (ii) have en fælles prisstruktur for disse harmonise-

rede services og (iii) garantere omkostningseffektivitet. Samtidig er NCBERne fortsat ansvarlige for kreditinstitutternes konti og forretningsrelationerne med kreditinstitutterne i de respektive medlemslande. Hvad angår den tekniske infrastruktur i Target2, har centralbankerne mulighed for at dele en fælles teknisk platform, der understøtter de RTGS-tjenester, som de tilbyder bankerne.

Planlægningen af Target2-projektet er opdelt i tre faser: den forberedende fase, projektfasen og testfasen. 2003 var helliget den forberedende fase, hvor de tre vigtigste arbejdsområder skulle drøftes, før den tekniske udvikling kan påbegyndes i løbet af 2004. Det første arbejdsområde er definitionen af standardydelse og -funktioner i Target2 (fx behandlings- og afviklingstjenester, spørgsmål vedrørende grænseflader, likviditetsstyring, informationstjenester, driftskontinuitet og sikkerhed). Det andet arbejdsområde vedrørende omkostninger og priser drejer sig hovedsagelig om færdiggørelsen af en fælles omkostningsmetodologi for Target2. Det tredje arbejdsområde fokuserer på spørgsmål, der specifikt vedrører den fælles platform.

Som det første skridt i definitionen af standardydelse og -funktioner i Target2 iværksatte Eurosystemet en offentlig høring i december 2002 for at klarlægge Target-brugernes holdning til fremgangsmåden og serviceniveauet i Target2.¹⁰ En sammenfatning af svarene samt de enkelte bidrag blev offentliggjort på ECBs websted 14. juli 2003.¹¹ Alle respondenter hilste Eurosystemets initiativ til at forbedre Target-systemets funktioner og ydeevne velkommen. Banksektoren understregede desuden, hvor vigtigt det er at involvere brugerne i Target2-projektet.

ESCB vil fortsætte med at høre banksektoren vedrørende relevante spørgsmål om Target2 i løbet af projektet. Desuden har de modtagne bidrag under den offentlige høring fungeret som beslutningsgrundlag for definitionen af Target2s

¹⁰ "Target2: principper og opbygning", ECB, december 2002.

¹¹ "Sammenfatning af svarene på høringen Target2 – principper og opbygning", ECB, juli 2003.

ydelse og funktioner. I de aktuelle forberedelser fokuseres der desuden på at sikre, at det fremtidige Target2-system er i fuld overensstemmelse med hovedprincipperne for systemisk vigtige betalingssystemer (Core Principles)¹², som Styrelsesrådet vedtog som minimumstandarder.

Hvad angår det andet arbejdsområde, skal der udvikles en fælles omkostningsmetodologi for Target2, som skal anvendes af alle centralbanker. Den skal være grundlaget for den fælles prisstruktur i Target2 og skal desuden bruges til at påvise, hvorvidt kravet om dækning af omkostningerne er blevet overholdt.

Med hensyn til det tredje arbejdsområde, som vedrører den fælles platform, har ECB koordineret drøftelserne mellem de centralbanker, som er interesseret i at deltage i den fælles platform. Eurosystemet er begyndt at behandle spørgsmål vedrørende ledelsen og finansieringen af den fælles platform. Banca d'Italia, Banque de France og Deutsche Bundesbank har iværksat et fælles initiativ til udvikling af den fælles platform.

Ud over disse tre arbejdsområder skal der i 2004 etableres en passende projektorganisation for at sikre dels en effektiv planlægning af udviklingsarbejdet i projektfasen, dels at de centralbanker, der ønsker at deltage i den fælles platform, involveres i passende omfang og får mulighed for at kontrollere processen. Målet for ESCBs forberedelse er, at transaktioner i Target2 kan påbegyndes 2. januar 2007. Denne tidsfrist er dog meget stram og under forbehold af endnu en forundersøgelse på et senere tidspunkt i den forberedende fase.

2.3 GRÆNSEOVERSKRIDENDE ANVENDELSE AF BELÅNBARE AKTIVER

Belånbare aktiver kan bruges som grænseoverskridende sikkerhed for alle kreditoperationer i Eurosystemet ved hjælp af korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) eller via godkendte links mellem værdipapirafviklingssystemerne i

EU. CCBM udbydes af Eurosystemet, mens de godkendte links er en markedsbaseret løsning.

Værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i Eurosystemet steg fra 234 mia. euro i december 2002 til 305 mia. euro i december 2003. Samlet set udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ved udgangen af 2003 40 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet. Det er et klart udtryk for den stigende integration på de finansielle markeder i euroområdet. Som følge heraf er modparterne stadig mere tilbøjelige til at have porteføljeaktiver i andre eurolande.

KORRESPONDENTCENTRALBANKMODELLEN

CCBM var fortsat den vigtigste kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed og blev yderligere forbedret i 2003. Eurosystemets modparter kan anvende belånbare aktiver på tværs af grænserne, dvs. de kan opnå kredit hos NCBen i deres hjemland ved at stille aktiver i et andet euroland som sikkerhed.¹³ CCBM tegnede sig for 34 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet. Aktiver forvaltet via CCBM steg fra 195 mia. euro ultimo 2002 til 259 mia. euro ultimo 2003.

For at forbedre serviceniveauet i CCBM besluttede Styrelsesrådet ved udgangen af 2002, at NCBERne fra januar 2004 skal udføre deres interne CCBM-procedurer inden for 1 time, forudsat at modparterne (og deres depotbanker) afsender deres instrukser korrekt. Overskridelse af denne benchmark-frist på 1 time kan dog accepteres under visse omstændigheder, fx på tidspunkter med spidsbelastning.

Da depotbanker ofte spiller en vigtig rolle i CCBMs behandlingsproces ved at overføre sikkerheden på modpartens vegne, har de store europæiske sammenslutninger af kreditinstitut-

¹² Rapport fra komiteen for betalings- og afviklingssystemer om "Core Principles for Systemically Important Payment Systems", Den Internationale Betalingsbank (BIS), januar 2001.

¹³ Yderligere oplysninger findes i kapitel 6.6.1 i publikationen "Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", ECB, februar 2004.

ter (European Banking Federation, European Savings Bank Group og European Association of Co-operative Banks) udarbejdet en "bedste praksis" for depotbanker, som er involveret i CCBM-

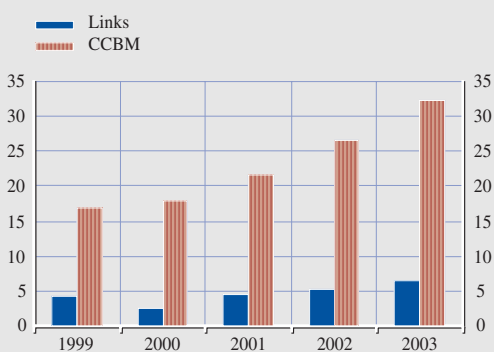
transaktioner. Markedsdeltagerne får på den måde retningslinjer til at optimere CCBMs effektivitet. Bedste praksis, der præsenteres i boks 8, trådte i kraft i januar 2004.

Boks 8

BEDSTE PRAKSIS FOR MARKEDSDELTAGERE I CCBM-OPERATIONER IFØLGE EUROPEAN BANKING FEDERATION, EUROPEAN SAVINGS BANK GROUP OG EUROPEAN ASSOCIATION OF CO-OPERATIVE BANKS

1. Depotinstitutionerne skal sikre, at deres kunder kender deres regler/procedurer for CCBM-relaterede instrukser. Reglerne/procedurene skal i videst muligt omfang baseres på officiel lokal markedspraksis. Kunderne skal overholde reglerne/procedurene for at sikre hurtig og effektiv behandling af instrukserne.
2. Hvor det er muligt, skal CCBM-instrukserne behandles automatisk. I den henseende skal elektroniske kommunikationskanaler mellem depotinstitutionerne og deres kunder anvendes i størst mulig udstrækning, og instrukserne skal baseres på standarden ISO 15022.
3. Under normale omstændigheder og hvor det er muligt, skal depotinstitutionerne sende deres kunders CCBM-relaterede instrukser til det lokale værdipapirafviklingssystem inden for 30 minutter efter modtagelsen, forudsat at instrukserne er fuldstændige og korrekte, og at kunden har de værdipapirer, der skal leveres.
4. Depotinstitutionernes frister for behandling samme dag af deres kunders CCBM-relaterede instrukser skal være 30 minutter før det pågældende lokale værdipapirafviklingssystems frist (se de regelmæssigt opdaterede landetabeller på ECBs websted (www.ecb.int)). Som god praksis opfordres kunderne imidlertid til at afsende deres instrukser i god tid før depotinstitutionens frist for at undgå kø og for at give depotinstitutionen tilstrækkelig tid til at reagere på fejl eller uforudsete problemer.
5. Markedsdeltagerne skal sikre, at oplysningerne er let tilgængelige for deres kunder, så de kan overvåge status på CCBM-instrukserne.
6. Depotinstitutionerne skal aftale løsninger for godkendelse og eventuel prioritering af CCBM-relaterede instrukser med kunderne. Løsninger skal baseres på standarden ISO 15022, hvor den foreligger.
7. Hvis depotinstitutionerne kan godkende CCBM-instrukserne som sådan, skal de, hvor det er muligt, oplyse kunderne om afviklingsproblemer inden 15 minutter efter, at problemet er opdaget.

Figur 31. Grænseoverskridende sikkerhedsstilling i pct. af samlet sikkerhedsstilling til Eurosystemet



Kilde: ECB.

GODKENDTE LINKS MELLEM NATIONALE VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Nationale værdipapirafviklingssystemer kan forbindes ved hjælp af kontraktbaserede eller operationelle aftaler med henblik på grænseoverskridende overførsel af aktiver mellem systemerne.¹⁴ Når værdipapirerne er overført via sådanne links til andre værdipapirafviklingssystemer, kan de anvendes gennem lokale procedurer nøjagtigt som indenlandsk sikkerhed. I øjeblikket har modparterne adgang til 66 links, hvoraf kun et begrænset antal anvendes aktivt. Desuden dækker disse links kun en begrænset del af euroområdet, og der blev ikke præsenteret nye links til vurdering i 2003. Sikkerhed forvaltet via links steg fra 38 mia. euro i december 2002 til 46 mia. euro i december 2003, men udgjorde kun 6 pct. af den samlede grænseoverskridende og indenlandske sikkerhedsstilling i Eurosystemet.

¹⁴ Yderligere oplysninger findes i kapitel 6.6.2 i publikationen "Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", ECB, februar 2004.

3 SEDLER OG MØNTER

3.1 UDVIKLINGEN I CIRKULERENDE EUROSEDLER OG -MØNTER OG HÅNDBLIVNING AF SEDLER OG MØNTER

EFTERSPØRGSLEN EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

Den betydelige stigning i cirkulerende eurosedler, som blev observeret i hele 2002 efter overgangen til eurosedler og -mønter, fortsatte i 2003. I perioden januar-december 2003 steg værdien af cirkulerende eurosedler med 21,7 pct. fra 358,5 mia. euro til 436,2 mia. euro. Først i januar 2003 faldt værdien af cirkulerende eurosedler markant, nemlig med 5,3 pct. i forhold til december 2002, som følge af de økonomiske aktørers faldende kontantbehov efter årsskiftet i overensstemmelse med det sædvanlige årsforløb. I februar tiltog værdien af cirkulerende eurosedler igen, og resten af året sås en gennemsnitlig månedlig vækst på ca. 2,1 pct. Den øgede efterspørgsel efter eurosedler skyldes, at de i højere grad anvendes til værdilagringer og som parallelvaluta i lande uden for euroområdet. Statistiske analyser har vist, at residerter uden for euroområdet tegnede sig for omkring 9 pct. af værdien af cirkulerende eurosedler ultimo december 2003.

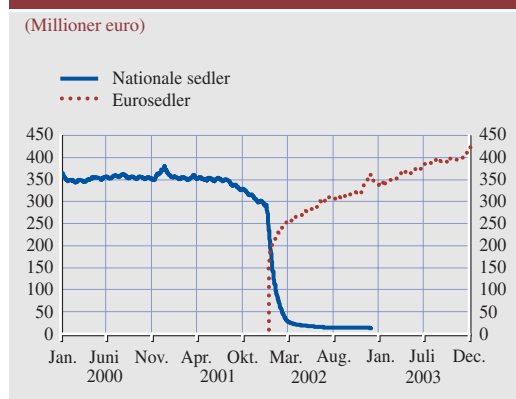
Antallet af cirkulerende eurosedler steg også markant med 10,1 pct. i 2003. Efter et fald på 8,6 pct. fra 8,2 mia. til 7,5 mia. eurosedler i januar

2003 steg antallet moderat i løbet af året med toppunkter omkring sommerperioden og mod slutningen af året, hvor der var 9,0 mia. cirkulerende eurosedler. Figur 32 viser udviklingen i værdien af cirkulerende nationale sedler og eurosedler i perioden 2000-03, mens figur 33 viser den mængdemæssige udvikling i 2002 og 2003.

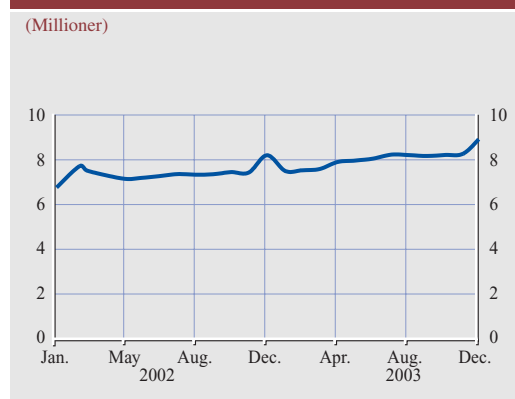
Som det fremgår af figur 34, skete der ingen væsentlige skift mellem de enkelte seddelværdier i 2003. En nærmere gennemgang af udviklingen i den årlige vækst i de enkelte seddelværdier viser en betydelig stigning i udstedelsen af de store seddelværdier. Den kraftigste stigning observeredes i udstedelsen af 500-eurosedler. Antallet af cirkulerende 500-eurosedler steg fra 167 mio. til 238 mio. i 2003, hvilket er en årlig vækst på 42,5 pct. Antallet af cirkulerende 50-, 100- og 200-eurosedler tiltog også betydeligt med en årlig vækst på henholdsvis 19,0 pct., 20,3 pct. og 12,1 pct., mens stigningen i de små seddelværdier var moderat, dvs. 2,3 pct. for 5-eurosedler, 2,5 pct. for 10-eurosedler og 4,0 pct. for 20-eurosedler.

Alle eurolande oplevede et vedvarende opsving i efterspørgslen efter euromønter fra januar 2003, hvilket resulterede i en stigning i værdien af cirkulerende euromønter på 13,7 pct. fra 12,4 mia. euro til 14,1 mia. euro ultimo december 2003. Antallet af cirkulerende euromønter tiltog med 9,1 mia. i løbet af året fra 39,9 mia. til 49,0 mia.

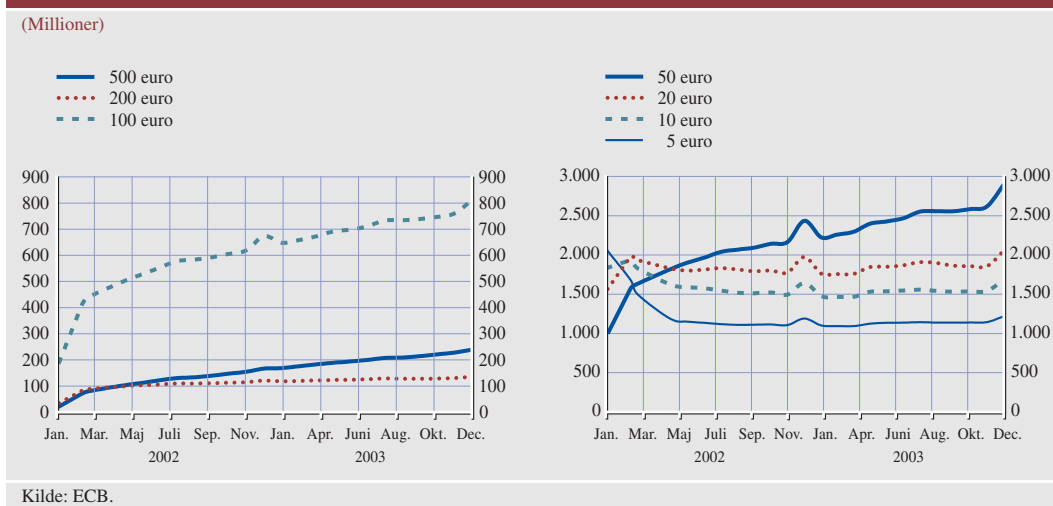
Figur 32. Samlet værdi af sedler i cirkulation mellem 2000 og 2003



Figur 33. Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2003



Figur 34. Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2003



mønter ved udgangen af 2003. Den væsentlige stigning kunne hovedsagelig tilskrives øget efterspørgsel efter små møntværdier, dvs. 1 cent, 2 cent og 5 cent, som tegnede sig for over to tredjedele af denne stigning. Den øgede efterspørgsel skyldes hamstring og et forholdsvist højt tab af disse møntværdier.

EUROSYSTEMETS HÅNDTERING AF EUROSEDLER

Når eurosedlerne returneres til NCBerne, skal ægtheden bekræftes og kvaliteten kontrolleres ved hjælp af avancerede maskiner for at fastslå, hvorvidt de er egnet til fortsat cirkulation. I perioden januar-december 2003 krydsede i alt 57,8 mia. eurosedler NCBernes skranke til en pålydende værdi af 1.744 mia. euro, fordelt på 28,5 mia. eurosedler indsat og 29,3 mia. eurosedler hævet af kreditinstitutter og andre kunder. Omkring 2,7 mia. eurosedler skulle destrueres, fordi de ikke længere kunne anvendes. Den andel er generelt i overensstemmelse med NCBernes erfaringer med de tidligere nationale sedler i en lignende periode efter deres indførelse.

3.2 UDVIKLINGEN I FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE AF EUROSEDLER MOD FORFALSKNING

FORFALSKNING AF EUROSEDLER

I 2002, hvor eurosedlerne var nye, var antallet af forfalskede sedler usædvanligt lavt. Det skyldes dels eurosedlernes avancerede sikkerhedselementer, dels at falskmønterne ikke havde haft ret meget tid til at blive bekendt med de nye sedler. I 2003, som var eurosedlernes andet år i cirkulation, var antallet af registrerede forfalskninger uundgåeligt højere end i det foregående år. I alt modtog de nationale analysecentre¹⁵ 551.287 forfalskede eurosedler i 2003. Euroen er fortsat en godt beskyttet valuta, men den reproduktionsteknologi, som falskmønterne har adgang til, bliver hele tiden bedre og billigere. Desuden er euroen en udbredt international valuta, hvilket gør den mere udsat for forfalskning. Generelt var der i 2003 ikke tale om en konstant stigning i antallet af forfalskede eurosedler, idet der var sæsonmæssige udsving i perioder med mange ægte eurosedler i cirkulation, nemlig julen og sommerferien.

15 De centre i de enkelte EU-lande, som udfører en foreløbig analyse af de forfalskede eurosedler på nationalt plan.

Antallet af registrerede forfalskninger var fordelt på de forskellige seddelværdier i henhold til nedenstående tabel:

	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Antal	2.733	5.476	152.061	321.623
Procent	0,5	1,0	27,6	58,3

	100 euro	200 euro	500 euro	I alt
Antal	53.668	14.776	950	551.286
Procent	9,7	2,7	0,2	100,0

Selv om 50-eurosedlen fortsat var det foretrukne mål for forfalskning, er der i forhold til sidste år sket et markant skift væk fra 50-eurosedlerne mod 20-eurosedlerne.

Trods mediernes fokus på forfalskninger af høj kvalitet er antallet af disse forfalskninger yderst begrænset, og "føl-se-vip"-metoden er fortsat tilstrækkelig til at afsløre næsten alle forfalskninger.

BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

Ud over den samarbejdsaftale, som ECB indgik med Europol i 2002, indgik ECB lignende aftaler i 2003 med Interpol og med en række tiltrædende landes centralbanker. ECB og NCBerne har desuden deltaget aktivt i uddannelsen af kasserere både inden for og uden for EU i at genkende og håndtere forfalskede eurosedler.

ECBs Center for Analyse af Falske Sedler og de nationale analysecentre samarbejder med politiet om at bekæmpe forfalskning, og teknikere fra de nationale analysecentre kan efter anmodning yde ekspertrådgivning og udarbejde tekniske rapporter til de juridiske myndigheder.

Endvidere har Eurosystemet bidraget yderligere til det internationale samarbejde om bekæmpelse af forfalskning under ledelse af centralbankcheferne i G10-landene. ECB har etableret et teknisk supportcenter for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC)) for at hjælpe det internationale samfund. ICDC opdaterer trusselsanalysen ved hjælp af løbende evaluering af nyt reproduktionsudstyr og systemer til bekæmpelse af forfalskning.

EUROSEDLERNES FREMTIDIGE INTEGRITET

Sikkerhedselementer "ældes" fra det øjeblik, hvor sedlerne udstedes. Efterhånden som falskmøntnerne bliver mere opmærksomme på et oprindeligt effektivt sikkerhedselement, øges risikoen for, at sikkerhedselementet bliver reproduceret. Som for andre internationale valutaer skete dette for euroen efter dens indførelse og i stigende grad i 2003. Truslen tiltager, efterhånden som andre designmyndigheder indfører euroen som teknisk standard og vælger de samme sikkerhedselementer i deres pengesedler. Derfor spiller forskning og udvikling af nye sikkerhedselementer en vigtig rolle med hensyn til at sikre eurosedlernes fremtidige integritet. I jagten på nye sikkerhedselementer, som udgør et paradigmeskift på længere sigt, har Eurosystemet udviklet en metode til vurdering og finansiering af forslag om forskning og udvikling på det bedst mulige grundlag. Forskningen vedrørende nye sikkerhedselementer suppleres af udviklingsprogrammer, der skal bygge bro mellem forskning og fremstilling.

3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

EUROSYSTEMETS ROLLE I HÅNDBLINGEN AF KONTANTER

Ved flere lejligheder har Styrelsesrådet understreget betydningen af lige konkurrencevilkår for kontanttjenesterne. Derfor er der allerede truffet en række foranstaltninger på dette område. I 2002 indførte Eurosystemet en fælles gebyrpolitik for NCBernes kontanttransaktioner for erhvervskunder. Samtidig blev der defineret en fælles tilgang til åbningstider og debiterings-/krediteringsregler for NCBernes kontanttjenester. Desuden blev der offentliggjort generelle retningslinjer for anvendelsen af deponerings- og hæveautomater¹⁶ i euroområdet. I 2003 blev der indført en fælles procedure for test af sådanne maskiner. Test foretaget af NCBer i euroområdet i henhold til denne fælles procedure er gyldige i alle eurolande. Testprocedurerne stiller

¹⁶ Deponerings- og hæveautomater er selvstændige kundeopererede maskiner, der kan modtage, behandle og udlevere pengesedler.

store krav til maskinerne vedrørende tilbageholdelse af falske og mistænkelige sedler og frasortering af uegnede sedler for at øge de cirkulerende eurosedlers kvalitet. Desuden er der taget passende højde for de praktiske forhold og tekniske egenskaber ved disse maskiner. Flere producenter har allerede med succes foretaget disse test og bidrager dermed til den høje standard for behandlingen og håndteringen af eurosedler. Ud over de foranstaltninger, som allerede er på plads, vil Eurosystemet fortsat overveje andre aspekter af håndteringen af kontanter med henblik på at sikre en problemfri og effektiv kontantforsyning samt fastholde eurosedlernes integritet.

ECB og Europa-Kommissionen afholder i fællesskab halvårlige møder for at drøfte spørgsmål vedrørende anvendelsen af kontanter. Deltagerne omfatter repræsentanter fra banksektoren, forbruger- og detailorganisationer samt fra salgsautomat- og pengetransportfirmaer. ECB deltager også som observatør i en arbejdsgruppe vedrørende kontanter under European Payments Council, som er etableret af de europæiske sammenslutninger af kreditinstitutter og de største banker.

PRODUKTIONSPROGRAMMER OG DEN FREMTIDIGE SEDDELPRODUKTION

I april 2001 besluttede Styrelsesrådet, at fremstillingen af eurosedler fremover skal være underlagt et decentralt puljesystem. Det betyder, at hver NCB i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af produktionen af et begrænset antal seddelværdier. Tabel 13 viser en oversigt over fordelingen af euroseddelproduktionen til NCB'erne ifølge puljesystemet.

Det samlede produktionskrav for 2003 var 3,1 mia. sedler (4,8 mia. i 2002).

Tabel 13. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2003

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	NCBer, der iværksætter produktion
5 euro	110	FR
10 euro	999,1	DE,GR,IE,AT
20 euro	1.071,1	FR,ES,NL,PT,DE
50 euro	657	IT,BE,ES,NL
100 euro	122	IT,FI
200 euro	133	DE,LU
500 euro	0 ¹⁾	
I alt	3.092,2	

Kilde: ECB-

1) De logistiske beholdninger af 500-eurosedler, som blev fremstillet op til indførelsen, blev vurderet som tilstrækkelige til at dække behovet i 2003.

Der er gjort et stort arbejde for at udvikle en fremtidig politik for euroseddelproduktionen. Styrelsesrådet har foretaget en grundig analyse af, hvorvidt forsyningen af råmaterialer og euroseddelproduktionen på mellemlangt sigt kan sendes i offentligt udbud. Styrelsesrådet har besluttet, at en fælles tilgang for Eurosystemet baseret på offentligt udbud skal være gennemført senest i 2012. NCB'er med interne/offentlige seddeltrykkerier får mulighed for at fravige den fælles tilgang.

STØTTE TIL PRODUKTIONEN AF EUROMØNTER

De enkelte eurolande er ansvarlige for produktionen af euromønter. ECB fungerede fortsat som en uafhængig kontrollør af euromønternes kvalitet, hvilket indebærer, at ECB fortsat var med til at understøtte og vedligeholde det fælles kvalitetsstyringssystem hos de møntudstedende institutioner. I 2003 blev der fremstillet 4,8 mia. euromønter (6,2 mia. i 2002).

DEN ANDEN SERIE EUROSIEDLER

Hovedformålet med at opgradere seddeldesignet er at holde trit med den teknologiske udvikling, så sedlerne konstant er godt beskyttet mod forfalskning, og at forsyne sedlerne med sikkerhedselementer, som offentligheden kan genkende. Derfor opgraderer de seddeludstedende myndigheder ofte sedlerne, når de har været i cirkulation i nogle år. På baggrund heraf er ECB begyndt at planlægge den anden serie eurosedler, som vil tage flere år at fremstille og udstede.

Udstedelsesdatoen for den anden serie eurosedler er endnu ikke fastsat, men det forventes at ske i slutningen af dette årti. Sedlerne vil blive udstedt seddelværdi for seddelværdi med visse intervaller, så det vil tage flere år, før alle seddelværdier er indført. Den anden series design vil have samme tema, "Europas tidsaldre og stilarter", som den nuværende serie for at signalere kontinuitet.

MEGET SMÅ SEDDELVÆRDIER

Siden afslutningen af overgangen til eurosedler og -mønter har der været forslag om at indføre meget små seddelværdier, dvs. 1-eurosedler og/eller 2-eurosedler. Argumentet var, at befolkning-

gen i visse lande var vant til små seddelværdier i de nationale valutaer og derfor har haft svært ved at tilpasse sig den forholdsvis store værdimæssige forskel mellem den største møntværdi (2 euro) og den mindste seddelværdi (5 euro). Et andet argument er, at forbrugerne ofte forbinder mønter med en lav værdi.

Styrelsesrådet har indvilliget i atter at vurdere muligheden for udstedelse af meget små seddelværdier i efteråret 2004, hvor der er gjort flere erfaringer med anvendelsen af eurosedler og -mønter, både inden for og uden for euroområdet.

4 NY OG FORBEDRET STATISTIK

Med hjælp fra NCBerne indsamler ECB en lang række statistiske oplysninger, på grundlag af hvilke ESCB kan udføre sine opgaver. Som i de tidligere år forløb det statistiske arbejde problemfrit i 2003. ECB og NCBerne vurderer dog, at der stadig er behov for yderligere forbedringer.

I 2003 blev der arbejdet på at forbedre tilgængeligheden og kvaliteten af statistikken for euroområdet og samtidig minimere rapporteringsbyrden for indberetterne. Der er også gjort fremskridt inden for de statistikker, som er vigtige for ECB, og som indsamles og udarbejdes af Europa-Kommissionen (Eurostat) og de nationale statistikbureauer.

4.1 NY STATISTIK

I december 2003 offentliggjorde ECB en ny harmoniseret statistik over renten på monetære finansielle institutioners (MFIer) indlån og udlån. Den nye statistik omfatter 45 indikatorer for euroområdet vedrørende MFIernes renter på indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber (se desuden afsnit 2.1 i kapitel 1). Den månedlige rentestatistik omfatter både udeståender og nye forretninger og giver et omfattende og harmoniseret billede af MFIernes renter, hvordan de udvikler sig samt omfanget af forretninger, som vedrører disse renter. Kravene til MFI-rentestatistikken er fastlagt i forordning ECB/2001/18. Alle oplysninger, herunder vejledningen vedrørende MFI-renter samt kilde- og metodebeskrivelser, kan findes på ECBs websted.

Siden september 2003 har ECB offentliggjort mere detaljerede oplysninger om pengemængdemålene og deres modposter. Sæsonkorrigerede estimater omfatter nu hele MFI-sektorens konsoliderede balance. Desuden foreligger der nu månedlige i stedet for kvartalsvise data vedrørende indlån, udlån og beholdninger af værdipapirer fordelt efter sektor. Værdireguleringer af udvalgte poster på MFI-balancen, fx afskrivning/nedskrivning af lån, i forbindelse med beregning

af kreditmodposter til pengemængdemålene er nu harmoniserede og foreligger separat.

Med vedtagelsen af retningslinje ECB/2002/7 om ECBs statistiske rapporteringskrav inden for kvartalsvise finansielle sektorkonti i 2002 har ECB siden februar 2003 haft adgang til supplerende data vedrørende forsikringsselskabernes og pensionskassernes transaktioner og balancer.

Hvad angår statistik for ikke-MFIer ekskl. forsikringsselskaber og pensionskasser, blev der i januar 2003 for første gang offentliggjort statistik vedrørende investeringsforeningernes balance, herunder en detaljeret fordeling efter type. Denne kvartalsvise statistik udarbejdes på grundlag af foreliggende nationale data og er endnu ikke fuldt harmoniseret på tværs af euroområdet. Månedlige data vedrørende børsnoterede aktier udstedt af residenter i euroområdet fordelt efter udstederens sektor har desuden været tilgængelige siden januar 2003. En forbedret metode til beregning af vækstraterne for gældsinstrumenter (obligationer mv.) har desuden været anvendt siden januar 2003.

Hvad angår Eurostats statistik for euroområdet, var de vigtigste nye tiltag første offentliggørelse af et foreløbigt skøn over BNP, baseret på et udsnit af lande, der udarbejder foreløbige estimater, samt statistikken over nye ordrer i industrien.

Som led i den fortsatte integration på statistikområdet offentliggjorde ECB for første gang i juni 2003 en monetær opstilling af euroområdets betalingsbalance. Den monetære opstilling er et vigtigt bindeled mellem transaktionerne i M3-pengemængdens eksterne modposter og ikke-MFIernes transaktioner på betalingsbalancen. Da ændringer i MFI-sektorens nettofordringer på udlandet i høj grad afspejler udenlandske transaktioner foretaget af ikke-MFIer i euroområdet, forbedrer denne nye opstilling overensstemmelsen mellem de monetære data og betalingsbalancedataene. Indsamlingen af separate oplysninger om udlån og indskud i forbindelse med andre investeringer vil således også gøre det nemmere at overvåge udviklingen i ikke-MFIernes beholdninger af udenlandske likvide aktiver.

4.2 MELLEMLISTET STRATEGI FOR DET STATISTISKE ARBEJDE

I 2003 fulgte ECBs statistiske arbejde en mellemfristet strategi med henblik på at forbedre de statistiske oplysninger samt deres integration og formidling. De vigtigste elementer i denne strategi er:

- Forberedelse og indarbejdelse af data vedrørende de nye medlemslande, i første omgang som EU-lande og i fremtiden som eurolande.
- Udvikling af et integreret system af kvartalsvise finansielle og ikke-finansielle sektorkonti for euroområdet og forbedring af den konceptuelle og numeriske sammenhæng i de statistiske rammer for økonomisk og monetær analyse. De kvartalsvise konti vil blive udarbejdet både for hele euroområdets økonomi og for forskellige institutionelle sektorer.
- Udvidelse af ECBs statistik, hvilket omfatter en central værdipapirdatabase og en database for de finansielle markeder for euroområdet, som understøtter udarbejdelsen af konsistente og nøjagtige statistiske oplysninger om værdipapirmarkederne og de finansielle markeder. Den centrale værdipapirdatabase vil også bidrage til udarbejdelsen af mere nøjagtige statistiske oplysninger vedrørende porteføljeinvesteringer på betalingsbalancen og kapitalbalancen over for resten af verden.
- Udvidelse af de statistiske rammer for overvågning og analyse af finansiell stabilitet.
- Overvågning af og opfølgning på finansielle nyskabelser og andre udviklingstendenser med potentielt vigtige konsekvenser for udarbejdelsen af statistik, fx de nye internationale regnskabsstandarder og Basel-komiteens forslag til nye kapitaldækningsregler for kreditinstitutter.
- Forbedret formidling af statistiske oplysninger.

- Fremme af aktuelle økonomiske data af høj kvalitet for euroområdet, som udarbejdes af Eurostat på basis af bidrag fra de nationale statistikbureauer, fx ved at gennemføre et "EU først"-princip, som tilskynder de nationale statistikbureauer til at opprioritere deres bidrag til statistik vedrørende euroområdet, især de såkaldte "Principal European Economic Indicators", samt tilskynder til bedre koordinering af fx udgivelseskalendere og revisionspolitikker.
- Aktiv deltagelse i internationale standardiseringsorganer med henblik på at opnå større konsistens i de grundlæggende data i de forskellige typer af statistik, der indsamles fra virksomheder.

For at forbedre formidlingen af statistiske oplysninger har ECB siden august 2003 hver måned offentliggjort en lommebog for statistik (Statistics Pocket Book), som indeholder de vigtigste aktuelle statistiske oplysninger om euroområdet og samtidig har et praktisk format.

4.3 FORBEDRINGER AF DE INSTITUTIONELLE OG JURIDISKE RAMMER FOR STATISTIK

Sammen med NCBerne og i samarbejde med andre europæiske og internationale institutioner arbejder ECB også på at styrke de juridiske og institutionelle rammer for indsamling, udarbejdelse og formidling af statistik.

ECB har opdateret sine retningslinjer om visse krav til statistiske indberetninger samt procedurerne for NCBernes indberetning af statistisk information på det penge- og bankstatistiske område (ECB/2003/2). ECB har også opdateret forordningen vedrørende udarbejdelse af MFI-balancestatistik (ECB/2001/13) til også at omfatte visse positioner i forhold til de nye medlemslande og deres valutaer fra og med deres indtræden i EU den 1. maj 2004. Endvidere blev der offentliggjort en opdateret retningslinje om betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet i maj 2003 (ECB/2003/7). Denne opdatering vil forbedre statistik-

ken for euroområdet i kraft af bl.a. en mere detaljeret geografisk fordeling og sektorfordeling af betalingsbalancestrømme og beholdninger indeholdt i kapitalbalancen over for resten af verden.

Hvad angår de institutionelle rammer, underskrev ECB og Europa-Kommissionen (Eurostat) i marts 2003 en opdateret samarbejdsaftale vedrørende økonomisk og finansiel statistik. Det beskriver de to institutioners ansvarsområde og samarbejdet mellem dem på statistikområdet, med forbehold af de retlige bestemmelser i artikel 285 i traktaten og i artikel 5 i ESCB-statuten. ECB har fortsat hovedansvaret for penge- og bankstatistik, herunder statistik over de finansielle markeder, mens Europa-Kommissionen stadig har hovedansvaret for generel økonomisk statistik. Ansvar for betalingsbalancestatistik er fortsat fælles. ECB har desuden hovedansvaret for statistik over internationale reserver, den nominelle og reale effektive eurokurs og de kvartalsvise finansielle konti for euroområdet.

Årsregnskaber fordelt efter institutionel sektor for medlemslandene forbliver Europa-Kommissionens hovedansvar, mens udviklingen af kvartalsvise ikke-finansielle konti for de institutionelle sektorer og den statistiske infrastruktur, fx standarder vedrørende sæsonkorrektion og data-transmission, er et fælles ansvarsområde.

Endvidere identificerede en fælles arbejdsgruppe under ECB og Europa-Kommissionen (Eurostat) i 2003 de mest relevante elementer for kvaliteten af betalingsbalancestatistik og udviklede kvantitative indikatorer for overvågning af kvaliteten. De kvantitative indikatorer for euroområdet vil blive indarbejdet i en samlet kvalitetsvurdering og offentliggjort i årlige kvalitetsrapporter. Endelig har ECB og Europa-Kommissionen (Eurostat) samarbejdet tæt om at udarbejde en oversigt over de vigtigste månedlige og kvartalsvise europæiske økonomiske indikatorer, som bør foreligge for euroområdet meget hurtigere end i øjeblikket, på basis af hurtigere bidrag fra medlemslandene.

5 ØKONOMISK FORSKNING

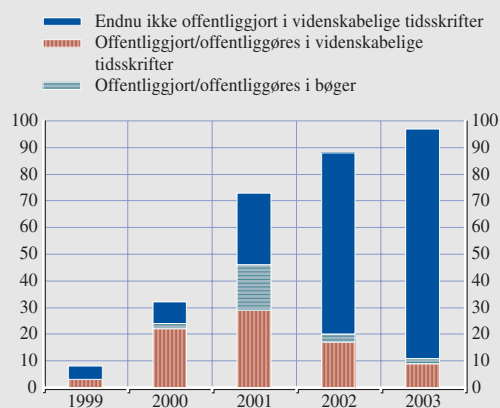
Målet for ECBs økonomiske forskning er at skabe et stærkt konceptuelt og empirisk grundlag for udarbejdelsen af politikker samt at forbedre formidlingen af politikkerne til markederne og offentligheden. Forskning af høj kvalitet er afgørende for at sikre, at ECB er godt rustet til at klare de enestående udfordringer i forbindelse med gennemførelsen af en fælles pengepolitik for en gruppe selvstændige lande. Den økonomiske forskning inden for Eurosystemet har hovedsagelig til formål at øge kendskabet til, hvordan euroområdet økonomi fungerer og, mere specifikt, at udvikle modeller, værktøjer og analyser, som er relevante for pengepolitikken og Eurosystemets andre opgaver. Et eksempel er den økonomiske forskningsrolle i evalueringen af ECBs pengepolitiske strategi, hvor en række baggrundsundersøgelser fungerede som input til Styrelsesrådets vurdering (se boks 1).

5.1 FORSKNINGSEMNER

Forskningsprogrammet for 2003 kan deles op i seks områder: den pengepolitiske strategi, regler og indikatorer; den pengepolitiske transmission; de finansielle markeder og institutioner; international økonomi og finansiering; makroøkonomiske modeller for euroområdet; samt generelle økonomiske og strukturelle spørgsmål. Hovedparten af forskningen præsenteres først i ECBs arbejdsrapporter (Working Papers) og i mindre grad i ECBs serie af Occasional Papers samt på konferencer og workshops, før de offentliggøres i akademiske tidsskrifter eller bøger.¹⁷

Figur 35 viser stigningen i det offentliggjorte forskningsarbejde siden 1999 og mængden af publikationer, som allerede er blevet eller vil blive offentliggjort i akademiske tidsskrifter eller bøger.¹⁸ Figur 36 viser ECBs fokus på politikkerelevante forskning og inddeler ECBs Working Papers efter emne i henhold til Journal of Economic Literatures kategorisering. "Macroeconomics and Monetary Economics" er det mest udbredte emne efterfulgt af "Mathematical and Quantitative Methods", "Financial Economics" og "International Economics".

Figur 35. Offentliggørelse af ECB Working Papers



Kilde: ECB.

5.2 FORSKNINGSNETVÆRK

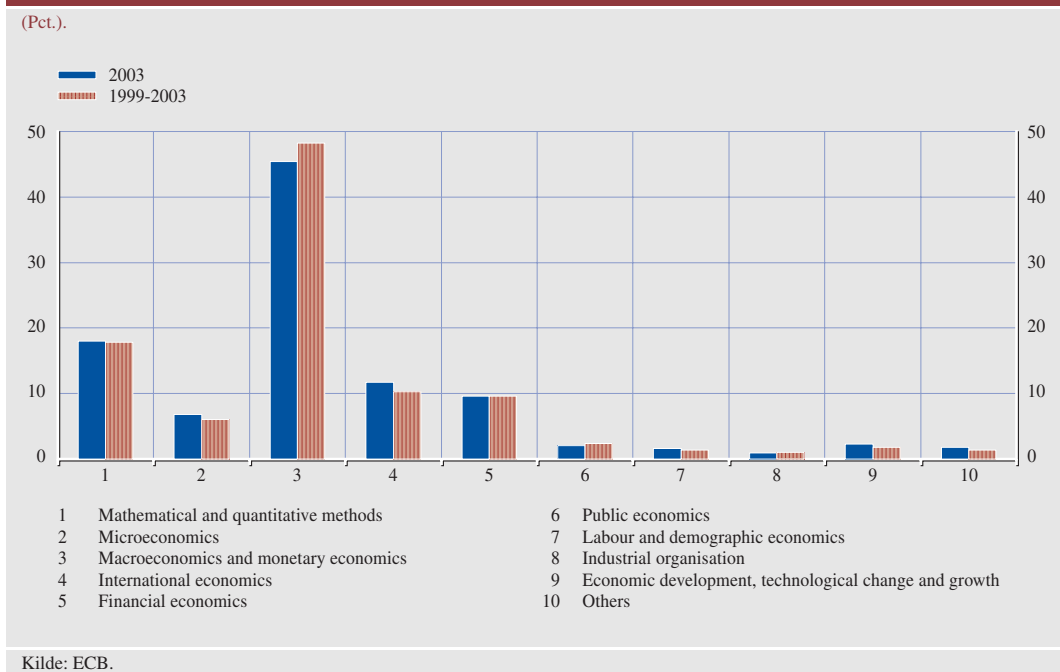
I mange tilfælde udføres ECBs forskning inden for rammerne af organiserede netværk, dvs. grupper af forskere, som er involveret i omfattende fællesprojekter med flere formål. Disse grupper kan omfatte økonomer fra ECB, NCBerne i euroområdet, andre centralbanker og politikskabende organisationer samt fra den akademiske verden. ECB deltager og hjælper med koordinerings- og organisationsspørgsmål, enten alene eller i samarbejde med andre institutioner. I 2003 var forskningsnetværkene særligt aktive. ECB deltog fx i forskning i kapitalmarkederne og finansiell integration i Europa i samarbejde med Center for Financial Studies ved Johann Wolfgang Goethe Universitetet i Frankfurt (se boks 10).

Et stort projekt, som blev afsluttet i 2003, var Eurosystemets Monetary Transmission Network, som blev lanceret i 1999 af ECB og NCBerne i

17 Deskriptiv statistik vedrørende omfanget af ECBs forskning findes i V. Gaspar og J.L. Vega, "Research at a policy making institution: launching research at the ECB", *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 138, nr. 4, 2002, s. 359-376.

18 ECBs Working Papers omhandler forskningsarbejde udført af ECBs stab og gæsteforskere. Arbejdsrapporter fra forskere, der ikke har tilknytning til ECB, kan også offentliggøres i ECBs Working Papers, hvis de er udarbejdet i forbindelse med forskning i ECB-regi og/eller præsenteres på forskningskonferencer eller -workshopper arrangeret af ECB.

Figur 36. ECB Working Papers: Klassifikation i henhold til Journal of Economic Literature



euroområdet med det formål at undersøge den fælles pengepolitikens effekt på euroområdets økonomi. I forbindelse med projektet blev der indsamlet omfattende dokumentation vedrørende transmissionsmekanismen. Deltagerne udførte detaljerede studier ved hjælp af både makroøkonometriske og mikroøkonometriske data med fokus på virksomhedernes investeringsadfærd og bankernes rolle i transmissionsprocessen. Desuden omfattede projektet en sammenligning mellem transmissionsmekanismen i henholdsvis euroområdet og USA. Projektet resulterede i en række artikler i tidsskrifter samt en række Working Papers, og en bog med samtlige forskningsresultater blev offentliggjort i november 2003.¹⁹ Hovedparten af netværkets forskning var baseret på data for perioden før euroens indførelse, mens en del af den opfølgende dokumentation i 2003 blev udvidet til at omfatte perioden efter 1999.

Med henblik på at opnå en bedre forståelse af inflationsudviklingen i euroområdet og i de enkelte eurolande blev der i 2003 etableret et forskningsnetværk, Eurosystem Inflation Persistence

Network, bestående af forskere fra ECB og alle NCBerne i euroområdet, for at undersøge inflationsudviklingen ved hjælp af en lang række data, herunder individuelle data og sektordata vedrørende forbruger- og producentpriser, aggregerede inflationsrater og data fra spørgeskemaundersøgelser. Resultaterne forventes at foreligge i 2004 og 2005.

Netværket for euroområdets konjunkturforløb (Euro Area Business-Cycle Network), som blev etableret i samarbejde med Centre for Economic Policy Research, er et forum for forskning i konjunkturforløbet i euroområdet, som samler forskere fra den akademiske verden, centralbanker og andre politikinstitutioner. Netværket afholdt to workshopper i 2003, og ECB arrangerede i december 2003 netværkets første konference, som vedrørte de vigtigste kilder til eksogene stød for G7-økonomierne og euroområdet.²⁰

19 I. Angeloni, A. Kashyap og B. Mojon (red.), Monetary policy transmission in the euro area, Cambridge University Press, 2003.

20 Yderligere oplysninger om dette netværk findes på www.eabcn.org.

Projektet om international lønflexibilitet (International Wage Flexibility Project), som finansieres af ECB og instituttet for arbejdsmarkedsforskning (IZA) i Bonn og styres af Federal Reserve Bank of New York og Brookings Institution, er et debatforum for forskere fra 13 lande, som undersøger omfanget og karakteren af lønstivheder ved hjælp af individuelle data. I projektet lægges der særlig vægt på metodernes og resultaternes sammenlignelighed. Der blev som led i dette projekt afholdt en paneldiskussion på American Economic Associations møde i 2003. Den endelige konference afholdes af ECB i juni 2004.

5.3 MAKROØKONOMETRISKE MODELLER FOR EUROOMRÅDET

Økonometriske modeller anvendes direkte og indirekte i den pengepolitiske beslutningsproces, fx i forbindelse med udarbejdelsen af makroøkonomiske fremskrivninger, hvoraf de vigtigste resultater offentliggøres to gange om året i Månedsoversigten.²¹ Opbygningen af modellerne har desuden været katalysator for udviklingen af ny statistik. Et godt eksempel herpå er den makroøkonomiske model for euroområdet (Area-Wide Model), som findes på ECBs websted og bruges af forskere over hele verden.

I 2003 var både ECB og NCBerne meget aktive med hensyn til udarbejdelse af økonometriske modeller, som for euroområdet bl.a. omfatter traditionelle makroøkonometriske modeller og tidseriemodeller samt avancerede strukturelle autoregressive vektormodeller og stokastiske generelle ligevægtsmodeller. Dette arbejde og det deraf følgende samarbejde udvides nu til at omfatte centralbankerne i de tiltrædende lande.

5.4 KONFERENCER OG GÆSTEPROGRAMMER

ECB ønsker at have en løbende og aktiv dialog med den akademiske verden og fungerer derfor som arrangør eller medarrangør af en række konferencer og workshops, som vedrører ECBs hovedinteresser. Der er i øjeblikket to tilbage-

vendende begivenheder. For det første er der ECBs centralbankkonference, som afholdes hvert andet år og omhandler emner af særlig relevans for ECB. Målgruppen for denne konference er højtstående repræsentanter fra centralbanker, internationale institutioner og EU-institutioner, akademiske institutioner samt repræsentanter fra den finansielle presse. Konferencens bidrag offentliggøres. For det andet afholder International Research Forum on Monetary Policy en række konferencer. Dette initiativ, som arrangeres i samarbejde med Federal Reserve Systems Board of Governors, Center for Financial Studies ved Johann Wolfgang Goethe Universitetet i Frankfurt og Center for German and European Studies ved Georgetown University i Washington D.C., fokuserer på forskning i pengepolitiske spørgsmål, som er relevante set fra et globalt synspunkt. Den anden konference i rækken blev afholdt af Federal Reserve Systems Board of Governors i november 2003.²²

For ECBs forskere er dialog med gæsteforskere en vigtig kanal for ekstern kommunikation og samarbejde. For at fremme dialogen mellem ECBs stab og det internationale forskermiljø har ECB et program for gæsteforskere (Research Visitors Programme). Anerkendte forskere, der arbejder med emner af interesse for ECB, kan via dette program få mulighed for i en begrænset periode at forske hos ECB. Opholdet finansieres af Generaldirektoratet for Forskning. I 2003 præsenterede en række kolleger fra centralbankerne i de tiltrædende lande desuden deres analyser og forskning for ECB. Desuden fik højt kvalificerede kandidatstuderende fra førende internationale universiteter fortsat mulighed for at gennemføre en del af deres forskning hos ECB (se afsnit 2, kapitel 8). Endelig rådgiver eksterne konsulenter om visse spørgsmål, og eksterne talere bidrager til ECBs omfattende seminarprogram.²³

21 Yderligere oplysninger om udarbejdelsen af fremskrivninger findes i publikationen "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", ECB, juni 2001.

22 Yderligere oplysninger om ECBs konferencer og workshops findes på ECBs websted.

23 Yderligere oplysninger om gæsteprogrammer findes på ECBs websted.

6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER

6.1 OVERHOLDELSE AF FORBUDET MOD MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG

Ifølge traktatens artikel 237, litra d, er det ECBs opgave at overvåge, at EUs 15 NCBer overholder deres forpligtelser i henhold til traktatens artikel 101 og 102 og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Denne opgave udføres af ECBs generelle råd. 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 EU-centralbankernes 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 må køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor ikke bruges til at omgå målsætningen i traktatens artikel 101. Sådanne køb må ikke blive en form for indirekte monetær finansiering af den offentlige sektor.

I 2003 registrerede Det Generelle Råd to tilfælde af manglende overholdelse af ovennævnte traktatbestemmelser og de tilhørende rådsforordninger hos NCBerne i medlemslandene. I begge tilfælde overskred NCBers møntbeholdning, som blev krediteret den offentlige sektor efter overgangen til euro, grænsen på 10 pct. for mønter i cirkulation ifølge artikel 6 i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93. På baggrund af den kraftige tilstrømning af mønter til NCBerne op til euroens indførelse 1. januar 2002 overskred Finland grænsen fra oktober 2001 og Frankrig fra januar 2002. I Frankrigs tilfælde blev grænsen over-

skredet indtil april 2003, mens problemet for Finlands vedkommende først blev løst i december 2003. Ved udgangen af 2003 var problemet således afhjulpet i begge lande.

6.2 RÅDGIVENDE FUNKTIONER

I traktatens artikel 105, stk. 4, og ESCB-statutens artikel 4 kræves, at ECB skal høres af de relevante fællesskabsinstitutioner og de ansvarlige nationale myndigheder²⁴ 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 1998.²⁵ Alle ECBs udtalelser er tilgængelige på ECBs websted.²⁶

I 2003 blev der i alt afholdt 32 høringer, hvoraf 21 blev afholdt af de nationale myndigheder og 11 af Rådet for Den Europæiske Union. Af disse 32 høringer vedrørte to betalingsmidler, fire statistik og 11 regler med indvirkning på de finansielle institutioners og markeders stabilitet. Tre udtalelser, som blev vedtaget i overensstemmelse med traktatens artikel 105, stk. 4, bør nævnes specifikt. Den ene vedrører forslaget til et EU-direktiv om investeringsservice og regulerede markeder, som beskrives nærmere i afsnit 2, kapitel 3, og de to andre vedrører den finske regerings forslag til ændring af lov om Suomen Pankki.

24 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.

25 I artikel 2 i denne beslutning uddybes de specifikke områder, som ECB skal høres om.

26 I 2002 godkendte Styrelsesrådet et tiltag om aktindsigt, som indebærer, at udtalelser fra ECB, der udarbejdes efter anmodning fra de nationale myndigheder, skal offentliggøres på ECBs websted på vedtagelsessprogene (dvs. både engelsk og den pågældende myndigheds sprog) seks måneder efter vedtagelsen. Udtalelser med særlig politikrelevans vil dog blive offentliggjort straks efter vedtagelsen.

Forslaget til ændring af lov om Suomen Pankki, som ECBs første udtalelse omhandlede,²⁷ vedrørte en begrænsning af Suomen Pankkis mulighed for at foretage finansielle hensættelser. Det blev endvidere foreslået at overføre hele det årlige overskud i Suomen Pankki til staten, medmindre det parlamentariske tilsynsråd besluttede noget andet, samt at overføre ca. 740 mio. euro af kapitalen til staten, hvilket ville have tvunget Suomen Pankki til at sælge udenlandske reserveaktiver. ECB protesterede mod forslaget hovedsaglig på grund af de foreslåede ændringers samlede effekt på Suomen Pankkis finansielle situation og manglen på lovfæstede sikkerhedsforanstaltninger, der skal sikre udførelsen af ESCBs opgaver. Den samlede effekt heraf ville have undermineret Suomen Pankkis finansielle uafhængighed. I december 2003 blev ECB hørt om det reviderede forslag til ændring af lov om Suomen Pankki. I sin anden udtalelse bifaldt ECB, at det endelige lovforslag, som blev forelagt ECB, ikke ville reducere Suomen Pankkis kapital. ECB bemærkede dog, at kravene om finansiell uafhængighed ikke var efterkommet fuldt ud, og at forslaget derfor stadig var uforeneligt med traktaten og dens formål. Efter ECBs anden udtalelse blev lovforslaget trukket tilbage.

Ud over udtalelserne vedtaget i overensstemmelse med traktatens artikel 105, stk. 4, kom ECB også med en udtalelse i henhold til artikel 48 i traktaten om Den Europæiske Union vedrørende udkastet til traktat om en forfatning for Europa, som beskrives nærmere i afsnit 1.1, kapitel 4.

ECB vedtog desuden to udtalelser i henhold til traktatens artikel 112, stk. 2, litra b, og artikel 11, stk. 2, i ESCB-statutten. Disse udtalelser vedrørte henstillingen fra EU-Rådet om udnævnelsen af den nye formand for ECB og et nyt medlem til ECBs direktion.

En oversigt over udtalelser vedtaget i 2003 og i begyndelsen af 2004 indgår under bilag.

6.3 FORVALTNING AF FÆLLESSKABETS LÅNEOPTAGELSESG- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

I henhold til traktatens artikel 123, stk. 2, og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002 vil ECB fortsat have ansvaret for forvaltningen af Fællesskabets lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiell støtte. I 2003 udførte ECB dog ingen sådanne forvaltningsopgaver, idet der ultimo 2003 ikke var udestående lån, og ingen nye tiltag blev igangsat i løbet af året.

6.4 FORVALTNING AF RESERVER

I 2003 begyndte Eurosystemet at arbejde på en ny struktur for de bankydelser, som dets medlemmer tilbyder centralbanker uden for EU, monetære myndigheder, tredjelande og internationale institutioner i forbindelse med forvaltning af reserver. Strukturen er baseret på et udvalg af vigtige tjenesteydelser, som giver kunderne mulighed for at forvalte deres eurodenominerede reserveaktiver via de centralbanker i euroområdet, som har valgt at tilbyde dette udvalg af tjenesteydelser. Med den nye struktur får kunderne mulighed for at gøre brug af de pågældende tjenesteydelser under harmoniserede forhold, uanset hvilken centralbank i Eurosystemet de vælger. De sidste detaljer vedrørende den nye struktur vil være på plads i 1. halvår 2004, hvorefter den gennemføres i 2. halvår.

27 CON/2003/22, som er tilgængelig på ECBs websted.

Kunstner

Gerhard Balder

Titel

Roter Nautilus, 1995

Materiale

Olie på lærred

Format

70 x 54 cm



KAPITEL 3

FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION

I FINANSIEL STABILITET

I hele 2003 var finansiel stabilitet et vigtigt punkt på dagsordenen hos internationale og europæiske institutioner og fora. På internationalt plan fortsatte forum for finansiel stabilitet (FSF) med at bidrage betydeligt til identifikation af sårbare områder i det finansielle system ud fra et globalt perspektiv. På EU-plan begyndte Det Økonomiske og Finansielle Udvalg – som følge af Ecofin-rådets beslutning i december 2002 – at holde regelmæssige drøftelser om spørgsmål vedrørende finansiel stabilitet, der har betydning for EU. Inden for Eurosystemet begyndte Styrelsesrådet også at holde regelmæssige drøftelser om finansiel stabilitet i euroområdet/EU. Denne indsats støttes af ECB i samarbejde med ESCBs Banktilsynskomité (BSC). Resultaterne af arbejdet skal også bidrage til internationale og europæiske drøftelser om emnet.

I.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

Udviklingen i og forholdene vedrørende finansiel stabilitet overvåges af ECB i samarbejde med BSC. Overvågningen har til formål at identificere potentielle sårbare områder i euroområdet/EUs finansielle system og vurdere systemets modstandsdygtighed over for potentielle stød. Hele det finansielle system (banker, andre finansielle institutioner, finansielle markeder og den finansielle infrastruktur) overvåges, dog med fokus på bankerne, da de fortsat repræsenterer den største del af euroområdet/EUs finansielle system. En korrekt vurdering kræver, at både konjunkturudviklingen og den strukturelle udvikling tages i betragtning.

KONJUNKTURUDVIKLINGEN

Løsningen af de finansielle balanceproblemer, som opstod i EU i 1990'erne, påvirkede fortsat det finansielle system i 2003. Systemet var dog stadig robust over for disse problemer, hvilket også afspejlede forbedringen af den makroøkonomiske og finansielle baggrund i løbet af 2003 (en nærmere beskrivelse findes i kapitel 1).

Størstedelen af risiciene for stabiliteten i det europæiske finansielle system stammer fra de resterende indenlandske finansielle balanceproble-

mer, især i erhvervssektoren (se også boks 2). De europæiske virksomheder gjorde en indsats for at justere deres balancer, navnlig i de sektorer, hvor en forholdsvis høj gældsætning tidligere havde givet anledning til bekymring. De iværksatte omkostningsbesparende foranstaltninger, skar ned på investeringerne og omlagde – i visse sektorer, fx telekommunikationssektoren – deres gæld. Disse tiltag medførte generelt øget rentabilitet, men var ikke tilstrækkelige til at nedbringe gældsbelastningen for erhvervssektoren som helhed. Der var dog forskel fra sektor til sektor, og finansieringsvilkårene forbedredes især i telekommunikationssektoren.

Hvad angår de europæiske husholdninger, steg gæld i forhold til indkomst yderligere i 2003, overvejende som følge af akkumuleringen af realkreditgæld på baggrund af historisk lave renter og forholdsvis stabile arbejdsmarkedsforhold. Husholdningernes forholdsvis kraftige efterspørgsel efter realkreditlån medvirkede i høj grad til at sikre bankernes renteindtægter under forhold, der i øvrigt var præget af udfordringer. I nogle lande medførte det også forholdsvis hurtige stigninger i boligpriserne, hvilket kan udgøre en risiko for kreditinstitutterne i de pågældende lande, hvis boligpriserne pludselig skulle falde. Generelt synes disse risici dog at være ret ubetydelige.

Stabiliteten på de finansielle markeder forbedredes i 2003. Efter tre års næsten uafbrudt nedgang og usædvanlig kraftig volatilitet begyndte aktiemarkedene at stige medio marts 2003, og volatiliteten aftog, efterhånden som de geopolitiske risici forsvandt, og troen på et økonomisk opsving vandt frem. Det gav virksomhederne mulighed for at udstede nye aktier og/eller gældsinstrumenter. Obligationsspændene indsnævredes betydeligt, og aktiviteten på obligationsmarkedet steg. Udviklingen kan også til en vis grad forklares ved investorernes søgen efter afkast på baggrund af de historisk lave lange renter. De lave renter i begyndelsen af 2003 lagde dog pres på visse finansielle institutioner, især forsikringsselskaber og pensionskasser, gennem effekten på institutionernes passiver. Presset lettede

som følge af et opsving i de lange renter i 2. halvår.

I begyndelsen af 2003, efter tre års udhuling af indtjeningen, kom EUs forsikringsselskaber under et betydeligt solvenspres som følge af faldet i aktiekurserne siden 2000 og det senere nedadgående pres på de lange renter. Det efterfølgende opsving betød dog, at presset på balancen lettede, og midt i 2003 viste der sig tegn på forbedring. Der var dog stadig tale om et vist solvens- og indtægtspres samt en vis usikkerhed med hensyn til forsikringsselskabernes akkumulation af kreditrisiko via markedet for overførsel af kreditrisiko.

EUs banksektor var fortsat robust, men viste i 2003 for tredje år i træk en økonomisk vækst under potentiale. Den opslugede de negative virkninger af forhold, som var mindre gunstige end ventet. Bankerne reagerede hensigtsmæssigt på udfordringerne ved at reducere omkostningerne, gennemføre omstruktureringer og forbedre risikostyringspolitikken. Det lykkedes de store banker at fastholde og endda forbedre rentabiliteten og solvensen i 1. halvår 2003. Relativt lave hensættelser til tab på udlån, omkostningsbesparende foranstaltninger og en stigning i indtægterne fra kapitalmarkedsrelaterede aktiviteter bidrog til at øge rentabiliteten i 2003. Udviklingen afspejlede sig også i EU-bankernes lovbestemte solvensnøgletal, der fortsat var gunstige. Nogle bankers nøgletal steg dog snarere som følge af salg af aktiver og reduktion af risikovægtede aktiver end på grund af udstedelse af nye aktier eller hensættelse af overskud til reserver.

I februar 2003 offentliggjorde ECB for første gang en rapport med titlen "EU banking sector stability", der blev efterfulgt af en anden rapport i november. Rapporterne opsummerede BSCs vigtigste resultater vedrørende den regelmæssige overvågning af stabiliteten i EUs banksektor.

DEN STRUKTURELLE UDVIKLING

De vanskelige økonomiske forhold samt forholdene på de finansielle markeder i de seneste år har tvunget bankerne til at øge deres effektivitet, bl.a. ved hjælp af omkostningsbesparende foran-

staltninger og frasalg af andre aktiviteter end kerneaktiviteter. Det medførte, at nogle af de langsigtede tendenser fra tidligere år, herunder især internationalisering, konsolidering og disintermediation, aftog eller endda ophørte. Alt i alt hjalp disse reaktioner på de vanskelige forretningsforhold bankerne med at modstå den vedvarende belastning og øgede banksektorens stabilitet på mellemlangt og langt sigt.

Internationaliseringsstrategierne, især inden for investeringsbankvirksomhed og handel, blev ofte neddrolet, men forbindelserne til visse regioner, fx Central- og Østeuropa, styrkedes yderligere. Bankerne fokuserede tydeligvis på deres "hjemmemarkeder", især i forbindelse med detailvirksomhed. De regionale grænseoverskridende bankaktiviteter, der anses for en naturlig forlængelse af forretningerne på hjemmemarkedet, blev dog yderligere udvidet. Den seneste tids internationalisering kan tilsyneladende i høj grad tilskrives konkurrencepres på hjemmemarkedet. Udvidelsens primære formål var således at opnå større rentabilitet ved at gå ind på markeder med højere avancer, hvor der var en klar komparativ fordel.

Konsolideringen i banksektoren fortsatte, om end i lavere tempo, men generelt var det konkurrencemæssige pres stadig stort trods den stigende koncentration. Bankerne gik fortsat ind for en distributionsstrategi baseret på samtidig brug af filialer og e-banking. Denne strategi var også et led i bankernes bestræbelser på at forbedre kvaliteten af deres kundeservice. Filialnettene var dog stadig kernen i bankernes distributionsstrategier. De gik i stigende grad væk fra ren transaktionsbehandling og over til mere rådgivningsbetonede, avancerede og værdiskabende tjenesteydelser.

Med hensyn til formidling, dvs. bankernes rolle som formidlere af kapital mellem indskydere og låntagere, oplevede bankerne faldende efterspørgsel fra virksomhederne efter kapital og udstedelse på kapitalmarkedet. Detailaktiviteterne viste sig dog at være en stabil indtægtskilde. De volatile markedsforhold betød navnlig, at mange detailkunder skilte sig af med aktierne i deres

porteføljer til fordel for relativt sikre og likvide indskud. Samtidig var udlån til husholdningerne fortsat ret kraftigt.

EUs banker udvidede deres sortiment af produkter og tjenesteydelser, især til detailkunder. Bankerne tilbød et større antal nye opsparingsinstrumenter, hvor afkastet følger et indeks kombineret med optionslignende egenskaber, fx en nedre grænse for tab. I nogle lande har detailinvestorerne via bankerne adgang til investeringsalternativer med høj risiko, fx hedge funds. Forbrugerne kan således vælge mellem mere og mere komplekse produkter. Det har fået bankerne til at øge indsatsen for at forbedre investorerens tillid til værdipapirrelaterede produkter via organisationsændringer og forbedringer i deres styringsstruktur.

Endelig forbedrede bankerne deres risikostyring med henblik på bedre kontrol af den øgede kreditrisiko og som reaktion på de kommende ændringer af kapitalkravene (den nye Basel Capital Accord eller Basel II, se afsnit 2 i dette kapitel). Det skete fx i form af øget deltagelse på markedet for overførsel af kreditrisiko. Instrumenter til overførsel af kreditrisiko giver bankerne bedre mulighed for at adskille risici og forme deres kreditrisikoeksponering. Bankerne anvendte hovedsagelig disse instrumenter til at reducere kreditrisikoen, men i nogle tilfælde kunne de opnå bedre porteføljespredning ved at påtage sig yderligere kreditrisici. De forbedrede også deres modstandsdygtighed over for operationelle risici.

En mere detaljeret analyse af de vigtigste strukturelle udviklingstendenser i EUs banksektor findes i BSCs rapport "Structural analysis of the EU banking sector", som ECB offentliggjorde i november 2003.

1.2 SAMARBEJDE I KRISESITUATIONER

I begyndelsen af 2003 vedtog EUs centralbanker og tilsynsmyndigheder et aftalememorandum vedrørende samarbejde i krisesituationer. Aftalememorandummet består af et sæt principper og procedurer for samarbejdet i krisesituationer, der omfatter enkelte kreditinstitutter eller bankkoncerner eller vedrører uro på de finansielle markeder og/eller i markedsinfrastrukturer, der kan have konsekvenser for alle medlemslande. Principperne og procedurerne omhandler især identifikation af de nationale myndigheder, der er ansvarlige for krisestyring, de påkrævede informationsstrømme mellem de berørte myndigheder og de praktiske betingelser for at dele grænseoverskridende information. I løbet af 2003 blev der gennemført en kriseøvelse for at øge forståelsen af, hvordan aftalememorandummet kan bidrage til organisation af samarbejdet og udvekslingen af information mellem myndighederne i praksis. Denne øvelse gav meget nyttig indsigt i de forskellige aspekter af det grænseoverskridende samarbejde mellem banktilsynsmyndigheder og nationale centralbanker i tilfælde af en finansiell krise.

2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

2.1 LAMFALUSSY-PROCEDUREN

Efter den offentlige høring om Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs rapport "EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability" anbefalede Ecofin-rådet i december 2002, at den nye Lamfalussy-procedure,¹ der allerede var indført i værdipapirsektoren, skulle udvides til resten af de finansielle sektorer. Indførelsen af den nye procedure forventes at gøre lovgivningen mere fleksibel og effektiv, da der skelnes mellem primær lovgivning vedtaget af Ecofin-rådet og Europa-Parlamentet ved hjælp af proceduren med fælles beslutningstagning (benævnt trin 1-lovgivning) og sekundær lovgivning bestående af gennemførelsesforanstaltninger, der kan indføres hurtigere og mere fleksibelt. Det betyder, at lovgivningsprocessen kan reagere hurtigere og mere effektivt på teknologiske ændringer og udviklingen på markedet. De nye rammer skal også opfylde behovet for effektivt tilsynssamarbejde og effektiv konvergens og forventes således at bidrage til en mere konsekvent gennemførelse af EUs regler i alle medlemslande.

Lamfalussy-proceduren beror navnlig på regulerende udvalgs deltagelse i de forskellige finansielle sektorer. Disse udvalg, der også benævnes trin 2-udvalg, består af repræsentanter for medlemslandene udpeget af de relevante ministre. Desuden har tilsynsudvalg, der også benævnes trin 3-udvalg, fået mandat til at fremme konvergens i tilsynsprocedurene, forbedre tilsynssamarbejdet (herunder udveksling af information om institutioner, som er underlagt tilsyn) og yde teknisk rådgivning til Kommissionen vedrørende forslag til gennemførelsesforanstaltninger.

I november 2003 vedtog Kommissionen en række foranstaltninger til gennemførelse af rådets anbefaling. I banksektoren er det eksisterende Rådgivende Bankudvalg omdannet til det regulerende Europæiske Bankudvalg (EBC), og der er oprettet et nyt Europæisk Banktilsynsudvalg (CEBS). ESCBs Banktilsynskomiteé og CEBS vil arbejde tæt sammen for at undgå overlappning. I forsikringssektoren er den eksisterende Forsikringskomité omdannet til det regule-

rende Europæiske Udvalg for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensioner (EIOPC). Endvidere er Det Europæiske Tilsynsudvalg for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensioner (CEIOPS) oprettet. Inden for finansielle konglomerater er der i 2003 oprettet et regulerende Udvalg for Finansielle Konglomerater (FCC), og der er ingen planer om at oprette et tilsynsudvalg. ECB deltager som observatør eller medlem uden stemmeret i de regulerende udvalg eller tilsynsudvalgene, med undtagelse af udvalg i forsikringssektoren. ECB kan således bidrage til udformning af EUs finansielle regulering og tilsyn i overensstemmelse med sine institutionelle opgaver.

2.2 BANKVIRKSOMHED

Inden for banklovgivning fortsatte gennemgangen af rammerne for minimumskapitalkrav og udarbejdelsen af den nye Basel Capital Accord i 2003. ECB, der deltager som observatør i de relevante udvalg, bidrog fortsat til udformningen af de nye rammer.

På internationalt plan gjorde Baselkomiteen for banktilsyn (BCBS) betydelige fremskridt på flere områder. For det første færdiggjorde og offentliggjorde den i maj 2003 resultaterne af den tredje kvantitative effektundersøgelse (Quantitative Impact Study, QIS3), der skulle vurdere de nye reglers samlede effekt på bankernes minimumskapitalkrav. Undersøgelsen omfattede banker i 43 lande, dvs. langt flere end de lande, der er repræsenteret i BCBS. Hovedresultaterne var opmuntrende, da de var i overensstemmelse med komiteens målsætning om at øge kapitalkravenes risikofølsomhed, samtidig med at de aktuelle kapitalkrav i det store og hele blev fastholdt. For det andet gennemførte BCBS to offentlige høringer. Det "tredje konsultationspapir" blev offentliggjort i april 2003, og kommentarer blev offentliggjort i august. Den offentlige høring bekræftede den brede opbakning til den nye Accords struktur og behovet for mere risikoføl-

¹ "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", 15. februar 2001. Denne rapport findes på Europa-Kommissionens websted.

some rammer. I oktober blev der iværksat en anden offentlig høring om ændringsforslag, der vil ændre behandlingen af forventede og ikke-forventede tab i henhold til den nye Accords interne ratingmetode. Desuden påviste BCBS mulighed for yderligere forbedringer inden for securitisation af aktiver, kreditkort og risikoafdækning. Der arbejdes stadig på disse områder. Det tredje område, hvor BCBS gjorde betydelige fremskridt, var analysen af spørgsmål vedrørende den nye Accords implementering, der også vil komme til udtryk i den nationale lovgivning. BCBS inddrog i stigende grad disse spørgsmål i arbejdet i gruppen for Accordens implementering (Accord Implementation Group). BCBS offentliggjorde også et dokument med avancerede principper for grænseoverskridende gennemførelse af de nye kapitalkrav.

I sit svar på det tredje konsultationspapir, som ECB offentliggjorde på sit websted i september 2003, gentog banken sin overordnede støtte til Basel-reformen og anerkendte de opnåede resultater. Foruden at give input vedrørende adskillige tekniske spørgsmål fokuserede ECB på spørgsmål, der krævede særlig opmærksomhed med henblik både på færdiggørelsen af den nye Accord og indførelsen af de nye regler og på fremtidige prioriteringer. ECB bifaldt forslagene om håndtering af de potentielle procykliske effekter og påpegede, at der stadig var mulighed for forbedring ved at styrke bankernes incitament til at vælge mere avancerede risikostyringspolitikker. Der blev lagt særlig vægt på betydningen af hurtig færdiggørelse og implementering af den nye Accord. På længere sigt understregede ECB behovet for nøje overvågning af de nye regler for at kortlægge konsekvenserne. ECB fremhævede også behovet for at prioritere arbejdet med regnskaber og hensættelser samt definitionen af egenkapital og tilnærmelse af tilsynspraksis.

På EU-plan var reformen af kapitallovgivningsrammen som led i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser (se afsnit 3 i dette kapitel) stadig i nøje overensstemmelse med Basel-reformprocessen, samtidig med at der blev taget højde for særlige europæiske aspekter. I juli

2003 sendte Europa-Kommissionen et tredje arbejdsrapport samt en analyse af EU-resultaterne af den tredje kvantitative effektundersøgelse til offentlig høring. Særlige EU-aspekter omfatter de nye reglers anvendelsesområde, EU-rammernes beskaffenhed, behandlingen af små og mellemstore virksomheder og rammernes egnethed til små og mindre komplekse banker. Europa-Kommissionens resultater vedrørende den kvantitative effektundersøgelse, der blev offentliggjort samtidig med det tredje konsultationspapir, støttede ligesom BCBS' konklusioner reformens hovedmål. Desuden sendte Europa-Kommissionen i april 2003 to dokumenter til høring, det ene om realkreditudlån og det andet om behandlingen af covered bonds (fx realkreditobligationer). De modtagne kommentarer blev derefter offentliggjort.

ECB kommenterede Europa-Kommissionens forslag til revision af kapitaldækningsreglerne for banker og investeringsvirksomheder. ECB støttede arbejdet på EU-plan og fremhævede betydningen af at sikre konsistens mellem den nye Basel Capital Accord og de reviderede EU-rammer og at sørge for, at de bliver færdiggjort og implementeret samtidig.

2.3 VÆRDIPAPIRER

I 2003 skete der store fremskridt inden for en række initiativer, der skal udfylde hullerne i lovgivningen vedrørende de europæiske værdipapirmarkeder og opdatere de eksisterende regler. ECB bidrog til udformning af de relevante regler, både i forbindelse med forberedende drøftelser i de relevante EU-udvalg og i forbindelse med formelle høringer.

Hvad angår handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, blev der vedtaget to direktiver, og to andre er godt på vej. I januar 2003 blev direktivet om markedsmissbrug, der indeholder harmoniserede regler om forebyggelse af insiderhandel og kursmanipulation, vedtaget. I juli 2003 blev direktivet om prospekter, som indeholder bestemmelser om et fælles pas for europæiske udstedere af værdipapirer, forelagt. I marts 2003

fremstillede Europa-Kommissionen i sit forslag til transparensdirektivet forslag om oplysningskrav for europæiske udstedere, der er noteret på regulerede markeder. I december vedtog Ecofin-rådet en fælles holdning vedrørende forslaget til et nyt direktiv om markeder for finansielle instrumenter, der skal træde i stedet for det eksisterende investeringssservicedirektiv fra 1993.

I sin udtalelse om direktivforslaget bifaldt ECB principperne bag den reviderede lovgivningsramme. En effektiv implementering af det foreslåede direktiv kan fremme integrationen af de europæiske værdipapirmarkeder. Hvad angår den nye lovgivningsramme for indgåelse af handler, bifaldt ECB den foreslåede styrkelse af reglerne om gennemsigtighed som et værktøj til at undgå markedsfragmentering og lade investorerne vælge de mest effektive handelssystemer. ECB understregede dog, at de nye regler om gennemsigtighed skal gælde for både gældsinstrumenter og aktier, og at der skal være mulighed for at foretage en fuld sammenligning af alle markedskurser.

2.4 ANDRE SPØRGSMÅL

EUs regnskabsrammer har været genstand for debat som følge af lovkravet om, at alle børsnoterede europæiske virksomheder, inkl. banker, fra 2005 skal udarbejde deres koncernregnskaber i overensstemmelse med de internationale reg-

skabsstandarder (IAS). ECB er meget interesseret i denne debat, da regnskabsreformen vil have stor betydning for banksektoren og den finansielle sektor. Endvidere vil harmoniserede, høje kvalitetsstandarder bidrage væsentligt til integrationen af de finansielle markeder i euroområdet og øge deres effektivitet.

ECBs interesse skyldes også bekymring for, at en øget anvendelse af dagsværdiprincippet i forbindelse med finansielle instrumenter som nævnt i IAS-forslagene kan have en betydelig indvirkning på finansiell stabilitet. Styrelsesrådet har, navnlig i lyset af analyser på området siden 2001, gentagne gange i skrivelser til International Accounting Standards Board og Europa-Kommissionen udtrykt bekymring over de potentielle konsekvenser for finansiell stabilitet, hvis dagsværdiprincippet i regnskaber indføres for alle finansielle instrumenter, især i forbindelse med færdiggørelsen af IAS 39, der vedrører indregning og opgørelse af finansielle instrumenter.

Endelig offentliggjorde ECB på baggrund af de mange reformer i de nationale tilsynsstrukturer en rapport med titlen "Developments in national supervisory structures" i juni 2003 for at give et "øjebliksbillede" af de seneste vigtigste ændringer på området samt de deraf følgende institutionelle forhold, som gælder i EU og de tiltrædende lande.

3 FINANSIEL INTEGRATION

ESCB arbejder for integrationen af de europæiske finansielle markeder og markedsinfrastrukturer på grund af deres centrale rolle i forbindelse med den pengepolitiske transmission og finansiell stabilitet, og fordi integrationen forventes at medvirke til at skabe lige vilkår for alle aktører, uanset hvor i EU de befinder sig. Desuden hedder det i traktatens artikel 105, at ESCB, uden at målsætningen om prisstabilitet derved berøres, støtter de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet, hvori finansiell integration spiller en fremtrædende rolle. Dette sker i form af direkte handling, funktionen som katalysator for kollektiv handling samt tiltag, der skal øge opmærksomheden om behovet for integration og måderne at opnå den på.

I 2003 øgede ECB indsatsen for at opnå en bredt funderet integration af Europas finansielle system, både ved hjælp af sine egne aktiviteter og ved at bidrage til andre europæiske organers arbejde i forskellige udvalg og fora.

ECBs BIDRAG TIL EUs STRATEGI FOR FINANSIELLE TJENESTEYDELSER

De nuværende rammer for arbejdet med at opnå et mere integreret og effektivt finansielt system i EU er baseret på handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser fra 1999 og en lovgivningsproces inspireret af Lamfalussy-rapporten fra 2001. Den første vurdering på højt plan af disse rammer forventes at foreligge i sommeren 2004.

Som stats- og regeringscheferne aftalte på Det Europæiske Råds møde i Bruxelles i marts 2003, vil de fleste lovgivningsmæssige tiltag i henhold til handlingsplanen være vedtaget i april 2004. Derefter går Europa-Parlamentet på sommerferie, og lovgivningsarbejdet indstilles. Der arbejdes stadig på adskillige vigtige initiativer. Lamfalussy-proceduren udvides nu til andre finansielle sektorer (se afsnit 2.1 i dette kapitel). En vellykket gennemførelse af Lamfalussy-proceduren vil give det europæiske finansielle system en hurtigere og mere effektiv lovgivningsstruktur end den nuværende.

Der er gjort store fremskridt i de seneste år, men der forestår stadig et stort arbejde med at inte-

grere Europas finansielle system. Der er for nylig iværksat nye EU-initiativer med henblik på at definere en strategi, som skal efterfølge handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser. Strategien kræver tæt samarbejde mellem alle de involverede.

ECB har deltaget aktivt i dette arbejde og har fremsat sine synspunkter i form af udtalelser, fx om forslaget til et nyt direktiv om markeder i finansielle instrumenter (se også afsnit 2.3 i dette kapitel), og i de fora, hvor de forskellige spørgsmål drøftes. ECB mener således, at foranstaltningerne i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser udgør den centrale lovgivningsramme for det indre finansielle marked. Denne ramme giver mulighed for yderligere finansiell integration, hvilket er en udfordring for både offentlige myndigheder og markedsdeltagere.

ECB anser det for vigtigt, at de offentlige myndigheder implementerer handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser på en konsistent måde på tværs af medlemslandene. Udvidelsen af Lamfalussy-proceduren giver mulighed for at opstille mere ensartede tekniske regler på området, hvilket vil bidrage til etablering af en fælles lovgivningsramme for markedsaktørerne. Denne lovgivningsramme kan hurtigt justeres ved behov. Endvidere vil transmissionskanalerne for systemisk risiko sandsynligvis ændre sig, efterhånden som integrationen skrider frem, hvilket kræver øget samarbejde og informationsudveksling mellem tilsynsmyndigheder og centralbanker for at fremme robuste rammer for banktilsyn og finansiell stabilitet.

Som supplement til initiativerne i den offentlige sektor skal markedsdeltagerne desuden yde et større bidrag til EUs finansielle integration i form af kollektiv handling på to områder. For det første skal de deltage effektivt i den politiske beslutningstagning inden for rammerne af forbedrede høringsprocedurer på EU-plan. For det andet er der behov for kollektiv handling, eventuelt med støtte fra offentlige myndigheder, både inden for markedskonventioner og produktstandardisering.

ECBs ROLLE I FORBINDELSE MED KOORDINERING BLANDT MARKEDSDELTAGERNE

Foruden samarbejdet med andre offentlige myndigheder arbejder ECB også sammen med den private sektor om at fremme kollektiv handling. Step-initiativet (Short-Term European Paper) og aktiviteterne i European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG) er to eksempler på ECBs deltagelse i initiativer i den private sektor.

ECB bifalder og støtter Step-initiativet, der i øjeblikket gennemføres af en gruppe markedsdeltagere i sammenslutningen af finansielle markedsregi (ACI). Initiativet har til formål at integrere de fragmenterede europæiske markeder for kortfristede gældsinstrumenter og fremme deres udvikling.

ECB blev bedt om at påtage sig rollen som formidler i dette initiativ. Denne rolle minder om ECBs rolle i forbindelse med etableringen af Eonia. Således har ECB allerede på anmodning af og på vegne af deltagere fra den private sektor afholdt en offentlig høring om metoder til yderligere integration af dette markedssegment.

Step skal skabe et i praksis integreret engrosmarked for kortfristede gældsinstrumenter via tilnærmelse af de eksisterende europæiske markeder. Hensigten er at fremme en tilnærmelse af markedspraksis inden for rammerne af den eksisterende europæiske og nationale lovgivning ved hjælp af en markedskonvention. Initiativet vil bero på frivillig deltagelse af udstedere, der er parate til at opfylde visse betingelser i henhold til markedskonventionen for at få deres udstedelsesprogrammer Step-mærket. Ovennævnte betingelser vil ikke erstatte eller ændre eksisterende nationale bestemmelser, men vil supplere dem. Kreditinstitutter, andre finansielle formidlere (inkl. udstedere af asset-backed securities), virksomheder og offentlige myndigheder vil kunne søge om Step-mærkning af deres udstedelsesprogrammer.

EFMLG blev oprettet i 1999 og har til formål at drøfte og fremme initiativer, der medfører større harmonisering af aktiviteterne på de europæiske finansielle markeder (lovgivning og markeds-

praksis) efter euroens indførelse. EFMLG består af førende jurister fra kreditinstitutter i EU, som er udvalgt på grund af deres personlige ekspertise. For nylig bistod EFMLG ACI med hensyn til de juridiske aspekter af Step-initiativet. Gruppen har også fokuseret på at fjerne de juridiske hindringer for grænseoverskridende anvendelse af sikkerhed, de juridiske aspekter af nettingsystemer i EU, harmonisering af de juridiske rammer for elektronisk dokumenterede rettigheder i forbindelse med værdipapirer samt dematerialisering af værdipapirer, dvs. udstedelse af værdipapirer i henhold til en elektronisk ordning frem for udstedelse af fysiske beviser.²

FÆLLES EUROBTALINGSOMRÅDE

I 2002 vedtog Eurosystemet en samarbejdsmodel med European Payments Council (EPC), dvs. en governance-struktur i den europæiske banksektor med det formål at skabe et fælles eurobetalingsområde, hvor forskelle i serviceniveau i forbindelse med nationale og grænseoverskridende detailbetalinger skal afskaffes inden 2010.

ECB deltog som observatør i EPCs plenarmøde, der er EPCs besluttende organ, og i EPCs arbejdsgrupper for henholdsvis kontanter, kort, STP (straight-through processing) og infrastruktur. Eurosystemet vurderede formelt banksektorens resultater med hensyn til det fælles eurobetalingsområde i en situationsrapport med titlen "Towards a Single Euro Payments Area", som blev offentliggjort i juni 2003. I rapporten støttede Eurosystemet kraftigt EPCs beslutninger og generelle engagement. Euro Banking Associations iværksættelse af Step2 i april 2003 var en milepæl. Euro Banking Association er et samarbejde mellem banker med hjemsted i EU og EU-filialer af banker uden for EU. Step2 er et nyt grænseoverskridende detailbetalingssystem for behandling af massebetalinger (p.t. kun kreditoverførsler). Step2 er den første serviceudbyder med henblik på en paneuropæisk automatiseret clearingcentral (PE-ACH). Step2s modtageevne – dvs. en banks evne til at modtage betalinger gennem PE-ACH – er gradvis blevet udvidet til

2 En nærmere beskrivelse af EFMLG findes på www.efmlg.org.

at omfatte alle EU-banker og har dermed øget sin markedsandel af kreditoverførsler inden for EU.

Det fremgik dog også tydeligt af situationsrapporten, at Eurosystemet foruden sin rolle som katalysator ville overveje lovgivningmæssige tiltag, hvis bankerne ikke holder deres løfter i forbindelse med det fælles eurobetalingsområde. Eurosystemet understregede især betydningen af at implementere paneuropæiske standarder for STP som en forudsætning for at opnå et fælles eurobetalingsområde for alle betalingsinstrumenter.

I situationsrapporten anførte Eurosystemet særlige indikatorer til måling af fremskridt med hensyn til indførelsen af et fælles betalingsområde i forhold til EPCs egne mål og milepæle. I 2. halvår 2003 vedtog EPC og Eurosystemet en rapporteringsramme for disse indikatorer, der omfattede kvartalsrapporter fra EPC til Eurosystemet. Den første rapport, der blev fremlagt i slutningen af 2003, viste fremskridt på forskellige områder, fx indførelsen af IBAN-numre (International Bank Account Numbers) og oprettelsen af en grundlæggende kreditoverførselstjeneste (Credeuro) med en garanteret gennemførelses hastighed på tre dage.

I oktober 2003 afholdt ECB i samarbejde med EPC en workshop om det fælles eurobetalingsområde med det formål at inddrage de tiltrædende lande i processen. Endvidere blev der i løbet af året holdt møder med EU-markedsdeltagerne i Contact Group for Euro Payments Strategy (COGEPS) om spørgsmål vedrørende store betalinger samt detailbetalinger. I 2003 fortsatte Eurosystemet også det tætte samarbejde med Europa-Kommissionen om de

to institutioners komplementære roller i forbindelse med etableringen af et fælles eurobetalingsområde. I den henseende gav ECB et høringssvar i Europa-Kommissionens offentlige høring om et nyt lovgrundlag for betalinger i det indre marked (New Legal Framework for Payments in the Internal Market).

KONSOLIDERING AF DEN EUROPÆISKE VÆRDIPAPIRINFRASTRUKTUR

Eurosystemet er stærkt interesseret i integrationen af EUs værdipapirinfrastruktur med henblik på at sikre lige vilkår på tværs af landegrænserne. Konsolideringen af EUs værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer fortsatte i 2003 med fusionen mellem to store clearingcentre, Clearnet og London Clearing House, der fungerer som centrale modparter. Fusionen i 2002 mellem værdipapirafviklingssystemerne Euroclear og CrestCo, som afvikler transaktioner for de fondsbørser, som benytter Clearnet og London Clearing House, markerede endnu et vigtigt skridt mod en mere integreret værdipapirinfrastruktur i EU.

STATISTISKE OPLYSNINGER OM DEN FINANSIELLE INTEGRATION I EUROOMRÅDETS FINANSIELLE SYSTEM

I 2003 fremkom der yderligere statistiske oplysninger, som kan benyttes til at vurdere den finansielle integration i euroområdet finansielle system. I boks 9 beskrives nogle af de mål, der bruges til at vurdere den opnåede integration på euroområdet finansielle markeder. Desuden har Eurosystemet – i samarbejde med den akademiske verden – fremmet den politikrelevante forskning i integrationen af euroområdet finansielle system (se boks 10).

MÅL FOR INTEGRATIONEN PÅ EUROOMRÅDETS FINANSIELLE MARKEDER

Der kan anvendes flere kvantitative mål for integrationen på euroområdet finansielle markeder. I denne boks beskrives nogle af disse mål, og integrationen på euroområdet forskellige finansielle markeder vurderes.¹

Målene gør det muligt at vurdere, i hvilken grad geografiske overvejelser påvirker prisen på finansielle instrumenter og markedsdeltagernes adfærd. Nogle af disse mål er baseret på loven om én pris. De undersøger, om aktiver, der er sammenlignelige og tilgængelige i alle eurolande, handles til samme pris i hele euroområdet. Andre mål skønner den relative betydning af faktorer, der er fælles for prissætningen af aktiver i euroområdet, i modsætning til idiosynkratiske faktorer (især landespecifikke faktorer). Endelig benyttes nogle mål til at kvantificere gnidningens effekt på grænseoverskridende investeringer.

Generelt viser de fleste mål, at integrationen på de forskellige finansielle markeder stadig er heterogen. Integrationsniveauet er ret højt i mange af pengemarkedets segmenter, mens det er lavere på obligations- og aktiemarkedene.

Tilnærmelsen af renterne på statsobligationer med samme eller næsten samme profil med hensyn til kreditrisiko, løbetid og udstedelsesmetode er endnu ikke fuldstændig. Det kan til dels skyldes forskelle i likviditet på det primære og sekundære marked eller i udviklingen af derivatmarkeder i forbindelse med de forskellige obligationsmarkeder.

På aktiemarkedet er integrationsniveauet ikke særlig højt, selv om aktieafkastet i stigende grad synes af være bestemt af faktorer, der er fælles for euroområdet. Samtidig er investorernes præference for indenlandske investeringer, der giver sig udtryk i, at indenlandske aktier udgør en uforholdsmæssig stor del af aktiebeholdningerne, aftaget betydeligt i de sidste år. Der er dog stadig en række vigtige hindringer for yderligere integration på aktiemarkedene. Eksempler herpå er lovgivningsmæssige forskelle fra land til land og den betydelige fragmentering i euroområdets clearing- og afviklingssystemer.

Kreditmarkederne er fortsat meget fragmenterede. Lån til og fra ikke-finansielle selskaber og husholdninger er fx stadig kendetegnet af indenlandske præferencer. Nogle af disse præferencer er "naturlige", dvs. de kan tilskrives fordelene ved nærhed samt informationsasymmetri. Andre skyldes hovedsagelig lovgivningsmæssige hindringer, fx beskatningsregler, konkursregler osv.

¹ En nærmere beskrivelse af disse mål findes i artiklen "Integrationen af Europas finansielle markeder" i ECB Månedsoversigt for oktober 2003.

Hvad angår euroområdets banksektor, er ECB ved at udvikle et sæt nøgleindikatorer til måling af integrationen i systemet. Disse indikatorer konstrueres på grundlag af kvartalsvise beholdningsdata fra MFier. De giver direkte mål for grænseoverskridende bankvirksomhed i euroom-

rådet. Foruden de traditionelle mål for andelen af grænseoverskridende virksomhed fokuserer disse indikatorer også på virksomhedens fordeling, de nationale banksektors rolle som centrum og forskellene mellem de nationale banksektorer, hvad angår adgang. Indikatorerne viser,

FORSKNINGSNETVÆRK VEDRØRENDE KAPITALMARKEDER OG FINANSIEL INTEGRATION I EUROPA

I april 2002 dannede ECB og Center for Financial Studies (CFS) et forskningsnetværk, der skal fremme forskning på kapitalmarkederne og finansiell integration i Europa. Netværket skal stimulere og koordinere politikrelevant forskning udført af teoretikere og forskere fra politikrelevante institutioner og bidrage til ECBs forståelse af den aktuelle og fremtidige struktur og integration af det finansielle system i Europa og dets forbindelser til de finansielle systemer i USA og Japan. Yderligere oplysninger findes på netværkets websted (www.eu-financial-system.org). Netværkets første workshop blev afholdt hos ECB i april 2002 og fokuserede på fastsættelse af en dagsorden med fem prioriterede forskningsemner: i) konkurrence i banksektoren og bankvirksomhedens geografiske omfang, ii) internationale porteføljevalg og forbindelserne mellem Europas, USAs og Japans aktivmarkeder, iii) de europæiske obligationsmarkeder, iv) de europæiske værdipapirafviklingsystemer og v) etablering og udvikling af startfinansiering og nye markeder i Europa. I marts 2003 blev der afholdt endnu en workshop hos Suomen Pankki – Finlands Bank i Helsinki, hvor de første to emner blev behandlet. I november 2003 afholdt Bank of Greece i Athen den tredje workshop, hvor der blev fokuseret på det tredje emne, og det fjerde og femte emne blev drøftet.¹ Inden for rammerne af dette netværk har ECB også etableret "Lamfalussy Fellowship"-programmet, der er opkaldt efter EMIs første formand. Programmet støtter unge forskeres værdifulde forskning i ovennævnte emner. To års arbejde i netværket afsluttes med et symposium hos ECB i Frankfurt i maj 2004, hvor de vigtigste resultater præsenteres. Nogle af disse resultater viser for det første, at nogle af den traditionelle indlån- og udlånsvirksomheds karakteristika hæmmer grænseoverskridende bankvirksomhed, selv i et område med en fælles valuta. For det andet tyder visse teoretiske undersøgelser på, at tilsynsstrukturer muligvis ikke er neutrale, hvad angår yderligere integration af den europæiske banksektor. For det tredje er der flere og flere tegn på, at euroens indførelse har bidraget til at nedbringe kapitalomkostningerne i euroområdet. For det fjerde kan en for kraftig vertikal integration mellem handels- og værdipapirafviklingsplatformene være en hindring for effektiv konsolidering af værdipapirafviklingsystemer. Endelig er den tiltagende globalisering af virksomhedernes aktiviteter en af faktorerne bag den stigende korrelation mellem aktieafkast verden over.

¹ I oktober 2002 afholdt ECB også sin anden centralbankkonference. Protokollen kan hentes på ECBs websted, se V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijsen (redaktører), *The transformation of the European financial system*, juni 2003.

at andelen af grænseoverskridende virksomhed er beskeden i banksektorens detailsegmenter (se boks 9), mens den er mere betydelig og voksende på interbankmarkedet for indlån. Det er dog værd at bemærke, at bankerne, når de udfører disse grænseoverskridende transaktioner, i både detail- og engrossegmenterne er blevet langt mere neutrale med hensyn til modparternes geografiske placering i euroområdet.

Den nye harmoniserede MFI-rentestatistik, der blev offentliggjort for første gang i december 2003, giver mulighed for sammenligning af

bankrenterne for indlån og udlån i de forskellige eurolande på harmoniseret basis (se afsnit 4 i kapitel 2). Den nye månedlige statistik bidrager til vurderingen af konvergensen mod et fælleseuropæisk finansielt marked for indlån og udlån og vil øge gennemsigtigheden inden for bankvirksomhed i euroområdet. ECBs statistik vedrørende de finansielle markeder omfatter også pris- og mængdeindikatorer for penge-, obligations- og aktiemarkederne samt volatilitets- og konvergensmål på tværs af alle euroområdets markedssegmenter.

4 OVERVÅGNING AF MARKEDERNES INFRASTRUKTUR

En af Eurosystemets traktatbestemte roller er at overvåge betalings- og clearingsystemerne med henblik på at sikre, at betalingsstrømmene i økonomien er organiseret på en effektiv og sikker måde. Navnlig bør systemiske risici som følge af fejl i betalings- og clearingsystemerne eller afsmitningseffekter af en systemdeltagers nedbrud minimeres.

Endvidere har Eurosystemet en overordnet interesse i andre infrastrukturer, der benyttes til overførsel af værdipapirer, fx værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer, da fejl i afviklingen af sikkerheder kan påvirke pengepolitikens gennemførelse og betalingssystemernes smidige funktion. Forstyrrelser i værdipapirafviklingssystemerne kan sprede sig til betalingssystemerne via de eksisterende DvP-mekanismer (Delivery versus Payment) til overførsel af værdipapirer og kontantbetalinger. Ligeledes kan centrale modparters manglende evne til at klare forhindre afvikling af værdipapirtransaktioner. På baggrund af denne overordnede interesse mødtes ECB i 2003 med foreningen af europæiske værdipapircentraler (European Central Securities Depositories Association) for at drøfte den seneste udviklings betydning for udbydere af afviklingssystemer. Desuden drøftede Eurosystemet rammerne for sikkerhedsstillelse, der var genstand for en offentlig høring i 2003, samt udviklingen inden for kortfristede værdipapirer, relayed links³ og værdipapirtransaktioner med markedsdeltagere i kontaktgruppen vedrørende infrastrukturer for værdipapirer i euro (Contact Group on Euro Securities Infrastructures). Markedernes infrastruktur er nærmere beskrevet i ECBs publikation "Payment and securities settlement systems in the European Union", også kendt som "Blue Book".⁴

Eurosystemets overvågningsfunktion omfatter alt fra systemer til udveksling af meget store betalinger ("systemer for store betalinger") og de netværksudbydere, der forvalter systemerne, til detailbetalingsydelser samt andre aktiviteter, der kan påvirke betalingssystemernes smidige funktion i euroområdet.

4.1 OVERVÅGNING AF SYSTEMER OG INFRASTRUKTUR FOR STORE BETALINGER I EURO

TARGET

Eurosystemets overvågningsrolle omfatter alle systemer for betalinger i euro, inkl. Eurosystemets egne systemer, fx Target-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer). De minimumskrav, der gælder for overvågning af Target, er lige så strenge som dem, der gælder for private betalingssystemer.

Ifølge de rammer, som Styrelsesrådet fastlagde i begyndelsen af 2003, er der to operationelle hovedmål for overvågningen af Target. For det første skal de ansvarlige for overvågningen af Target (dvs. NCBerne for de indenlandske dele og ECB for EPM) gennemgå de forskellige aspekter af Target og vurdere dem mod hovedprincipperne for systemisk vigtige betalingssystemer (Core Principles)⁵, som blev vedtaget af Styrelsesrådet i 2001 som grundlag for overvågningen af systemisk vigtige betalingssystemer. For det andet skal de informere de ansvarlige i NCBerne og Styrelsesrådet om resultaterne af denne vurdering, så der om nødvendigt kan gennemføres tiltag, som sikrer fuld overholdelse af hovedprincipperne.

I 2003 vurderede de ansvarlige for overvågningen af Target alle dele af Target i forhold til ho-

³ Med et relayed link skal værdipapirafviklingssystemerne ikke længere etablere links til alle andre værdipapirafviklingssystemer, men kan nøjes med et link til et formidlende værdipapirafviklingssystem, der er forbundet med mange andre værdipapirafviklingssystemer.

⁴ I september 2003 offentliggjorde ECB et tillæg til Blue Book med data for alle 15 EU-lande for perioden 1997-2001. Publikationen blev udarbejdet i samarbejde med NCBerne. ECB afholdt endvidere et todages seminar for centralbankfolk med titlen "Payment and securities settlement systems" i samme måned.

⁵ Komiteen for betalings- og afviklingssystemers rapport "Core Principles for Systemically Important Payment Systems", BIS, januar 2001. Rapporten indeholder også en oversigt over centralbankernes ansvarsområder i denne forbindelse. Ifølge ansvarsområde B skal centralbankerne sikre, at de systemisk vigtige betalingssystemer, som de forvalter, overholder hovedprincipperne.

vedprincipperne.⁶ Det overordnede resultat af denne vurdering var positivt, men der blev også påvist muligheder for yderligere forbedring. Resultaterne af vurderingen vil blive offentliggjort.

EURO I

Euro Banking Association (EBA) er et samarbejde mellem EU-baserede banker og EU-filialer af banker uden for EU. EBA har oprettet Euro 1, som er et EU-omspændende, multilateralt system for store kreditoverførsler i euro. I april 2003 etablerede EBA et nyt grænseoverskridende detailbetalingssystem, Step2 (se også afsnit 3 i dette kapitel). Step2 afvikler i Euro 1, hvilket har krævet tekniske ændringer i Euro 1. I november 2003 indførte EBA den nye fleksible afviklingsmekanisme, som giver bankerne mulighed for at afvikle deres Step2-positioner i Euro 1 uden direkte at blive medlemmer/aktionærer i Euro 1.

Som ansvarlig for overvågning af Euro 1 evaluerede ECB ændringerne af systemet med hensyn til overholdelse af hovedprincipperne. ECB fandt kun mindre punkter, der gav anledning til bekymring, men de påvirkede ikke i væsentlig grad Euro 1s sikkerhed og effektivitet. ECB behandler disse punkter i samarbejde med EBA på et senere tidspunkt.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT (CLS)

CLS-systemet er beregnet til samtidig, endelig og uigenkaldelig afvikling af valutatransaktioner. Inden CLS-systemets indførelse blev de to dele af handlen betalt hver for sig. Den systemiske risiko i tilfælde af misligholdelse var stor i betragtning af det typiske tidsinterval mellem afvikling af handlens to dele. Etableringen af CLS var markedets reaktion på centralbankernes pres for at reducere valutaafviklingsrisikoen ("Herstatt-tilfældet").⁷ ECB har to funktioner i forbindelse med CLS, dels overvågning af systemet, dels som udbyder af afviklingsydelser. Overvågningen af CLS udføres af G10-landenes centralbanker i tæt samarbejde, med Federal Reserve System som hovedansvarlig for overvågningen.

I september 2002 begyndte CLS at afvikle valutatransaktioner i syv vigtige valutaer på PvP-

basis (Payment versus Payment).⁸ I september 2003 blev yderligere fire valutaer optaget på listen over godkendte valutaer.⁹ Efter at systemet var taget i brug, øgede bankerne hurtigt værdien og mængden af de transaktioner, der afvikles via systemet. I december 2003 afviklede CLS i gennemsnit 37.000 handler om dagen til en værdi af 550 mia. amerikanske dollar. Euroen er den næstvigtigste afviklingsvaluta i dette system efter dollaren og tegner sig for omkring en fjerdedel af alle bruttobetalingen, som afvikles i systemet.

Takket være PvP-mekanismen reduceres valutaafviklingsrisikoen betydeligt i CLS. Eurosystemet hilser denne risikobegrænsende faktor velkommen. Samtidig medfører CLS dog en vis likviditetsrisiko, da bankerne skal foretage betydelige indbetalinger til CLS på et bestemt tidspunkt (mellem kl. 7 og 12 CET) og ikke kan være sikre på at modtage de tilsvarende valutaer som forventet i tilfælde af fejl i systemet. Bankerne har indtil videre håndteret disse likviditetskrav godt. Deres likviditetsstyring er tilsyneladende veludviklet, således at efterspørgslen efter den likviditet, der er nødvendig for at foretage indbetalingen til CLS, ikke har haft en negativ effekt på det samlede marked.¹⁰

SWIFT

Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (Swift) er en organisation etableret og ejet af banker, som driver et netværk, der

6 Som led i denne vurdering har de ansvarlige for overvågningen også evalueret de øvrige systemer for store betalinger i euro, nemlig det franske Paris Net Settlement (PNS), det finske system Pankkien On-line Pikasirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS) og det spanske Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) i forhold til hovedprincipperne.

7 ECB samarbejder med de andre G10-landenes centralbanker om overvågning, især af systemisk vigtige afviklingsstrukturer, hvis funktion er af central betydning også uden for euroområdet.

8 Disse valutaer er den amerikanske dollar, euroen, den japanske yen, det britiske pund, schweizerfrancen, den canadiske dollar og den australske dollar.

9 Disse valutaer er den danske krone, den svenske krone, den norske krone og den singaporeanske dollar.

10 Det gennemsnitlige finansieringsbehov ligger på adskillige hundrede millioner euro. De største indbetalinger tegner sig i gennemsnit for ca. 1 mia. euro, mens den største indbetaling foretaget af en enkelt bank indtil videre har været på 5,9 mia. euro. Ingen af disse indbetalinger har haft en negativ effekt på europengemarkederne.

letter udvekslingen af betalingsmeddelelser og andre finansielle meddelelser mellem finansielle institutioner over hele verden. ECB deltager i overvågningen af Swift, der er et samarbejde mellem G10-landenes centralbanker med Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique som hovedansvarlig for overvågningen.

Foruden Swifts robusthed over for kriser fokuserede overvågningen på overgangen til en ny netværksgeneration (SWIFTNet), der efter planen skal være gennemført inden udgangen af 2004. Swift har løbende holdt de ansvarlige for overvågningen orienteret om netværksudrulningens status, om eventuelle fejl og om planlagte ændringer i planen for migrering til SWIFTNet.

KORRESPONDENTBANKVIRKSOMHED

Bankerne har ofte ordninger for levering af betalinger og beslægtede ydelser til andre banker. Det gælder især grænseoverskridende betalinger. Disse ordninger benævnes korrespondentbankvirksomhed. I EU er korrespondentbankvirksomhed i euro stærkt koncentreret blandt nogle få aktører. En nyere undersøgelse udført af ECB blandt en række banker i EU viser, at de 10 pct. største respondentbanker tegnede sig for næsten 80 pct. af værdien (34 pct. af mængden) af de rapporterede korrespondentbankbetalinger i euro. Der er endda visse tegn på yderligere koncentration af korrespondentbankvirksomheden.

På dette tidspunkt ser Eurosystemet ikke nogen umiddelbar systemisk risiko ved denne høje koncentration, da korrespondentbankvirksomhed kun udgør en brøkdel af de samlede betalingsstrømme i euro. Langt størstedelen af betalingsstrømmene udføres via interbankbetalingssystemer (fx Target). I lyset af Eurosystemets interesse i, at det finansielle system som helhed er stabilt, vil Eurosystemet fortsat overvåge udviklingen inden for dette område.

4.2 DETAILBETALINGSYDELSE

OVERVÅGNING AF DETAILBETALINGSSYSTEMER

For at kunne fremme betalingssystemernes smidige funktion ifølge sin traktatmæssige forpligt-

telse har Eurosystemet også omdefineret sin politik vedrørende detailbetalingssystemer.

Efter en offentlig høring iværksat i 2002 vedtog Styrelsesrådet 26. juni 2003 overvågningsstandarder for systemer for detailbetalinger i euro (Oversight standards for euro retail payment systems), der findes på ECBs websted sammen med den ledsagende pressemeddelelse. Disse standarder for detailbetalingssystemer er baseret på hovedprincipperne for systemisk vigtige betalingssystemer. Standarderne skal fremme sikkerhed og effektivitet i denne sektor og sikre harmoniseret overvågning af detailbetalingssystemerne i euroområdet.

Standarderne for detailbetalingssystemer giver retningslinjer for inddeling af detailbetalingssystemerne i systemisk vigtige detailbetalingssystemer, detailsystemer af særlig betydning og andre detailbetalingssystemer. Alle hovedprincipperne gælder for systemisk vigtige detailbetalingssystemer, hvorimod kun seks af hovedprincipperne gælder for systemer af særlig betydning. Andre detailbetalingssystemer skal opfylde andre relevante standarder (fx Eurosystemets standarder for e-pengeordninger¹¹ eller nationale standarder).

E-PENGE SYSTEMER

En fælles overvågning af e-pengesystemer fra Eurosystemets side er beskrevet i rapporten "Electronic money system security objectives" fra maj 2003. Disse sikkerhedsmål skal sikre ordningernes overordnede pålidelighed og tekniske sikkerhed og skal også øge offentlighedens tillid til systemerne. Målene er også opstillet med henblik på at skabe lige vilkår for de forskellige ordninger ud fra et lovgivningsmæssigt synspunkt. Alle relevante e-pengeordninger vil blive vurderet af NCBerne på baggrund af disse standarder i 2004.

E-BETALINGER

I de seneste år har den stigende anvendelse af ny kommunikationsteknologi og behovet for specifikke betalingsmekanismer i forbindelse med e-

¹¹ "Report on electronic money", august 1998; "Electronic money system security objectives", maj 2003.

handel gjort det lettere for nye formidlere at afsende og behandle betalingsinstrukser. Samtidig har bankerne også udviklet nye måder, hvorpå kunderne kan få adgang til deres konti og foretage betalinger.¹² ECB ønsker at skabe et samarbejdsforum for interessenterne og at tilbyde analyser og statistik til støtte for markedets bestræbelser på at udvikle endnu mere effektive og sikre betalingsmekanismer. ECBs overvågningsaktiviteter i forbindelse med betalinger over internettet og mobile netværk vil i første omgang være rettet mod de pågældende instrumenters og systemers sikkerhed. For at opfylde disse målsætninger har ECB i maj 2003 genoprettet observatoriet for elektroniske betalingssystemer (electronic Payment Systems Observatory, ePSO). ePSO-projektet blev oprindeligt iværksat i 2000 i Europa-Kommissionens regi. Det omfatter et websted til udveksling af information om innovative elektroniske betalingssystemer og -instrumenter (www.e-pso.info) og indeholder et elektronisk diskussionsforum, en fortegnelse over e-betalingsordninger samt artikler om aktuelle emner.

4.3 VÆRDIPAPIRCLEARING- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Eurosystemet har indtil videre spillet to roller i forbindelse med værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer. For det første vurderer Styrelsesrådet EU's værdipapirafviklingssystemers overholdelse af specifikke brugerstandarder.¹³ Disse standarder blev etableret i januar 1998 med henblik på at mindske risiciene for Eurosystemet, når det gennemfører sine pengepolitiske operationer. For det andet samarbejder Eurosystemet med andre myndigheder, der er ansvarlige for regulering og overvågning af værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer på EU-plan. Eurosystemets bidrag til Giovannini-gruppen, et panel af finansielle eksperter, der rådgiver Europa-Kommissionen om spørgsmål vedrørende den finansielle sektor, er medtaget i den anden Giovannini-rapport¹⁴. Hvad angår internationalt samarbejde, deltog ECB også i projekter iværksat af komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og den internationale

børstilsynsorganisation (IOSCO) med henblik på at udarbejde anbefalinger for centrale modparter. Endelig har ECB bidraget til CPSS' rapport om centralbankpenges rolle i betalingssystemer (Report on the role of central bank money in payment systems)¹⁵.

VURDERING AF VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Eurosystemet vurderer årligt EU's værdipapirafviklingssystemer, der er godkendt til afvikling af dets kreditoperationer. Disse vurderinger skal begrænse Eurosystemets risikoeksponering under afviklingsprocessen. De kriterier, som anvendes i forbindelse med vurderingerne, er beskrevet i rapporten "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", som blev godkendt af EMI i november 1997 og omhandler ni standarder.

I 2003 blev 22 værdipapirafviklingssystemer vurderet (herunder fire systemer i tre EU-lande, der endnu ikke har indført euroen). De værdipapirafviklingssystemer, der blev vurderet, overholdt i det store og hele standarderne. I nogle tilfælde er der dog stadig behov for forbedringer for at opnå fuld overholdelse. Eurosystemet anerkender og overvåger systemoperatørernes bestræbelser på at forbedre overholdelsen af standarderne. Der er fx gjort en indsats for at øge den operationelle driftssikkerhed med særlig fokus på fortsat drift i tilfælde af en katastrofe. Nogle systemer har forhøjet antallet af reserve-sites og forbedret backupfaciliteterne. Desuden har nogle lande gennemført ændringer i deres lovgivning for at øge systemernes juridiske fundament. Endelig er der også gjort en indsats for at nedbringe den risiko, som kan opstå, når transaktioner afvikles på nettobasis.

12 En nærmere beskrivelse findes i artiklen "Elektroniske betalinger i Europa" i ECB Månedsoversigt for maj 2003.

13 I mangel af harmoniserede EU-overvågningsstandarder betragtes brugerstandarderne i praksis som fælles standarder for EU's værdipapirafviklingssystemer og er derfor nævnt i dette kapitel. Brugerstandarderne udgør dog ikke omfattende standarder for overvågning af eller tilsyn med værdipapirafviklingssystemer.

14 "Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements", Giovannini-gruppen, Bruxelles, april 2003, offentliggjort på Europa-Kommissionens websted www.europa.eu.int.

15 BIS, august 2003.

SAMARBEJDE MED UDVALGET AF EUROPÆISKE VÆRDIPAPIRTILSYNSMYNDIGHEDER

I 2001 godkendte Styrelsesrådet en ramme for samarbejdet mellem ESCB og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) om værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer. Således blev der nedsat en arbejdsgruppe bestående af en repræsentant fra hver centralbank i ESCB og hver værdipapirtilsynsmyndighed i CESR.

Gruppens arbejde fokuserede hovedsagelig på at udvikle europæiske standarder for clearing og afvikling på grundlag af anbefalinger udarbejdet af CPSS og IOSCO (benævnt CPSS-IOSCO). Under udarbejdelsen af disse standarder tog gruppen også højde for behovet for at fjerne de hindringer for effektive grænseoverskridende clearing- og afviklingsprocesser i EU, som er beskrevet i Giovannini-gruppens rapporter.

I 2003 lagde arbejdsgruppen sidste hånd på en rapport med 19 standarder, der skal gøre EUs værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer mere sikre, robuste og effektive. ESCB

og CESR gennemførte i fællesskab en offentlig høring om disse standarder.

I rapporten søgte arbejdsgruppen at anvende en funktionel indfaldsvinkel, dvs. at anvende standarderne på alle relevante funktioner i forbindelse med værdipapirclearing og værdipapirafvikling uden hensyn til de udøvende institutioners juridiske status. De fremtidige ESCB-CESR-standarder vil således gælde for infrastrukturene på værdipapirmarkedene, især de centrale modparter samt nationale og internationale værdipapircentraler. Det forventes, at nogle standarder også vil gælde for større depotbanker ("systemisk vigtige depotbanker"), der er meget aktive inden for clearing og afvikling. Da det er vigtigt at undgå forvridding ved identifikation af "systemisk vigtige" enheder, omfattede den offentlige høring et særligt spørgeskema om det hensigtsmæssige i at medtage depotbanker, og om, hvordan større depotbanker bør identificeres. Resultaterne af høringen er offentliggjort på ECBs og CESRs websteder. Rapporten om ESCB-CESR-standarderne forventes at være færdig medio 2004.

Kunstner

Jens Fänge

Titel

Jugend, 2003

Materiale

Olie på lærred

Format

132 x 122 cm



KAPITEL 4

EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

I 2003 havde ECB fortsat regelmæssig kontakt med fællesskabsinstitutioner og -organer. Repræsentanter for ECB deltog i møder i Ecofin-rådet, når spørgsmål vedrørende ESCBs mål og opgaver blev behandlet. Endvidere deltog formanden for Ecofin-rådet og den relevante kommissær også i Styrelsesrådets møder, når de fandt det passende. Formanden for ECB og centralbankcheferne i EU deltog også i Ecofin-rådets to uformelle møder i Athen (Grækenland) og Stresa (Italien) i henholdsvis april og september. Formanden for ECB deltog endvidere regelmæssigt i Eurogruppens møder. Eurogruppen fungerer fortsat som et særlig vigtigt forum for en åben og uformel dialog mellem ECB, eurolandenes finansministre og Kommissionen. Desuden deltog ECB også i den halvårslige makroøkonomiske dialog med deltagelse af repræsentanter fra eurolandene, Kommissionen, ECB, centralbankerne uden for euroområdet og arbejdsmarkedets parter på EU-plan.

Ud over disse politiske relationer deltog ECB også i forskellige europæiske organers møder på det højeste ekspert- og arbejdsplan, herunder især Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC), Udvalget for Økonomisk Politik (EPC) og det nyligt oprettede Udvalg for Finansielle Tjenesteydelser (FSC). ECB fulgte nøje med i de drøftelser på europæisk plan, som har betydning for ECBs udførelse af sine opgaver, og tog især del i drøftelser vedrørende et udkast til traktat om en forfatning for Europa (forfatningsudkast), de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker og stabilitets- og vækstpagten.

I.1 POLITIKSPØRGSMÅL

FORFATNING FOR EUROPA

I juli 2003 færdiggjorde Konventet om Den Europæiske Unions fremtid (konventet) forfatningsudkastet, som blev forelagt Det Europæiske Råd. I overensstemmelse med artikel 48 i traktaten om Den Europæiske Union (EU-traktaten) indkaldte det italienske formandskab til en regeringskonference for at drøfte og formelt vedtage ændringer af de nuværende traktater. Regeringskonferencen gik i gang i oktober. På Det

Europæiske Råds møde 12. og 13. december 2003 lykkedes det ikke for stats- og regeringscheferne at nå til enighed om forfatningsudkastet. Det Europæiske Råd opfordrede det irske formandskab til at vurdere mulighederne for at opnå enighed og melde tilbage til Det Europæiske Råd i marts 2004.

ECB fulgte både konventet og regeringskonferencen meget nøje og bidrog til drøftelserne om spørgsmål, der var relevante for ECBs og ESCBs opgaver og mandat. Disse bidrag omfattede to breve, som ECBs formand sendte til konventets formand i maj og juni 2003 for at videregive Styrelsesrådets forslag til forbedringer af det første forfatningsudkast. Begge breve blev offentliggjort på ECBs websted.

I sommeren 2003 forelagde det italienske formandskab konventets forfatningsudkast for Rådet som et formelt forslag til ændring af traktaterne og opfordrede formelt ECB til at afgive udtalelse. ECBs kompetence til at afgive udtalelse fremgår af artikel 48 i EU-traktaten, i henhold til hvilken ECB skal høres i tilfælde af institutionelle ændringer på det monetære område. Den 19. september afgav ECB sin udtalelse til rådsformanden.¹ I denne udtalelse tilsluttede ECB sig udkastet til forfatningen, som forenkler, effektiviserer og præciserer Den Europæiske Unions retlige og institutionelle ramme. ECB bekræftede sin forståelse af, at overførslen af bestemmelser vedrørende ECB og ESCB fra den nuværende traktat til forfatningen ikke indebærer nogen ændringer i indholdet af deres opgaver, mandat, status og regelsæt. ECB tillagde institutionel og operationel stabilitet på det monetære område stor betydning, men var også klar over, at en ny forfatning nødvendigvis vil have konsekvenser for de institutionelle rammer. Det var dog ECBs opfattelse, at de justeringer og opdateringer, som var forudset i forfatningsprocessen, ikke ville påvirke stabiliteten.

Trods denne generelt positive vurdering identificerede ECB i sin udtalelse nogle artikler i udkastet til forfatningen, som var relevante for udfø-

1 ON/2003/20, EUT C 229 af 25.9.2003, s. 7.

relsen af ECBs og ESCBs funktioner og opgaver, og som kunne forbedres ved hjælp af yderligere præcisering og justering.

ECBs vigtigste forslag var at henvise til "ikke-inflationær vækst" eller "prisstabilitet" i artikel I-3, stk. 3, om Unionens mål for at præcisere ECBs status i den institutionelle ramme; at tilføje en henvisning til ESCB og Eurosystemet i overskriften på artikel I-29, som omhandler ECB, Eurosystemet og ESCB; at anerkende de nationale centralbankers uafhængighed i denne artikel; at indføre en henvisning til den generelt anerkendte term "Eurosystemet" i forfatningsudkastet og tilføje en udtrykkelig henvisning til ESCBs ansvarsområder i artikel III-90 om euroens eksterne repræsentation.

ECB greb en enkelt gang formelt ind i regeringskonferencens forhandlinger. Formandskabet for Rådet havde foreslået en betydelig udvidelse af den nuværende forenklede procedure for ændring af artikel 10.2 i ESCB-statutten (se kapitel 8 for yderligere detaljer vedrørende den nuværende procedure). Den nye procedure ville have omfattet enhver ændring af de grundlæggende bestemmelser om ECBs besluttende organer og give mulighed for at foretage ændringer uden medlemslandenes ratifikation. I et brev til rådsformanden af 26. november 2003 understregede ECBs formand, at Styrelsesrådet havde store betænkeligheder ved dette forslag, og at det anså det for en vidtgående ændring af ESCBs nuværende forfatning. Formandskabet for Rådet trak derfor forslaget tilbage.

DE OVERORDNEDE RETNINGSLINJER FOR DE ØKONOMISKE POLITIKKER FOR 2003

De overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker, som Ecofin-rådet vedtog i 2003, opfordrede ikke alene til fortsat at have sunde offentlige finanser, men lagde også betydelig vægt på strukturreformer. I overensstemmelse med Lissabon-strategien blev medlemslandene opfordret til at føre politikker, som er rettet mod at integrere kapitalmarkederne og øge konkurrencen på markederne for varer og tjenesteydelser. Ud over henstillingerne om at forbedre arbejdsmarkedernes funktion gennem forsvarlige lønover-

enskomster og effektive skattesystemer og sociale sikringssystemer var et andet vigtigt punkt i de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt i lyset af den aldrende befolkning i EU. For første gang blev de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker for 2003 vedtaget for en treårig periode, dvs. 2003-05 (hvilket også gjaldt beskæftigelsesretningslinjerne). Denne nye procedure afspejler et ønske om at fokusere på gennemførelsen af politikkerne frem for ofte at skulle vedtage nye retningslinjer.

ECB deltog i drøftelserne om de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker via Det Økonomiske og Finansielle Udvalg og Udvalget for Økonomisk Politik. I denne forbindelse bifaldt ECB, at retningslinjerne fokuserede på stabilitetsorienterede makroøkonomiske politikker og strukturreformer samt på gennemførelsen heraf. I offentlige erklæringer og publikationer fremhævede ECB løbende, at gennemførelsen af strukturreformerne skulle fremskyndes for at fremme euroområdet vækstpotentiale. Især forsøgte ECB at skabe opmærksomhed om nødvendigheden af at reformere arbejdsmarkedene og integrere de finansielle markeder (se også boks 5).

ECOFIN-RÅDETS RAPPORT OM BEDRE SAMORDNING AF FINANSPOLITIKKEN

Som svar på en forespørgsel fra Det Europæiske Råd stillede Kommissionen i november 2002 forslag om at styrke samordningen af finanspolitikken. Ecofin-rådet gennemgik herefter Kommissionens forslag, og i marts 2003 vedtog det en "rapport om bedre samordning af finanspolitikken". I denne rapport var Ecofin-rådet enig med Kommissionen i, at det ikke er nødvendigt at ændre hverken traktaten eller stabilitets- og vækstpagten eller at indføre nye budgetmål eller -regler. Samtidig delte Ecofin-rådet Kommissionens synspunkt om, at der var områder, hvor gennemførelsen kunne forbedres. Fx fandt Ecofin-rådet, at der stadig skulle være fokus på at overvåge de nominelle balancer, men at det også efter en korrektion for konjunktursituationen burde vurderes, om stabilitets- og vækstpagtens

krav om at være "tæt på balance eller i overskud" er overholdt. Endvidere fandt Ecofin-rådet, at der ved vurderingen af medlemslandenes finanspolitik skal lægges vægt på landespecifikke forhold såsom de offentlige financers kvalitet og holdbarhed på længere sigt og tilstrækkelige sikkerhedsmarginer til at forhindre, at referenceværdien for underskud på 3 pct. af BNP overskrides. Ecofin-rådet lagde også vægt på, at lande, hvis underskud overstiger stabilitets- og vækstpaktens krav om at være "tæt på balance eller i overskud", skal forbedre deres konjunkturkorrigerede budgetstilling. I denne forbindelse erindrede Ecofin-rådet om Eurogruppens aftale af 7. oktober 2002 om at forpligte de eurolande, hvis underskud overstiger kravet om at være "tæt på balance eller i overskud", til at nedbringe det underliggende underskud med mindst 0,5 pct. af BNP om året.

Under drøftelserne af Kommissionens forslag understregede ECB, at reglerne og procedurerne i stabilitets- og vækstpakten udgør en hensigtsmæssig ramme for finanspolitikken i ØMUen. ECB støtter derfor fuldt ud Ecofin-rådets synspunkt om, at der ikke var behov for at ændre stabilitets- og vækstpakten.

GENNEMFØRELSE AF STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I 2003 nåede gennemførelsen af stabilitets- og vækstpakten et kritisk punkt. Under mindre gunstige økonomiske forhold end forventet blev det mere og mere vanskeligt for de medlemslande, som ikke havde opnået sunde budgetstillinger i løbet af det foregående opsving, at overholde underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP, som nogle lande allerede havde passeret. I 2002 fandt Ecofin-rådet, at Portugal havde et uforholdsmæssigt stort underskud og vedtog en henstilling til Portugal om at bringe denne situation til ophør senest i 2003. I løbet af 2003 blev proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud stillet i bero for Portugal for at afvente korrigeringen (se boks 11, som beskriver proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud).

I januar 2003 vedtog Ecofin-rådet en beslutning om, at der forelå et uforholdsmæssigt stort underskud i Tyskland, og rettede en henstilling til Tyskland om at bringe situationen til ophør. Ecofin-rådet anbefalede, at de tyske myndigheder skulle iværksætte de korrigerende foranstaltninger, som er fastlagt i Tysklands budgetplaner, svarende til 1 pct. af BNP i 2003, og at det uforholdsmæssigt store underskud skulle korrigeres så hurtigt som muligt og senest i 2004.

Tallene for underskud og gæld, som blev bekræftet af Eurostat i marts 2003, har efterfølgende vist, at Frankrigs budgetunderskud også oversteg referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2002. I juni 2003 vedtog Ecofin-rådet derfor en beslutning om, at der forelå et uforholdsmæssigt stort underskud i Frankrig, og rettede en henstilling til Frankrig om at bringe situationen til ophør. Ecofin-rådet anbefalede, at de franske myndigheder skulle mindske det konjunkturkorrigerede underskud i 2003 betydeligt mere end planlagt på daværende tidspunkt, og at det uforholdsmæssigt store underskud skulle korrigeres så hurtigt som muligt og senest i 2004.

Som følge af den forsat negative udvikling i de offentlige finanser i Frankrig og Tyskland besluttede Kommissionen i oktober og november at indlede det næste skridt i proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud over for disse lande. I denne forbindelse udstedte Kommissionen henstillinger for Ecofin-rådets beslutninger om, hvorvidt der var iværksat virkningsfulde foranstaltninger, eller hvorvidt foranstaltningerne viste sig at være tilstrækkelige, og henstillinger for Ecofin-rådets beslutninger, der pålagde Frankrig og Tyskland at træffe de nødvendige foranstaltninger til at nedbringe deres underskud. Kommissionen gav udtryk for, at Frankrig ikke havde iværksat virkningsfulde foranstaltninger, mens foranstaltningerne iværksat af Tyskland ikke synes at være tilstrækkelige. Kommissionen anbefalede at forlænge Frankrigs og Tysklands frist for afhjælpning af deres uforholdsmæssigt store underskud fra 2004 til 2005 med den begrundelse, at de økonomiske forhold i disse lande var dårligere end forventet.

På Ecofin-rådets møde 25. november 2003 blev det besluttet ikke at vedtage Kommissionens henstillinger, eftersom det økonomiske klima var dårligere end forventet og i lyset af den franske og tyske regerings budgetmæssige forpligtelser. I stedet vedtog Ecofin-rådet konklusioner om at stille proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud i bero indtil 2005 og opfordrede Frankrig og Tyskland til at tage skridt til at afhjælpe deres uforholdsmæssigt store underskud senest i 2005.

I en erklæring, som blev offentliggjort umiddelbart efter Ecofin-rådets møde 25. november, beklagede Styrelsesrådet dybt Ecofin-rådets beslutninger. Styrelsesrådet advarede om, at Ecofin-rådets manglende overholdelse af stabilitets- og vækstpaktens regler og procedurer kan underminere det institutionelle grundlags troværdighed og tilliden til de offentlige finansers sundhed i eurolandene. Med henvisning til Frankrigs og Tysklands budgetmæssige forpligtelser opfordrede Styrelsesrådet de pågældende regeringer til at leve op til deres ansvar og fremhævede, at det er absolut nødvendigt, at der gennemføres virkningsfulde foranstaltninger for at begrænse en negativ indvirkning på tilliden. Styrelsesrådet forsikrede også offentligheden om, at det fortsat ville arbejde målrettet på at fastholde prisstabilitet.

Den 28. januar 2004 bragte Kommissionen Ecofin-rådets konklusioner af 25. november 2003 for EF-Domstolen for at skabe juridisk klarhed med hensyn til anvendelsen af de relevante bestemmelser i stabilitets- og vækstpakten. ECB deler Kommissionens bekymringer over Ecofin-rådets konklusioner og anerkender Kommissionens beslutning om at skabe juridisk klarhed i sagen.

Samme dag meddelte Kommissionen, at den ville stille forslag om at styrke økonomisk governance i euroområdet, herunder forbedre gennemførelsen af stabilitets- og vækstpakten. I denne henseende ser Styrelsesrådet ikke noget behov for at ændre traktaten og anser stabilitets- og vækstpakten i sin nuværende udformning for passende. ECB er enig med Kommissionen i, at

gennemførelsen af stabilitets- og vækstpakten kan forbedres yderligere, især hvad angår analysen af de strukturelle balancer og incitamentet til at sikre sunde offentlige finanser i opgangstider. De finanspolitiske regler bør også forbedres med hensyn til klarhed og håndhævelse.

1.2 INSTITUTIONELLE ÆNDRINGER I FORBINDELSE MED RELEVANTE EUROPÆISKE ORGANER

Den 16. april 2003 blev tiltrædelsestraktaten underskrevet, hvilket banede vejen for 10 nye medlemslandes indtræden i EU pr. 1. maj 2004. Som det er kutyme ved underskrivelsen af en tiltrædelsestraktat, har repræsentanterne for de tiltrædende lande fået observatørstatus i de fællesskabsinstitutioner og -organer, hvor medlemslandene er repræsenteret. De bliver fuldgældige medlemmer af disse institutioner og organer på tiltrædelsesdatoen.

PROCEDUREN I FORBINDELSE MED UFORHOLDSMÆSSIGT STORE UNDERSKUD

Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud indeholder skridt til at vurdere og beslutte, om der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud og sikre, at det korrigeres i tide. Den er baseret på artikel 104 i traktaten og på Rådets forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Sidstnævnte er en del af stabilitets- og vækstpagten.

Når den andel, som det forventede eller faktiske offentlige underskud udgør af BNP, overstiger en referenceværdi på 3 pct., og denne overskridelse ikke er lille og midlertidig, eller hvis den andel, som den offentlige gæld udgør af BNP, overstiger en referenceværdi på 60 pct. og ikke falder i et tilfredsstillende tempo, udarbejder Kommissionen en rapport. Det Økonomiske og Finansielle Udvalg afgiver en udtalelse om denne rapport og, hvis Kommissionen finder, at der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud, forelægger den Ecofin-rådet en udtalelse. På baggrund af Kommissionens henstilling fastslår Ecofin-rådet, om der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud. Fastslår Ecofin-rådet, at der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud, retter det samtidig henstillinger til det pågældende medlemsland om at korrigere det uforholdsmæssigt store underskud og fastsætter en frist på højst fire måneder for iværksættelse af korrigerende foranstaltninger. Ecofin-rådet fastsætter også en frist for korrigeringen af det uforholdsmæssigt store underskud, som bør være tilendebragt i året efter, at underskuddet er konstateret, medmindre der foreligger særlige omstændigheder. Hvis medlemslandet vedtager de anbefalede foranstaltninger, stilles proceduren i bero, og Kommissionen og Ecofin-rådet overvåger gennemførelsen af foranstaltningerne. Hvis foranstaltningerne ikke vedtages, træffer Ecofin-rådet en beslutning herom og meddeler medlemslandet inden for en måned, at det pålægges at træffe foranstaltninger til nedbringelse af underskuddet. Meddelelsens ordlyd kan være forskellig fra ordlyden i den tidligere henstilling afhængig af den mellemliggende udvikling. Hvis disse foranstaltninger vedtages, stilles proceduren igen i bero, og Kommissionen og Ecofin-rådet overvåger gennemførelsen. Hvis de nødvendige foranstaltninger ikke vedtages inden for højst to måneder, i henhold til Ecofin-rådets beslutning, kan Ecofin-rådet beslutte at anvende sanktioner. Når Ecofin-rådet beslutter at anvende sanktioner, kræves der en ikke-rentebærende deponering. Hvis det uforholdsmæssigt store underskud ikke er blevet korrigeret efter to år, konverteres deponeringen til en bod.

Alt i alt består proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud af tre overordnede skridt. Først besluttes det, at der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud, og Ecofin-rådet udsteder henstillinger til det pågældende medlemsland. Dernæst pålægger Ecofin-rådet medlemslandet at nedbringe underskuddet. Til sidst indføres sanktioner. Hvis det viser sig på et senere tidspunkt, at de foranstaltninger, som medlemslandet har vedtaget, ikke er gennemført eller ikke er effektive, tager Ecofin-rådet næste skridt i proceduren. Såfremt der indføres sanktioner, er det medlemslandets absolut sidste mulighed for at korrigere sit uforholdsmæssigt store underskud i tide.

Både Det Økonomiske og Finansielle Udvalg og Udvalget for Økonomisk Politik har gennemgået deres sammensætning og arbejdsmetoder i 1. halvår 2003 for at sikre, at de fortsat fungerer effektivt efter udvidelsen. Efter denne gennemgang ændrede Ecofin-rådet udvalgenes statutter den 18. juni 2003. I Udvalget for Økonomisk Politik's tilfælde blev det besluttet at reducere antallet af medlemmer, som hver delegation udnævner til udvalget. Hvor medlemslandene, Kommissionen og ECB tidligere kunne udnævne indtil fire medlemmer hver, kan de i henhold til de nye statutter udnævne to. I Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs tilfælde blev det derimod besluttet ikke at ændre antallet af udvalgsmedlemmer. Medlemslandene, Kommissionen og ECB udnævner stadig to medlemmer hver. Desuden skal de to medlemmer, der udnævnes af medlemslandene, findes blandt højtstående embedsmænd fra henholdsvis centraladministrationen og NCBerne. Det blev dog besluttet at variere deltagelsen i udvalgsmøderne efter emne. Når udvalget drøfter emner i forbindelse med NCBernes opgaver og ekspertise, mødes udvalget i sin "fulde sammensætning", hvor alle medlemmer er til stede. Derudover kan udvalget mødes i en "begrænset sammensætning", hvor kun medlemmer fra centraladministrationen, Kom-

missionen og ECB deltager. Udvalget lægger vægt på at bevare NCBernes ekspertise og analytiske indblik og på, at de deltager, når der drøftes emner, som de er ansvarlige for.

Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs arbejdsmetoder blev gennemgået med fokus på både udvidelsen og baggrunden for de nye EU-ordninger i forbindelse med finansiell stabilitet, regulering og tilsyn (se afsnit 2 i kapitel 3). I den forbindelse anmodede Ecofin-rådet på mødet 3. december 2002 Det Økonomiske og Finansielle Udvalg om at rapportere til Ecofin-rådet om spørgsmål vedrørende finansiell stabilitet. I lyset af dette mandat analyserer Det Økonomiske og Finansielle Udvalg nu regelmæssigt den finansielle stabilitet. Relevante ikke-medlemmer, herunder formanden for ESCBs Banktilsynskomiteé, deltager i møderne i forbindelse med denne gennemgang. I februar 2003 oprettede Ecofin-rådet Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser, som erstattede den tidligere Politikgruppe for Finansielle Tjenesteydelser. Udvalget rapporterer til og rådgiver Ecofin-rådet og Kommissionen om en række politikspørgsmål, der har betydning for de finansielle markeder. ECB har observatørstatus i Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser.

2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

ECB og NCBERne deltager fortsat i det monetære, finansielle og økonomiske samarbejde på internationalt plan. Ordningerne vedrørende ECBs internationale repræsentation er uændrede. Inden for EU blev koordineringen af internationale makroøkonomiske og finansielle spørgsmål videreført i EFC-regi samt blandt IMF's eksekutivdirektører, der repræsenterer EU-landene, herunder ECBs observatør.

Den 29. maj 2003 udstedte USAs præsident en bekendtgørelse, der giver ECB de privilegier, undtagelser og immunitet, som offentlige internationale organisationer tildeles i henhold til den amerikanske lov om internationale organisationers immuniteter (International Organizations Immunities Act) af 1945. I november 2002 havde Kongressen vedtaget, at denne lov skulle omfatte ECB. Den nye retlige ramme bør ikke alene sikre en bedre beskyttelse af ECBs aktiver i USA, men bør også styrke de bilaterale forbindelser med relevante amerikanske institutioner.

2.1 DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM

MULTILATERAL OG BILATERAL OVERVÅGNING AF DE MAKROØKONOMISKE POLITIKKER

ECB udvekslede løbende oplysninger og synspunkter om den økonomiske udvikling og de økonomiske politikker med politiske beslutningstagere uden for euroområdet og med internationale institutioner. ECBs formand deltog sammen med Eurogruppens formand i møderne vedrørende global overvågning og valutakurser mellem G7-landenes finansministre og centralbankchefer. ECBs formand deltog også i drøftelser om verdensøkonomiens tilstand i andre fora, fx møderne mellem G10-landenes centralbankchefer, som han i øjeblikket er formand for, og møderne mellem ministre og centralbankchefer i G10- og G20-regi. ECBs observatør deltog i IMF's bestyrelses drøftelser af de globale økonomiske udsigter og regelmæssige analyse af den globale økonomiske udvikling og markedsudvikling. Endelig deltog ECB i OECDs økonomisk-politiske komité's aktiviteter, som fokuserede på global økonomisk udvikling, økonomiske udsigter og politikkrav.

IMF og OECD udførte deres regelmæssige analyse af euroområdet's monetære, finansielle og økonomiske politik. IMF besluttede at strømline sin overvågning af euroområdet's politikker fra og med 2003 ved at reducere antallet af artikel IV-konsultationer om disse politikker fra to til en om året. IMF besluttede også, at IMF's stab fortsat skal besøge euroområdet's myndigheder, herunder ECB, to gange om året, men at IMF's bestyrelse kun uformelt ville drøfte resultaterne af det andet besøg. Artikel IV-rapporten om euroområdet's politikker, udarbejdet af IMF's stab, blev offentliggjort i september 2003.

I juli 2003 offentliggjorde OECD en økonomisk oversigt over euroområdet, som analyserede den seneste udvikling og perspektiverne på kort sigt samt finans-, penge- og strukturpolitikker, og som omfattede en undersøgelse af konkurrencepolitikken på produktmarkederne. Oversigten, som blev udarbejdet af en OECD-arbejdsgruppe på baggrund af bl.a. et besøg i ECB, blev færdiggjort af OECDs komité for gennemgang af økonomi og udvikling, hvor Eurogruppens formandskab, Europa-Kommissionen og ECB i fællesskab repræsenterede EU.

OVERVÅGNING AF UDVIKLINGEN PÅ DE GLOBALE FINANSIELLE MARKEDER

En række internationale organisationer og fora overvåger udviklingen på de globale finansielle markeder. I 2003 deltog ECB og NCBERne i disse overvågningsaktiviteter og kom med deres egen analyse og synspunkter, især i forum for finansiel stabilitet (FSF), komiteen for det globale finansielle system (CGFS) i BIS-regi og OECDs komité for finansmarkederne.

ECBs observatør deltog i IMF's bestyrelses drøftelser af IMF's rapporter om stabiliteten på de globale finansielle markeder. ECB deltog også som medlem eller observatør i en række internationale institutioners og foras arbejde med specifikke aspekter af de internationale finansielle markeds funktion. Forum for finansiel stabilitet behandlede spørgsmål vedrørende genforsikring, overførsel af kreditrisici, revisionspraksis, regnskabsstandarder, corporate governance og offshorefinanscentre. Baselkomiteen for banktil-

syn fortsatte sit arbejde med den nye Basel Capital Accord (se afsnit 2 i kapitel 3). CGFS offentliggjorde rapporter om overførsel af kreditrisiko og incitamentsstrukturerne i forbindelse med institutionel formueforvaltning og virkningerne på de finansielle markeder og gik i gang med at undersøge kreditvurderingsbureauernes rolle inden for området struktureret finansiering og udenlandske direkte investeringer i vækstmarkedsøkonomiernes finansielle sektorer. ECB var også involveret i komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS), der har et medlem af ECBs direktion som formand (se afsnit 4 i kapitel 3).

DEN INTERNATIONALE FINANSIELLE STRUKTUR

ESCB bidrog med sin vurdering og analyse til de løbende drøftelser af det internationale finansielle systems struktur i IMF og relaterede fora ved både direkte deltagelse og gennem sin involvering i samordningsarbejdet i EU.

Dette omfattede arbejdet med at fremme den økonomiske og finansielle stabilitet bl.a. gennem forbedrede vurderinger af gældens holdbarhed og øget fokus på eventuelle svagheder i vækstmarkedsøkonomiernes balancer.

Det internationale samfund undersøgte ligeledes, hvordan opbygningen af institutioner bidrager til de økonomiske resultater. I den forbindelse af drøftede G20-landene institutionsopbygningens rolle i den finansielle sektor på baggrund af case studies fra en række G20-lande, herunder ECBs bidrag om erfaringen med finansiell integration i EU.²

Med hensyn til struktureret løsning af finansielle kriser i vækstmarkedsøkonomierne vurderede IMF sin lånepolitik, dvs. rammerne for finansiell støtte til et medlemsland, der har betalingsbalanceproblemer. IMF's bestyrelse vedtog en række procedurekrav og væsentlige kriterier for lån ud over de normale lånegrænser, som er proportionale med de enkelte medlemslandes kvoter.

Debatten om procedurer til fremme af velordnet omlægning af statsobligationsgæld fortsatte. ESCBs holdning var, at yderligere fremskridt var

ønskelige for de tre brede grupper af instrumenter, som var blevet foreslået.³ Et forslag gik ud på at ændre de kontraktmæssige rammer ved at medtage CAC-klausuler (collective action clauses) for at lette koordineringen mellem kreditorerne. Forslaget er allerede ved at blive gennemført. I løbet af 2003 blev der gjort betydelige fremskridt inden for indarbejdelse af CAC-klausuler i statsobligationsudstedelser i udenlandske jurisdiktioner. EU-landene gik foran med et godt eksempel og forpligtede sig til at medtage CAC-klausuler i deres relevante udstedelser. Et andet forslag gik ud på at skabe en gældsomlægningsmekanisme (SDRM) for statsobligationsgæld, dvs. en slags international konkursprocedure, som skulle have været inkorporeret i international ret. På Den Internationale Finansielle og Monetære Komité (IMFC) forårsmøde i april 2003 blev det dog klart, at der ikke var tilstrækkelig politisk opbakning til at indføre selv en blød udgave af denne mekanisme. Det skal dog stadig vurderes, i hvilket omfang SDRMs særlige funktioner – fx forbedret gennemsigtighed og oplysning, aggregering på tværs af gældsudstedelser og oprettelse af et forum for afgørelse af tvister – kan kopieres uden for en international juridisk ramme. Et tredje forslag var at gennemføre en adfærdskodeks på frivillig basis, som kan fastsætte bedste praksis og retningslinjer for låntager, långiver og det internationale officielle samfund. Der arbejdes i øjeblikket på at udarbejde en sådan kodeks.

EUROENS INTERNATIONALE ROLLE

I 2003 fortsatte ECB med at analysere euroens internationale rolle.⁴ ECB arbejdede på at forbedre sine statistiske rammer og analytiske forståelse af euroens anvendelse blandt residerter uden for euroområdet. Der forelå nye data, især om valutaforholdene af udvalgte eurolandes udenrigshandel, om daglige valutatransaktioner, der afvikles gennem CLS-systemet (Continuous

2 "Globalisation: The role of institution building in the financial sector – The EU experience", ECB, november 2003.

3 Se også artiklen "Kriseløsning i vækstmarkedsøkonomier – udfordringer for det internationale samfund", Månedsoversigt for november 2003.

4 Se "Review of the international role of the euro", ECB, december 2003.

Linked Settlement) og om euroens rolle på det internationale lånemarked.

I 2003 gik ECB også i gang med en mikroøkonomisk analyse af de markeder, hvor euroen bruges mest af residerter uden for euroområdet. Der blev lagt særlig vægt på City of Londons bidrag til euroens rolle på de finansielle markeder uden for euroområdet. Undersøgelsesresultaterne bekræftede, at euroens internationale rolle fortsat tiltager gradvis, at euroen er kendetegnet ved kraftig regional fokus, og at udviklingen til en vis grad drives af euroområdet selv.

Resultaterne gav også et tydeligere billede af både den geografiske fordeling af brugerne af euroen og omfanget af dens globale rolle. I lande, som ligger langt fra Europa, har aktørerne primært brugt euroen til låntagning (udstedelse af gældsinstrumenter) og i valutatransaktioner. Store amerikanske virksomheder har i stort omfang udstedt eurodenominerede obligationer siden indledningen af tredje fase af ØMU, især for at sprede deres investorbase. Finanscentrene i USA og Asien tegnede sig for en ikke ubetydelig andel af valutaaktiviteten i euro. Der er tegn på, at deltagerne på det finansielle marked i nogle af disse lande bruger City of London som udgangspunkt for deres eurodenominerede finansielle aktiviteter. Ifølge markedskilder steg de asiatiske investorers efterspørgsel efter eurodenominerede obligationer, som er udstedt af residerter uden for euroområdet, i 2003, hvilket indikerer, at euroen i højere grad anvendes som en international investeringsvaluta. Brug af euroen som en international valuta er dog stadig mest udbredt i euroområdets nabolande. På de finansielle markeder uden for euroområdet spiller City of London en stor rolle. City of London tegner sig typisk for mellem en tredjedel og to tredjedele af den finansielle aktivitet i euro for residerter uden for euroområdet. Endelig tyder yderligere dokumentation fra 2003 på, at euroområdet i sig selv er en vigtig bestemmende faktor for euroens internationale rolle, da det er en stor og finansielt åben økonomi. Siden indledningen af tredje fase af ØMU har investorer i euroområdet i stigende grad fokuseret på og købt eurodenominerede obligationer, der er udstedt af residerter uden for

euroområdet. Endvidere blev det fremhævet i analyser fra 2003, at banker ejet i euroområdet er blandt de største aktører på det eurodenominerede marked i City of London, hvilket bidrager væsentligt til euroens rolle på de finansielle markeder uden for euroområdet.

2.2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU

Som en del af sine internationale aktiviteter fortsatte ECB i 2003 med at udvikle en lang række bilaterale forbindelser samt multilaterale kontakter i forskellige andre områder i verden. EUs brede geografiske nabosamarbejde blev yderligere udvidet med Rusland, Tyrkiet, Middelhavslandene, Mellemøsten og Afrika. Desuden blev forbindelserne til de vigtigste vækstmarkedsøkonomier i Asien, Stillehavsområdet og Latinamerika udvidet.

I november 2003 iværksatte Eurosystemet et to-årigt projekt med teknisk assistance til Central Bank of Russia (CBR) med støtte fra EU inden for rammerne af programmet om teknisk bistand til de nye uafhængige stater (Tacis-programmet). Projektet omfatter banktilsyn og -lovgivning, kontrol og licensudstedelse samt bankrehabilitering. Det bygger på NCBernes og EUs tilsynsmyndigheders store erfaring med banktilsyn. Ni NCBer⁵ og tre tilsynsmyndigheder i EU, som ikke er centralbanker,⁶ vil sørge for eksperter til at uddanne ca. 400 medarbejdere og ledere i CBR i løbet af 24 måneder. Uddannelsen vil bestå af kurser og seminarer, som primært skal foregå hos CBR i Moskva, samt af CBR-eksperters besøg i EU-landene. ECB koordinerer projektet. Med dette projekt vil Eurosystemet bidrage til at styrke CBRs banktilsyn yderligere som en væsentlig foranstaltning til at fremme mere stabile finansielle forhold.

5 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal og Suomen Pankki-Finlands Bank.

6 Rahoitustarkastus fra Finland, Finansinspektionen fra Sverige og Financial Services Authority fra Storbritannien.

ECB fortsatte den policy-orienterede dialog på højt plan med Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT). Tyrkiet har status som EU-kandidatland.⁷ Drøftelserne med CBRT gik primært på Tyrkiets makroøkonomiske stabiliseringsproces, CBRTs planlagte indførelse af rammer for inflationsmål og den økonomiske situation i euroområdet. Ud over den policy-orienterede dialog fortsatte det tekniske samarbejde mellem ECB og CBRT på en række forskellige forretningsområder i hele 2003.

I de seneste år har ECB oprettet bilaterale forbindelser med centralbanker i Middelhavslandene. I oktober 2003 organiserede ECB sammen med Banca d'Italia en teknisk workshop for repræsentanter fra centralbankerne fra Barcelona-procesens partnerlande.⁸ Workshoppen forberedte et seminar på højt plan i Eurosystem-regi med deltagelse af centralbankchefer fra Middelhavslandene. Det fandt sted i Napoli i januar 2004. Seminaret fokuserede på de økonomiske og finansielle forbindelser mellem euroområdet og Middelhavslandene, valutakursordninger og reformer af den finansielle sektor som understreget af workshopens deltagere.

I Mellemøsten udbyggede ECB forbindelserne med Samarbejdsrådet for Golfstaterne (GCC) i lyset af de seks GCC-landes⁹ planer om at indføre en fælles valuta inden 2010. I juni deltog ECB i et møde i Qatar for GCCs tekniske komité, der har til opgave at forberede den monetære union.

I 2003 fokuserede de bilaterale forbindelser med centralbankerne i Afrika forsåt på spørgsmål i forbindelse med monetære unioner. ECB havde ved adskillige lejligheder mulighed for at bidrage med sine ØMU-erfaringer til drøftelserne i området. ECB blev også inviteret til at deltage i komiteen for institutionel reform af den vestafrikanske monetære union,¹⁰ som mødtes i Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) i Dakar, Senegal. Komiteen, som omfatter eksperter fra BCEAO, andre centralbanker, regeringer og den akademiske verden, har mandat til at undersøge BCEAO-statutten og den institutionelle struktur i det monetære område,

uden at det går ud over den nuværende valutakursordning. Desuden deltog ECB i forummet for finansministrene i den vestafrikanske monetære zone,¹¹ som blev afholdt i Accra, Ghana. Formålet var at gennemgå fremskridtene mod monetær integration mellem de engelsktalende lande i området. ECB deltog endvidere i det årlige forum for centralbankcheferne i det makroøkonomiske og finansielle forvaltningsinstitut for Øst- og Sydafrika, hvor centralbankchefer fra 12 afrikanske lande mødtes i Basel. Forummet drøftede eksisterende regionale monetære unionsprojekter i Afrika samt ØMU-erfaringerne med monetær integration.

I løbet af året blev de bilaterale forbindelser med Østasien yderligere styrket, ikke mindst som følge af et direktionsmedlems besøg i Korea, Japan og Indonesien. ECB deltog også i det femte ASEM-møde mellem Asiens og Europas finansministre på Bali, Indonesien, i juli 2003. ECBs bidrag drejede sig primært om den økonomiske integration i Østasien, centralbankernes rolle i krisestyring og de europæiske erfaringer med regulering og samarbejde med henblik på finansiell stabilitet.

I 2003 blev ECB "tilknyttet medlem" af centret for latinamerikanske monetære undersøgelser (CEMLA) efter at have deltaget i et stigende antal CEMLA-konferencer og møder siden 1999. Et af CEMLAs hovedformål er at øge forståelsen af monetære og bankrelaterede spørgsmål i Latinamerika og Caribien samt at oplyse om den regionale og internationale udvikling på det pengepolitiske og finanspolitiske område. CEMLA har også iværksat et projekt til at fremme konvergenen på et subregionalt grupperingsniveau.

7 Det Europæiske Råd i Helsinki i 1999 gav Tyrkiet status som kandidat til EU-medlemskab. Det Europæiske Råd i København i 2002 indikerede, at hvis Det Europæiske Råd i december 2004 beslutter, at Tyrkiet opfylder de politiske Københavnskriterier, vil EU snarest muligt indlede tiltrædelsesforhandlinger med Tyrkiet.

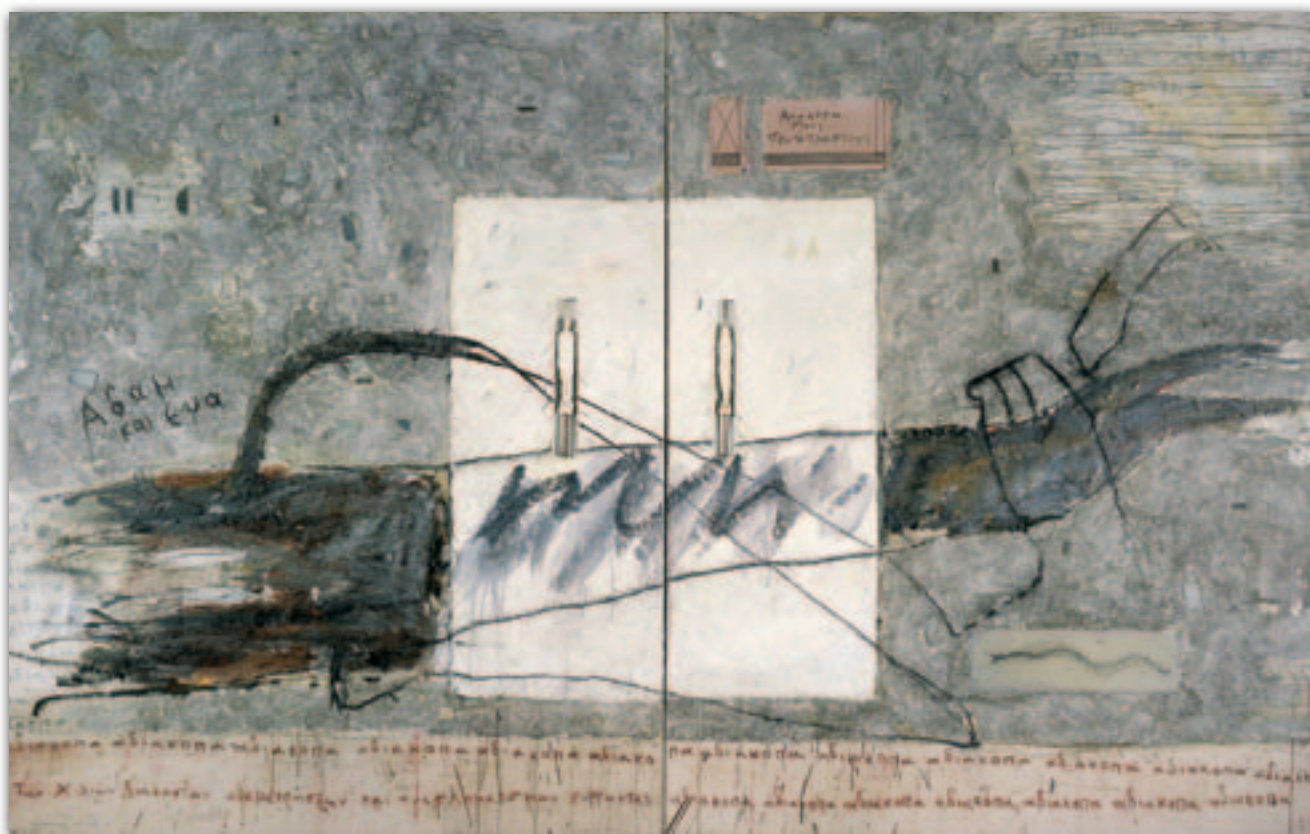
8 Algeriet, Cypern, Egypten, Israel, Jordan, Libanon, Malta, Marokko, Den Palæstinensiske Myndighed, Syrien, Tunesien og Tyrkiet.

9 Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabien og De Forenede Arabiske Emirater.

10 Benin, Burkina Faso, Elfenbenskysten, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal og Togo.

11 Gambia, Ghana, Guinea, Nigeria og Sierra Leone.

Kunstner
Kyriakos Mortarakos
Titel
Uden titel
Materiale
Blandede medier på lærred
Format
220 x 320 cm



KAPITEL 5

ANSVARLIGHED

I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN

I de sidste årtier er centralbankernes uafhængighed blevet et centralt element i industrilanden økonomisk-politiske struktur. Beslutningen om at gøre centralbankerne uafhængige af politisk indflydelse har rod i den historiske erfaring, den økonomiske teori og empirisk dokumentation, hvilket viser, at centralbankernes uafhængighed bidrager til fastholdelse af prisstabilitet og dermed til den generelle økonomiske velfærd.

Samtidig er det et grundlæggende princip i demokratiske samfund, at offentlige myndigheder skal være ansvarlige over for offentligheden, som deres mandat og uafhængighed i sidste ende beror på. Ansvarlighed forstås som en uafhængig centralbanks juridiske og institutionelle forpligtelse til klart og omhyggeligt at gøre rede for sine beslutninger over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter, hvorved centralbanken holdes ansvarlig for opfyldelsen af sine målsætninger.

Traktaten, der fastsætter ESCBs opgaver og mål, er ratificeret af alle EU-lande i overensstemmelse med de nationale forfatningsmæssige krav. Europas borgere har således givet ESCB mandat til at fastholde prisstabilitet og, uden at dette hovedmål derved berøres, at støtte Fællesskabets generelle økonomiske politikker. Traktaten indeholder desuden nøjagtige rapporteringskrav, der giver de europæiske borgere og deres folkevalgte repræsentanter mulighed for at holde ECB ansvarlig for opfyldelsen af disse mål. Disse institutionelle rammer er bekræftet af Konventet om Den Europæiske Unions Fremtid og indarbejdet i udkastet til en traktat om en Forfatning for Europa (se afsnit 1 i kapitel 4).

Helt fra begyndelsen har ECB anerkendt, at ansvarlighed er essentiel, og fører derfor en løbende dialog med Europas borgere og deres folkevalgte repræsentanter. Det kom bl.a. til udtryk i de mange offentlige taler, som medlemmer af Styrelsesrådet holdt i euroområdet i 2003. Kontakten med de europæiske borgere giver Eurosystemet mulighed for at gøre rede for Styrelsesrådets politikbeslutninger og drøfte eventuelle spørgsmål eller bekymringer direkte.

Foruden den direkte kontakt med de europæiske borgere pålægger traktaten ECB en række rapporteringsforpligtelser, hvoraf Årsberetningen – der forelægges Europa-Parlamentet, Rådet, Kommissionen og Det Europæiske Råd – er ét eksempel. Desuden er ECB forpligtet til at offentliggøre kvartalsberetninger og ugentlige oversigter over den finansielle stilling. ECB opfylder rigeligt disse krav ved at offentliggøre omfattende månedsoversigter. På institutionelt plan tildeler traktaten Europa-Parlamentet en fremtrædende rolle i forbindelse med ECBs ansvarlighed (se afsnit 2 i dette kapitel).

Ansvarlighed er på mange måder tæt forbundet med begrebet gennemsigtighed. Gennemsigtighed betyder ikke kun at udsende information, men også at strukturere informationen således, at offentligheden kan forstå den. Gennemsigtighed gør det lettere at holde centralbankerne ansvarlige for deres handlinger. ECB anser gennemsigtighed for et afgørende element i sine pengepolitiske strukturer. Gennemsigtighed kræver, at centralbankerne klart gør rede for, hvordan de fortolker og opfylder deres mandat. Det giver offentligheden mulighed for at overvåge og vurdere centralbankens præstation. Derudover skal banken gøre rede både for analyserammerne for den interne beslutningsproces og vurdering af økonomiens tilstand og for det økonomiske ræsonnement bag de pengepolitiske beslutninger. Offentliggørelsen af den pengepolitiske strategi bidrager i høj grad til øget gennemsigtighed. I overensstemmelse hermed offentliggjorde ECB sin pengepolitiske strategi i 1998. Strategien blev bekræftet og præciseret i maj 2003 efter en grundig evaluering foretaget af Styrelsesrådet (se afsnit 1 i kapitel 1). ECB gav dermed offentligheden et klart benchmark for vurdering af ECBs præstation.

Gennemsigtighed kan gøre pengepolitikken mere effektiv på flere forskellige måder. For det første øger en centralbank sin troværdighed ved at melde klart ud, hvordan den fortolker og agter at opfylde sit mandat. Når en centralbank opfattes som værende i stand til og villig til at opfylde sit politiske mandat, bidrager det til at forankre forventningerne til den fremtidige prisudvikling.

Hvis forventningerne er solidt forankrede på et niveau, som er foreneligt med prisstabilitet, er det mindre sandsynligt, at de økonomiske aktører afviger fra antagelsen om prisstabilitet i forbindelse med løndannelse eller prisfastsættelse, og der er også mindre risiko for, at der opstår en inflationær eller deflationær løn-prisspiral.

For det andet pålægger en stærk forpligtelse til gennemsigtighed de politiske beslutningstagere en selvdisciplin, som kan være med til at sikre, at deres politikbeslutninger og redegørelser er konsekvente over tid. Når offentligheden får lettere adgang til at kontrollere de pengepolitiske beslutninger, øges de besluttende organers incitament til at opfylde deres mandat på en hensigtsmæssig og konsekvent måde.

For det tredje virker offentliggørelsen af en pengepolitisk strategi og løbende meddelelser om centralbankens vurdering af den økonomiske udvikling som en rettesnor, så markedernes forventningsdannelse bliver mere effektiv og nøjagtig. Det hjælper de finansielle markeder til bedre at forstå de pengepolitiske reaktioner på den økonomiske udvikling og giver dem mulighed for at forudse den overordnede pengepolitiske retning på mellemlangt sigt, hvilket igen bidrager til en jævnere udvikling på de finansielle markeder.

For at sikre både ansvarlighed og gennemsigtighed anvender ECB en bred vifte af kommunikationsværktøjer, der mere end opfylder traktatens rapporteringskrav, og som er beskrevet nærmere i kapitel 6.¹

1 En nærmere beskrivelse af begreberne ansvarlighed og gennemsigtighed findes i Månedsoversigten for november 2002.

2 ANSVARLIGHED OVER FOR EUROPA-PARLAMENTET

2.1 OVERSIGT OVER RELATIONERNE MED EUROPA-PARLAMENTET I 2003

I overensstemmelse med traktatens artikel 113 fortsatte ECBs regelmæssige beretning til Europa-Parlamentet om beslutninger i forbindelse med pengepolitik og ECBs andre opgaver. Som i de foregående år skete udvekslingen af synspunkter mellem ECB og Europa-Parlamentet hovedsagelig i form af høringer hvert kvartal af ECBs formand i Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål. Formanden blev også indbudt til at forelægge ECBs Årsberetning 2002 på plenarmødet i Europa-Parlamentet.

I overensstemmelse med gældende praksis blev andre medlemmer af Direktionen desuden indbudt af Europa-Parlamentet til at udveksle synspunkter om forskellige spørgsmål. I april 2003 forelagde næstformanden ECBs Årsberetning 2002 for Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål. I marts blev Otmar Issing hørt i Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål om det økonomiske miljø og udkastet til de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker 2003-05.

Selv om traktaten ikke indeholder krav herom, fortsatte ECB med frivilligt at besvare skriftlige spørgsmål stillet af medlemmer af Europa-Parlamentet om emner vedrørende opfyldelsen af ECBs mandat.

Endelig bør Europa-Parlamentets rolle i forbindelse med udnævnelsen af en ny formand og andre medlemmer af Direktionen også nævnes. I traktatens artikel 112 hedder det, at Europa-Parlamentet skal udtale sig om kandidater inden deres udnævnelse efter fælles overenskomst mellem medlemslandenes regeringer på stats- eller regeringschefsniveau. Med henblik på disse udtalelser indbød Europa-Parlamentet Jean-Claude Trichet og Gertrude Tumpel-Gugerell til at forelægge deres synspunkter i Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål og besvare spørgsmål fra udvalgets medlemmer. Efter disse høringer godkendte Europa-Parlamentets plenarmøde begge udnævnelser.

2.2 ECBs SYN PÅ UDVALGTE EMNER UNDER MØDERNE MED EUROPA-PARLAMENTET

Høringerne i Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål omfattede en lang række forskellige politikområder, men fokuserede primært på ECBs pengepolitiske beslutninger og vurdering af den økonomiske og monetære udvikling, der lå til grund for disse beslutninger. Nedenfor præsenteres andre vigtige emner forelagt af Europa-Parlamentet samt ECBs synspunkter. Mange af disse emner berørtes også i Europa-Parlamentets beslutning af 3. juli 2003 om ECBs Årsberetning 2002.

REFORM AF FREMGANGSMÅDEN VED AFSTEMNINGER I STYRELSESRÅDET

I henhold til ESCB-statuttens artikel 10.6 indsendte ECB 3. februar 2003 en henstilling til Rådet om en reform af afstemningsproceduren i Styrelsesrådet (se afsnit 1 i kapitel 8). Ovennævnte artikel fastsætter også, at Europa-Kommissionen og Europa-Parlamentet skal høres, inden Rådet træffer beslutning. I februar 2003 forelagde ECBs formand henstillingen for Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål. Under forhandlingen blev henstillingen mødt med kritik.

I sin udtalelse af 13. marts 2003 afviste Europa-Parlamentet ECBs henstilling og foreslog, at de eksisterende regler, ifølge hvilke alle NCB-chefen i Eurosystemet har stemmeret i Styrelsesrådet, blev bevaret.

I marts 2003 vedtog Rådet i dets sammensætning af stats- og regeringschefer enstemmigt den nye fremgangsmåde ved afstemninger i Styrelsesrådet og godkendte dermed ECBs henstilling. Reformen af fremgangsmåden ved afstemninger træder i kraft, når den er ratificeret af alle medlemslande i overensstemmelse med deres respektive forfatningsmæssige bestemmelser. Den nye fremgangsmåde ved afstemninger vil gælde, når antallet af NCB-chefen i Styrelsesrådet passerer 15.

VURDERING AF ECBs PENGEPOLITISKE STRATEGI

Formanden rapporterede til Europa-Parlamentet om udfaldet af Styrelsesrådets vurdering af ECBs pengepolitiske strategi (se afsnit 1 i kapitel 1). En række medlemmer af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål bifaldt bekræftelsen og præciseringen af strategien, især hvad angår definitionen af prisstabilitet, og udtalte, at den sikrede kontinuitet i ECBs politik. Andre udvalgsmedlemmer rejste spørgsmålet om, hvorvidt ECBs pengepolitiske strategi var symmetrisk med hensyn til at undgå både inflation og deflation, og hvorvidt ECBs definition af prisstabilitet tog tilstrækkelig højde for potentielle målefejl i HICP.

Formanden forklarede, at ECB fortsat vil bestræbe sig på at undgå både inflation og deflation. Den seneste præcisering af, at Styrelsesrådet i bestræbelserne på at opnå prisstabilitet vil søge at fastholde en årlig HICP-inflation under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt, indebærer således en betydelig og tilstrækkelig sikkerhedsmargin mod risikoen for deflation. Han tilføjede, at selv om der stadig hersker usikkerhed om størrelsen af målefejlene i euroområdet, indikerer foreliggende undersøgelser, at de sandsynligvis er begrænsede. Ved at gøre det klart, at prisstabilitet bør fastholdes på mellemlangt sigt, har ECB taget højde for, at det er umuligt for en centralbank at finjustere prisudviklingen på kort sigt, og at prisstigningerne derfor midlertidigt kan overstige det niveau, der anses som foreneligt med prisstabilitet.

I sin beslutning om ECBs Årsberetning 2002 bifaldt Europa-Parlamentet vurderingen af ECBs pengepolitiske strategi og gav udtryk for sin tro på, at "præciseringerne vil styrke hensigtsmæssigheden af den politiske strategi i de kommende år".

ANSVARLIGHED OG GENNEMSIGTIGHED

Ansvarlighed og gennemsigtighed spillede endnu en gang en fremtrædende rolle i udvekslingen af synspunkter mellem ECB og Europa-Parlamentet. Begge institutioners holdninger var i realiteten uændret. I sin beslutning om ECBs Årsberetning 2002 gentog Europa-Parlamentet

sin opfordring til at offentliggøre både protokoller i form af et sammendrag og en opgørelse over stemmefordelingen på Styrelsesrådets møder.

Formanden mindede om, at ECBs politik på disse områder afspejler de særlige institutionelle forhold, som ECB opererer under, hvor pengepolitiske beslutninger træffes for hele euroområdet, mens de økonomiske politikker fortsat overvejende er de enkelte medlemslandes ansvar. Eftersom dette system er forbundet med risikoen for, at medlemmerne af Styrelsesrådet opfattes som nationale repræsentanter, besluttede ECB ikke at tillade tilkendegivelser, der kunne afsløre – eller medføre spekulationer om – medlemmernes stemmeadfærd. Det sikrer, at Styrelsesrådets beslutninger fortsat træffes ud fra euroområdets perspektiv. ECBs tilgang fremmer også fokusering af offentlighedens opmærksomhed på resultaterne af de politiske drøftelser og ikke på medlemmernes stemmeadfærd. ECB sikrede dermed, at budskabet var klart, og øgede dermed de pengepolitiske beslutningers effektivitet og forudsigelighed. Endelig mindede formanden om, at ECBs kommunikationskanaler, især de månedlige pressekonferencer, der afholdes umiddelbart efter Styrelsesrådets møder, giver mere aktuelle oplysninger end offentliggørelsen af protokoller.

Mere generelt understregede formanden, at udvekslingen af synspunkter med Europa-Parlamentet omhyggeligt blev vurderet og taget i betragtning i ECBs besluttende organers drøftelser. Formanden nævnte fx offentliggørelsen af de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab, der blev indført på anmodning af Europa-Parlamentet. ECB søger således fortsat at forbedre sin ansvarlighed og gennemsigtighed, hvor opfyldelsen af de politiske målsætninger tillader det.

EUROENS INTERNATIONALE ROLLE OG EUROOMRÅDETS EKSTERNE REPRÆSENTATION

Et andet politikområde, som Europa-Parlamentet beskæftigede sig meget med i 2003, var euroens internationale rolle og euroområdets eksterne repræsentation. Adskillige medlemmer af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål opfordrede til en mere aktiv indsats for at øge euroens inter-

nationale anvendelse, fx som faktureringsvaluta i forbindelse med import af råvarer og energi til euroområdet. Endvidere foreslog Europa-Parlamentet i sin beslutning om euroområdets internationale rolle og sin første vurdering af indførelsen af eurosedler og -mønter af 3. juli 2003, at der udnævnes en enkelt repræsentant for euroområdet, som skal have "overordnede beføjelser til at tale og handle på vegne af eurolandene i alle vigtige multilaterale finansielle og økonomiske fora". Efter Europa-Parlamentets mening kan denne rolle varetages af en næstformand for Europa-Kommissionen med ansvar for økonomiske og monetære anliggender.

Formanden mindede om, at euroens internationale rolle efter ECBs mening hovedsagelig er afhængig af markedet. På baggrund heraf vil ECB hverken anbefale eller fraråde residerter uden for euroområdet at anvende euroen. Samtidig an-

førte formanden, at euroens internationale rolle gradvist er vokset i de seneste år. Han var enig med Europa-Parlamentet i, at de statistiske rammer for overvågning af euroens internationale anvendelse skal forbedres, hvilket ECB aktivt bidrager til og behandler i sine juridiske udtalelser.

Hvad angår euroområdets eksterne repræsentation, understregede formanden, at ECB for euroens vedkommende fortsat vil være den institution, som fremfører euroområdets holdning internationalt, i overensstemmelse med traktatens krav. Ifølge sit mandat er ECB, som repræsenteres af medlemmer af de besluttende organer, euroområdets eneste stemme udadtil i alle anliggender vedrørende den fælles pengepolitik. Denne rolle støttes også af Konventet om Den Europæiske Unions fremtid.

Kunstner

Gérard Garouste

Titel

La du gne et le p nitent, 1998

Materiale

Olie på lærred

Format

195 x 160 cm



KAPITEL 6

**EKSTERN
KOMMUNIKATION**

I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

Kommunikation er en integreret del af ECBs pengepolitik og udførelsen af dens andre opgaver. I kommunikationen med offentligheden, medierne og særlige målgrupper – såsom deltagerne på de finansielle markeder – søger ECB at bidrage til pengepolitikens virkning, effektivitet og troværdighed. Et andet mål er at redegøre fuldt ud for ECBs handlinger, jf. kapitel 5. For at nå disse mål skal ECB være åben og gennemsigtig. ECB skal forbedre offentlighedens kendskab til og forståelse af sine opgaver og politikker og sit tætte samarbejde med NCBerne i Eurosystemet.

ESCBs kommunikation er rettet mod målgrupper i EU med særlig fokus på euroområdet. Det er derfor vigtigt for ESCB at kunne nå en række regionale og nationale målgrupper på deres eget sprog inden for deres egne rammer. I denne forbindelse er ESCBs decentraliserede rammer medvirkende til at sikre, at information formidles korrekt til offentligheden og interesserede parter. Kommunikationseksperter fra ECB og NCBerne udveksler regelmæssigt synspunkter for at koordinere deres indsats.

I lyset af EUs kommende udvidelse er ESCBs kommunikationsindsats i stigende grad rettet mod målgrupper i de tiltrædende lande. ECB samarbejder tæt med de tiltrædende landes centralbanker og har således udvidet sin eksterne kommunikation geografisk.

2 KOMMUNIKATIONSVÆRKTØJER

ECB anvender en række kommunikationsværktøjer for at opfylde de ovennævnte mål. De vigtigste kommunikationskanaler er formandens og næstformandens månedlige pressekonferencer, der er et vigtigt værktøj til aktuel kommunikation, Månedsoversigten og Årsberetningen. Pressekonferencerne og Månedsoversigten præsenterer ECBs vurdering af den økonomiske udvikling og forklarer de pengepolitiske beslutninger på en gennemsigtig og aktuel måde. ECB er stadig en af de mest gennemsigtige centralbanker i verden. Konceptet om regelmæssig, aktuel og detaljeret forklaring af ECBs politik, vurderinger og beslutninger blev indført i 1999 og repræsenterer en enestående åben og gennemsigtig tilgang til kommunikation for en centralbank.

Årsberetningen er også særligt vigtig, da den er en af ECBs obligatoriske publikationer og er henvendt til Europa-Parlamentet, Rådet, Europa-Kommissionen og Det Europæiske Råd. Den redegør for ESCBs aktiviteter og pengepolitikken i både det foregående og indeværende år og bidrager dermed til at holde ECB ansvarlig for sine handlinger.

Månedsoversigten indeholder også artikler om udviklingen på længere sigt, emner af generel interesse for centralbankerne og analyseværktøjer, som Eurosystemet anvender i sin pengepolitiske strategi. I bilaget om dokumenter offentliggjort af ECB findes en oversigt over artikler offentliggjort i 2003. I januar 2004 blev Månedsoversigten for første gang offentliggjort i et nyt format. Det nye format dannede grundlag for en gennemgang af andre publikationers format og betyder, at alle ECBs publikationer med tiden får et nyt design.

ECBs formand møder op til høring hvert kvartal i Europa-Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål og en gang om året på Europa-Parlamentets plenarmøde. Andre direktionsmedlemmer i ECB inviteres også til høring i udvalget (se afsnit 2 i kapitel 5).

Taler af og interview med medlemmer af ECBs besluttende organer er også et vigtigt kommunikationsværktøj.

Som en del af den regelmæssige rapportering til den finansielle sektor og offentligheden offentliggør ECB desuden pressemeddelelser om relevante beslutninger fra Styrelsesrådet, særlige undersøgelser foretaget af ECB og andre emner af interesse.

Drøftelser med deltagerne på det finansielle marked og med andre interesserede parter formaliseres undertiden som offentlige høringer. I 2003 blev dette instrument anvendt til at modtage disse gruppers synspunkter om emner vedrørende betalings- og værdipapirafviklingsystemer samt Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse (se kapitel 2).

ECB formidler endvidere forskningsresultater inden for området centralbankaktiviteter ved at offentliggøre arbejdsrapporter (Working Papers) og lejlighedsvis publikationer (Occasional Papers) og afholde akademiske konferencer, seminarer og workshops. I 2003 var de vigtigste begivenheder: "Seminar on banknote substrates"; konferencen "Private and public sector challenges in the payment system", som var arrangeret af ECB og G10-komiteen for betalings- og afviklingsystemer; "Insolvency Symposium", som er samfinansieret med BIS; konferencen "Prices, Productivity and Growth", som blev organiseret i samarbejde med Banco de España; konferencen om "Euro Area Business Cycle Network", "International Research Forum on Monetary Policy" i Washington D.C. og en række andre workshops arrangeret i samarbejde med adskillige andre akademiske sammenslutninger og NCBer i euroområdet.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, findes på ECBs websted (www.ecb.int), der også fungerer som et kontaktpunkt for offentlighedens forespørgsler og som platform for iværksættelse af offentlige høringer. Brugen af webstedet er øget kraftigt i de seneste år. Især besøges "Statistics", "Press release" og "Job opportunities" flittigt. I 2003 begyndte ECB at omstrukturere webstedet for at lette søgningen efter bestemte dokumenter og navigationen mellem de forskellige sider. Et andet vigtigt mål var at øge webstedets tilgængelighed ikke kun for eksper-

ter, men også for offentligheden og handicappede. Det nye websted skal efter planen lanceres i 2. kvartal 2004.

ECB praktiserer også åbenhed i bogstavelig forstand ved at modtage grupper af besøgende på sit

hovedkontor i Frankfurt. I 2003 fik over 7.000 besøgende førstehåndsviden i form af forelæsninger og præsentationer fra ECBs medarbejdere. De fleste besøgende var økonomi- og samfundsvidenskabsstuderende.

3 KOMMUNIKATIONSSPØRGSMÅL I 2003

Nogle af de vigtigste kommunikationsspørgsmål i 2003 var:

- Vurderingen af den pengepolitiske strategi. Styrelsesrådet bekræftede den pengepolitiske strategi og præciserede nogle af elementerne heri (se afsnit 1 i kapitel 1).
- Pengepolitikens stramhedsgrad (se afsnit 2 i kapitel 1).
- Styrelsesrådets syn på udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet (se afsnit 2 i kapitel 1).
- Pengepolitiske operationer. Efter en offentlig høring blev en række ændringer af de operationelle rammer vedtaget. De træder i kraft i 1. kvartal 2004 (se afsnit 1 i kapitel 2).
- Forfalskning af eurosedler. ECB informerede regelmæssigt offentligheden om udviklingen inden for forfalskning af eurosedler (se afsnit 3 i kapitel 2).
- ECBs syn på udkastet til en traktat om en forfatning for Europa (se afsnit 1 i kapitel 4).
- Banktilsyn og finansiel stabilitet, især ECBs deltagelse i forberedelserne til indførelsen af den nye "Basel Capital Accord" ("Basel II") (se kapitel 3).
- Styrelsesrådets holdning til spørgsmål i relation til tiltrædelseslandenes valutakurspolitik (se afsnit 1 i kapitel 7).

- Samarbejde med centralbankerne i de tiltrædende lande og udvikling af arbejdsforbindelser med medierne i disse lande (se kapitel 7).
- Udvikling af en ny og forbedret penge- og bankstatistik (se kapitel 2).
- Organisatoriske forhold i forbindelse med ECB, herunder især det forberedende arbejde med ECBs nye hovedkontor samt bestræbelserne på at styrke dens interne organisationsfunktion (se boks 12 og afsnit 2 i kapitel 8).

ERKLÆRING OM ECBs MÅLSÆTNING

I august 2003 vedtog Direktionen en erklæring om ECBs målsætning. Den anses for at være grundlæggende i ECBs interne og eksterne kommunikation. Vedtagelsen kan betragtes som en del af bestræbelserne på at styrke ECBs interne organisations funktion (se afsnit 2 i kapitel 8). Erklæringen om ECBs målsætning har følgende ordlyd:

"Den Europæiske Centralbank og de nationale centralbanker udgør tilsammen Eurosystemet, som er euroområdet centralbanksystem. Eurosystemets hovedmål er at fastholde prisstabilitet: at værne om euroens værdi.

I Den Europæiske Centralbank har vi forpligtet os til virkningsfuldt at udføre alle de centralbankopgaver, som vi har fået overdraget. I vores arbejde stræber vi mod størst mulig integritet, kompetence, effektivitet og åbenhed."

Erklæringens fire korte sætninger præciserer "hvad, hvorfor og hvordan" i ECB. Den første sætning anerkender ECBs afgørende samarbejde med NCBERne i euroområdet. Den anden sætning understreger Eurosystemets hovedmål i henhold til traktaten. Ud over dette hovedmål udfører ECB også en række andre opgaver og aktiviteter i henhold til sit mandat. Det afspejles i den tredje sætning. Den fjerde og sidste sætning illustrerer de værdier, som ECBs medarbejdere og ledere anser for vigtige i udførelsen af deres opgaver. I en undersøgelse fik ECBs medarbejdere mulighed for at påvirke, hvilke værdier der burde lægges særlig vægt på. Alle medarbejderne blev anmodet om at prioritere en række værdier efter betydningen for ECBs arbejde. Undersøgelsesresultaterne blev brugt som et direkte input til at formulere erklæringen om ECBs målsætning.

Kunstner

Árpád Szabados

Titel

Uden titel, 1995

Materiale

Blandede medier på lærred

Format

120 x 90 cm



KAPITEL 7

UDVIDELSE AF DEN EUROPÆISKE UNION

De 10 tiltrædende lande – Tjekkiet, Estland, Cypern, Letland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slovenien og Slovakiet – og de 15 nuværende EU-lande underskrev tiltrædelsestraktaten på Det Europæiske Råds uformelle møde i Athen 16. april 2003. To yderligere lande – Bulgarien og Rumænien – har endnu ikke afsluttet tiltrædelsesforhandlingerne, men blev stillet i udsigt, at de kunne indtræde i EU i 2007.¹ Tiltrædelsestraktaten indeholder rammen og betingelserne for udvidelse af EU til 25 medlemslande. Alle de nuværende og nye medlemslande skal ratificere traktaten, før udvidelsen kan finde sted. Som en del af ratificeringsprocessen blev der afholdt folkeafstemninger i alle de tiltrædende lande (bortset fra Cypern). De ni lande stemte for EU-medlemskab – otte af dem med et stort flertal.

Ved tiltrædelsen vil de 10 lande indgå i ØMUen med status som "medlemsland med dispensation" (lande, der endnu ikke har indført euroen), og deres centralbanker bliver del af ESCB. Så snart det vurderes, at disse lande har opnået holdbar konvergens vurderet efter Maastrichttraktatens kriterier,² vil de indføre euroen, og deres centralbanker bliver en del af Eurosystemet.

I 2003 var Eurosystemet fortsat involveret i tiltrædelsesprocessen inden for alle sine kompetenceområder. Eurosystemet stod for den policyorienterede og tekniske dialog for at hjælpe de tiltrædende landes centralbanker med at forberede deres integration i ESCB og efterfølgende i Eurosystemet. Hvad angår den policyorienterede dialog, blev der skabt en række bilaterale kontakter med de tiltrædende landes centralbanker for at drøfte penge- og valutakurspolitik og andre centralbankemner. Hovedformålet var at fremme den gensidige forståelse for de kommende udfordringer. Derudover deltog ECB fortsat i den økonomiske dialog mellem EU og kandidatlandene³ og i november 2003 fremlagde den en rapport om de tiltrædende landes udfordringer vedrørende makroøkonomi og finansiell stabilitet for Det Økonomiske og Finansielle Udvalg. I marts 2004 blev der i Paris afholdt et seminar på højt plan om EU-tiltrædelsesprocessen med alle centralbankerne i ESCB og tiltrædel-

seslandene. Seminaret omhandlede bl.a. penge- og valutapolitik og ERM2s funktion i praksis.

Hvad angår det tekniske samarbejde i 2003, øgede Eurosystemet sin støtte til de tiltrædende landes centralbanker for at hjælpe dem med at forberede deres medlemskab af ESCB og Eurosystemet. Disse aktiviteter fokuserede primært på statistik, juridiske spørgsmål, betalingssystemer, pengepolitik og operationelle aspekter, men omfattede også andre centralbankområder, fx finansiell stabilitet og finansielt tilsyn, pengesedler, intern revision og informationsteknologi.

Dette kapitel giver et overblik over den seneste økonomiske, finansielle og juridiske udvikling i de tiltrædende lande og beskriver mere detaljeret nogle af Eurosystemets forberedelser i forbindelse med tiltrædelsen.

1 Begrebet "tiltrædelseslande" henviser til de 10 tiltrædende lande og Bulgarien og Rumænien.

2 Se artikel 121, stk. 1, i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab.

3 Begrebet "kandidatlande" henviser til de 12 tiltrædelseslande og Tyrkiet.

I DEN VIGTIGSTE ØKONOMISKE OG FINANSIELLE UDVIKLING OG POLITIKSPØRGSMÅL

I 2003 fortsatte Eurosystemet med at overvåge den økonomiske og finansielle udvikling i de tiltrædende lande. De mest relevante økonomiske emner for Eurosystemet var inflationsudvikling, penge- og valutakurspolitik, økonomisk vækst og real konvergens, udvikling i betalingsbalancen og finanspolitik. Overvågningen af de finansielle markeder omfattede den seneste udvikling inden for både banksektoren og på obligations- og aktiemarkedet.

1.1 DEN ØKONOMISKE UDVIKLING

INFLATION

Inflationen i de tiltrædende lande er faldet bemærkelsesværdigt hurtigt i de seneste år. Den gennemsnitlige inflation er faldet fra at være to cifret i slutningen af 1990'erne til et niveau tæt på euroområdet. Primo 2003 var den gennemsnitlige inflation endda under niveauet i euroområdet. Mod slutningen af 2003 steg inflationen til en smule over niveauet i euroområdet. Nedbringelsen af inflationen varierer dog fortsat fra land til land. Mens nogle lande havde en meget lav inflation, og i nogle få tilfælde endda oplevede midlertidige fald i det generelle prisniveau, var nedbringelsen af inflationen endnu ikke tilendebragt i andre lande.

Det kraftige generelle fald i inflationstakten kan i høj grad tilskrives klar politisk fokus på bekæmpelse af inflation. Midlertidige faktorer spillede dog også en vigtig rolle, især konjunkturudviklingen, den forsinkede effekt af valutakursens betydelige apreciering over for euroen, svagt faldende energipriser og et fald i fødevarepriserne. Sammen med et aftagende inflationspres fortsatte de pengepolitiske renter med at falde i de fleste af de tiltrædende lande i 2003.

Det bliver dog en stor udfordring at holde inflationen på et så lavt niveau. Adskillige faktorer kan øge inflationspreset, som igen kan gøre økonomierne sårbare over for stigende inflationsforventninger og løn- og prisspiraler. For det første ses en begyndende forbedring af konjunkturforholdene i visse lande. For det andet er midlertidige faktorer såsom faldende fødevarepriser ved

at forsvinde. For det tredje kan der opstå et midlertidigt inflationspres fra tiltrædelsesrelaterede faktorer, fx prisliberalisering, tilpasning af fødevarepriserne, når de tiltrædende lande vedtager den fælles landbrugspolitik, og afgiftstilpasninger i overensstemmelse med fællesskabsretten. Endelig vil konvergensprocessen sandsynligvis til en vis grad påvirke inflationsresultaterne i de kommende år som følge af "Balassa-Samuelsoneffekten" (se boks 4) og lønpreset, hvis virkning formentlig afhænger af udviklingen i de nominelle valutakurser.

PENGE- OG VALUTAKURSPOLITIK

De tiltrædende lande har flere forskellige pengepolitiske strategier, hvilket afspejler deres nominelle, reale og strukturmæssige forskelle. Nogle lande med faste valutakurssystemer anvender et valutakursmål, mens andre lande benytter sig af inflationsmål eller blandede strategier. To lande har en unilateral tilknytning til euroen med et udsvingsbånd på +/-15 pct. I 2003 var de tiltrædende landes valutakursordninger uændrede, selv om de pengepolitiske rammer i adskillige tiltrædende lande blev finjusteret med henblik på tilpasning til den kommende monetære integration.

Som et troværdigt anker for inflationsforventningerne bidrog de pengepolitiske strategier og valutakursstrategierne betydeligt til de tiltrædende landes makroøkonomiske stabilitet i lyset af de fleste af disse landes store åbenhed. Dog har visse lande med mere fleksible valutakursordninger for nylig oplevet en stigning i volatiliteten i den nominelle valutakurs. Denne udvikling afspejlede en række faktorer, herunder ændringer i investorernes tillid efter ny makroøkonomisk og finanspolitisk udvikling og i visse tilfælde eventuelt også eksterne stød. En stærkt volatil valutakurs kan lægge hindringer i vejen for pengepolitikken, påvirke handlen negativt og gøre det vanskeligere at vurdere ligevægtskurser.

Når de nye medlemslande træder ind i EU, er de forpligtet til at behandle deres valutakurspolitik som et spørgsmål af fælles interesse og have prisstabilitet som pengepolitikens hovedmål.

De forventes endvidere at træde ind i ERM2 på et tidspunkt. Selv om ERM2 kan tilpasses til forskellige valutakursordninger, er ERM2 uforenelig med fri flydning (eller styret flydning uden en gensidigt aftalt centralkurs), crawling pegs og fastkursarrangementer over for andre valutaer end euroen. Dette betyder, at visse landes valutakursordninger skal bringes i overensstemmelse med ERM2. Mange af de tiltrædende lande er i færd med at revurdere deres pengepolitiske strategi og valutakursstrategi i lyset af den kommende deltagelse i ERM2.

Den 18. december 2003 offentliggjorde ECB Styrelsesrådets holdning til spørgsmål i relation til tiltrædelseslandenes valutakurspolitik. Holdningen er tænkt som en vejledning for de nye medlemslande i forbindelse med den monetære integrationsproces.

ØKONOMISK VÆKST OG REAL KONVERGENS

På baggrund af afdæmpet global vækst var den økonomiske vækst i de fleste af de tiltrædende lande ret robust i 2003, hvor væksten i realt BNP skønnes at være 3,5 pct. i gennemsnit. Produktionsudviklingen var særlig kraftig i de baltiske lande, og Polen – som er det største af de tiltrædende lande – oplevede et solidt økonomisk opsving efter to år med lav vækst. I de fleste af de tiltrædende lande var væksten primært drevet af den kraftige indenlandske efterspørgsel, som i visse lande blev stimuleret af finanspolitiske lempelser og kraftige lønstigninger. I de fleste af de tiltrædende lande aftog væksten i den reale eksport, skønt den stadig var robust i lyset af den svage globale vækst og landenes omfattende handel med euroområdet. Nogle lande oplevede faktisk en betydelig stigning i nettoeksportens bidrag til væksten i realt BNP.

Med hensyn til BNP pr. indbygger er der stadig et stort gab mellem de nuværende EU-lande og de fleste af de tiltrædende lande. De tiltrædende landes skønnede BNP pr. indbygger lå korrigeret for købekraft i gennemsnit på ca. 49 pct. af EU-gennemsnittet i 2002. Målt i nominelle valutakurser var BNP pr. indbygger kun 26 pct. i gennemsnit. Real indkomstkongruens med EU er desuden en gradvis proces, hvor vækstforskelle

mellem de tiltrædende lande og de nuværende EU-lande generelt har ligget på ca. 2 procentpoint i de seneste år.

Den største udfordring for de tiltrædende lande i de kommende år bliver at fremme real konvergens uden at sætte de allerede opnåede resultater med makroøkonomisk stabilitet på spil. En gennemsnitlig vækst på 4-6 pct. på mellemlangt sigt synes at være realistisk i de fleste af de tiltrædende lande, forudsat at strukturreformerne fortsætter, og de stabilitetsorienterede politikker fastholdes. Væksten i realt BNP forventes at stige, da en række væksthæmmende faktorer i stigende grad kommer til at gøre sig gældende, især EU-tiltrædelsen. Selv om strukturændringer og et højt investeringsniveau medvirker til vækst, kan de også øge produktionsvolatiliteten, især da investeringerne synes at være mere konjunkturafhængige end forbruget. Denne faktor vil derfor fortsat være en udfordring for de politiske beslutningstagere.

UDVIKLINGEN I BETALINGSBALANCEN

Real konvergens blev ledsaget af et betydeligt underskud på betalingsbalancens løbende poster i de fleste af de tiltrædende lande. De 10 landes betalingsbalanceunderskud vurderes i gennemsnit at have været på ca. 3,9 pct. af BNP i 2003, hvor underskuddet var særligt højt i nogle af de mindre lande. Såfremt det øgede underskud på de løbende poster afspejler opsparings- og investeringsbeslutninger, som er truffet på baggrund af forkerte vurderinger af de økonomiske forhold – fx overvurdering af den potentielle produktionsvækst eller undervurdering af sandsynligheden for ugunstige stød – kan holdbarheden af stillingen over for udlandet komme under pres på mellemlangt til langt sigt, og sårbarheden over for de eksterne forhold kan øges. Indtil nu tyder empiriske resultater på, at de fleste af de tiltrædende lande ikke har større problemer med konkurrenceevnen. Til trods for den globale økonomiske afmatning har de fleste lande haft en vedvarende eksportvækst de seneste år og i mange tilfælde øget deres markedsandel i EU.

På længere sigt kan konkurrenceevnen over for udlandet risikere at blive forværret, hvis landene

kommer under et stærkt pres om for hurtigt at tilpasse deres løn- og prisniveau til niveauet i EU. Derudover kan en uhensigtsmæssig kombination af en lempelig finanspolitik og en stram pengepolitik udløse en kraftig, om end midlertidig, apreciering af valutaen. Potentielle risici for de løbende posters holdbarhed hænger også sammen med eventuelle kommende ændringer i finansieringsmønstret. Selv om kapitaltilstrømning generelt forventes at bidrage til real konvergens – fx gennem importeret teknologi og forvaltningskompetence – kan tilstrømningen have en destabiliserende effekt. Det sker, hvis kapitalstrømmenes omfang og art ændrer sig væsentligt fra det nuværende mønster, hvor nettotilstrømningen af udenlandske direkte investeringer stort set dækker underskuddet på de løbende poster i mange lande. Efter at privatiseringsprocessen er afsluttet i de fleste af de tiltrædende lande, kan en eventuel afmatning i tilstrømningen af udenlandske direkte investeringer udgøre en trussel i denne forbindelse, selv om EU-tiltrædelsen kan øge tilstrømningen af "nye" udenlandske direkte investeringer, dvs. investeringer i nye projekter, som kan kompensere for de fallende udenlandske direkte investeringer i forbindelse med privatisering. Det kan blive endnu vanskeligere at håndtere meget volatile kapitalstrømme, da de makroøkonomiske politikker i stigende grad fokuserer på medlemskab af ERM2 og efterfølgende på indførelse af euroen. Desuden kan kapitalstrømme, der er langt større end landene kan absorbere, medføre overophedning og kraftigere produktionsvolatilitet.

UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

Til trods for det seneste opsving i den økonomiske aktivitet forblev budgetunderskuddene i de tiltrædende lande gennemsnitligt på et højt niveau i 2003. Underskuddet var ca. 5 pct. af BNP for de 10 lande som helhed. Samtidig var der stadig stor forskel på landenes finanspolitiske resultater. I de fleste af de tiltrædende lande var budgetunderskuddet primært strukturelt, mens styrken af de automatiske stabilisatorer (budgetets automatiske reaktioner på konjunkturudsving) synes at være begrænset. For at konsolidere budgetterne er de tiltrædende lande nødt til yderligere at reformere deres offentlige udgifts-

og indtægtsstrukturer på en holdbar og fremadskuende måde. Selv om det gennemsnitlige gælds niveau er forholdsvis lavt i de tiltrædende lande, kan det udløse en ugunstig udvikling i den offentlige gæld med eventuelle indirekte følger for kapitalstrømmene og valutakursudviklingen, hvis de store underskud fortsætter, når privatiseringsindtægterne ophører. De implicite budgetmæssige passiver i forbindelse med den aldrende befolkning kan udgøre en yderligere udfordring, i det mindste for nogle af de tiltrædende lande.

Budgetkonsolidering bliver en endnu større udfordring, når de tiltrædende lande konfronteres med udgiftspres i de kommende år som følge af overgangsprocessens afslutning, bidrag til EU-budgettet, den fortsatte gennemførelse af den gældende fællesskabsret og budgetkravene i forbindelse med Nato-medlemskab. Endvidere kan kommende reformer af sundheds- og pensions-systemer samt offentlige investeringer i løbet af konvergensprocessen have en stor betydning for de tiltrædende landes budgetstilling. Samtidig kan gennemførelsen af EUs konkurrencelovgivning medføre nedskæringer i udvalgt støtte, som kan lette en del af budgetpresset.

Ved tiltrædelse af EU skal de nye medlemslande opfylde bestemmelserne i stabilitets- og vækstpacten, som finder anvendelse på alle EU-lande. Det drejer sig bl.a. om kravet om at undgå uforholdsmæssigt store budgetunderskud og at sigte mod en budgetstilling tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt. Der er også behov for en troværdig budgetkonsolidering i lyset af de tiltrædende landes eventuelle monetære integration. Medlemskab af ERM2 kræver ikke opfyldelse af en række forudbestemte kriterier, men for at sikre en problemfri deltagelse i ERM2 bør landene alligevel tilpasse deres politikker i omfattende grad før indtræden i ERM2. Landene bør også følge en troværdig budgetkonsolideringsstrategi.

1.2 UDVIKLINGEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER I DE TILTRÆDENDE LANDE

BANKSEKTOREN

De finansielle markeder i de fleste af de tiltrædende lande er ikke særlig dybe, hvilket afspejler disse økonomiers størrelse og de begrænsede ud- og indlån. Mens de tiltrædende landes finansielle markeder i høj grad er domineret af banksektoren, er det finansielle "formidlingsniveau" (bankernes rolle som formidlere, der kanaliserer midler fra indskydere til låntagere) stadig lavt. Dette er dog ikke tilfældet på Cypern og Malta, da disse lande ikke havde behov for at skifte fra planøkonomi til markedsøkonomi. I de tiltrædende lande i Central- og Østeuropa udgør det finansielle formidlingsniveau kun en tredjedel af gennemsnittet i euroområdet og er mindre end i vækstmarkedsøkonomier med sammenlignelige indkomstniveauer. De vigtigste årsager er i) de indledende betingelser i overgangsprocessen, ii) den skadelige virkning af bankkriserne i begyndelsen af 1990'erne i disse lande, iii) de indenlandske virksomheders relativt korte tid på markedet, som betyder, at der i høj grad satses på finansiering fra egne kilder og iv) stor tilstrømning af udenlandske direkte investeringer i visse lande.

Ikke desto mindre synes de tiltrædende landes banksektorer, trods deres begrænsede størrelse, at være forholdsvis velkonsoliderede og sunde med et generelt tilfredsstillende niveau for kapitalisering, rentabilitet og aktivernes kvalitet. Endvidere har størstedelen af banksektoren i de tiltrædende lande udenlandsk ejerskab. Ultimo 2002 udgjorde udenlandsk ejerskab i de tiltrædende landes banksektor (ekskl. Cypern og Malta) ca. 70 pct. af aktiekapitalen og 80 pct. af de samlede aktiver.⁴ Omstrukturering og konsolidering i banksektoren gennem privatisering og åbning over for udenlandsk ejerskab har gjort sektoren sundere ved at øge kapital og finansiering og fremme teknologi, governance og risikostyringskompetence. Alligevel har nogle af de tiltrædende lande stadig et betydeligt omfang af misligholdte lån, selv om det er for nedadgående, og forholdsreglerne mod de relaterede risici synes at være forholdsvis gode. Endvidere er virk-

somhedssektorens valutaeksponering forholdsvis høj i visse lande. Hvis valutaen svækkes væsentligt i et af disse lande, kan der opstå kreditrisiko for banksektoren, som igen kan indvirke på penge- og valutakurspolitikken.

Efterhånden som processen med at opnå højere indkomstniveauer fortsætter, er de politiske beslutningstageres største udfordring stadig at styre udvidelsen af den finansielle formidling og en dynamisk ekspansion af de finansielle institutioners aktiviteter uden at sætte stabiliteten i sektoren eller økonomien som helhed på spil. Det er fx sandsynligt, at de indenlandske virksomheder i højere grad vil benytte sig af eksterne end af interne finansieringskilder. På samme måde kan husholdningerne i stigende grad udjævne forbruget over tid, efterhånden som deres indkomstudsigt og kreditværdighed forbedres. I de fleste af de tiltrædende lande er den finansielle formidling vokset betydeligt i de seneste år, skønt den begyndte på et meget lavt niveau. I 2002 og 2003 var væksten i kreditgivning til de private virksomheder og husholdningerne særlig kraftig i Cypern, Ungarn, Slovakiet og de tre baltiske lande. Udlån til husholdningerne steg særlig hurtigt og overhalede den samlede vækst i kreditgivningen. Realkredit er et af de hurtigst voksende kreditsegmenter, som er vokset fra et meget lavt niveau. I 2002 og i starten af 2003 var væksten i realkreditlån særlig kraftig i Ungarn, Letland og Polen.

Selv om kreditforsyningen forsat er begrænset i mange af de tiltrædende lande, og en stor del er i form af realkreditlån, kan den hurtige udvidelse af den finansielle formidling og udvidelsen af balancerne i den finansielle sektor medføre øget volatilitet i de finansielle resultater for både de enkelte finansielle institutioner og sektoren som helhed. Dette understreger behovet for at bevare et troværdigt og velfungerende tilsyn samt troværdige og velfungerende lovrammer i de tiltrædende lande. Med hensyn til strukturen i den finansielle sektor kræver det desuden øget samarbejde mellem tilsynsmyndighederne for

⁴ Letland og Slovenien skiller sig ud i denne forbindelse, da udenlandsk ejerskab af banksektoren i disse lande vurderes at ligge under gennemsnittet.

indenlandsk ejede banker og tilsynsmyndighederne for udenlandsk ejede banker.

OBLIGATIONS- OG AKTIEMARKEDERNE

Obligationsmarkedernes størrelse varierer mellem de tiltrædende lande, mens staten er den største udsteder af gældsinstrumenter i de fleste af landene. De fleste af de tiltrædende landes aktiemarkeder er forholdsvis små, især i international henseende, og information og forskning herom er begrænset.

I forhold til de vigtigste vækstmarkedsøkonomier, fx Brasilien, Rusland eller Tyrkiet, har alle de tiltrædende lande bortset fra Polen en begrænset udlandsgæld. Udlandsgældens størrelse varierer fra land til land og i visse lande, fx Estland og Letland, er der stor forskel mellem netto- og bruttogælden. Gældsdynamikken tiltog desuden i nogle lande.

I denne forbindelse er obligationsmarkedet det segment, der har gennemgået den største udvikling i løbet af de seneste år, især i Tjekkiet, Ungarn og Polen. Makroøkonomisk stabilisering – især nedbringelse af inflationen og lavere renter – og udsigten til EU-medlemskab har reduceret landerisikoen og tiltrukket investorer, hvilket har fået den lange obligationsrente til at falde i de fleste af de tiltrædende lande. I 2. halvår 2003 medførte øget bekymring om den finanspolitiske udvikling og den generelle konsistens i politikkerne i visse lande et delvist omsving af tidligere perioders indsnævring af rentespændet over for euroområdet.

Renten for de tiltrædende landes statsobligationer denomineret i de vigtigste valutaer var stadig lav. Indsnævringen af rentespændet over for euroområdet skyldes delvis kursstigninger på vækstmarkedsøkonomiernes obligationsmarkeder på globalt plan, selv om udsigten til EU-medlemskab og forbedringen af kreditvurderingen af statsobligationerne også synes at have spillet en rolle. Mere generelt synes de tiltrædende lande at have koblet sig selv fra udviklingen på andre vækstmarkeder. Den positive effekt af EU-medlemskab vil formentlig fortsat spille en vigtig rolle i den makroøkonomiske og strukturelle ud-

vikling i denne henseende. Konklusioner om renteutviklingen bør dog drages med forsigtighed, da mange af de tiltrædende lande har forholdsvis illikvide obligationsmarkeder.

Aktiemarkederne i de tiltrædende lande klarede sig i gennemsnit godt i 2003 og var stort set på linje med aktiemarkederne i andre vækstmarkedsområder, mens de klarede sig bedre end aktiemarkederne i euroområdet. Aktiemarkederne i Letland og Litauen klarede sig særdeles godt, idet aktiekurserne næsten fordobledes i løbet af 2003. I Estland og mange af de tiltrædende lande i Centraleuropa havde aktiemarkederne også solide gevinster. I nogle få lande viste fondsbørserne dog mindre positive resultater i 2003. På Cypren faldt aktiekurserne, og på Malta var gevinsterne forholdsvis små.

2 DEN JURIDISKE UDVIKLING

Eurosystemet har en afgørende interesse i at sikre, at de tiltrædende lande i god tid vedtager og gennemfører de dele af gældende fællesskabsret, *acquis communautaire* (EUs lovsamling), som vedrører Eurosystemets kompetenceområder. Det omfatter EU-traktatens og ESCB-statuttens bestemmelser om centralbanker, især centralbankuafhængighed, og anden EU-lovgivning på det finansielle område. I 2003 arbejdede Eurosystemet tæt sammen med de tiltrædende landes centralbanker for at analysere opfyldelsen af disse krav.

Hvad angår centralbankuafhængighed, blev de tiltrædende landes centralbankers statutter analyseret på baggrund af de kriterier, nemlig institutionel, personlig, funktionel og finansiell uafhængighed, som er defineret i de juridiske konvergensrapporter udarbejdet af EMI og ECB. Analysen blev også udført i lyset af EMIs og ECBs udtalelser om nationale lovudkast inden for deres kompetenceområder og især udkast til statutter for EU-landenes NCBer. Disse udtalelser har hjulpet de tiltrædende lande med at revidere deres centralbanklovgivning, så den opfylder kravene i traktaten og således etablerer grundlaget for uafhængige institutioner.

Centralbankerne og de finansielle institutioner skal fungere inden for holdbare juridiske rammer. *Acquis communautaire* indeholder vigtige regler for den finansielle sektor og centralbankaktiviteter. Det er afgørende for de nye medlemslande at overholde disse regler, så snart de træder ind i EU (undtagen hvor tiltrædelsestraktaten giver mulighed for overgangsordninger). Derfor fokuserede Eurosystemets analyse også på lovgivning på det finansielle område, især i forbindelse med kapitalens frie bevægelighed, forbud mod monetær finansiering og privilegeret adgang, regulering af de finansielle markeder, sikkerhedsstillelse, betalingssystemer, konkurs og pengesedler.

Analysen gav et overblik over de vedtagne love og lovudkast, som blev forelagt de respektive nationale parlamenter før 1. oktober 2003. Alle de tiltrædende lande har indledt processen mod centralbankuafhængighed, og i de fleste af landene

er den afsluttet eller godt i gang. I nogle lande, hvor ordlyden i den nationale lovgivning endnu ikke var i fuld overensstemmelse med statuten, foreslog analysen yderligere tilpasning af national lov. På de områder, der er relevante for Eurosystemet, skal *acquis communautaire* senest være gennemført, når disse lande træder ind i EU, med forbehold for eventuelle aftalte overgangsordninger.

Resultaterne af denne analyse blev fremlagt for de tiltrædende landes centralbanker samt for Rådet og Europa-Kommissionen. Analysen var ikke en del af en vurdering, der skal føre til vedtagelsen af konvergensrapporterne for de nye medlemslande, som ECB skal udarbejde i henhold til artikel 122, stk. 2, i traktaten. Formålet med analysen var at komme med baggrundsoplysninger om forberedelserne til gennemførelse af Eurosystemets juridiske regler i de tiltrædende lande, som skal træde ind i ØMU som medlemslande med dispensation. Den har endvidere hjulpet de tiltrædende landes centralbanker med at definere deres rolle i tiltrædelsesprocessen på nationalt plan. Den har også hjulpet Kommissionen med at uddybe den grundige analyse af emner, der vedrører centralbankuafhængighed.

3 FORBEREDELSE TIL TILTRÆDELSE

I 2003 øgede Eurosystemet sit multilaterale og bilaterale samarbejde med de tiltrædende lande. Siden maj 2003 har de tiltrædende landes centralbankchefer deltaget i Det Generelle Råds møder som observatører, og eksperter fra de tiltrædende landes centralbanker har også deltaget som observatører på ESCB-komiteernes og arbejdsgruppernes møder (se afsnit 1 i kapitel 8). Det har gjort det meget lettere for alle parter at arbejde detaljeret med en lang række udvidelsesspørgsmål. Derudover blev der regelmæssigt afholdt tekniske høringer, og et omfattende besøgsprogram blev gennemført for eksperter på højt plan fra de tiltrædende landes centralbanker.

Generelt kører forberedelserne til EU-udvidelsen efter planen, så de tiltrædende landes centralbanker kan integreres problemfrit i ESCB som planlagt.

ECB udarbejdede en overordnet plan i forbindelse med tiltrædelsen (Accession Master Plan) som en rettesnor i planlægningen, gennemførelsen og overvågningen af alle ECBs aktiviteter i forbindelse med udvidelsen af ESCB og Eurosystemet. Den overordnede plan var inspireret af EMIs overordnede plan, som indeholdt de organisatoriske og logistiske rammer, der gør ESCB i stand til at udføre sine opgaver i tredje fase af ØMU. Regelmæssig overvågning sikrer, at alle relevante spørgsmål hurtigt tages op. Det vil bane vejen for en problemfri integration af de tiltrædende landes centralbanker i ESCBs rammer, uden at det påvirker den samlede operationelle integritet i ESCBs systemer. Løbende opdateringer af den overordnede plan kommunikerer videre i hele ESCB og til de tiltrædende landes centralbanker. Alle aktiviteter gennemføres i overensstemmelse med planen.

3.1 CENTRALBANKOPERATIONER

Inden for centralbankoperationer var forberedelserne til tiltrædelse hovedsagelig rettet mod de centralbankopgaver, som påvirkes af udvidelsen af ESCB fra maj 2004, især belånbare aktiver og ERM2.

Hvad angår belånbare aktiver til Eurosystemets kreditoperationer, bliver visse aktiver, som kun er noteret i de tiltrædende lande, omfattet af den samlede liste over belånbare aktiver fra den dag, de tiltrædende landes centralbanker træder ind i ESCB. Derfor begynder de tiltrædende landes centralbanker fra maj 2004 at udføre funktioner i forbindelse med sikkerhedsstyring vedrørende identifikation, vurdering og rapportering af belånbare aktiver. Som forberedelse afholdt ECB en workshop om disse funktioner for de tiltrædende lande i november 2003.

ESCB udførte en grundig undersøgelse af den operationelle funktion af en udvidet ERM2. I februar 2004 afholdt ESCB en workshop om relaterede aspekter for de tiltrædende lande. Disse forberedelser samt testprocessen i foråret 2004 skulle sikre, at ERM2s operationelle funktion kommer til at forløbe problemfrit.

Ud over de områder, der påvirkes af ESCBs udvidelse, blev der også taget betydelige operationelle skridt i forbindelse med Eurosystemets udvidelse. Fx blev der iværksat undersøgelser af udvidelsens konsekvenser for pengepolitikens gennemførelse og forvaltningen af ECBs valuta-reserver.

3.2 BETALINGS- OG AFVIKLINGSSYSTEMER

I 2003 definerede ECB fremgangsmåden for de tiltrædende landes integration i Target, som primært går ud på at give dem mulighed for at tilslutte sig Target, når de træder ind i EU. De fleste af de tiltrædende lande har dog først tænkt sig at tilslutte sig systemet, når de indfører euroen. Der er også arbejdet med en reserveløsning, som skal anvendes, hvis den fælles platform i Target2 (se afsnit 2.2 i kapitel 2) ikke er tilgængelig, når de første af de tiltrædende lande indtræder i euroområdet.

Som opfølgning på vurderingen fra 2002 af markedsinfrastrukturernes sikkerhed og effektivitet og de tilhørende overvågningsfunktioner har de tiltrædende landes centralbanker aflagt rapport om deres fremskridt i 2003 med at gennemføre

ECBs generelle og landespecifikke henstillinger. Der er gjort betydelige fremskridt, og de tiltrædende landes centralbanker er i færd med at færdiggøre de udestående punkter i tæt samarbejde med andre berørte nationale parter, såfremt det er nødvendigt.

ECB arrangerede også en række workshoper for de tiltrædende landes centralbanker, som skulle hjælpe med forberedelserne til tiltrædelsen af EU og efterfølgende euroområdet. En workshop i Warszawa fokuserede på de foreløbige resultater af samarbejdet mellem ESCB og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder om standarder for værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer i EU. En anden workshop i Prag omhandlede Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse, så de tiltrædende landes centralbanker kan tilpasse sig til de vigtigste funktioner i rammerne hurtigst muligt. En tredje workshop i Ljubljana undersøgte omkostninger, fordele og risici i forbindelse med clearing med central modpart. Endvidere blev "Repo conference for central banks – the landscape of the European market" afholdt i Rom, som fokuserede på den seneste udvikling og de seneste krav til oprettelsen af et effektivt og integreret repomarked, især i lyset af EU-udvidelsen. Alle disse begivenheder var arrangeret af ECB i samarbejde med de lokale centralbanker.

I løbet af 2003 hjalp Eurosystemet endvidere de tiltrædende landes centralbanker med at vurdere deres egne værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer i forhold til "standarderne for anvendelse af værdipapirafviklingssystemer i EU i ESCBs kreditoperationer". Standarderne skaber de nødvendige rammer for at sikre en effektiv og sikker afvikling af centralbankernes kreditoperationer (se afsnit 4.3 i kapitel 3). Formålet med vurderingen var på et tidligt tidspunkt at identificere de punkter, der stadig skal forbedres, for at Eurosystemets kreditoperationer kan fungere problemfrit. I alt blev 20 værdipapirafviklingssystemer og en ordning i en af de tiltrædende landes centralbanker vurderet, og der blev udarbejdet en liste med henstillinger til hvert system. Henstillingerne skal være gennemført, så

systemet kan godkendes til benyttelse i Eurosystemets kreditoperationer.

ECB mødtes for femte gang med sammenslutningen af de central- og østeuropæiske værdipapir- og clearingcentraler (Central and Eastern European Central Securities Depositories and Clearing Houses Association) i oktober 2003. På dette møde kom ECB med information om en lang række tiltrædelsesrelaterede spørgsmål til repræsentanter fra de tiltrædende landes centralbanker, værdipapirtilsynsmyndigheder, værdipapircentraler og clearingcentraler.

ECB og European Payments Council, som blev oprettet af de europæiske sammenslutninger af kreditinstitutter og de store banker, afholdt en særlig workshop for udvalgte repræsentanter fra de tiltrædende landes centralbanker og deres respektive banksektorer. Formålet med workshoppen, hvor også Europa-Kommissionen deltog, var at udveksle vigtige oplysninger om, hvordan de tiltrædende lande kan integreres problemfrit i det fælles eurobetalingsområde.

3.3 PENGESEDLER

I 2003 hjalp ECB de tiltrædende landes centralbanker med at udarbejde den infrastruktur, der skal håndtere forfalskning af eurosedler. Infrastrukturen skal være på plads, når disse lande træder ind i EU. I lyset af den lange forberedelsestid fra euroen er indført til selve overgangen til eurosedler og -mønter i disse lande, har ECB desuden iværksat workshoper for de tiltrædende landes centralbanker, der fokuserer på ordninger for udstedelse og håndtering af eurosedler og krav i forbindelse med indførelsen af eurosedler i de tiltrædende lande.

3.4 STATISTIK

På et møde på højt plan i København i oktober 2002 opfordrede EU-landenes og kandidatlandenes økonomi- og finansministre Europa-Kommissionen (Eurostat) og ECB til at udarbejde en handlingsplan for økonomiske, monetære og fi-

nansielle statistikker for kandidatlandene. Handlingsplanen blev udarbejdet og efterfølgende godkendt på et møde på højt plan med kandidatlandene i maj 2003. Deltagerne bemærkede, at de statistiske oplysningers fuldstændighed og aktualitet løbende er forbedret. Handlingsplanen afslørede dog også, at de tiltrædende lande ikke ville være i stand til at opfylde alle kravene, dvs. vedrørende oplysningernes aktualitet, detailniveau og andre kvalitetsaspekter, medmindre indsatsen blev øget i den sidste periode inden tiltrædelsen.

Handlingsplanen lægger vægt på udarbejdelse af alle de statistikker, som er nødvendige for vurdering af konvergens, og på strukturstatistik. Handlingsplanen består overordnet af to dele. Den første del vedrører statistik, som Europa-Kommissionen (Eurostat) er ansvarlig for, nemlig årlige nationalregnskaber, offentligt underskud, offentlig gæld, HICP, strukturindikatorer og konjunkturstatistik. Formålet med de fleste handlingspunkter er at forbedre i) statistikkernes tilgængelighed og begrebsmæssig harmonisering inden maj 2004 og ii) den generelle overholdelse af EU-forordninger om statistik. Handlingsplanens anden del omfatter emner, som ECB er ansvarlig for inden for betalingsbalancestatistik, statistik om kapitalbalancen over for resten af verden, penge- og bankstatistik, finansmarkedsstatistik og kvartalsvise finansielle konti. Disse statistikker indsamles hovedsagelig gennem de tiltrædende landes centralbanker. Handlingspunkterne i denne del har til formål at sikre overholdelse af ESCBs krav.

Begge dele af handlingsplanen skal revideres regelmæssigt. Europa-Kommissionen (Eurostat) og ECB skal fremlægge en situationsrapport på højt plan medio 2004. Desuden har ECBs direktion iværksat en halvårlig situationsvurdering for de indikatorer, som ECB har overordnet eller delt ansvar for.

3.5 IT-INFRASTRUKTURER OG -APPLIKATIONER

Der blev gjort betydelige fremskridt i 2003 med at forberede it-infrastrukturen og -applikatio-

nerne til ESCBs udvidelse. Tre vigtige elementer er ved at blive forbedret, så det nødvendige netværk og den nødvendige kommunikationsinfrastruktur er på plads.

Hovednetværket er den fysiske forbindelse mellem centralbankerne i ESCB til data- og talekommunikation. Der oprettes et nyt hovednetværk, som forbinder alle medlemmerne af det udvidede ESCB. Den detaljerede tekniske udformning af netværket begyndte i juli 2003.

I oktober 2003 begyndte ECB at gennemføre et projekt, der udvider ESCBs datakommunikationsinfrastruktur ("ESCB-Nettet") med de tiltrædende landes centralbanker. ESCB-Nettet er en datakommunikationsplatform for størstedelen af ESCBs applikationer, bl.a. de applikationer, som kræves for at støtte pengepolitikken, udføre ECBs valutareserveoperationer, udveksle statistiske og ikke-statistiske data og overvåge valutainformation.

"ESCBs telekonferencesystem" udvides også med de tiltrædende landes centralbanker. Der installeres nyt telekonferenceudstyr, så alle nuværende og nye medlemmer af ESCB kan deltage i telekonferencer ved brug af samme sikre infrastruktur.

Endvidere blev der truffet forberedelser til en betydelig forstærkning af de it-applikationer, som er nødvendige til udvidelsen af ESCB og efterfølgende Eurosystemet. It-applikationerne til udveksling af statistiske oplysninger blev opdateret. De ændringer af applikationen, der skal forhindre forfalskning af eurosedler, er i gang og færdiggøres, før de tiltrædende landes centralbanker træder ind i ESCBs operationelle rammer.

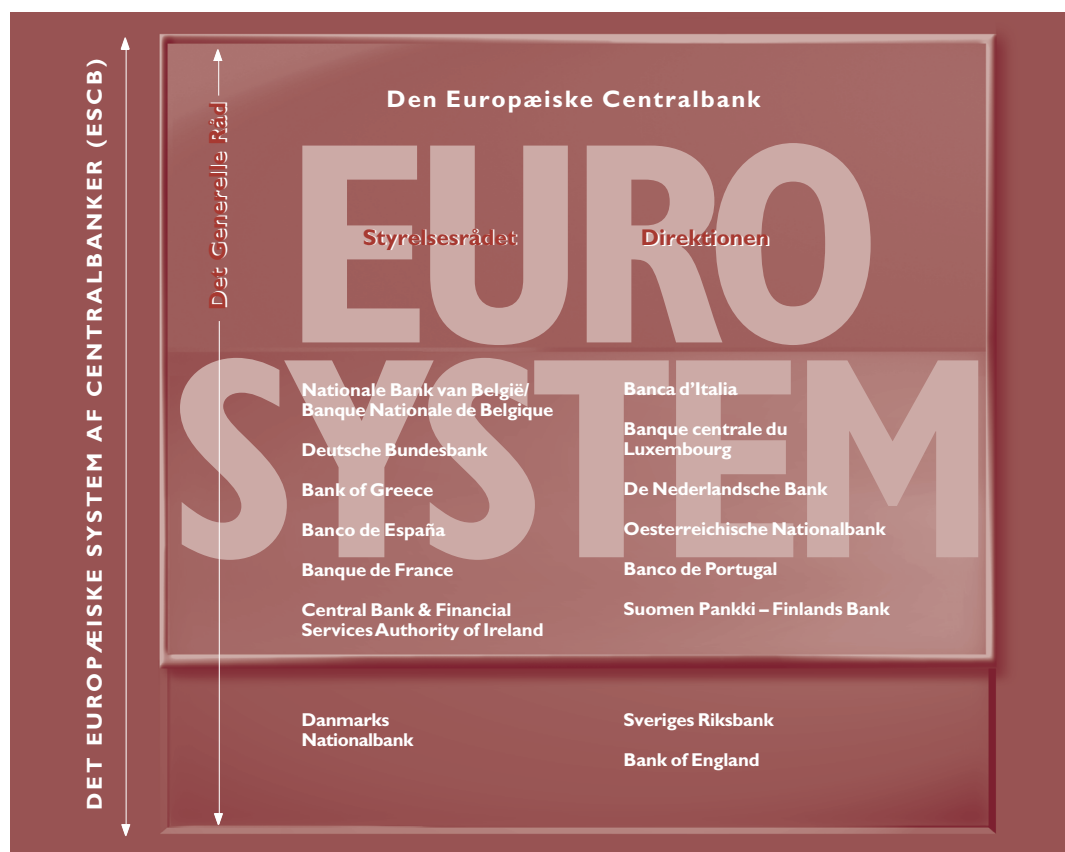
Kunstner
Koen Vermeule
Titel
Uden titel (detalje), 2002
Materiale
Olie på lærred
Format
210 x 210 cm



**INSTITUTIONELLE
RAMMER,
ORGANISATION
OG ÅRSREGNSKAB**

I ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE

I.1 EUROSISTEMET 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) (15 på nuværende tidspunkt og 25 pr. 1. maj 2004), dvs. også NCBerne i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen. For at øge gennemsigtigheden og gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet besluttede Styrelsesrådet at indføre navnet "Eurosystemet", som 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 og ESCBs kerne og sikrer, at deres respektive opgaver udføres enten ved ECBs egne aktiviteter eller af NCBerne.

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 forskellige ESCB-komiteer (se afsnit 1.5 i dette kapitel). NCBer kan på eget ansvar udføre funktioner, som ikke er Eurosystem-relaterede, medmindre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod Eurosystemets mål og opgaver.

Eurosystemet og ESCB styres af ECBs besluttede organer: Styrelsesrådet og Direktionen. I Eurosystemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret. ECB skal dog i henhold til ESCB-statutten anvende decentraliseringsprincippet ved beslutning om, hvordan ovennævnte opgaver

ver skal udføres. Det Generelle Råd konstitueres 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, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.¹

1.2 STYRELSESRÅDET

Styrelsesrådet 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.

Styrelsesrådet mødes normalt to gange om måneden i ECB i Frankfurt am Main, Tyskland. Det foretager bl.a. en tilbundsgående vurdering af den monetære og økonomiske udvikling og træffer beslutninger herom især på det første møde i måneden, mens månedens andet møde normalt koncentrerer sig om emner med relation til andre af ECBs og Eurosystemets opgaver. I 2003 blev to møder afholdt uden for Frankfurt, et i Banca d'Italia i Rom og et i Banco de Portugal i Lissabon.

I forbindelse med pengepolitiske beslutninger og andre opgaver i ECB og 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", som anvendes i Styrelsesrådet.

I december 2002 traf Styrelsesrådet enstemmigt beslutning om sit forslag til en fremtidig justering af fremgangsmåden ved afstemninger, som

bliver nødvendig i kølvandet på kommende udvidelser af euroområdet i et udvidet EU. Forslaget blev fremsat i overensstemmelse med "bemyndigelsesklausulen" vedrørende ECB, der er fastsat i Nice-traktaten. Efter Nice-traktatens ikrafttrædelse 1. februar 2003 vedtog ECB formelt en henstilling om justering af fremgangsmåden ved afstemninger i Styrelsesrådet.

ECBs henstilling blev indgivet til Rådet i februar 2003. På baggrund af henstillingen og efter at have taget højde for udtalelser fra Europa-Kommissionen og Europa-Parlamentet vedtog Rådet i sin sammensætning af stats- og regeringschefer 21. marts 2003 enstemmigt en afgørelse om at ændre ESCB-statutens artikel 10.2 (afstemninger i Styrelsesrådet). Afgørelsen skal ratificeres af alle medlemslande for at kunne træde i kraft, hvilket ikke er sket endnu.

Ifølge afgørelsen skal alle medlemmerne af Styrelsesrådet fortsat deltage i møderne og drøftelserne. Antallet af nationale centralbankchefer, der kan udøve stemmeretten, kan dog ikke overstige 15. De 15 stemmerettigheder roterer blandt centralbankcheferne i overensstemmelse med gældende regler. De seks medlemmer af ECBs direktion vil fortsat altid kunne udøve deres stemmeret. For at sikre, at de stemmeberettigede nationale centralbankchefer til enhver tid kommer fra medlemslande, der tilsammen er repræsentative for euroområdet samlede økonomi, vil centralbankcheferne ikke kunne udøve deres stemmeret lige hyppigt. Denne skelnen mellem de nationale centralbankchefer vil udelukkende finde sted ved forudgående beslutning om, hvor hyppigt hver national centralbankchef kan stemme. Princippet om "ét medlem, én stemme" skal fortsat gælde for alle de nationale centralbankchefer, der til enhver tid kan udøve deres stemmeret.

¹ Se ECBs afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 80 af 18.3.2004, s. 33; forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EFT L 75 af 20.3.1999, s. 36, og L 156 af 23.6.1999, s. 52; afgørelse ECB/1999/7 af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Direktionen for Den Europæiske Centralbank, EFT L 314 af 8.12.1999, s. 34. Disse regler findes også på ECBs websted.

Centralbankcheferne inddes i forskellige grupper i henhold til vægten af deres respektive medlemslands økonomi i euroområdet udledt af en indikator, som omfatter bruttonationalproduktet samt deres finansielle markeders størrelse. Når der er flere end 15 eurolande, bliver der to sådanne grupper. Når der er 22 eurolande, baseres systemet på tre grupper. Centralbankcheferne i hver gruppe har stemmeret i lige lang tid. Det nye afstemningssystem er udformet således, at det kan afstemmes efter en udvidelse af euroom-

rådet til op til 27 medlemslande, uanset i hvilken rækkefølge de nye medlemslande optages, dvs. de nuværende EU-lande og de 12 tiltrædelseslande, der står opført i erklæringen om udvidelse af Den Europæiske Union, der er knyttet til Nice-traktaten som bilag. Med rotationssystemet kan Styrelsesrådet bevare sin evne til at træffe effektive og rettidige beslutninger samt princippet om personlig deltagelse for medlemmerne af Styrelsesrådet og princippet om "ét medlem, én stemme".

STYRELSESRÅDET



Bageste række

(fra venstre til højre):
Guy Quaden, Matti Vanhala,
Nicholas C. Garganas,
Ernst Welteke, Jaime Caruana,
Nout Wellink, Klaus Liebscher,
Eugenio Domingo Solans,
Tommaso Padoa-Schioppa

Forreste række

(fra venstre til højre):
Vitor Constâncio,
Yves Mersch, Otmar Issing,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Antonio Fazio, John Hurley,
Christian Noyer

Willem F. Duisenberg (indtil 31. oktober 2003)

Formand for ECB

Jean-Claude Trichet (fra 1. november 2003)

Formand for ECB

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB

Jaime Caruana

Direktør for Banco de España

Vitor Constâncio

Direktør for Banco de Portugal

Eugenio Domingo Solans

Medlem af ECBs direktion

Antonio Fazio

Direktør for Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Direktør for Bank of Greece

Sirkka Härmäläinen (indtil 31. maj 2003)

Medlem af ECBs direktion

John Hurley

Direktør for Central Bank & Financial
Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Medlem af ECBs direktion

Klaus Liebscher

Direktør for Oesterreichische Nationalbank

Yves Mersch

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer (fra 1. november 2003)

Direktør for Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

Medlem af ECBs direktion

Guy Quaden

Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Jean-Claude Trichet (indtil 31. oktober 2003)

Direktør for Banque de France

Gertrude Tumpel-Gugerell (fra 1. juni 2003)

Medlem af ECBs direktion

Matti Vanhala

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke

Direktør for Deutsche Bundesbank

I.3 DIREKTIONEN



**Bageste række
(fra venstre til højre):**
Eugenio Domingo Solans,
Tommaso Padoa-Schioppa
Otmar Issing

**Førreste række
(fra venstre til højre):**
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell

Willem F. Duisenberg (indtil 31. oktober 2003)
Formand for ECB

Jean-Claude Trichet (fra 1. november 2003)
Formand for ECB

Lucas D. Papademos
Næstformand for ECB

Eugenio Domingo Solans
Medlem af ECBs direktion

Sirkka Härmäläinen (indtil 31. maj 2003)
Medlem af ECBs direktion

Otmar Issing
Medlem af ECBs direktion

Tommaso Padoa-Schioppa
Medlem af ECBs direktion

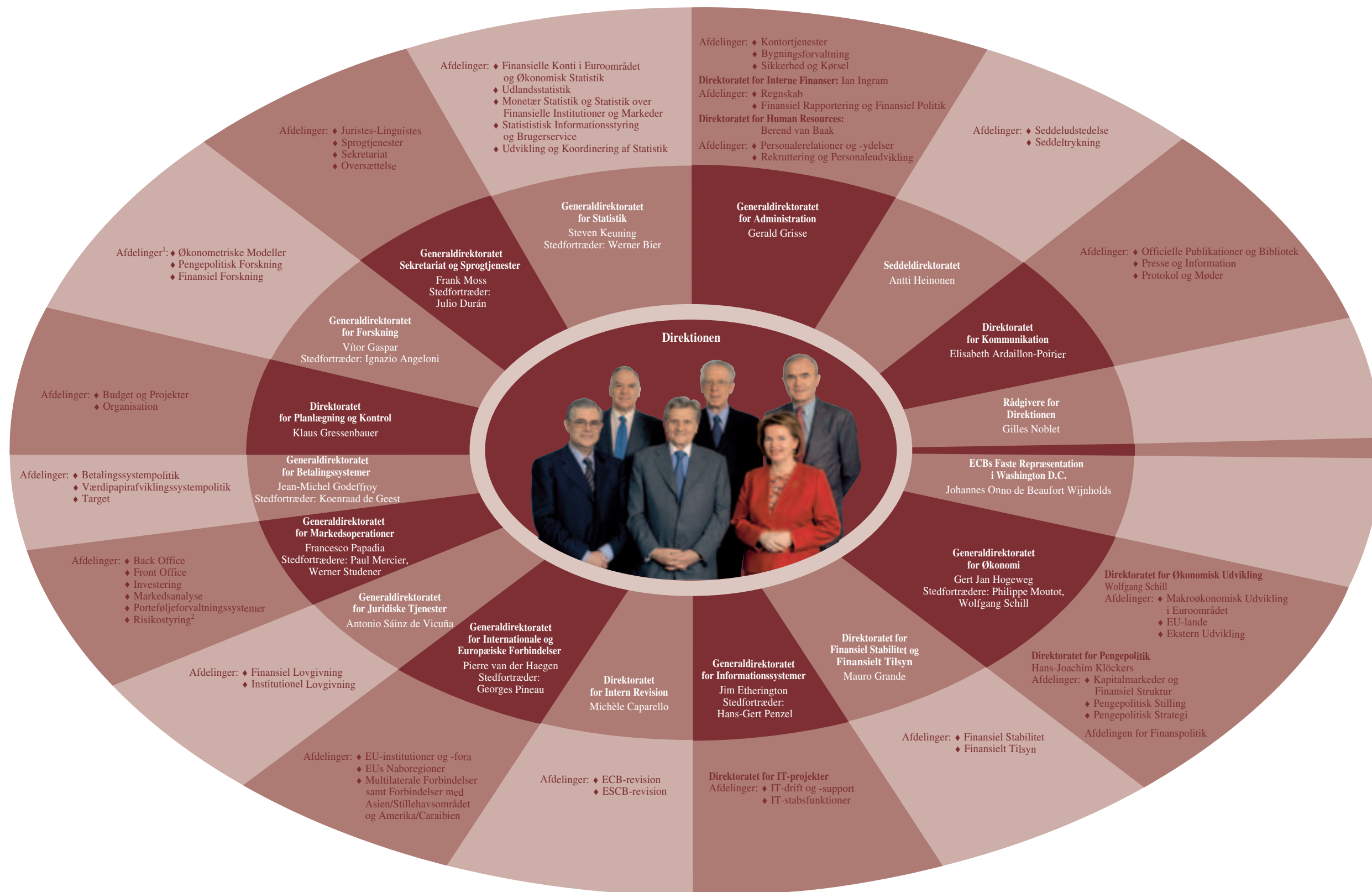
Gertrude Tumpel-Gugerell (fra 1. juni 2003)
Medlem af ECBs direktion

Direktionen består af formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst mellem eurolandene på stats- eller regeringschefniveau. Direktionen mødes normalt en gang om ugen og har følgende primære ansvarsområder:

- At forberede møderne i Styrelsesrådet.
- At gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og beslutninger, der vedtages af Styrelsesrådet, idet Direktionen videregiver de nødvendige instrukser til NCBerne i euroområdet.

- At forestå ECBs løbende drift.
- At udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

En forvaltningskomité, der har et medlem af Direktionen som formand, og som refererer til Direktionen, blev oprettet pr. 1. oktober 2003 (se afsnit 2.2 i dette kapitel). Den nye komité forventes at lette Direktionens arbejdsbyrde og give Direktionen mulighed for at fokusere på strategiske spørgsmål.



Direktionen:

Bageste række (fra venstre til højre): Eugenio Domingo Solans, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing

Forreste række (fra venstre til højre): Lucas D. Papademos (næstformand), Jean-Claude Trichet (formand), Gertrude Tumpel-Gugerell

¹ Pr. 1. maj 2004.

² I særlige spørgsmål refererer afdelingen direkte til Direktionen.

1.4 DET GENERELLE RÅD

Det Generelle Råd består af formanden og næstformanden for ECB og cheferne for NCBerne i alle EU-landene. Det udfører de opgaver, som er overtaget fra Det Europæiske Monetære Institut, og som ECB stadig skal udføre, eftersom ikke alle medlemslande har indført euroen. I 2003 mødtes Det Generelle Råd som planlagt fire gange. For at fremme samarbejdet med de tiltræ-

dende landes centralbanker om forberedelse af ESCBs udvidelse inviterede Det Generelle Råd i september 2002 centralbankcheferne i de tiltrædende lande til at deltage som observatører på Det Generelle Råds møder fra tiltrædelsestraktatens underskriftsdato. Den 26. juni 2003 deltog centralbankcheferne fra de 10 tiltrædende lande for første gang som observatører på et møde i Det Generelle Råd.

**Bageste række
(fra venstre til højre):**
John Hurley, Nout Wellink,
Ernst Welteke, Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Bodil Nyboe Andersen

**Midterste række
(fra venstre til højre):**
Antonio Fazio, Matti Louekoski,
Guy Quaden, Lars Heikensten,
Christian Noyer, Jaime Caruana

**Forreste række
(fra venstre til højre):**
Yves Mersch,
Vítor Constâncio,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Mervyn King



Willem F. Duisenberg (indtil 31. oktober 2003)
Formand for ECB

Jean-Claude Trichet (fra 1. november 2003)
Formand for ECB

Lucas D. Papademos
Næstformand for ECB

Bodil Nyboe Andersen
Direktør for Danmarks Nationalbank

Jaime Caruana
Direktør for Banco de España

Vítor Constâncio
Direktør for Banco de Portugal

Antonio Fazio
Direktør for Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas
Direktør for Bank of Greece

Edward A. J. George (indtil 30. juni 2003)
Direktør for Bank of England

Lars Heikensten
Direktør for Sveriges Riksbank

John Hurley
Direktør for Central Bank & Financial
Services Authority of Ireland

Mervyn King (fra 1. juli 2003)
Direktør for Bank of England

Klaus Liebscher
Direktør for Oesterreichische Nationalbank

Yves Mersch
Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer (fra 1. november 2003)
Direktør for Banque de France

Guy Quaden
Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Jean-Claude Trichet (indtil 31. oktober 2003)
Direktør for Banque de France

Matti Vanhala*
Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Nout Wellink
Direktør for De Nederlandsche Bank

Ernst Welteke
Direktør for Deutsche Bundesbank

* På billedet ses i stedet Matti Louekoski, vicedirektør for Suomen Pankki – Finlands Bank

I.5 ESCB-KOMITEER OG BUDGETKOMITEEN



ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle i udførelsen af Eurosystemets/ESCBs opgaver. Efter anmodning fra både Styrelsesrådet og Direktionen tilføjer de ekspertise inden for deres kompetenceområder og letter således beslutningsprocessen. Medlemskab af ESCB-komiteerne er normalt forbeholdt de ansatte fra Eurosystemets centralbanker. NCBerne i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager i ESCB-komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. Hvor det er hensigtsmæssigt, inviteres også andre kompetente organer, såsom nationale tilsynsmyndigheder, hvad angår Banktilsynskomiteen. Efter underskrivelsen af tiltrædelsestraktaten i april 2003

og i overensstemmelse med beslutningen om at invitere de tiltrædende landes centralbankchefer til at deltage som observatører i Det Generelle Råds møder inviteres eksperter fra de tiltrædende landes centralbanker til at deltage i ESCB-komiteernes møder, 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 ECB.

I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet endvidere af Budgetkomiteen, som er oprettet i henhold til artikel 15 i ECBs forretningsorden.

1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Ud over ECBs besluttende organer omfatter ECBs corporate governance forskellige eksterne og interne kontrolinstanser.

EKSTERNE KONTROLINSTANSER

Ifølge ESCB-statutten skal der være to kontrolinstanser, nemlig de eksterne revisorer, som reviderer ECBs årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der vurderer den operationelle effektivitet vedrørende forvaltningen af ECB (artikel 27.2).

I august 2002 besluttede Styrelsesrådet at anvende rotationsprincippet for det eksterne revisionsfirma for at forsikre offentligheden om, at ECBs eksterne revisorer er uafhængige. Denne beslutning blev gennemført som en del af udnævnelsen af ECBs eksterne revisorer (i henhold til artikel 27.1 i ESCB-statutten). Det nye eksterne revisionsfirma påbegyndte arbejdet i september 2003.²

Revisionsrettens årsberetning samt ECBs svar er offentliggjort på ECBs websted.

INTERNE KONTROLINSTANSER

I 2003 foretog ECBs interne revision fortsat løbende revisioner og stod til ansvar over for Direktionen. Mandatet er defineret i ECBs Revisionscharter.³ Den interne revision vurderer og bedømmer på ad hoc-basis tilstrækkeligheden og effektiviteten af ECBs interne kontrolsystem og kvaliteten af ECBs udførelse af de tildelte opgaver. Med mandat fra Direktionen følger den interne revision de internationale standarder for erhvervmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Institute of Internal Auditors (Institutet for Interne Revisorer).

Revisionskomiteen, som er en ESCB-komité med mandat fra Styrelsesrådet, består af interne revisionschefer fra ECB og NCberne. Den skal koordinere revision af fælles projekter og fælles operationelle systemer på ESCB-niveau.

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 i organisationen operationelle kontrolprocedurer inden for deres eget ansvarsområde. Der er fx indført en række regler og procedurer – "kinesiske mure" – for at forhindre, at interne oplysninger fra fx afdelinger med ansvar for gennemførelsen af pengepolitikken spredes til afdelinger med ansvar for forvaltningen af ECBs valutareserver og egenportefølje. Ud over disse kontrolforanstaltninger har Direktoratet for Planlægning og Kontrol, Afdelingen for Risikostyring og Direktoratet for Intern Revision en rådgivningsfunktion over for Direktionen i forbindelse med særlige kontrolspørgsmål vedrørende hele organisationen.

Medlemmerne af Styrelsesrådet skal overholde en adfærdskodeks vedrørende Styrelsesrådets ansvar for at beskytte Eurosystemets integritet og omdømme og fastholde effektive operationer.⁴ Styrelsesrådet har desuden udnævnt en rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenstemæssig adfærd. Adfærdskodeksen for medlemmerne af Styrelsesrådet kan sidestilles med adfærdskodeksen for Den Europæiske Centralbank, som vejleder og fastsætter 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.⁵

ECB har omfattende regler, som skal forhindre misbrug af følsomme oplysninger om de finansielle markeder ("regler om insiderhandel"). 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 ri-

² Efter en licitationsrunde blev KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft udnævnt som ECBs nye eksterne revisor med et mandat på fem år.

³ ECBs Revisionscharter er offentliggjort på ECBs websted for at gøre revisionsordninger i ECB mere gennemsigtige.

⁴ Se adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet, EFT C 123 af 24.5.2002, s. 9, og ECBs websted.

⁵ 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.

siko og for egen regning eller på tredjeparts vegne og for tredjeparts regning.⁶ En etisk rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, skal sikre konsekvent fortolkning af disse regler.

BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet forordning (EF) nr. 1073/1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig⁷ ("OLAF-forordningen") for at styrke bekæmpelsen af svig, bestikkelse og enhver anden ulovlig aktivitet, der skader Fællesskabernes finansielle interesser. Ifølge forordningen skal der bl.a. foretages interne undersøgelser af mistanke om svig i Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer.

Skønt Styrelsesrådet fuldt ud anerkender og accepterer behovet for effektive foranstaltninger til at forhindre svig, vurderede det, at OLAF-forordningen ikke omfattede ECB i kraft af ECBs uafhængighed og lovbestemte opgaver. I stedet vedtog Styrelsesrådet den separate afgørelse ECB/1999/5 af 7. oktober 1999 om bekæmpelse af svig, der gav mulighed for at oprette et omfattende system til bekæmpelse af svig, som i sidste ende skulle kontrolleres af et uafhængigt Udvalg for Bekæmpelse af Svig. Oprettelsen af dette uafhængige udvalg forstærkede ECBs oprindelige kontrolinstanser. I 2003 holdt Udvalget for

Bekæmpelse af Svig et møde og modtog løbende beretninger fra Direktoratet for Intern Revision om alle emner i forbindelse med udførelsen af sine opgaver.

Europa-Kommissionen, støttet af Kongeriget Nederlandene, Europa-Parlamentet og Rådet, gjorde efterfølgende indsigelser mod denne holdning (sag C-11/00). Den 10. juli 2003 afsagde EF-Domstolen dom om parternes anbringender og annullerede afgørelse ECB/1999/5.

Domstolen konstaterede entydigt, at ECB "udgør en del af Fællesskabet". Samtidig fastslog Domstolen, at den lovgivende myndighed ønskede at sikre, at ECB er i stand til uafhængigt at gennemføre de opgaver, den har fået pålagt. Domstolen fastslog, at selvstændigheden ikke indebærer, at ECB stilles helt uden for De Europæiske Fællesskaber, og fritager den heller ikke fra at overholde de fællesskabsretlige regler. Det er i overensstemmelse med ECBs fremgangsmåde. Anvendelsen af OLAF-forordningen må derfor ikke gå ud over en uafhængig udførelse af ECBs opgaver.

ECB er i færd med at lægge sidste hånd på en ny afgørelse, som vil tage fuld højde for EF-Domstolens dom.

6 Se del 1.2 af ECBs administrative regler indeholdende reglerne om tjenestemæssig adfærd og tavshedspligt, EFT C 236 af 22.8.2001, s.13, og ECBs websted.

7 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1073/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136 af 31.05.1999, s. 1. Se desuden den tilsvarende forordning (Euratom) nr. 1074/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136 af 31.05.1999, s. 8.

2 ORGANISATORISK UDVIKLING

2.1 MENNESKELIGE RESSOURCER

MEDARBEJDERE

Det samlede antal budgetterede stillinger for 2003 var 1.271,5 fuldtidsbeskæftigede. Ved udgangen af 2003 havde ECB 1.217 medarbejdere (1.213,5 fuldtidsbeskæftigede) i forhold til 1.109 (1.105,5 fuldtidsbeskæftigede) ved udgangen af 2002. ECB beskæftigede i gennemsnit 1.160 medarbejdere i 2003 mod 1.080 i 2002. I 2003 blev der ansat 151 medarbejdere, mens 41 forlod ECB. Antallet af fuldtidsstillinger for 2004 er fastsat til 1.362,5, hvilket er en stigning på 7,1 pct. i løbet af 2003.

Fra 1. januar 2003 kunne statsborgere i de tiltrædende lande søge alle ledige stillinger. ECB iværksatte vellykkede kampagner, der var specifikt rettet mod rekruttering af statsborgere fra disse lande til stillinger som oversættere, juristlinguister og juridiske rådgivere. I øjeblikket er 39 medarbejdere fra de tiltrædende lande ansat på kontrakter på mere end et år.

I 2003 var 90 eksperter fra nationale centralbanker i ECB i korte perioder på ca. fire måneder i gennemsnit. 48 af disse eksperter kom fra de tiltrædende landes centralbanker. Disse kortvarige ansættelser var særligt nyttige for både ECB og de tiltrædende landes centralbanker i forbindelse med forberedelserne til EUs udvidelse.

I 2003 havde ECB 113 vikariater (inklusive forlængelser) til at erstatte medarbejdere på barsels- og forældreorlov samt ulønnet orlov i forhold til 60 i 2002.

ECB havde 166 praktikantpladser til studerende og kandidater primært med en økonomisk baggrund med en gennemsnitlig varighed på 3-4 måneder. 135 af sådanne praktikantpladser blev tilbudt i 2002. I 2003 var 48 af kandidaterne statsborgere i et tiltrædende land.

Inden for gæsteforskerprogrammet Research Visitors Programme, som fokuserer på specifikke pengepolitiske forskningsprojekter på højt niveau, var der 24 gæsteforskere i 2003 i forhold til 20 i 2002 (se afsnit 5 i kapitel 2).

I 2003 var 12 deltagere beskæftiget i kandidatforskningsprogrammet Graduate Research Programme, der henvender sig til højt kvalificerede studerende i sidste del af deres ph.d.-studier. I 2002 var der også 12 deltagere.

INTERN MOBILITET

I 2003 skiftede 93 medarbejdere permanent stilling efter at have søgt internt oplåede faste stillinger. Derudover ønskede ECB at fremme den kortvarige interne mobilitet. 12 medarbejdere påtog sig en anden stilling i en begrænset periode for at få arbejds erfaring eller for at opfylde et presserende, men midlertidigt behov, før de vendte tilbage til deres tidligere stillinger.

EKSTERN MOBILITET

Udstationeringsordningen External Work Experience Scheme blev indført i begyndelsen af 2003 for at støtte medarbejderudviklingen. Inden for ordningens rammer kan medarbejderne udstationeres til NCBER og andre relevante internationale og europæiske institutioner. Tre af ECBs medarbejdere deltog i ordningen i 2003 i en periode på 2-5 måneder.

BØRNEPASNINGSORDNING OG EUROPASKOLEN

ECBs børnepasningsordning er udvidet med en tredje fast facilitet, der tilbyder ca. 90 ekstra pladser til medarbejdernes børn. Dermed tilbydes der i alt 221 pladser til børn over 3 måneder.

I september 2003 åbnede Europaskolens sekundærtrin i Frankfurt med fem klassetrin. Sekundærtrinnet har lige som underskoleniveauet og førskoleniveauet fire sprogafdelinger: Engelsk, fransk, tysk og italiensk.

2.2 TILTAG TIL AT STYRKE DEN INTERNE ORGANISATIONS FUNKTION

Siden 1998 har ECBs prioriteter været oprettelsen af dens funktioner, udarbejdelsen og gennemførelsen af den fælles pengepolitik og indførelsen af euroen. Samtidig er ECB dog vokset støt, og antallet af medarbejdere er steget betydeligt, hvilket har skabt et behov for at styrke dens interne organisations funktion. Efter den

vellykkede afslutning på overgangen til euroen besluttede Direktionen derfor at forbedre den organisatoriske opbygning, at videreudbygge ledelsesstrukturen og -processerne samt at underbygge personalepolitikker, især med hensyn til rekruttering og karriereudvikling.

ECB I BEVÆGELSE

I forbindelse med fokuseringen på at styrke ECBs interne organisation besluttede Direktionen i begyndelsen af 2003 at udføre personaleundersøgelser om virksomhedsprincipper, intern kommunikation og organisatorisk præstation. På baggrund af undersøgelsesresultaterne indledte Direktionen en proces kaldet "ECB i bevægelse", hvis formål var at forbedre ECBs funktion. Processen, som omfattede flest mulige medarbejdere, skulle gøre noget ved de spørgsmål, der blev rejst i undersøgelserne. Der blev oprettet fire projektgrupper under ledelse af et projektkontor og Direktionen. Grupperne udarbejdede forslag til ledelse, faglig udvikling, intern kommunikation og tiltag rettet mod at mindske bureaukratiet. I oktober 2003 godkendte Direktionen størstedelen af de fire projektgruppers forslag og oprettede et programkontor, der skal følge videreudviklingen og gennemførelsen af de godkendte tiltag. De fleste af de godkendte tiltag i forbindelse med ECB i bevægelse skal være klar til at blive gennemført senest 1. juli 2004.

OPRETTELSE AF EN FORVALTNINGSKOMITÉ

Direktionen gennemgik også sin egen funktion og rolle i forvaltningen af ECB. Den besluttede at oprette en forvaltningskomité, som skal rådgive og assistere Direktionen med forvaltningen af ECB, den strategiske planlægning og den årlige budgetproces. Det vil give Direktionen mulighed for at øge fokus på forberedelse og drøftelse af strategiske spørgsmål med hensyn til ECBs opgaver, politikker, interne struktur og funktioner. Forvaltningskomiteen, som refererer til Direktionen, har et medlem af Direktionen som formand og består af medlemmer af den øverste ledelse. Komiteen indledte sit arbejde i oktober 2003.

OMSTRUKTURERING AF GENERALDIREKTORATET FOR INFORMATIONSSYSTEMER

Fra 1994 blev der gjort en stor indsats for at etablere de grundlæggende infrastrukturer og programmer, som skulle være på plads til starten på ØMUens tredje fase og euroens indførelse. I denne periode har IT-afdelingerne i både EMI og ECB været gode til at overholde tidsfristerne, og ECBs og ESCBs informationssystemer har vist sig at være solide og robuste.

I begyndelsen af 2002 besluttede ECB at gennemgå, hvordan informationssystemtjenester leveres hos ECB. Formålet var at vurdere den nuværende organisation, struktur og effektivitet i forbindelse med ECBs informationssystemers ydelser og rådgive om udviklingen på sigt.

I juli 2003 godkendte Direktionen fire overordnede anbefalinger, som var udarbejdet i samarbejde med en ekstern konsulent, der var engageret til at deltage i gennemgangen. Anbefalingerne medfører en strategisk omdirigering af informationssystemernes levering og omfatter følgende tiltag:

- Forstærkning af projektporteføljestyling med fokus på prioritering og bevilling af IT- og finansielle ressourcer.
- Omstrukturering af Generaldirektoratet for Informationssystemer (GD-IS) for at forstærke projektstyringen og leveringsevnen. Medarbejderne i GD-IS skal i højere grad arbejde med in-house projektstyring og leveringsevne for at håndtere den øgede IT-efterspørgsel fra ECBs forretningsområder og fra ESCB.
- ECB skal fokusere mere på at oprette og håndhæve de fælles IT-arkitekturstandarder for at mindske kompleksiteten og vedligeholdelsesomkostningerne på IT-området.
- Endelig skal ECB revurdere indkøbsmulighederne vedrørende IT-drift, -support og -infrastruktur.

Den nye organisationsstruktur baseres på tre områder: et direktorat for IT-projekter, en afdeling for IT-drift og -support og en afdeling for IT-stabsfunktioner. Gennemførelsen af de øvrige anbefalinger er iværksat og forventes afsluttet ved udgangen af 2004.

OMSTRUKTURERING AF GENERALDIREKTORATET FOR STATISTIK

I 2003 blev Generaldirektoratet for Statistik (GD-S) omstruktureret. Siden ECBs oprettelse er produktionen og antallet af medarbejdere i GD-S mere end fordoblet, men organisationsstrukturen har stort set været den samme. Den mellemsigtede strategi for statistik, som ECB vedtog i begyndelsen af 2003 (se afsnit 4 i kapitel 2), kunne kun gennemføres efter en gennemgang af generaldirektoratets organisation. Denne gennemgang begyndte i februar 2003 og blev foretaget af en gruppe, der omfattede en NCB-ekspert. På baggrund af gruppens forslag godkendte Direktionen en ny organisationsstruktur, som er gældende pr. 1. februar 2004.

Et af de væsentligste punkter i omstruktureringen er en stærkere brugerorientering i GD-S, fx gennem en centraliseret brugerservice. Den nye struktur skal endvidere sikre mere effektiv udvikling af ny statistik og statistiske standarder ved at oprette en separat ny afdeling for de tidligere spredte stillinger, der varetager disse opgaver.

2.3 ECBs NYE HOVEDKONTOR

Da ECB for tiden sidder til leje, besluttede den at få bygget et nyt hovedkontor. Derfor købte ECB en grund i Grossmarkthalle-området af bystyret i Frankfurt. Inden for rammerne af projektet "ECBs nye hovedkontor" blev der udsendt en international indkaldelse af interessetilkendegivelser for kandidater, der ville deltage i arkitektkonkurrencen med sidste frist for indsendelse af interessetilkendegivelser 20. januar 2003. ECB modtog interessetilkendegivelser fra mere end 300 arkitektfirmaer fra 31 lande på fem kontinenter. I april valgte en prækvalifikationskomité, der bestod af fem ECB-eksperter støttet af fem

arkitekter, 80 kandidater, hvoraf 70 var "etablerede" og 10 var "yngre, lovende" arkitekter. Alle 80 kandidater blev inviteret til et spørge- og svarforum i Frankfurt, som omfattede et besøg i Grossmarkthalle-området. Mange af spørgsmålene omhandlede de tekniske specifikationer for den gamle Grossmarkthalle-bygning fra 1928 og dens status som fredet bygning. Derefter blev arkitektfirmaerne bedt om anonymt at indsende et idéforslag til første etape inden 7. juli.

Konkurrencen blev bedømt af en international dommerkomité, der havde ECBs næstformand som formand og bestod af 12 medlemmer: tre medlemmer fra ECB, tre medlemmer fra NCB-erne, de fem eksterne, internationalt anerkendte arkitekter, der havde deltaget i prækvalifikationskomiteen, og en repræsentant fra bystyret i Frankfurt. Den 28. og 29. august indbød dommerkomiteen 12 kandidater til at deltage i konkurrencens anden etape. ECB bad de 12 kandidater om at fremlægge detaljerede forslag til projektets udformning inden 12. december. Dommerkomiteen udpegede de tre præmierede forslag 13. februar 2004.⁸ Alle forslag fra både første og anden etape blev herefter udstillet for offentligheden i tre uger på Deutsches Architektur Museum i Frankfurt.

ECB kan anmode de præmierede arkitektfirmaer om at revidere deres udformningsforslag i overensstemmelse med dommerkomiteens anbefalinger og justerede funktionelle eller tekniske krav fra ECB. Efter undersøgelse og vurdering af de endelige udformningsforslag giver ECB kontrakten om ECBs nye hovedkontor til den kandidat, der efter ECBs opfattelse bedst opfylder udvælgelseskriterierne. Herefter begynder planlægningsprocessen, og byggeriet indledes efter planen i 2006.

⁸ Se pressemeddelelse og billeder på ECBs websted.

3 ESCBs SOCIALE DIALOG

Der blev afholdt to møder i ESCBs Sociale Dialog i 2003, hvor medarbejderrepræsentanter fra alle centralbankerne i ESCB og den europæiske sammenslutning af fagforeninger mødtes med ECB for at drøfte udviklingen i ESCB, som kan indvirke på situationen for medarbejderne i NCBERne. Medarbejderrepræsentanter fra de ti centralbanker i de tiltrædende lande blev inviteret til at deltage som observatører.

Som tidligere var hovedpunkterne udviklingen i pengesedler, betalingssystemer og finansiel stabilitet og tilsyn.

Hvad angår pengesedler, blev der fokuseret på rammerne for trykning af pengesedler på længere sigt (se afsnit 3 i kapitel 2). Medarbejderrepræsentanterne hævdede, at pengesedler var et offentligt gode og understregede, at pengesedlernes kvalitet og sikkerhed var afgørende for offentlighedens tillid. De mente også, at der skulle værnes om trykkernes jobsikkerhed af forskellige årsager, især i anerkendelse af den store indsats for at få trykt eurosedlerne i god tid inden overgangen til euroen. Derfor bør centralbankerne fortsat være involveret i alle processer i forbindelse med pengesedler, især trykningen.

Hvad angår betalingssystemer, blev der lagt vægt på de fremskridt, der er gjort med forberedelserne til Target2 (se afsnit 2 i kapitel 2). ECB har løbende informeret deltagerne i ESCBs Sociale Dialog om de opnåede fremskridt. Medarbejderrepræsentanterne kommenterede de mulige løsninger og ytrede ønske om, at de foretrak en decentraliseret løsning svarende til det nuværende system.

Hvad angår finansiel stabilitet og tilsyn, oplyste ECB deltagerne om reformen af EU-ordninger for finansiell regulering, tilsyn og stabilitet, gen-

nemførelse af "Lamfalussy"-proceduren i banksektoren, Baselkomiteen for banktilsyns revision af kapitaldækningskrav for banker (den nye "Basel Capital Accord") og reformer af nationale tilsynsstrukturer (se afsnit 2 i kapitel 3). Medarbejderrepræsentanterne gentog deres ønske om, at centralbankerne løser de finansielle stabilitets- og tilsynsopgaver.

På møderne i ESCBs Sociale Dialog var der også mulighed for at drøfte andre mere generelle spørgsmål såsom udvikling af fælles uddannelsesprogrammer og en virksomhedskultur for ESCB, ECBs forberedelser til ESCBs udvidelse i 2004 og omstruktureringen i visse NCBER efter oprettelsen af Eurosystemet. I denne forbindelse blev faktorerne bag sådanne omstruktureringer drøftet, og medarbejderrepræsentanterne ytrede deres bekymring for, om beskæftigelsesniveauet i NCBERne kunne bevares.

Fagforeningsrepræsentanternes synspunkter og bekymringer blev videregivet til Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

På møderne i ESCBs Sociale Dialog understregede ECB, at Styrelsesrådet i sin beslutningsproces anvender principper om effektivitet, sikkerhed, høj kvalitet og høje servicestandarder. Virkningen af Styrelsesrådets beslutninger om beskæftigelse og sociale forhold blev endvidere taget i betragtning.

I oktober 2003 lancerede ECB et nyhedsbrev om ESCBs Sociale Dialog for at forbedre både informationsstrømmen til deltagerne mellem møderne og den fælles forståelse af de drøftede emner. Endelig lagde deltagerne vægt på behovet for at styrke virksomhedskulturen i ESCB. I denne forbindelse er der ved at blive udarbejdet nogle fælles uddannelsesprogrammer.

4 ÅRSREGNSKAB FOR ECB

BALANCE PR. 31. DECEMBER 2003

AKTIVER	NOTE	2003 €	2002 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	8.145.320.117	8.058.187.254
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF		211.651.948	164.788.323
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		28.593.384.857	37.151.511.287
		28.805.036.805	37.316.299.610
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	2	2.799.472.504	3.047.976.497
Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		474.743.402	183.237.923
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	4	25.000	0
Eurosystem-interne tilgodehavender	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet		34.899.471.205	28.681.074.010
Andre tilgodehavender i Eurosystemet (netto)		4.599.894.403	5.468.478.796
		39.499.365.608	34.149.552.806
Andre aktiver	6		
Materielle anlægsaktiver		128.911.950	112.624.758
Andre finansielle aktiver		5.573.756.258	5.529.030.465
Periodeafgrænsningsposter		590.646.023	1.260.718.561
Øvrige poster		37.791.421	609.968.394
		6.331.105.652	7.512.342.178
Årets tab		476.688.785	0
Aktiver i alt		86.531.757.873	90.267.596.268

PASSIVER	NOTE	2003 €	2002 €
Seddelomløb	7	34.899.471.205	28.681.074.010
Forpligtelser i euro over for andre residenter i euroområdet	8	1.065.000.000	1.036.000.000
Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet	9	146.867.501	227.805.777
Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter uden for euroområdet Indlån og andre forpligtelser	10	1.452.432.822	5.192.380.656
Eurosystem-interne forpligtelser Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver	11	40.497.150.000	40.497.150.000
Andre forpligtelser	12		
Periodeafgrænsningsposter		1.162.299.071	1.417.939.194
Øvrige poster		174.890.973	75.191.137
		1.337.190.044	1.493.130.331
Hensættelser	13	87.195.777	2.644.780.685
Revalueringskonti	14	2.176.464.065	4.404.834.096
Kapital og reserver	15		
Kapital		4.097.229.250	4.097.229.250
Reserver		772.757.209	772.757.209
		4.869.986.459	4.869.986.459
Årets overskud		0	1.220.454.254
Passiver i alt		86.531.757.873	90.267.596.268

RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2003 TIL 31. DECEMBER 2003

	NOTE	2003 €	2002 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver		541.294.375	990.618.897
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler i Eurosystemet		698.245.187	726.917.226
Andre renteindtægter		1.449.963.923	1.965.003.344
<i>Renteindtægter</i>		<i>2.689.503.485</i>	<i>3.682.539.467</i>
Forrentning af NCBernes tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-807.683.148	-1.140.963.789
Andre renteudgifter		-1.166.693.660	-1.547.042.623
<i>Renteudgifter</i>		<i>-1.974.376.808</i>	<i>-2.688.006.412</i>
Nettorenteindtægter	20	715.126.677	994.533.055
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	21	525.260.622	735.425.388
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	22	-3.972.689.560	-276.955.036
Hensættelser til dækning af valutakurs- og prisrisici		2.568.708.838	154.000.000
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		-878.720.100	612.470.352
Nettoindtægt fra gebyrer og provision	23	-63.466	-227.158
Andre indtægter	24	2.911.280	3.744.153
Nettoindtægter i alt		-160.745.609	1.610.520.402
Personaleomkostninger	25 & 26	-129.886.988	-120.003.344
Administrationsomkostninger	27	-153.549.282	-133.966.576
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver	28	-30.410.140	-17.738.206
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	29	-2.096.766	-118.358.022
Årets resultat		-476.688.785	1.220.454.254

Frankfurt am Main, den 9. marts 2004

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Jean-Claude Trichet
Formand

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS¹

REGNSKABETS INDHOLD OG OPSTILLINGSFORM

Den Europæiske Centralbanks (ECBs) årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECBs finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper², som ECBs Styrelsesråd anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion.

REGNSKABSPRINCIPPER

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: økonomisk realitet og gennemsigtighed, forsigtighed, gennemgang af begivenheder efter balancedagen, væsentlighed, periodisering, going concern, konsistens og sammenlignelighed.

REGNSKABSRUNDLAG

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsesværdi reguleret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdatoen.

GULD SAMT AKTIVER OG PASSIVER I FREMMED VALUTA

Aktiver og passiver i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende valutakurs. Indtægter og udgifter omregnes til den på transaktionstidspunktet gældende valutakurs. Kursreguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages for hver enkelt valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta revalueres til markedskursen uafhængigt af kursreguleringen.

Guld værdiansættes til den gældende markedspris ultimo året. Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revalueringsbeløb baseret på europrisen pr. ounce finguld, som er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2003.

VÆRDIPAPIRER

Omsættelige obligationer og lignende aktiver værdiansættes til den på balancedagen gældende middeltkurs for de enkelte værdipapirer. For regnskabsåret 2003 er anvendt middeltkurser pr. 30. december 2003. Ikke-omsættelige værdipapirer værdiansættes til anskaffelsesprisen.

RESULTATFØRING

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår. Realiserede gevinster og tab på salg af fremmed valuta, guld og værdipapirer resultatføres i resultatopgørelsen. Disse realiserede gevinster og tab beregnes på grundlag af aktivets gennemsnitlige anskaffelsespris.

Urealiserede gevinster opgøres ikke som indtægt, men overføres direkte til en revalueringskonto.

Urealiserede tab medtages i resultatopgørelsen, såfremt de overstiger tidligere gevinster på den tilsvarende kursreguleringskonto. Urealiserede tab på et værdipapir, en valuta eller i guldbeholdningen modregnes ikke i urealiserede gevinster på andre værdipapirer, valutaer eller i guldbeholdningen. I forbindelse med et eventuelt urealiseret tab på et aktiv ultimo året reduceres den gennemsnitlige anskaffelsesværdi i overensstemmelse med valutakursen og/eller markedskursen ultimo året.

Over- eller underkurs på erhvervede værdipapirer resultatføres som en del af renteindtægterne og amortiseres over værdipapirernes resterende løbetid.

¹ En nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis findes i ECBs Styrelsesråds afgørelse af 5. december 2002 (ECB/2002/11), EUT L 58 af 3.3.2003, s. 38-59.

² Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i Eurosystemet.

TILBAGEFØRSELSFORRETNINGER

I forbindelse med en genkøbsforretning, hvor værdipapirer sælges kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagekøb til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden, forbliver værdipapirerne i ECBs balance. De modtagne beløb opføres på balancens passivside, hvilket giver anledning til en renteudgift i resultatopgørelsen.

I forbindelse med en omvendt genkøbsforretning, hvor værdipapirer købes kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagesalg til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden, opføres salgsaftalen på balancens aktivside, men indgår ikke i ECBs værdipapirbeholdning. De renteindtægter, der opstår i forbindelse hermed, indregnes i resultatopgørelsen.

Tilbageførselsforretninger (inkl. værdipapirudlån) udført i forbindelse med en automatisk værdipapirudlånsaftale medtages kun i balancen, hvis ECB har fået stillet kontant sikkerhed i hele forretningens løbetid. I 2003 modtog ECB ingen sikkerhed af denne type.

IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutaswaps samt andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på et tidspunkt i fremtiden, indregnes i nettovalutapositionen ved beregning af valutagevinster og -tab. Renteinstrumenter værdireguleres post for post. Udestående rentefuturespositioner registreres uden for balancen. Fra og med 2003 indregnes daglige ændringer i variationsmarginen i resultatopgørelsen.

BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for ECBs Styrelsesråds godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen væsentligt.

ESCB-INTERNE MELLEMVÆRENDER/ EUROSYSTEM-INTERNE MELLEMVÆRENDER

ESCB-interne transaktioner er grænseoverskridende transaktioner mellem to centralbanker i EU. Disse transaktioner gennemføres hovedsagelig via Target – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (se kapitel 2) – og medfører mellemværender på kontimellem de centralbanker i EU, der er tilsluttet Target. Disse bilaterale mellemværender fornyes dagligt over for ECB, således at hver NCB kun har én bilateral nettoposition over for ECB. Denne position udgør i ECBs regnskab den enkelte NCBs nettotilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB.

De ESCB-interne mellemværender, som NCB-erne i euroområdet har med ECB, (undtagen ECBs kapital og positioner, der er resultatet af overførslen af valutareserveaktiver til ECB) betegnes Eurosystem-interne tilgodehavender eller forpligtelser og opføres i balancen for ECB som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost.

ESCB-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "Seddelomløb" nedenfor).

De ESCB-interne mellemværender, som NCB-erne uden for euroområdet (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank og Bank of England) har med ECB, indregnes i posten "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet".

ANLÆGSAKTIVER

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde værdiansættes til anskaffelsesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede økonomiske levetid, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen.

Computere og relateret hardware/software samt køretøjer	4 år	
Udstyr, møbler og inventar	10 år	
Aktiverede bygninger og ombygninger	25 år	
Anlægsaktiver med en anskaffelsespris under 10.000 euro		Straksafskrives

Afskrivningsperioden for aktiverede bygninger og ombygninger i forbindelse med ECBs nuværende bygninger er blevet afkortet for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet ved udgangen af 2008, hvor ECB forventes at være flyttet til sit endelige hovedsæde.

ECBs PENSIONSORDNING

ECB har en pensionsordning med faste bidrag. Pensionsordningens aktiver, som udelukkende skal tilvejebringe pension til ordningens medlemmer og deres efterladte, indregnes i posten "Andre aktiver" og anføres særskilt i noterne til balancen. Gevinster og tab i forbindelse med værdiansættelse af pensionsordningens aktiver resultatføres i det år, de opstår. Pension, der udbetales fra den særlige pensionskonto, som ECB bidrager til, er underlagt minimumsgarantier, som understøtter de faste bidrag.

SEDELLOMLØB

ECB og de 12 NCBer i euroområdet, som tilsammen udgør Eurosystemet, udsteder eurosedler.³ Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned i henhold til seddelfordelingsnøglen.⁴ ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som indregnes i posten "Seddellomløb". ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos NCBerne. Disse tilgodehavender, der er rentebærende⁵, indregnes i delposten "Eurosystem-interne tilgodehavender: Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet" (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" ovenfor). Renteindtægterne af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter". Styrelsesrådet har besluttet, at disse indtægter skal fordeles separat til NCBerne i form af en foreløbig fordeling efter udgangen af hvert kvartal.⁶ Indtægterne fordeles fuldt ud, medmindre

ECBs nettooverskud for året er mindre end ECBs indtægter fra euroseddellomløbet. Fordelingen er endvidere underlagt enhver beslutning, som Styrelsesrådet måtte træffe om at nedsætte beløbet som følge af omkostninger, som ECB måtte have afholdt i forbindelse med udstedelse og håndtering af eurosedler.

ANDRE FORHOLD

Under hensyntagen til ECBs rolle som centralbank finder ECBs Direktion, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugerne yderligere relevante oplysninger.

I henhold til artikel 27 i ESCB-statutten og efter indstilling fra ECBs Styrelsesråd har Rådet for Den Europæiske Union godkendt udnævnelsen af KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECBs eksterne revisor for en femårig periode gældende fra og med regnskabsåret 2003.

³ ECBs afgørelse af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler (ECB/2001/15), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 52-54.

⁴ "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECBs andel af summen af udstedte eurosedler og anvende kapitalindskudsnøglen på NCBernes andel i den nævnte sum.

⁵ 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.

⁶ ECBs afgørelse af 21. november 2002 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater (ECB/2002/9), EFT L 323 af 28.11.2002, s. 49-50.

NOTER TIL BALANCEN

1 GULD OG TILGODEHAVENDER I GULD

ECB har en beholdning på 24,7 millioner ounces finguld (2002: 24,7 millioner ounces). Der var ingen transaktioner i guld i 2003. Bevægelsen på balancen i forhold til 2002 skyldes revalueringen af disse beholdninger ultimo året (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2 TILGODEHAVENDER I FREMME VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

Tilgodehavender hos IMF

I denne post indregnes ECBs beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2003. Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF bemyndiges til at sælge eller købe SDR mod euro på vegne af ECB inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR beregnes på grundlag af en valutakurv, hvis værdi bestemmes som en vægtet sum af de fire vigtigste valutakurser (amerikanske dollar, britiske pund, euro og japanske yen). SDR behandles i regnskabet som en udenlandsk valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver

Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet

I denne post indregnes tilgodehavender hos banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen. Fordelingen er følgende:

<i>Tilgodehavender hos residenter uden for euroområdet</i>	2003 €	2002 €	Udvikling €
Anfordringskonti	1.365.187.080	1.249.268.747	115.918.333
Pengemarkedsindskud	1.197.220.582	1.665.333.388	-468.112.806
Omvendte genkøbsforretninger	3.834.025.154	8.252.807.861	-4.418.782.707
Værdipapirer	22.196.952.041	25.984.101.291	-3.787.149.250
I alt	28.593.384.857	37.151.511.287	-8.558.126.430

<i>Tilgodehavender hos residenter i euroområdet</i>	2003 €	2002 €	Udvikling €
Anfordringskonti	26.740	78.898	-52.158
Pengemarkedsindskud	2.799.445.764	3.047.897.599	-248.451.835
I alt	2.799.472.504	3.047.976.497	-248.503.993

Faldet i disse positioner i 2003 skyldes hovedsagelig revalueringen af ECBs aktiver i amerikanske dollar ultimo året. Den amerikanske dollars fald over for euroen har medført et markant fald i disse aktivers værdi i euro (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" og "Resultatføring" under anvendt regnskabspraksis).

3 TILGODEHAVENDER I EURO HOS RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2003 bestod disse tilgodehavender af bankindskud hos residenter uden for euroområdet.

4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2003 bestod disse tilgodehavender af et bankindskud hos en resident i euroområdet.

5 EUROSISTEM-INTERNE TILGODEHAVENDER

Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet

I denne post indregnes ECBs tilgodehavender hos NCBERne i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

Andre tilgodehavender i Eurosystemet (netto)

Denne post omfatter de Target-tilgodehavender, som NCBERne i euroområdet har hos ECB, samt udestående beløb i forbindelse med de foreløbige fordelinger af ECBs indtægter fra seddelomløbet. Pr. 31. december 2003 var udeståendet hos euroområdet NCBER vedrørende indtægter fra seddelomløbet 533 mio. euro. Det svarer til de foreløbige fordelinger af indtægterne til euroområdet NCBER i årets tre første kvartaler. Disse fordelinger er efterfølgende blev trukket tilbage (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis og note 20 i "Noter til resultatopførelsen).

	2003 €	2002 €
Target-tilgodehavender hos NCBER i euroområdet	49.646.309.854	56.546.091.330
Target-forpligtelser over for NCBER i euroområdet	-45.579.175.620	-50.471.612.534
Target-nettostilling	4.067.134.234	6.074.478.796
Tilgodehavender hos/forpligtelser over for NCBER i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECBs indtægter fra seddelomløbet	532.760.169	-606.000.000
Andre tilgodehavender i Eurosystemet (netto)	4.599.894.403	5.468.478.796

6 ANDRE AKTIVER

Materielle anlægsaktiver

Pr. 31. december 2003 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	Resultatført nettoværdi pr. 31.12.2003 €	Resultatført nettoværdi pr. 31.12.2002 €	Udvikling €
Grunde og bygninger	54.929.962	51.496.140	3.433.822
Computere	45.407.622	33.522.388	11.885.234
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	2.149.813	2.575.083	-425.270
Anlægsaktiver under udførelse	23.259.861	9.092.185	14.167.676
Øvrige anlægsaktiver	3.164.692	15.938.962	-12.774.270
I alt	128.911.950	112.624.758	16.287.192

Stigningen i denne post skyldes primært omkostninger forbundet med indflytningen i Commerzbankens gamle bygning og indkøb af yderligere IT-udstyr.

Andre finansielle aktiver

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

	2003 €	2002 €	Udvikling €
Værdipapirer i euro	5.276.052.927	5.428.324.673	152.271.746
Omvendte genkøbsforretninger i euro	167.100.400	0	167.100.400
Tilgodehavender vedrørende ECBs pensionsfond	91.727.194	61.852.580	29.874.614
Andre finansielle aktiver	38.875.737	38.853.212	22.525
I alt	5.573.756.258	5.529.030.465	44.725.793

(a) ECBs egenkapital er investeret i euroværdipapirer og omvendte genkøbsforretninger (se også note 12).

(b) Investeringsporteføljer vedrørende ECBs pensionsfond er værdiansat til 91,7 mio. euro (2002: 61,9 mio. euro). Aktiverne repræsenterer ECBs og ECBs personales akkumulerede investerede pensionsbidrag pr. 31. december 2003, og de forvaltes af en ekstern fondsbestyrer. De faste bidrag fra ECB og pensionsordningens medlemmer investeres

månedligt. Ordningens aktiver er ikke ombyttelige med ECBs øvrige finansielle aktiver, og nettoindtægterne fra aktiverne betragtes ikke som ECB-indtægter, men geninvesteres i de omtalte fonde indtil udbetaling af pension. Aktiverne værdiansættes af den eksterne fondsbestyrer på grundlag af markedskurserne ultimo året.

- (c) ECB har 3.000 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS), som indregnes til anskaffelsesprisen på 38,5 mio. euro.

Periodeafgrænsningsposter

I denne post blev der i 2002 indregnet påløbne renter på 727 mio. euro på ECBs tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet for hele året. Fra og med 2003 modtages renter efter udgangen af hvert kvartal. I posten indgår således kun de i årets sidste kvartal påløbne renter på 165 mio. euro (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

Resten af posten udgøres hovedsagelig af påløbne renter på værdipapirer og andre finansielle aktiver.

Øvrige poster

I 2002 blev den foreløbige fordeling af ECBs indtægter fra seddelomløbet på 606 mio. euro indregnet i denne post. I 2003 blev alle sådanne indtægter tilbageholdt af ECB (se note 20 i "Noter til resultatopgørelsen").

7 SEDDELOMLØB

I denne post indregnes ECBs andel af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

8 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR ANDRE RESIDENTER I EUROOMRÅDET

Denne post omfatter indskud, som medlemmer af Euro Banking Association (EBA) har stillet som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger afviklet i Target-systemet.

9 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Disse forpligtelser består hovedsagelig af mellemværender med NCberne uden for euroområdet som følge af transaktioner i Target-systemet (se "ESCB-interne mellemværender/Eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

10 FORPLIGTELSE I FREMMED VALUTA OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Disse forpligtelser består af genkøbsforretninger med residenter uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserver.

	2003 €	2002 €	Udvikling €
Genkøbsforretninger	1.452.432.822	5.192.380.656	-3.739.947.834

11 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSE

I denne post indregnes de forpligtelser over for NCberne i euroområdet, som er opstået i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB. Forpligtelserne er denomineret i euro til en kurs, som blev fastsat på overførselstidspunktet. De forrentes med den senest foreliggende marginale rente i forbindelse med Eurosystemets primære markedsoperationer, korrigeret så den tager højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 20 i "Noter til resultatopgørelsen").

	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 & Financial Services Authority 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
Oesterreichische 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

12 ANDRE FORPLIGTELSER

I denne post indregnes hovedsagelig skyldige renter til NCBerne på deres tilgodehavender vedrørende overførte valutareserveaktiver (se note 11). ECBs forpligtelser vedrørende pensionsfonden, herunder en hensættelse baseret på aktuarens beregninger, beløber sig til 100,6 mio. euro (2002: 72,4 mio. euro). Denne post indeholder herudover andre periodeafgrænsningsposter og udestående genkøbsforretninger til en værdi af 64 mio. euro vedrørende forvaltningen af ECBs egenkapital (se note 6).

13 HENSÆTTELSER

I 2000 blev der foretaget en generel hensættelse til at dække ECBs omfattende valutakurs- og renterisici. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til ny vurdering baseret på ECBs forventning til de fremtidige valutakurs- og renterisici. På grund af den amerikanske dollars markante fald over for euroen i 2003 er hele denne hensættelse blevet anvendt til at dække urealiserede tab, der er blevet udgiftsført ultimo regnskabsåret, og som hovedsagelig skyldes revalueringen af ECBs be-

holdning af aktiver i amerikanske dollar (se "Resultatføring" under anvendt regnskabspraksis og note 22 i "Noter til resultatopgørelsen").⁷

I posten indregnes desuden hensættelser til pension samt udgifter til varer og tjenesteydelser samt en tilstrækkelig stor hensættelse til sikring af ECBs kontraktlige forpligtelse til at føre de nuværende lokaliteter tilbage til deres oprindelige stand, når ECB forlader dem for at flytte til sit endelige hovedsæde.

14 REVALUERINGSKONTI

Disse konti repræsenterer revalueringer som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver.

	2003 €	2002 €	Udvikling €
Guld	2.070.968.381	1.983.835.491	87.132.890
Valuta	1.901	1.682.723.875	-1.682.721.974
Værdipapirer	105.493.783	738.274.730	-632.780.947
I alt	2.176.464.065	4.404.834.096	-2.228.370.031

⁷ ECBs afgørelse af 21. november 2002 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i om løb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater (ECB/2002/9), EFT L 323 af 28.11.2002, s. 49-50.

15 KAPITAL OG RESERVER

Kapital

Det fuldt indbetalte bidrag fra NCBerne i euroområdet til ECBs kapital på 5 mia. euro udgør i alt 4.049.715.000 euro og er fordelt således:

	Pct.	Tegnet kapital €	Indbetalt kapital €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000	1.224.675.000
Bank of Greece	2,0564	102.820.000	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000	841.685.000
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	42.480.000	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000	96.160.000
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	69.850.000	69.850.000
NCBer i euroområdet i alt	80,9943	4.049.715.000	4.049.715.000
Danmarks Nationalbank	1,6709	83.545.000	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	132.685.000	6.634.250
Bank of England	14,6811	734.055.000	36.702.750
NCBer uden for euroområdet i alt	19,0057	950.285.000	47.514.250
NCBer i alt	100,0000	5.000.000.000	4.097.229.250

NCBerne uden for euroområdet har indbetalt 5 pct. af deres andel af ECBs kapital. Deres samlede bidrag beløber sig til 47.514.250 euro. Disse NCBERS indbetalinger er med til at dække ECBs driftsomkostninger. I modsætning til NCBerne i euroområdet er NCBerne uden for euroområdet ikke berettigede til en andel af ECBs overskud, herunder af indtægterne fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet,

ligesom de heller ikke bidrager til dækning af eventuelle tab i ECB.

Reserver

I denne post indregnes ECBs almindelige reservecfonde, der er oprettet i henhold til artikel 33 i ESCB-statutten.

16 BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

ÆNDRING AF ECBs FORDELINGSNØGLE FOR KAPITALINDSKUD

Baggrund

I henhold til ESCB-statuttens artikel 29.3 skal fordelingsnøglen for NCBERnes kapitalindskud justeres hvert femte år. Den 1. januar 2004 skete den første justering af denne art efter oprettelsen af ECB. Som følge af de ti nye medlemsstaters tiltræden justeres ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud igen den 1. maj 2004. NCBERnes fordelingsnøgle blev på baggrund af Rådets afgørelse af 15. juli 2003 om brug af statistiske data til fastsættelse af fordelingsnøglen for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank justeret den 1. januar 2004 således:

	Fra 1.1.1999 til 31.12.2003 Pct.	Fra 1.1.2004 til 1.5.2004 Pct.
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040
Bank of Greece	2,0564	2,1614
Banco de España	8,8935	8,7801
Banque de France	16,8337	16,5175
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254
Banca d'Italia	14,8950	14,5726
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019
Banco de Portugal	1,9232	2,0129
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298
NCBer i euroområdet i alt	80,9943	79,6384

Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636
Bank of England	14,6811	15,9764
<i>NCBer uden for euroområdet i alt</i>	<i>19,0057</i>	<i>20,3616</i>
NCBer i alt	100,0000	100,0000

ÆNDRINGERNES BETYDNING

ECBs kapital

På grund af den samlede nedjustering på 1,3559 pct. af de vægte, der er tildelt NCBerne i euroområdet (der har indbetalt deres kapitalindskud fuldt ud) i ECBs kapital, og opjusteringen af de vægte, der er tildelt NCBerne uden for euroområdet (der kun har indbetalt 5 pct. af deres kapitalindskud), er ECBs indbetalte kapital pr. 1. januar 2004 faldet med i alt 64 mio. euro.

NCBernes tilgodehavender svarende til de til ECB overførte valutareserveaktiver

På grund af nedjusteringen af den vægt, som NCBerne i euroområdet (der har overført valutareserveaktiver til ECB i henhold til de gældende andele af ECBs kapital) er tildelt i fordelingsnøglen for kapitalindskuddet i ECBs kapital, blev den oprindelige fordring på 40.497 mio. euro, der svarer til denne overførsel, justeret tilsvarende. Dette medførte et fald på 678 mio. euro, der blev tilbagebetalt til NCBerne i euroområdet.

Ændringer pr. 1. maj 2004

Når de nye lande indtræder i Den Europæiske Union, og deres nationale centralbank bliver en del af ESCB, sættes kapitalandelene i ECB og grænsen for de valutareserveaktiver, der kan overføres til ECB, automatisk op.

IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

17 AUTOMATISK VÆRDIPAPIRUDLÅN

Som led i forvaltningen af ECBs egenkapital har ECB indgået en aftale om automatisk værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECBs vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række modparter, der af ECB er godkendt som modparter. I henhold til denne aftale var der pr. 31. december 2003 udestående tilbageførselsforretninger i form af genkøbsforretninger og omvendte genkøbsforretninger til en værdi af 0,4 mia. euro (2002: 1,4 mia. euro) (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

18 RENTE FUTURES

I 2003 blev rentefutures i fremmed valuta anvendt til styring af ECBs valutareserver. Pr. 31. december 2003 var følgende transaktioner udestående, opført til nominel værdi:

Rentefutures i fremmed valuta	Kontraktværdi €
Erhvervet	1.928.169.982
Afhændet	610.966.084

19 KAPITALFORPLIGTELSE

ECB og bystyret i Frankfurt am Main underskrev den 5. marts 2002 en kontrakt om køb af en grund, hvorpå ECBs endelige hovedsæde skal opføres. Baseret på et på forhånd aftalt byggeareal blev mindsteprisen fastsat til 61,4 mio. euro, som skal betales i rater, hvoraf den sidste skal falde senest den 31. december 2004, hvor ejendomsretten overgår til ECB. Første rate blev betalt til bystyret i Frankfurt i 2003.

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

20 NETTORENTEINDTÆGTER

Renteindtægter fra valutareserveaktiver

I denne post indregnes renteindtægterne fra aktiver i fremmed valuta fratrukket renteudgifterne på passiver i fremmed valuta:

	2003 €	2002 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	3.679.287	6.076.316	-2.397.029
Indtægter fra pengemarkedsindskud	45.699.455	76.811.025	-31.111.570
Omvendte genkøbsforretninger	66.206.740	120.729.765	-54.523.025
Nettoindtægter på investeringer i værdipapirer	445.357.205	857.373.212	-412.016.007
Renteindtægter fra valutareserveaktiver i alt	560.942.687	1.060.990.318	-500.047.631
Renteudgifter på anfordringskonti	-73.292	-263.018	189.726
Genkøbsforretninger	-19.575.020	-70.108.403	50.533.383
Nettorenteindtægter fra valuta-reserveaktiver	541.294.375	990.618.897	-449.324.522

Renteindtægter fra fordelingen af eurosedler inden for Eurosystemet

I denne post indregnes ECBs renteindtægter i forbindelse med bankens 8 pct. andel af den samlede udstedelse af eurosedler. ECBs tilgodehavende svarende til andelen af seddelomløbet forrentes med den senest foreliggende marginale rente i forbindelse med Eurosystemets primære markedsoperationer. Indtægterne fordeles til NCberne i henhold til fordelingsnøglen, som er beskrevet i "Seddelomløbet" under anvendt regnskabspraksis.

På baggrund af ECBs forventede regnskabsresultat for regnskabsåret 2003 besluttede Styrelsesrådet i december 2003:

- (a) at tilbagekalde de tre foreløbige kvartalsvise fordelinger, der allerede var udbetalt til

NCberne i løbet af året, og som i alt udgjorde 533 mio. euro

- (b) at tilbageholde årets sidste foreløbige kvartalsvise fordeling på 165 mio. euro.

Forrentning af NCbernes tilgodehavende vedrørende overførte valutareserver

I denne post indregnes renter udbetalt til NCberne i euroområdet på deres tilgodehavender hos ECB vedrørende de valutareserveaktiver, der er blevet overført i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten.

Andre renteindtægter og Andre renteudgifter

Disse poster omfatter renteindtægter og -udgifter, der hidrører fra mellemværender i Target og andre aktiver og passiver i euro.

Nettorenteindtægterne er faldet i forhold til 2002, hvilket hovedsagelig skyldes det yderligere fald i både dollar- og eurorenten i løbet af året.

21 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

	2003 €	2002 €	Udvikling €
Realiserede kursgevinster på værdipapirer (netto)	528.606.147	734.191.562	-205.585.415
Realiserede valuta-kursgevinster (netto)	-3.345.525	1.233.826	-4.579.351
Realiserede gevinster på finansielle operationer	525.260.622	735.425.388	-210.164.766

Nettogevinster blev realiseret ved salg af værdipapirer som led i almindelig porteføljevaltning. I 2003 var der ikke nogen større udstømning af fremmed valuta.

22 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2003 €	2002 €	Udvikling €
Urealiserede kurstab på værdipapirer	-10.349.709	0	-10.349.709
Urealiserede valutakurstab	-3.962.339.851	-276.955.036	-3.685.384.815
I alt	-3.972.689.560	-276.955.036	-3.695.734.524

Den negative kursregulering kan primært henføres til ECBs beholdning af amerikanske dollar, som blev nedskrevet til markedskursen pr. 31. december 2003. Den negative kursregulering blev delvist dækket af den resterende generelle hensættelse til dækning af valutakurs- og renterisici (se "Resultatføring" under anvendt regnskabspraksis og note 2 i "Noter til balancen").

23 NETTOINDTÆGTER FRA GEBYRER OG PROVISION

	2003 €	2002 €	Udvikling €
Gebyr- og provisionsindtægter	700.271	634.241	66.030
Gebyr- og provisionsudgifter	-763.737	-861.399	97.662
Nettoindtægter fra gebyrer og provision	-63.466	-227.158	163.692

Indtægter, der indregnes i denne post, består primært af de strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne består primært af gebyrer på anfordringskonti og udgifter forbundet med gennemførelsen af rentefutures i fremmed valuta (se note 18 i "Noter til balancen").

24 ANDRE INDTÆGTER

Årets diverse indtægter stammer primært fra tidligere års ubenyttede administrative hensættelser.

25 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post omfatter udgifter til lønninger mv. på 108,2 mio. euro (2002: 92,6 mio. euro), arbejdsgiverbidrag til ECBs pensionsfond og til syge- og ulykkesforsikring. Løn til medlemmerne af ECBs Direktion udgjorde i alt 2,0 mio. euro (2002: 2,0 mio. euro). Der blev i løbet af året ikke udbetalt pension til tidligere medlemmer af Direktionen eller til deres efterladte. Til afgåede direktionsmedlemmer er udbetalt fratrædelsesydelse. Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EUs institutioner.

Pr. 31. december 2003 udgjorde antallet af medarbejdere 1.213, heraf 84 ledende medarbejdere. Ændringer i personalet i løbet af 2003:

	2003	2002
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.105	1.043
Ansættelser	149	113
Fratrædelser	41	51
Antal medarbejdere pr. 31. december	1.213	1.105
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.160	1.080

26 ECBs PENSIONSORDNING

I overensstemmelse med reglerne for ECBs pensionsordning foretages en fuld aktuariemæssig beregning hvert tredje år. Den seneste fulde aktuariemæssige beregning blev udført pr. 31. december 2002 under den forudsætning, at alle medlemmer forlod tjenesten, og at al pensionsgivende tjeneste ophørte pr. denne dato.

Pensionsordningens omkostninger vurderes efter rådgivning fra en aktuar. ECBs samlede pensionsomkostninger, inkl. invaliditetsforsikring og pensionsbidrag, var 21,7 mio. euro (2002: 27,4 mio. euro). Omkostningerne omfatter pension til medlemmerne af Direktionen svarende til 1,9 mio. euro (2002: 2,1 mio. euro) samt supplerende bidrag. ECBs arbejdsgiverbidrag udgør fremover 16,5 pct. af alle medarbejders pensionsgivende indkomst.

27 ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger, såsom husleje, vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarer for rådgivning, andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

28 AFSKRIVNINGER PÅ MATERIELLE ANLÆGSAKTIVER

Stigningen i afskrivningerne skyldes, at afskrivningsperioden for kapitaludgifter til bygninger og ombygninger i 2003 er blevet afkortet (se "Anlægsaktiver" under anvendt regnskabspraksis).

29 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDDELPRODUKTION

Disse udgifter vedrørte i 2003 udgifter til transport af eurosedler mellem NCBerne, således at uventede udsving i efterspørgslen kunne imødegås. Omkostningerne dækkes centralt af ECB. Tallet for 2002 vedrørte udgiftsførsel af et reserverelager af eurosedler, der i 2001 blev erhvervet til Eurosystemet.

NOTE OM FORDELING AF TAB

Denne note er ikke en del af ECBs årsregnskab for 2003. Den er medtaget i årsberetningen udelukkende til orientering.

INDTÆGT FRA ECBs SEDDELUDSTEDELSE

Styrelsesrådet har besluttet at tilbageholde 698 mio. euro for at sikre, at den samlede resultatfordeling i 2003 ikke overstiger ECBs nettooverskud for året. Beløbet svarer til hele indtægten fra ECBs andel af det samlede seddelomløb i 2003.

DÆKNING AF ECBs TAB

I henhold til artikel 33.2 i ESCB-statutten kan ECB i tilfælde af tab udligne dette med midler fra den almindelige reservefond og om nødvendigt efter beslutning truffet af Styrelsesrådet med de monetære indtægter i det pågældende regnskabsår i forhold til og op til de beløb, der fordeles mellem NCBerne i overensstemmelse med statuttens artikel 32.5.⁸

ECBs Styrelsesråd besluttede på mødet den 18. marts 2004 at dække tabet for regnskabsåret 2003 på følgende måde:

	2003 €	2004 €
Årets resultat	-476.688.785	1.220.454.254
Indtægt fra ECBs seddeludstedelse fordelt til NCBerne	0	-606.000.000
Årets resultat efter fordeling af indtægten fra ECBs seddeludstedelse	-476.688.785	614.454.254
Overførsel til den almindelige reservefond	-476.688.785	0
Overskud til fordeling	0	614.454.254
Fordeling til NCBerne	0	-614.454.254
I alt	0	0

⁸ Ifølge ESCB-statuttens artikel 32.5 fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem disse banker indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele i ECBs kapital.

Revisionspåtegning

Formanden og Styrelsesrådet for
Den Europæiske Centralbank

Frankfurt am Main

Vi har revideret Den Europæiske Centralbanks årsregnskab for regnskabsåret afsluttet den 31. december 2003. Den Europæiske Centralbanks Direktion har ansvaret for årsregnskabet. Vort ansvar er på grundlag af vor revision at komme med en konklusion om årsregnskabet.

Vi har tilrettelagt og udført vor revision i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi tilrettelægger og udfører revisionen med henblik på at opnå en begrundet overbevisning om, at regnskabet er uden væsentlige fejl og mangler. Revisionen omfatter stikprøvevis undersøgelse af information, der understøtter de i årsregnskabet anførte beløb og oplysninger. Revisionen omfatter endvidere stillingtagen til den af ledelsen anvendte regnskabspraksis og til de væsentlige skøn, som ledelsen har udøvet, samt vurdering af den samlede præsentation af regnskabet. Det er vor opfattelse, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vor konklusion.

Det er vor opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2003 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2003 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som er beskrevet under anvendt regnskabspraksis.

Frankfurt am Main, den 9. marts 2004

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



(Wohlmannstetter)

Revisor



(Dr. Lemnitzer)

Revisor

Aufsichtsratsvorsitzender:
WP StB Dipl.-Kfm.
Gerhard Brackert

Vorstand:
WP StB Dipl.-Kfm.
Axel Berger
WP RA StB
Dr. Bernd Erle
WP StB Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Gerd Geib
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB
Dr. Hartwich Lüßmann
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas
WP StB
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher
WP StB Dipl.-Kfm.
Rüdiger Reinke
CPA Kenneth D. Russell
WP Dipl.-Oec.
Bernd Ulrich Schmid
WP Dipl.-Kfm.
Prof. Dr. Wienand Schruff
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB
Prof. Dr. Harald Wiedmann
Sprecher
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc
Gottfried Wohlmannstetter
WP StB Dipl.-Kfm.
Hans Zehnder
WP StB Dipl.-Kfm.
Wolfgang Zielke
stellv. Sprecher
Zertifiziert nach
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und
Frankfurt am Main
Handelsregister:
Charlottenburg (HRB 1077)
und Frankfurt am Main
(HRB 14345)
Bankverbindung:
Deutsche Bank AG,
Frankfurt a. M., 096 386 800
BLZ 500 700 10
USt.-IdNr.: DE 136 751 547

5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2003

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2003	31.12.2002
1 Guld og tilgodehavender i guld	130.344	130.739
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	175.579	234.486
2.1 Tilgodehavender hos IMF	29.130	31.305
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	146.449	203.181
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	17.415	19.823
4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	6.049	4.190
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	6.049	4.190
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med udlåns- faciliteten i ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	298.163	227.654
5.1 Primære markedsoperationer	253.001	180.000
5.2 Langfristede markedsoperationer	45.000	45.000
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	134	2.621
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	28	33
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	729	147
7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet	54.466	27.828
8 Den offentlige gæld i euro	42.686	44.486
9 Andre aktiver	109.365	105.808
Aktiver i alt	834.796	795.161

Evt. uoverensstemmelse i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

PASSIVER	31.12.2003	31.12.2002
1 Seddelomløb	436.128	371.866*
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	147.328	133.565
2.1 Løbende poster (dækker reservekravssystemet)	147.247	133.495
2.2 Indlånsfacilitet	80	70
2.3 Indskud med fast løbetid	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	1	0
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	257	15
4 Udstedte gældsbeviser	1.054	2.029
5 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	39.865	46.197
5.1 Offentlig forvaltning og service	34.106	41.123
5.2 Andre forpligtelser	5.759	5.074
6 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	10.279	8.813
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet	499	1.125
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet	11.205	18.588
8.1 Indlån og andre forpligtelser	11.205	18.588
8.2 Forpligtelser i forbindelse med udlånsfaciliteten i ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF	5.761	6.340
10 Andre forpligtelser	54.757	62.470
11 Revalueringskonti	67.819	82.615
12 Kapital og reserver	59.844	61.538
Passiver i alt	834.796	795.161

* "Seddelomløb" pr. 31. december 2002 omfattende nationale sedler i omløb i euroområdet, der udgjorde 13.338 mio. euro. Den 1. januar 2003 blev disse nationale sedler overført til "Andre forpligtelser", og de udgjorde 11.388 mio. euro pr. 31. december 2003.

BILAG

RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2003 og begyndelsen af 2004 og offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende (EUT). Der kan indhentes kopier af EUT hos Kontoret for De Europæiske

Fællesskabers Officielle Publikationer. På ECBs websted www.ecb.int findes en oversigt over alle retlige instrumenter vedtaget af ECB siden ECBs etablering.

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2003/1	Henstilling i henhold til artikel 10.6 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank om Rådets beslutning om ændring af artikel 10.2 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank	EUT C 29, 7.2.2003, s. 6
ECB/2003/2	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 6. februar 2003 om visse krav fra Den Europæiske Centralbank til statistiske indberetninger samt procedurerne for de nationale centralbankers indberetning af statistisk information på det penge- og bankstatistiske område	EUT L 241, 26.9.2003, s. 1
ECB/2003/3	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 6. marts 2003 til Rådet for Den Europæiske Union om de eksterne revisorer for Deutsche Bundesbank	EUT C 75, 27.3.2003, s. 11
ECB/2003/4	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 20. marts 2003 om pålydende værdi, specifikationer, gengivelse, ombytning og inddragelse af eurosedler	EUT L 78, 25.3.2003, s. 16
ECB/2003/5	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 20. marts 2003 om håndhævelse af foranstaltninger mod ikke-tilladte gengivelser af eurosedler og om ombytning og inddragelse af eurosedler	EUT L 78, 25.3.2003, s. 20
ECB/2003/6	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 4. april 2003 om ændring af retningslinje ECB/2001/3 om et Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET), ændret den 27. februar 2002	EUT L 113, 7.5.2003, s. 10
ECB/2003/7	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 2. maj 2003 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet samt opgørelse af internationale valutaeserver	EUT L 131, 28.5.2003, s. 20
ECB/2003/8	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 2. maj 2003 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet samt opgørelse af internationale valutaeserver	EUT C 126, 28.5.2003, s. 7

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2003/9	Den Europæiske Centralbanks forordning af 12. september 2003 om anvendelse af mindstereserver	EUT L 250, 2.10.2003, s. 10
ECB/2003/10	Den Europæiske Centralbanks forordning af 18. september 2003 om ændring af forordning ECB/2001/13 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære finansielle institutioner)	EUT L 250, 2.10.2003, s. 17
ECB/2003/11	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 3. oktober 2003 til Rådet for Den Europæiske Union vedrørende Banque centrale du Luxembourg's eksterne revisorer	EUT C 247, 15.10.2003, s. 16
ECB/2003/12	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 23. oktober 2003 om de deltagende medlemsstaters transaktioner med deres arbejdsbeholdninger i udenlandske valutaer i henhold til artikel 31.3 i statuttet for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank	EUT L 283, 31.10.2003, s. 81
ECB/2003/13	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 23. oktober 2003 om ændring af beslutning ECB/2002/12 af 19. december 2002 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2003	EUT L 283, 31.10.2003, s. 87
ECB/2003/14	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 7. november 2003 om forvaltningen af lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået af Det Europæiske Fællesskab under mekanismen for mellemfristet finansiel støtte	EUT L 297, 15.11.2003, s. 35
ECB/2003/15	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 28. november 2003 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2004	EUT L 324, 11.12.2003, s. 57
ECB/2003/16	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 1. december 2003 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 69, 8.3.2004, s. 1
ECB/2003/17	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2003 om de nationale centralbankers fordelingsnøgle for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank	EUT L 9, 15.1.2004, s. 27
ECB/2003/18	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2003 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for de deltagende nationale centralbankers indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital	EUT L 9, 15.1.2004, s. 29
ECB/2003/19	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2003 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for de ikke-deltagende nationale centralbankers indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital	EUT L 9, 15.1.2004, s. 31

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2003/20	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2003 om de nærmere vilkår for omfordelinger af Den Europæiske Centralbanks kapitalandele mellem de nationale centralbanker og justering af den indbetalte kapital	EUT L 9, 15.1.2004, s. 32
ECB/2003/21	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2003 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for bidraget til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser og for justeringen af de nationale centralbankers fordringer svarende til de overførte valutareserveaktiver	EUT L 9, 15.1.2004, s. 36
ECB/2003/22	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2003 om ændring af artikel 1, litra f), i afgørelse ECB/2001/16 af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002	EUT L 9, 15.1.2004, p. 39
ECB/2003/23	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2003 om ændring af afgørelse ECB/2001/15 af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler	EUT L 9, 15.1.2004, s. 40
ECB/2004/1	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 13. februar 2004 om ændring af retningslinje ECB/2003/2 om visse krav fra Den Europæiske Centralbank til statistiske indberetninger samt procedurerne for de nationale centralbankers indberetning af statistisk information på det penge- og bankstatistiske område	EUT L 83, 20.3.2004
ECB/2004/2	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank	EUT L 80, 18.3.2004, s. 33

UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder udtalelserne vedtaget af ECB i 2003 og begyndelsen af 2004 i henhold til artikel 105, stk. 4, i traktaten og artikel 4 i ESCB-statutten, artikel 112, stk. 2, litra b, i traktaten og artikel 11.2 i ESCB-statutten samt artikel 48 i traktaten om Den Europæiske Union. På ECBs websted www.ecb.int findes en oversigt over udtalelserne vedtaget af ECB siden ECBs etablering.

(a) ECBs udtalelser efter høring i et medlemsland¹

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2003/1	Holland	Ændring af reglerne om rapportering af betalingsbalancedata
CON/2003/2	Danmark	Lovforslag til lov om finansiel virksomhed og et lovforslag til lov om realkreditlån og realkreditobligationer
CON/2003/3	Sverige	Ændring af lov om Sveriges Riksbank og lov om Riksdagen
CON/2003/4	Grækenland	Ændring af statutten for Bank of Greece
CON/2003/7	Belgien	Kongeligt dekret om OTC-markedet for lineære obligationer, "stripped bonds" og statsgældsbeviser
CON/2003/8	Østrig	Lov om valuta 2003 og ændring af lov om grænseoverskridende overførsler
CON/2003/10	Sverige	Lovreform på bank- og finansieringsområdet
CON/2003/11	Østrig	Aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse på de finansielle markeder, gennemførelse af direktiv 2002/47/EF
CON/2003/14	Italien	Betalingsystemer, betalingsinfrastrukturer og betalingsinstrumenter
CON/2003/15	Sverige	Ændring af lov om Sveriges Riksbank
CON/2003/17	Østrig	Opdeling af realkreditobligationer i regionale offentlige banker, og ændring af andre love
CON/2003/19	Belgien	Tilsyn med den finansielle sektor og finansielle tjenesteydelser
CON/2003/22	Finland	Ændring af lov om Suomen Pankki og tilknyttede love
CON/2003/23	Holland	Fusion mellem De Nederlandsche Bank og den hollandske fond for pensions- og forsikringstilsynsmyndigheden
CON/2003/24	Irland	Lovforslag om Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (nr. 2) af 2003

¹ ECBs udtalelser, som udstedes efter anmodning fra de nationale myndigheder, offentliggøres som hovedregel på ECBs websted seks måneder efter vedtagelsesdatoen. Udtalelser med betydning for politikkerne offentliggøres umiddelbart.

² Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som ECBs styrelsesråd har vedtaget dem.

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2003/25	Belgien	Ændring af lov om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge og andre love
CON/2003/27	Østrig	Den nationale forsknings-, teknologi- og udviklingsfond
CON/2003/28	Spanien	Ændring af lov om Banco de Españas autonomi
CON/2003/29	Portugal	Ændring af Banco de Portugals forfatningslov
CON/2004/1	Finland	Ændring af lov om Suomen Pankki og tilknyttede love
CON/2004/2	Sverige	Sveriges Riksbanks nye regler og generelle rådgivning i forbindelse med MFIernes rapportering af penge- og bankstatistik
CON/2004/3	Luxembourg	Oprettelse af en særlig juridisk ramme for sikkerhedstransaktioner
CON/2004/5	Østrig	Lov om finansielle konglomerater vedrørende gennemførelse af direktiv 2002/87/EF
CON/2004/6	Frankrig	Godkendelse af en eksisterende statsgaranti til Banque de France

(b) ECBs udtalelser efter en høring i en europæisk institution³

Nummer ⁴	Forslags- stiller	Emne	EUT- henvisning
CON/2003/5	Rådet	Statistiske data, der skal benyttes ved justering af fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB	EUT C 102, 29.4.2003, s. 11
CON/2003/6	Rådet	Indstilling om udnævnelse af et medlem af ECBs direktion	EUT C 105, 1.5.2003, s. 37
CON/2003/9	Rådet	Investeringservice og regulerede markeder	EUT C 144, 20.6.2003, s. 6
CON/2003/12	Rådet	Finansielle kvartalsregnskaber for den offentlige forvaltning	EUT C 165, 16.7.2003, s. 6
CON/2003/13	Rådet	Henstilling om udnævnelse af formanden for ECB	EUT C 187, 7.8.2003, s. 16
CON/2003/16	Rådet	Analyse og samarbejde vedrørende falske euromønter	EUT C 202, 27.8.2003, s. 31
CON/2003/18	Rådet	Henstilling med henblik på ændringer, der skal foretages i den monetære konvention indgået mellem Den Italienske Republik, på Det Europæiske Fællesskabs vegne, og Vatikanstaten, og på dennes vegne Pavestolen	EUT C 212, 6.9.2003, s. 10
CON/2003/20	Rådet	Udkastet til traktat om en forfatning for Europa	EUT C 229, 25.9.2003, s. 7
CON/2003/21	Rådet	Gennemsigtighedskrav til oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til omsætning på et reguleret marked	EUT C 242, 9.10.2003, s. 6
CON/2003/26	Rådet	EF-statistikker over betalingsbalancer, international handel med tjenester og udenlandske direkte investeringer	EUT C 296, 6.12.2003, s. 5
CON/2004/4	Rådet	Udarbejdelse af ikke-finansielle kvartalsregnskaber efter institutionelle sektorer	EUT C 42, 18.2.2004, s. 23
CON/2004/7	Rådet	Oprettelse af en ny organisationsstruktur for udvalg inden for finansielle tjenesteydelser	EUT C 58, 6.3.2004 p. 23

³ Udgivet på ECBs websted

⁴ Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som ECBs Styrelsesråd har vedtaget dem.

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN JANUAR 2003

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank siden januar 2003. Hvad angår Working Papers, viser oversigten kun publikationer udgivet mellem december 2003 og februar 2004. Interesserede kan bestille publikationerne gratis i ECBs Presse- og Informationsafdeling. Indsend venligst en skriftlig bestilling til postadressen på omslagets inderside.

En komplet oversigt over Den Europæiske Centralbanks og Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på ECBs websted (www.ecb.int).

ÅRSBERETNING

"Årsberetning 2002", april 2003

ARTIKLER I MÅNEDSOVERSIGTEN

"Efterspørgslen efter sedler og mønter i euroområdet og effekten af overgangen til euro", januar 2003.

"CLS – formål, koncept og konsekvenser", januar 2003.

"Forholdet mellem penge- og finanspolitik i euroområdet", februar 2003.

"Valutakurssystemer i vækstmarkedsøkonomier", februar 2003.

"Behov for omfattende reformer for at klare befolkningens aldring", april 2003.

"Udviklingen i den generelle økonomiske statistik for euroområdet", april 2003.

"En undersøgelse af bankernes udlån i euroområdet", april 2003.

"Seneste tendenser i boligpriserne i euroområdet", maj 2003.

"Elektroniske betalinger i Europa", maj 2003.

"Justeringer af fremgangsmåden for afstemninger i Styrelsesrådet", maj 2003.

"Resultatet af ECBs evaluering af den pengepolitiske strategi", juni 2003.

"Tendenser i euroområdets faste bruttoinvesteringer", juli 2003.

"De første erfaringer med styring af trykning og udstedelse af eurosedler", juli 2003.

"Ændring af de operationelle rammer for Eurosystemets pengepolitik", august 2003.

"Den seneste udvikling i euroområdets banksektor", august 2003

"Udviklingen i euroområdets internationale omkostnings- og priskonkurrenceevne", august 2003.

"Den seneste udvikling i euroområdets finansielle strukturer", oktober 2003.

"Integrationen af Europas finansielle markeder", oktober 2003.

"Udviklingen i euroområdets private sektors gældsstiftelse", november 2003.

"Kriseløsning i vækstmarkedsøkonomier – udfordringer for det internationale samfund", november 2003.

"Euroens internationale rolle: De vigtigste udviklingstendenser siden begyndelsen af tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union", november 2003.

"ØMU og finanspolitikken", januar 2004.

"Opinionsundersøgelser vedrørende arbejdsmarkedsudviklingen i euroområdet: karakteristika og anvendelse", januar 2004.

"Måling og analyse af udviklingen i euroområdets indtjening", januar 2004.

"De tiltrædende landes økonomi på tærsklen til den europæiske union", februar 2004.

"Balanceudviklingen i den private sektor i euroområdet og USA", februar 2004.

"Dagsværdiprincippets indvirkning på den europæiske banksektor – med finansiell stabilitet for øje", februar 2004.

OCCASIONAL PAPERS

- 8 "An introduction to the ECBs survey of professional forecasters" af J. A. Garcia, september 2003.
- 9 "Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications" af M. G. Briotti," februar 2004.
- 10 "The acceding countries' strategies towards ERMII and adoption of the euro; an analytical review" by a staff team led by P. Backé and C. Thimann and including O. Arratibel, O. Calvo-Gonzales, A. Mehl and C. Nerdich, februar 2004.
- 11 "Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implations of current cases" af A. Winckler, F. Mazzaferro, C. Nerdich og C. Thimann, februar 2004.

WORKING PAPERS

- 294 "Does the yield spread predict recessions in the euro area?" af F. Moneta, december 2003.
- 295 "Optimal allotment policy in the Eurosystem's main refinancing operations" af C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov og N. Valla, december 2003.
- 296 "Monetary policy analysis in a small open economy using Bayesian cointegrated structural VARs?" af M. Villani og A. Warne, december 2003.
- 297 "Measurement of contagion in banks' equity prices" af R. Gropp og G. Moerman, december 2003.
- 298 "The lender of last resort: a 21st century approach" af X. Freixas, B. M. Parigi og J.-C. Rochet, december 2003.
- 299 "Import prices and pricing-to-market effects in the euro area" af T. Warmedinger, januar 2004.
- 300 "Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system" af M. Manna, januar 2004.
- 301 "Inflation and relative price asymmetry" af A. Rátfai, januar 2004.
- 302 "Deposit insurance, moral hazard and market monitoring" af R. Gropp og J. Vesala, februar 2004.
- 303 "Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU" af A. Afonso og R. Strauch, februar 2004.
- 304 "Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics" af A. Trigari, februar 2004.
- 305 "A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting" af C. Morana, februar 2004.
- 306 "A markup model of inflation for the euro area" af C. Bowdler og E. S. Jansen, februar 2004.
- 307 "Budgetary forecasts in Europe – the track record of stability and convergence programmes" af R. Strauch, M. Hallerberg og J. Von Hagen, februar 2004.
- 308 "International risk-sharing and the transmission of productivity shocks" af G. Corsetti, L. Dedola og S. Leduc, februar 2004.
- 309 "Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers" af J. Sousa og A. Zaghini, februar 2004.
- 310 "International equity flows and returns: a quantative equilibrium approach" af R. Albuquerque, G. H. Bauer og M. Schneider, februar 2004.
- 311 "Current accounts dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach" af M. Bussière, M. Fratzscher og G. J. Müller, februar 2004.
- 312 "Similarities and convergence in G7 cycles" af F. Canova, M. Ciccarelli og E. Ortega, februar 2004.
- 313 "The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area" af G. de Bondt og D. Marqués, februar 2004.

ANDRE PUBLIKATIONER

- "EU banking sector stability", februar 2003.
- "List of Monetary Financial Institutions and institutions subjects to minimum reserves", februar 2003.
- "Review of the foreign exchange market structure", marts 2003.
- "Structural factors in the EU housing markets", marts 2003.
- "List of Monetary Financial Institutions in the accession countries", marts 2003.
- "Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institution", marts 2003.
- "Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).
Annex 1: Share of responsibilities in the fields of balance of payments and international investment position statistics", marts 2003.
- "TARGET Annual Report 2002", april 2003.
- "Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units", april 2003.
- "Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
Methodological Manual. Vol 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries", maj 2003.
- "Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries", maj 2003.
- "Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods", maj 2003.
- "Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology", maj 2003.
- "The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main", juni 2003.
- "Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty", juni 2003.
- "Developments in national supervisory structures", juni 2003.
- "Oversight standards for euro retail payment systems", juni 2003.
- "Towards a Single Euro Payments Area – progress report", juni 2003.
- "Amendments to the risk control framework for tier one and tier two eligible assets", juli 2003.
- "ECB statistics: A brief overview" august 2003.
- "Portfolio investment income: Task force report", august 2003.
- "The New Basel Capital Accord", august 2003,
- "Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures", september 2003.
- "Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)", september 2003.
- "Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications", september 2003.
- "Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties", september 2003.
- "Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries", oktober 2003.
- "Manual on MFI interest rate statistics – Regulation ECB/2001/18", oktober 2003.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2003.

"Money market study 2002", november 2003.

"Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy", november 2003.

"Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002", november 2003.

"TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – update 2003", november 2003.

"TARGET2: the payment system of the Eurosystem", november 2003.

"Seasonal adjustment", november 2003.

"Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review", november 2003.

"EU banking sector stability", november 2003.

"Review of the international role of the euro", december 2003.

"Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries", december 2003.

"Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations", januar 2004.

"The monetary policy of the ECB", januar 2004.

"Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer" februar 2004.

"Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10", februar 2004.

"Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)", februar 2004.

INFORMATIONSBROCHURER

"Information guide for credit institutions using TARGET", juli 2003.

KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG¹

9. JANUAR 2003

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 2,75 pct., 3,75 pct. og 1,75 pct.

23. JANUAR 2003

ECBs styrelsesråd beslutter at indføre følgende to foranstaltninger til forbedring af pengepolitikens operationelle rammer:

For det første ændres tidsplanen for reservekravsperioden, så reservekravsperioden altid begynder på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor en drøftelse af pengepolitikken er på dagsordenen. Desuden træder ændringer af renten for de stående faciliteter som udgangspunkt først i kraft på startdatoen for den nye reservekravsperiode.

For det andet afkortes løbetiden for de primære markedsoperationer fra to uger til en uge.

Foranstaltningerne træder efter planen i kraft i løbet af 1. kvartal 2004.

I fortsættelse af pressemeddelelsen af 10. juli 2002 beslutter Styrelsesrådet at fastholde tildelingsbeløbet på 15 mia. euro for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2003. Beløbet tager højde for banksektorens forventede likviditetsbehov i euroområdet i 2003 og afspejler Eurosystemets ønske om fortsat at tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer.

6. FEBRUAR 2003

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 2,75 pct., 3,75 pct. og 1,75 pct.

6. MARTS 2003

ECBs styrelsesråd beslutter at sænke minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 2,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 12. marts 2003. Styrelsesrådet beslutter endvidere at sænke renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,25 procentpoint til henholdsvis 3,50 pct. og 1,50 pct. med virkning fra 7. marts 2003.

3. APRIL 2003

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og rentesatsen for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,50 pct., 3,50 pct. og 1,50 pct.

8. MAJ 2003

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 2,50 pct., 3,50 pct. og 1,50 pct.

Styrelsesrådet meddeler desuden resultatet af vurderingen af ECBs pengepolitiske strategi. Strategien, der blev annonceret 13. oktober 1998, består af tre hovedelementer: en kvantitativ definition af prisstabilitet, en fremtrædende rolle for pengemængden ved vurderingen af risici for prisstabilitet og en bredt funderet vurdering af udsigterne for prisudviklingen.

Styrelsesrådet bekræfter definitionen af prisstabilitet formuleret i oktober 1998, nemlig "prisstabilitet defineres som en år-til-år stigning i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet på under 2 pct. Prisstabilitet skal

¹ Den kronologiske oversigt over Eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2001 findes i henholdsvis ECB Årsberetning 1999, s. 169-173, ECB Årsberetning 2000, s. 207-210, ECB Årsberetning 2001, s. 207-208 og ECB Årsberetning 2002, s. 230-231.

fastholdes på mellemlangt sigt." Styrelsesrådet har samtidig vedtaget, at man i bestræbelserne på at opfylde målsætningen om prisstabilitet vil sigte mod at fastholde inflationen på tæt ved 2 pct. på mellemlangt sigt.

Styrelsesrådet bekræfter, at de pengepolitiske beslutninger fortsat vil blive truffet på baggrund af en omfattende analyse af risici for prisstabilitet. Styrelsesrådet beslutter samtidig i formidlingen at tydeliggøre de respektive roller, som den økonomiske analyse og den monetære analyse spiller i processen forud for Styrelsesrådets samlede vurdering af risiciene for prisstabilitet.

For at understrege at referenceværdien for væksten i pengemængden, der anvendes som benchmark ved vurderingen af den monetære udvikling, har en mere langsigtet karakter, har Styrelsesrådet også besluttet ikke længere at tage referenceværdien op til overvejelse en gang om året. Styrelsesrådet vil dog fortsat vurdere de underliggende forhold og antagelser.

5. JUNI 2003

ECBs styrelsesråd beslutter at sænke minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 0,50 procentpoint til 2,0 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 9. juni 2003. Desuden beslutter Styrelsesrådet at sænke renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,50 procentpoint til henholdsvis 3,0 pct. og 1,0 pct. med virkning fra 6. juni 2003.

10. JULI, 31. JULI, 4. SEPTEMBER, 2. OKTOBER, 6. NOVEMBER, 4. DECEMBER 2003 OG 8. JANUAR 2004

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,0 pct., 3,0 pct. og 1,0 pct.

12. JANUAR 2004

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje tildelingsbeløbet for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2004, fra 15 mia. euro til 25 mia. euro. Sidstnævnte beløb tager højde for det forventede øgede likviditetsbehov i euroområdet banksektor i 2004. Eurosystemet vil dog fortsat tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet kan beslutte at justere tildelingsbeløbet igen i begyndelsen af 2005.

5. FEBRUAR, 4. MARTS 2004

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,0 pct., 3,0 pct. og 1,0 pct.

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**.

Aktiemarked: Det marked, hvor fordringer på ejerandele i virksomheder udstedes og handles. En vigtig forskel mellem egenkapital og gæld er, at egenkapital ikke skal tilbagebetales af udstederen.

Allokering af aktiver: Fordeling af investeringsmidler på forskellige aktivklasser med henblik på at opnå mål som fx den optimale risiko-/afkastprofil for porteføljer.

Bankrenter: se **MFIernes rentesatser**.

Basel Capital Accord: Lovrammer, der fastsætter minimumskapitalkrav for at sikre, at banker kan dække deres risici. Rammerne blev vedtaget i 1988 af Baselkomiteen for Banktilsyn, hvor centralbankerne og andre banktilsynsmyndigheder fra G10-landene, Spanien og Luxembourg er repræsenteret. Accorden er blevet en global standard og er i færd med at blive undersøgt for at tilpasse den til udviklingen i den finansielle sektor, siden den oprindeligt blev indført ("ny Basel Capital Accord" eller "Basel II").

Benchmarkportefølje: I forbindelse med investeringer er en benchmarkportefølje en referenceportefølje eller et referenceindeks udarbejdet på baggrund af målene for investeringernes likviditet, risiko og afkast. Benchmarkporteføljen fungerer som sammenligningsgrundlag for udviklingen i den faktiske portefølje.

Betalingsbalance: En statistisk opgørelse, der for en specifik tidsperiode viser en økonomis økonomiske transaktioner med resten af verden. Transaktionerne omfatter transaktioner vedrørende varer, tjenesteydelser samt løn- og formueindkomst, transaktioner vedrørende finansielle krav og passiver over for resten af verden samt transaktioner (fx gældseftergivelse), der klassificeres som overførsler. Begreberne og definitionerne i **euroområdet's** betalingsbalance er generelt i overensstemmelse med IMF's 5. betalingsbalancemanual samt den relaterede retningslinje ECB/2003/7 fra 2. maj 2003 og **Eurostats** dokumentation.

Central modpart: En enhed, der fungerer som køber for sælgere og sælger for købere af bestemte kontrakter.

Corporate governance: De procedurer og processer, hvormed selskaber ledes og kontrolleres. Corporate governance-strukturen fastlægger fordelingen af rettigheder og ansvar mellem organisationens forskellige parter, såsom bestyrelsen, direktionen, aktionærerne og de øvrige interessenter, og detaljerede regler og beslutningsprocedurer. På denne måde etableres strukturen for fastlæggelse af organisationens målsætninger samt midlerne til at opnå disse mål og overvåge resultaterne.

Dagsværdiprincippet (Fair Value Accounting – FVA): Et værdiansættelsesprincip, ifølge hvilket den faktiske markedskurs eller en skønnet markedskurs anvendes som dagsværdien af forventede pengestrømme i forbindelse med beregning af finansielle instrumenters balanceværdi.

Direkte investeringer: Grænseoverskridende investeringer med det formål at opnå en varig kapitalinteresse i en virksomhed i en anden økonomi (i praksis en andel svarende til mindst 10 pct. af stemmerettighederne). Posten direkte investeringer viser nettoanskaffelse af aktiver i udlandet foretaget af residenter i **euroområdet** ("direkte investeringer i udlandet") og nettoanskaffelse af aktiver i euro-

området foretaget af residerende uden for euroområdet ("direkte investeringer i euroområdet"). Direkte investeringer omfatter aktiekapital, geninvesteret fortjeneste og anden kapital i forbindelse med koncerninterne gældsoperationer.

Direktionen: Et af **ECBs** besluttede organer. Den omfatter formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes af stats- og regeringscheferne i de lande, der har indført **euroen**.

Ecofin-rådet: Se **EU-Rådet**.

Effektive eurokurs (nominelle/reale): Nominelle effektive eurokurs er vægtede gennemsnit af bilaterale **eurokurs** over for **euroområdets** vigtigste handelspartners valutaer. **ECB** offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for valutaerne i en snæver og en bred gruppe af handelspartnere. De anvendte vægte afspejler den enkelte handelspartners betydning i euroområdets handel. Reale effektive eurokurs er nominelle effektive valutakurs deflateret med et vægtet gennemsnit af udenlandske priser eller omkostninger i forhold til de indenlandske. De er således udtryk for pris- eller omkostningsmæssig konkurrenceevne.

Ejerandelsbeviser: Repræsenterer ejerskab af en interesse i en virksomhed. Omfatter aktier, der handles på børsen (børsnoterede aktier), unoterede aktier og andre former for ejerandelsbeviser. Ejerandelsbeviser giver normalt en indtægt i form af udbytte.

Elektroniske penge (e-penge): Elektronisk opbevaring af betalingsbeløb på en teknisk anordning, der fungerer som et forudbetalt ihændehavebevis og kan anvendes til at foretage betalinger til andre end udstederen af e-pengene, uden at transaktionen nødvendigvis involverer en bankkonto.

Eonia (euro overnight index average): Et mål for **renten** på dag-til-dag eurointerbankmarkedet baseret på transaktioner.

ERM2: Valutakursordningen, som fastlægger rammerne for det valutakurspolitiske samarbejde mellem eurolandene og de EU-lande, som ikke deltog i tredje fase af **ØMU**.

Euribor (euro interbank offered rate): Den rente, hvortil en bank er villig til at låne **euro** til en anden bank. Euribor beregnes dagligt for interbankindskud med forskellige løbetider på op til 12 måneder.

Euro: Navnet på den europæiske fælles valuta, som blev vedtaget af **Det Europæiske Råd** på mødet i Madrid 15. og 16. december 1995.

Eurogruppen: Uformelt forum for de medlemmer af **Ecofin-rådet**, som repræsenterer landene i **euroområdet**. Gruppen mødes regelmæssigt (sædvanligvis forud for møderne i Ecofin-rådet) for at drøfte spørgsmål vedrørende eurolandenes fælles ansvar for den fælles valuta. **Europa-Kommissionen** og, hvor det er relevant, **ECB** 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 **ECBs styrelsesråds** ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Finland, Frankrig, Grækenland, 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. Hvad angår økonomisk politik, foreslår Kommissionen **overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker** 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 EU-Rådet. Den består (indtil 1. maj 2004) af 20 medlemmer, herunder to fra Frankrig, Italien, Spanien, Storbritannien og Tyskland samt et fra hvert af de øvrige medlemslande. Efter en overgangsperiode efter udvidelsen af EU vil Kommissionen bestå af 25 medlemmer, et fra hvert af de 25 medlemslande.

Europa-Parlamentet: Består af 626 repræsentanter for borgerne i medlemslandene. Desuden har de nationale parlamenter i de tiltrædende lande udpeget 162 observatører. Ifølge tiltrædelsestraktaten, som først skal ratificeres af de nuværende og fremtidige kommende medlemslande, vil Europa-Parlamentet have 732 medlemmer fra og med den næste parlamentsperiode (2004-09). Parlamentet deltager i lovgivningsprocessen, men med forskellige rettigheder afhængig af, under hvilken procedure lovgivningen vedtages. Inden for rammerne af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** har Parlamentet primært høringsmæssige beføjelser. **Traktaten** foreskriver dog en række procedurer for **ECBs** demokratiske ansvarlighed over for Parlamentet (forelæggelse af årsberetning, generelle drøftelser om pengepolitikken, høringer i de kompetente parlamentsudvalg).

European Payments Council (EPC): Styrende organ bestående af 52 institutioner, herunder banker, andelsbanker og sparekasser, hvis opgave er at oprette det fælles eurobetalingsområde og repræsentere den europæiske banksektor i forbindelse med spørgsmål vedrørende betalingssystemer.

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 eller NCBernes aktiviteter 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 (ØMU)** 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 (ESCB)**, til udførelsen af den fælles pengepolitik og til indførelsen af den fælles valuta i tredje fase. EMI ophørte med at eksistere, da **ECB** blev oprettet 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 det globale nationalregnskabssystem 1993 (SNA93).

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 **ECB** og NCBerne i alle 15 medlemslande, dvs. den omfatter ud over **Eurosystemets** medlemmer NCBerne 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 **ECB** og NCBerne i de medlemslande, der har indført **euroen** i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** (se også **euroområdet**). Der er på nuværende tidspunkt 12 NCBer i Eurosystemet. Eurosystemet er underlagt ECBs **styrelsesråd** og **direktion**.

Eurosystemets internationale reserver: Består af **ECBs** reserveaktiver og eurolandenes NCBers reserveaktiver. Ifølge IMF's definition skal reserveaktiverne 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 euroområdets NCBers reserverstilling over for IMF.

EU-Rådet (Ministerrådet): En institution i Det Europæiske Fællesskab, der 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**. Når der skal træffes særligt vigtige afgørelser, kan EU-Rådet også være sammensat af stats- og regeringscheferne. Dette bør ikke forveksles med Det Europæiske Råd, hvor stats- og regeringscheferne også mødes, men som sikrer den nødvendige drivkraft i udviklingen af Den Europæiske Union og definerer de generelle politiske retningslinjer.

Finjusterende markedsoperation: En ikke-regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet**, primært for at klare uventede likviditetsudsving i markedet.

Fremskrivninger: Resultatet af **Eurosystemets** stabs forsøg på at forudsige den fremtidige makroøkonomiske udvikling i **euroområdet**. Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdes på samme måde som fremskrivninger for de enkelte lande. Fremskrivningerne, der offentliggøres to gange om året, indgår i **ECBs** pengepolitiske strategi og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af truslerne mod **prisstabiliteten**.

Generelle Råd, Det: Et af **ECBs** besluttende organer. Det omfatter formanden og næstformanden for ECB og centralbankcheferne i alle EU-landene.

Genkøbsforretning: En forretning, hvor et aktiv sælges og genkøbes til en aftalt pris på et senere aftalt tidspunkt eller på forlangende. En sådan forretning er magen til låntagning mod sikkerhedsstillelse bortset fra, at sælger ikke beholder ejendomsretten til aktiverne. Salgs- og genkøbsforretninger benævnes også repotransaktioner og handles på **repomarkedet**.

Gæld (finansielle konti): Omfatter ikke-finansielle selskabers lån, udstedte **gældsinstrumenter** og pensionskassereserver ansat til kursværdi ved periodens udløb. I de kvartalsvise finansielle konti omfatter gæld ikke lån udstedt af ikke-finansielle sektorer (fx interne lån) eller banker uden for **euroområdet**, mens disse komponenter indgår i de årlige finansielle konti.

Gældende fællesskabsret (acquis communautaire): Den samlede fællesskabslovgivning, som forpligter EU-landene. Lande, der optages i EU, skal have gennemført gældende fællesskabsret på tiltrædelsestidspunktet.

Gældsinstrumenter: Repræsenterer udsteders (dvs. låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændehaber (långiver) på et eller flere givne tidspunkter i fremtiden. De forrentes normalt til en bestemt sats (kuponrente) og/eller sælges til et lavere beløb end det, som tilbagebetales ved forfald (underkurs). Gældsinstrumenter med en oprindelig løbetid på over 1 år er klassificeret som langfristede.

Gældskvote (den offentlige sektors): Den offentlige gæld er defineret 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 sektors gældskvote er defineret som den procentdel, som den offentlige gæld udgør af bruttonationalproduktet i løbende markedspriser, og er et af de fiskale konvergenskriterier, som er fastlagt i artikel 104, stk. 2, i **traktaten** for at definere, hvornår der er et uforholdsmæssigt stort underskud.

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): Et mål for forbrugerpriserne, som udarbejdes af **Eurostat** og harmoniseres for alle EU-lande.

Implicit volatilitet: Et mål for den forventede volatilitet (standardafvigelse udtrykt som ændring i pct. på årsbasis) i fx obligations- eller aktiekurserne (eller priserne på tilsvarende futureskontrakter), der kan udledes af **options**priserne.

Indlånsfaciliteten: En **stående facilitet** i **Eurosystemet**, som modparter kan anvende til indlån på anfordring i en NCB, og som forrentes til en på forhånd fastsat **rente** (se **ECBs officielle renter**).

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.

Internationale regnskabsstandarder (IAS): Almindeligt anerkendte, retsgyldige og globale regnskabsprincipper for opstilling af gennemsigtige og sammenlignelige oplysninger i almindelige regnskaber. De udarbejdes af International Accounting Standards Board (IASB), som er en uafhængig, privat finansieret institution. I april 2001 meddelte IASB, at regnskabsstandarderne i fremtiden vil blive benævnt International Financial Reporting Standards (IFRS).

Kapitalbalancen over for resten af verden: Værdien og sammensætningen af en økonomis finansielle nettofordringer på (eller finansielle passiver over for) resten af verden. Benævnes også nettofordringer på udlandet.

Konsoliderede balance, MFI-sektorens: Fås ved at modregne inter-**MFI**-positioner (hovedsagelig lån fra en MFI til en anden) på den aggregerede MFI-balance.

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).

Kreditrisiko: Risikoen for at en **modpart** ikke til fulde overholder sin forpligtelse til tiden eller til enhver tid derefter.

Langfristet markedsoperation: En månedlig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet**, normalt med en løbetid på 3 måneder. Langfristede markedsoperationer udføres som auktioner til variabel rente med et på forhånd annonceret tildelingsbeløb.

Likviditetsrisiko: Risikoen for, at en **modpart** eller en deltager i et betalings- eller afviklingssystem ikke afvikler en forpligtelse til fuld værdi, når den forfalder. Likviditetsrisiko medfører ikke, at modparten er insolvent, da den kan afvikle den krævede gældsforpligtelse på et ikke nærmere angivet tidspunkt derefter.

M1: Det snævre pengemængdemål. Omfatter seddel- og møntomløbet plus indlån på anfordring hos **MFIerne** og **staten** (fx postvæsenet eller finansministeriet).

M2: Det mellembrede pengemængdemål. Omfatter **M1** plus indlån med et opsigelsesvarsel på til og med 3 måneder (dvs. kortfristede opsparingsindskud) samt tidsindskud med en løbetid på til og med 2 år (dvs. kortfristede tidsindskud) hos **MFIerne** og **staten**.

M3: Det brede pengemængdemål. Omfatter **M2** plus omsættelige instrumenter, dvs. **genkøbsforretninger**, andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af **MFIer**.

Marginale udlånsfacilitet, den: En **stående facilitet** i **Eurosystemet**, som **modparterne** kan anvende til at opnå kredit fra en NCB til en på forhånd fastsat **rente** mod belånbare aktiver (se **ECBs officielle renter**).

Markedsoperation: En operation, der udføres på centralbankens initiativ på de finansielle markeder, 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.

MFIer (monetære finansielle institutioner): De finansielle institutioner, der udgør **euroområdets** pengeudstedende sektor. De omfatter **ECB**, **NCBerne** i eurolandene, samt euroområdets **kreditinstitutter** og **pengemarkedsforeninger**.

MFIernes kreditgivning til resider i euroområdet: Omfatter MFIernes udlån til resider i **euroområdet** og MFIernes beholdninger af værdipapirer udstedt af resider i euroområdet. Værdipapirer omfatter aktier, andre ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter**.

MFIernes langfristede finansielle passiver: Omfatter tidsindskud med en løbetid på over 2 år, indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder, **gældsinstrumenter** med en oprindelig løbetid på over 2 år samt **euroområdet MFI**-sektors kapital og reserver.

MFIernes nettofordringer på udlandet: Omfatter **euroområdet** MFIs fordringer på udlandet (fx guld, beholdninger af pengesedler i andre valutaer end euro, beholdninger af værdipapirer udstedt af residerter uden for euroområdet og udlån til residerter uden for euroområdet) minus euroområdet MFI-sektors eksterne passiver (fx indskud fra residerter uden for euroområdet, **genkøbsforretninger**, andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på op til 2 år udstedt af MFier).

MFIernes rentesatser: De rentesatser, som residerter **kreditinstitutter** og andre institutioner anvender for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, der er residerter i eurolandene. Bestemmelserne vedrørende MFI-rentestatistik findes i forordning ECB/2001/18 af 20. december 2001.

Minimumsbudrente: Den nedre grænse for den **rente**, til hvilken **modparterne** kan afgive bud i **primære markedsoperationer**, der udføres som auktioner til variabel rente. Den er en af **ECBs officielle renter** og afspejler pengepolitikens stramhedsgrad.

Modpart: Den anden part i en finansiell transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

Monetær analyse: En af søjlerne i **ECBs** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den monetære analyse hjælper med at vurdere tendenserne i inflationsudviklingen på mellemlangt til langt sigt i lyset af den tætte sammenhæng mellem pengemængde og prisniveau over længere tidshorisonter. Den monetære analyse tager højde for udviklingen i en lang række monetære indikatorer, herunder **M3** og dets komponenter og modposter, især udlån, og forskellige mål for overskudslikviditet (se også **økonomisk analyse**).

Monetær indkomst: De indtægter, som NCberne i forbindelse med deres udførelse af **Eurosystemets** pengepolitiske opgaver har af aktiver, som de besidder som modværdi for sedler i cirkulation og forpligtelserne i forbindelse med **kreditinstitutternes** indlån. Aktiverne er øremærket i overensstemmelse med **Styrelsesrådets** retningslinjer.

Obligationsmarked: Markedet for udstedelse af og handel med mellemfristede og langfristede **gældsinstrumenter**, dvs. gældsinstrumenter med en oprindelig løbetid på over 1 år.

Offentlige sektor, den (offentlig forvaltning og service): Består af statslig forvaltning og service, offentlig forvaltning og service på delstatsniveau, kommunal forvaltning og service samt sociale kasser og fonde som defineret i **det europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**. Offentligt ejede enheder, der driver erhvervsvirksomhed, fx offentlige virksomheder, indgår principielt ikke i den offentlige sektor.

Officielle renter, ECBs: De renter, der afspejler **ECBs** pengepolitik, og som fastsættes af **Styrelsesrådet**. ECBs officielle renter er **minimumsbudrenten** 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.

Overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker: Ifølge **traktaten** skal medlemslandene betragte deres økonomiske politikker som et spørgsmål af fælles interesse og samordne dem i **EU-Rådet**. Retningslinjerne er det vigtigste instrument i denne samordning. De indeholder henstillinger til politiske beslutningstagere om makroøkonomiske politikker og strukturpolitikker og er en målestok for ex postvurdering i forbindelse med gensidig overvågning inden for EU-Rådet. EU-Rådet, der handler på grundlag af en henstilling fra **Europa-Kommissionen**, udarbejder et udkast til de overordnede retningslinjer for medlemslandenes økonomiske politikker og forelægger sine resultater for **Det Europæiske Råd**. Derefter vedtager EU-Rådet en henstilling om de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker på baggrund af Det Europæiske Råds konklusioner.

Pengemarked: Det marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt til og med 1 år.

Porteføljainvesteringer: Betegnelse for nettoanskaffelse af værdipapirer udstedt af residerter uden for **euroområdet** foretaget af residerter i euroområdet ("aktiver") og nettoanskaffelse af værdipapirer udstedt af residerter i euroområdet foretaget af residerter uden for euroområdet ("passiver"). Omfatter **ejerandelsbeviser**, **gældsinstrumenter** i form af obligationer samt **pengemarkedsinstrumenter**. Transaktionerne bogføres til den effektive betalte eller modtagne pris minus provision og udgifter. En investering i en virksomhed betragtes kun som et porteføljeaktiv, hvis den er forbundet med under 10 pct. af stemmerettighederne.

Primær balance: Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

Primær markedsoperation: En egentlig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet**. I 2003 besluttede **Styrelsesrådet**, at de primære markedsoperationers løbetid fra 9. marts 2004 skulle reduceres fra to uger til én uge. Primære markedsoperationer udføres som auktioner til variabel rente med en på forhånd annonceret **minimumsbudrente**.

Prisstabilitet: **Eurosystemets** hovedmål er at fastholde prisstabilitet. **Styrelsesrådet** definerer prisstabilitet som en år-til-år stigning på under 2 pct. i det **harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)** for **euroområdet**. Styrelsesrådet har også meddelt, at det med henblik på prisstabilitet agter at fastholde en inflation på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

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

Referenceværdi for M3-vækst: Den årlige vækst i **M3** på mellemlangt sigt, der er i overensstemmelse med fastholdelse af **prisstabilitet**. Referenceværdien for den årlige M3-vækst er p.t. 4½ pct.

Rente: Det beløb, som låntager skal betale långiver i en given periode i forhold til lånets hovedstol, indlån eller gældsinstrumenter, normalt udtrykt i pct. p.a.

Repomarked: Se **genkøbsforretning**.

Reservekrav: **Kreditinstitutters** mindstereserver inden for rammerne af **Eurosystemet**. Overholdelsen bestemmes på baggrund af gennemsnittet af de daglige balancer i en **reservekravsperiode** på ca. 1 måned.

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. Det er besluttet, at fra 10. marts 2004 starter reservekravsperioden på afviklingsdagen for den første **primære markedsoperation** efter det møde i **Styrelsesrådet**, hvor den månedlige vurdering af pengepolitikken finder sted. **ECB** offentliggør en kalender for reservekravsperioderne mindst tre måneder inden årets begyndelse.

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 Rådets to forordninger, nemlig (i) forordning (EF) nr. 1466/97 af 7. juli 1997 om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker og (ii) forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af **proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud**, og af **Det Europæiske Råds** resolution om stabilitets- og vækstpagten, der blev vedtaget i Amsterdam 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, holdbar vækst, der fremmer jobskabelsen. Mere specifikt kræves budgetstillinger tæt på balance eller i overskud som målet på mellemlangt sigt for medlemslandene.

Stabilitetsprogrammer: Eurolandenes planer og antagelser på mellemlangt sigt vedrørende udviklingen i vigtige økonomiske variabler. De fastlægger målet på mellemlangt sigt om en budgetstilling tæt på balance eller i overskud, eller tilpasningsprocessen for at opnå målet som angivet i **stabilitets- og vækstpagten**. Stabilitetsprogrammerne skal ajourføres årligt. De gennemgås af **Europa-Kommissionen** og **Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC)**, hvis rapporter danner grundlag for **Ecofin-rådets** vurdering.

Staten (statslig forvaltning og service): Statslig forvaltning og service som defineret i **det europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**, men ekskl. offentlig forvaltning og service på delstatsniveau og kommunal forvaltning og service (se **den offentlige sektor**). Omfatter alle statslige administrative organer og andre centrale organer, hvis kompetenceområde normalt dækker hele det økonomiske område med undtagelse af forvaltning af sociale kasser og fonde.

Straight-through processing (STP): Automatiseret behandling af handler/betalingsoverførsler fra afsender til endelig modtager, herunder automatiseret udførelse af instruktioners generering, bekræftelse, clearing og afvikling.

Styrelsesrådet: ECBs øverste besluttede organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **direktion** samt centralbankcheferne i de lande, 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**.

Systemisk risiko: Risikoen for, at en deltager i et betalingsystem eller et afviklingssystem, eller på de finansielle markeder generelt, ikke overholder de krævede forpligtelser, kan medføre, at andre deltagere eller finansielle institutioner ikke er i stand til at opfylde deres forpligtelser (herunder afviklingsforpligtelser i et overførselssystem) rettidigt. Det kan medføre betydelige likviditets- eller kreditproblemer og som følge heraf true de finansielle markeders stabilitet.

Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): Et **RTGS-system** for **euroen**. Target-systemet er et decentraliseret system bestående af 15 nationale RTGS-systemer, ECBs betalingsmekanisme (EPM) og **interlinking-mekanismen**.

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). Følgende 10 lande indtræder i EU 1. maj 2004: Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn. Disse 10 lande betegnes som de **tiltrædende lande**. To andre lande, Bulgarien og Rumænien, har allerede indledt tiltrædelsesforhandlinger og er blevet stillet i udsigt, at de kan blive medlem i 2007. Tyrkiet er også officielt ansøgerland og deltager i den økonomiske dialog med EU, men har endnu ikke indledt tiltrædelsesforhandlinger. "Tiltrædelseslandene" omfatter de 12 lande, med hvilke der er afsluttet eller indledt forhandlinger om EU-medlemskab.

Tiltrædende lande: Se **Tiltrædelseslande**.

Traktaten: Refererer til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab. Traktaten blev undertegnet i Rom 25. marts 1957 og trådte i kraft 1. januar 1958. Ved denne traktat (ofte benævnt Rom-traktaten) etableredes Det Europæiske Økonomiske Fællesskab (EØF), som nu er Det Europæiske Fællesskab (EF). Traktaten om oprettelse af Den Europæiske Union (ofte benævnt Maastricht-traktaten) blev undertegnet 7. februar 1992 og trådte i kraft 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 undertegnet i Amsterdam 2. oktober 1997 og trådte i kraft 1. maj 1999, og senest Nice-traktaten, som blev undertegnet 26. februar 2001 og trådte i kraft 1. februar 2003, ændrede både traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og traktaten om Den Europæiske Union.

Udenrigshandel (varer): Eksport og import af varer mellem eurolande og lande inden for og uden for **euroområdet**, målt som værdier samt mængde- og enhedsværdiindeks. Handlen mellem eurolande viser varestrømmene mellem eurolandene, mens handlen mellem eurolande og lande uden for euroområdet viser euroområdets udenrigshandel. Udenrigshandelsstatistikken er ikke direkte sammenlignelig med eksport- og importposterne i nationalregnskaberne, da disse poster omfatter både transaktioner inden for euroområdet og transaktioner mellem eurolandene og lande uden for euroområdet og også samler varer og tjenesteydelser under ét.

Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR): Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder, som blev oprettet af **Europa-Kommissionen** i juni 2001 på baggrund af en henstilling fra Vismandsudvalget for Regulering af Europæiske Værdipapirmarkeder, består af repræsentanter for de nationale myndigheder, der regulerer værdipapirmarkedet. Som trin 3-instans i den reviderede europæiske lovgivningsstruktur rådgiver udvalget Europa-Kommissionen om spørgsmål vedrørende værdipapirpolitik og bidrager til at sikre medlemslandenes konsekvente gennemførelse af fællesskabslovgivningen. Udvalget fremmer desuden samarbejdet mellem de europæiske tilsynsmyndigheder.

Udvalget for Økonomisk Politik (EPC): Et rådgivende fællesskabsorgan, der bidrager til forberedelsen af **EU-Rådets** arbejde. Udvalget samarbejder tæt med **Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC)** og fokuserer hovedsagelig på strukturpolitikker, som skal øge vækstpotentialet og beskæftigelsen i Fællesskabet. Udvalget, der er omtalt i **traktatens** artikel 272, blev oprettet ved en rådsafgørelse i 1974. Medlemslandene, **Europa-Kommissionen** og **ECB** udpeger hver to medlemmer af udvalget.

Uforholdsmæssigt store underskud, proceduren i forbindelse med: I **traktatens** artikel 104 og protokollen om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud kræves det, at EU-landene overholder budgetdisciplin, og der opstilles kriterier for, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud. Endvidere beskrives de foranstaltninger, der skal træffes, hvis det konstateres, at kravene i forbindelse med budgetstillingen og den offentlige gæld ikke er opfyldt. Dette suppleres af Rådets forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, der er en del af **stabilitets- og vækstpagten**.

Underskudskvotient (den offentlige sektors): Det offentlige underskud er defineret som nettolåntagning og er forskellen mellem den offentlige sektors samlede indtægter og udgifter. Den offentlige sektors underskudskvotient er defineret som den procentdel, som det offentlige underskud udgør af bruttonationalproduktet i løbende markedspriser, og er et af de fiskale konvergenskriterier, som er fastlagt i artikel 104, stk. 2, i **traktaten** om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab for at definere, hvornår der er et uforholdsmæssigt stort underskud.

Valutaswap: En samtidig spot- og terminsforretning, hvor én valuta handles mod en anden. **Euro-systemet** kan udføre **markedsoperationer** i form af valutaswaps, hvor NCBerne (eller **ECB**) 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.

Værdipapirafviklingssystem: Et system, hvor værdipapirer eller andre finansielle aktiver kan opbevares eller overføres mod betaling (**DvP – Delivery versus Payment**) eller uden betaling.

Værdipapircentral: En enhed, der opbevarer og administrerer værdipapirer, 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). Ud over at opbevare og administrere værdipapirer kan en værdipapircentral også tage sig af clearing og afvikling.

Økonomisk analyse: En af søjlerne i **ECBs** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den økonomiske analyse fokuserer primært på vurderingen af den aktuelle økonomiske og finansielle

udvikling og de risici for prisstabiliteten, som udviklingen indebærer på kort til mellemlangt sigt, hvor perspektivet er samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer og tjenesteydelser og faktormarkederne på netop kort til mellemlangt sigt. Der lægges i denne forbindelse vægt på behovet for at identificere de stød, der rammer økonomien, deres indvirkning på omkostninger og priser og udsigterne på kort til mellemlangt sigt til, at de breder sig til andre dele af økonomien (se også **monetær analyse**).

Økonomiske og Finansielle Udvalg, Det (EFC): Et rådgivende fællesskabsorgan, som bidrager til forberedelse af **EU-Rådets** arbejde. Udvalget blev oprettet ved starten af tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)**. Medlemslandene, **Europa-Kommissionen** og **ECB** udpeger hver højst to medlemmer af udvalget. **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 samt budgetovervågning.

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 (EMI)** 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 **ECB** og indførelse af **euroen**. Med indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002 blev ØMUen fuldblyrdet.

