



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

ÅRSBERETNING 2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

ÅRSBERETNING  
2004

ECB EZB EKT EKP

50

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK





DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK



I 2005  
vil alle  
publikationer  
bære et motiv  
taget fra  
en 50 euro  
pengeseddel

ÅRSBERETNING  
2004

© Den Europæiske Centralbank, 2005

**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.*

*Foto:*

*Claudio Hills  
Martin Joppen  
Stefan Laub  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen  
Europa-Parlamentet*

*Skæringsdato for statistik i denne  
årsberetning var den 25. februar 2005*

ISSN 1561-4573  
ISSN 1725-2865 (online)

# INDHOLD

<b>FORORD</b>	<b>10</b>	3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler	<b>94</b>
<b>KAPITEL 1 DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN</b>	<b>4</b>	<b>STATISTIK</b>	<b>97</b>
<b>1 PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER</b>	<b>16</b>	4.1 Yderligere forbedringer af de statistiske rammer for euroområdet	<b>97</b>
<b>2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING</b>	<b>19</b>	4.2 Nye eller forbedrede statistikker	<b>98</b>
2.1 De globale makroøkonomiske forhold	<b>19</b>	4.3 Statistik over de offentlige finanser	<b>98</b>
2.2 Den monetære og finansielle udvikling	<b>22</b>	<b>5 ØKONOMISK FORSKNING</b>	<b>99</b>
2.3 Prisudviklingen	<b>42</b>	5.1 Forskningsprogram	<b>99</b>
2.4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	<b>49</b>	5.2 Forskningsnetværk	<b>100</b>
2.5 Udviklingen i de offentlige finanser	<b>57</b>	5.3 Makroøkonometriske modeller for euroområdet	<b>101</b>
2.6 Udviklingen i valutakurser og betalingsbalancen	<b>64</b>	<b>6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER</b>	<b>102</b>
<b>3 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET</b>	<b>69</b>	6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	<b>102</b>
<b>KAPITEL 2 CENTRALBANKOPERATIONER OG -AKTIVITETER</b>	<b>69</b>	6.2 Rådgivende funktioner	<b>102</b>
<b>1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER</b>	<b>80</b>	6.3 Forvaltning af fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	<b>103</b>
1.1 Pengepolitiske operationer	<b>80</b>	<b>KAPITEL 3 FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION</b>	
1.2 Valutaoperationer	<b>85</b>	<b>1 FINANSIEL STABILITET</b>	<b>108</b>
1.3 Investeringsaktiviteter	<b>85</b>	1.1 Overvågning af finansiell stabilitet	<b>108</b>
<b>2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER</b>	<b>87</b>	1.2 Samarbejde i krisesituationer	<b>110</b>
2.1 Target-systemet	<b>87</b>	<b>2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN</b>	<b>111</b>
2.2 Target2	<b>89</b>	2.1 Bankvirksomhed	<b>111</b>
2.3 Grænseoverskridende sikkerhed	<b>90</b>	2.2 Værdipapirer	<b>111</b>
<b>3 SEDLER OG MØNTER</b>	<b>92</b>	2.3 Regnskabsprincipper	<b>112</b>
3.1 Sedler og mønter i cirkulation	<b>92</b>	<b>3 FINANSIEL INTEGRATION</b>	<b>113</b>
3.2 Forfalskning af eurosedler og beskyttelse mod forfalskning	<b>93</b>	<b>4 OVERVÅGNING AF MARKEDETS INFRASTRUKTUR</b>	<b>118</b>
		4.1 Overvågning af systemer og infrastrukturer for store betalinger i euro	<b>118</b>
		4.2 Detailbetalingsydelse	<b>119</b>
		4.3 Værdipapirclearing- og -afviklingssystemer	<b>120</b>

**KAPITEL 4  
EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE  
RELATIONER**

<b>1 EUROPÆISKE SPØRGSMÅL</b>	<b>128</b>
1.1 Politikspørgsmål	128
1.2 Institutionelle spørgsmål	129
<b>2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL</b>	<b>131</b>
2.1 Vigtige tendenser i det internationale monetære og finansielle system	131
2.2 Samarbejde med lande uden for EU	133

**KAPITEL 5  
ANSVARLIGHED**

<b>1 ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET</b>	<b>138</b>
<b>2 ECBs SYN PÅ UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET</b>	<b>139</b>

**KAPITEL 6  
EKSTERN KOMMUNIKATION**

<b>1 KOMMUNIKATIONSPOLITIK</b>	<b>144</b>
<b>2 KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER</b>	<b>145</b>

**KAPITEL 7  
UDVIDELSE AF DEN EUROPÆISKE UNION**

<b>1 VELLYKKET TILTRÆDELSE AF 10 NYE MEDLEMSLANDE</b>	<b>150</b>
<b>2 FORBINDELSER MED EU-KANDIDATLANDE</b>	<b>154</b>

**KAPITEL 8  
INSTITUTIONELLE RAMMER, ORGANISATION  
OG ÅRSREGNSKAB**

<b>1 ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE</b>	<b>158</b>
1.1 Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	158
1.2 Styrelsesrådet	160
1.3 Direktionen	162
1.4 Det Generelle Råd	164
1.5 Eurosystem-/ESCB-komiteer og Budgetkomiteen	165
1.6 Corporate governance	165
<b>2 ORGANISATORISK UDVIKLING</b>	<b>168</b>
2.1 Human resources	168
2.2 ECBs nye hovedsæde	169

<b>3 ESCBs SOCIALE DIALOG</b>	<b>171</b>
<b>4 ÅRSREGNSKABET FOR ECB</b>	<b>173</b>
Balance pr. 31. december 2004	176
Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2004 til 31. december 2004	178
Anvendt regnskabspraksis	179
Noter til balancen	182
Noter til resultatopgørelsen	190
Note om fordeling af tab	193
Revisionspåtegning	195

<b>5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2004</b>	<b>196</b>
--	------------

**BILAG**

<b>RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK</b>	<b>200</b>
--	------------

<b>UDTALELSER VEDTAGET AF ECB</b>	<b>204</b>
-----------------------------------	------------

<b>DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN JANUAR 2004</b>	<b>207</b>
--	------------

<b>KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSISTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG</b>	<b>213</b>
--	------------

<b>ORDLISTE</b>	<b>215</b>
-----------------	------------

## BOKSE

1	Udviklingen i de finansielle aktiver i euroområdet i ikke-finansielle sektor i 2004	25
	Tabel Euroområdets ikke-finansielle sektors finansielle aktiver	25
2	Hvad kan der ske med likviditetsoverskuddet i euroområdet?	28
	Figur. Skematisk præsentation af, hvordan likviditetsoverskuddet kan anvendes	28
3	Generelle tendenser i den implicite volatilitet på de finansielle markeder	33
	Figur A. Implicit volatilitet på de finansielle markeder i euroområdet	33
	Figur B. Implicit volatilitet og aktiemarkedsvolatilitet i euroområdet og USA	34
4	Har små og mellemstore virksomheder haft mindre gunstige finansieringsvilkår end store virksomheder i euroområdet i 2004?	39
	Figur A. Ændringer i kreditstandarderne for godkendelse af lån eller kreditfaciliteter til ikke-finansielle selskaber	40
	Figur B. MFI-rentespænd mellem små og store lån til ikke-finansielle selskaber	40
5	Oliepriserne og euroområdets økonomi	44
	Figur A. Prisen på Brent-råolie	45
	Tabel Stigning i prisen på Brent-råolie i bestemte perioder	46
	Figur B. Oliepriser og energikomponenternes bidrag til HICP-inflationen	46
	Figur C. Oliepriser og transportkomponenternes bidrag til HICP-inflationen	46
6	Fremskridt med strukturreformer på arbejds- og produktmarkederne i EU	51
7	Potentielle følger af den demografiske ændring i euroområdet	54
	Figur Overordnet demografisk udvikling i euroområdet	55
8	Udviklingen i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet	59

	Figur A. Udestående gældsinstrumenter udstedt af euroområdets offentlige sektor i 2004 fordelt efter udstederland	59
	Tabel Udestående gældsinstrumenter udstedt af euroområdets offentlige sektor	59
	Figur B. Spænd i den lange statsobligationsrente over for Tyskland	60
	Figur C. Ændringer i den relative gældskvote over for Tyskland og ændringer i rentespænd mellem 2001 og 2004	61
9	Finanspolitik og makroøkonomisk stabilitet	62
10	De vigtigste elementer i ERM2	74
11	Eurosystemets forvaltning af valutareserver	104
12	Forskningsnetværk vedrørende kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa	114
13	Finansiell integration på euroområdets kreditmarked	117
14	Standarder for værdipapirclearing og -afvikling i EU	121
15	Erklæringen om eurosystemets målsætning	159

## TABELLER

1	Prisudviklingen	42
2	Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger	48
3	Sammensætningen af vækst i reelt BNP	50
4	Udviklingen på arbejdsmarkedet	53
5	Budgetstillinger i euroområdet	58
6	Vækst i reelt BNP i EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	69
7	HICP-inflation i EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	70
8	Budgetstillinger i EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	72
9	Betalingsbalancer i EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	73
10	Udviklingen i ERM2	75
11	Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet	76
12	Betalinger i Target	88
13	Target-systemets tilgængelighed	88

14 Fordeling af falske sedler efter seddelværdi	93	23 Udviklingen i boligpriserne i euroområdet	48
15 Fordeling af euroseddelproduktionen i 2004	95	24 De enkelte komponenter i producentpriser i industrien	48
16 Vigtige karakteristika ved EUs økonomi inkl. og ekskl. de nye medlemslande	151	25 Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor	49
<b>FIGURER</b>		26 Bidrag til kvartalsvis vækst i reall BNP	49
1 ECB-renter og pengemarkedsrenter	16	27 Arbejdskraftsproduktivitet	54
2 Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier	19	28 Arbejdsløshed	54
3 Hovedtendenser på råvaremarkederne	21	29 Nominelle og reale effektive eurokurser	66
4 M3 og M3 korrigeret for porteføljeomlægningernes anslåede effekt	22	30 Betalingsbalancens løbende poster	66
5 Bidrag til årlig vækst i M3	22	31 Finansielle poster fordelt efter komponenter	67
6 Korte MFI-indlånsrenter	23	32 Ændringer i kursen mellem euro og EU-valutaer uden for ERM2	75
7 Bevægelser i M3 og dets modposter	26	33 Bud og tildelingsbeløb i de ugentlige primære markedsoperationer i 2004	81
8 Skøn over pengegab	27	34 Likviditetsfaktorer og udviklingen i eurosedler i euroområdet i 2004	82
9 Korte renter og pengemarkedsrentekurvens hældning	30	35 Omsættelige belånbare aktiver til sikkerhedsstillelse	83
10 3-måneders Euribor-renten implicit i futureskontrakter og implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter	30	36 Brug af omsættelige aktiver til sikkerhedsstillelse	83
11 Lange statsobligationsrenter	31	37 Samlet værdi af sedler i cirkulation mellem 2000 og 2004	92
12 Lange reale obligationsrenter og "break-even"-inflation i euroområdet	31	38 Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2004	92
13 Vigtigste aktieindeks	36	39 Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2004	93
14 Vækst i faktisk og forventet virksomhedsindtjening	36	40 Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2004	94
15 Udvikling og lån på boligmarkedet i eurolandene	37	41 ECB Working Papers: Klassifikation i henhold til Journal of Economic Literature	99
16 MFI-renter for udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	37		
17 Gæld som andel af BNP og vækst i udlån til husholdninger	38		
18 Indikatorer for markedsbaserede finansieringsomkostninger for ikke-finansielle selskaber	38		
19 Bidrag til den årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers gæld	41		
20 Balanceindikatorer for ikke-finansielle selskaber	42		
21 De vigtigste komponenter i HICP-inflationen	43		
22 Komponenternes bidrag til HICP-inflationen	43		

## LANDE

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

## ANDRE FORKORTELSER

BIS	Den Internationale Betalingsbank
BPM5	IMFs 5. betalingsbalancemanual
c.i.f	Omkostninger, fragt og forsikring til importørens grænse
CPI	Forbrugerprisindeks
ECB	Den Europæiske Centralbank
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	Enhedslønomkostninger i fremstillingssektoren
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union

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



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: Stephan Jung**

Titel: P.WP1, 2002

Materiale: Olie på lærred, Format: 230 x 265 cm

14

**Kunstner: Isa Dahl**

Titel: "eben still", 2004

Materiale: Olie på lærred, Format: Ø 190 cm

78

**Kunstner: Jacob Dahlgren**

Titel: Kraków, 2002

Materiale: Yoghurtbægre på aluminium, Format: 184 x 148 x 10 cm

106

**Kunstner: Ana Luísa Ribeiro**

Titel: Uden titel, 2001,

Materiale: Olie på lærred, Format: 150 x 230 cm

126

**Kunstner: Xenia Hausner**

Titel: Traumspiel, 2004

Materiale: Farvelitografi på håndlavet papir (ed. 16/25), Format: 96 x 129 cm

136

**Kunstner: Philippe Cognée**

Titel: Foule, Place St. Pierre de Rome, Pâques, 1999

Materiale: Voks på lærred, Format: 154 x 153 cm

142

**Kunstner: Jan Fabre**

Titel: Uden titel, 1987

Materiale: Kuglepenneblæk på papir, Format: 200 x 158 cm

148

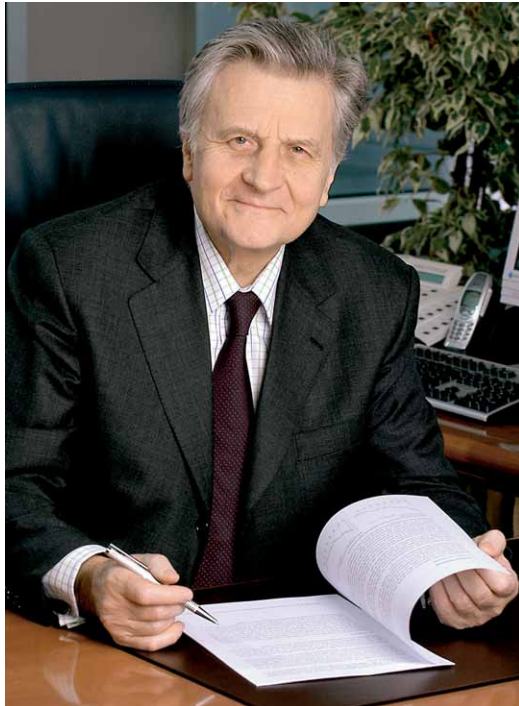
**Kunstner: Reinhold A. Goelles**

Titel: Uden titel

Materiale: Akryl på lærred, Format: 152 x 100 cm

156

**FORORD**



Når man ser tilbage på det seneste års begivenheder, skiller udvidelsen af Den Europæiske Union (EU), der fandt sted 1. maj 2004, sig ud som en begivenhed af historiske dimensioner. Inden for vore forskellige kompetenceområder forberedte vi udvidelsen i god tid, bl.a. ved så tidligt som muligt at invitere vore centralbankcheferkolleger i de ti nye medlemslandes centralbanker til at deltage i Det Generelle Råds møder som observatører. At denne udvidelse blev så vellykket skyldes også det store forberedende stykke arbejde, som ECB og dens medarbejdere udførte. Komiteerne under Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) blev ligeledes åbnet for eksperter fra disse centralbanker, der deltog som observatører. Forberedelserne var grundige og skete i en positiv atmosfære, der muliggjorde en gnidningsløs optagelse af disse lande og centralbanker i EU og ESCB. Det første møde i Det Generelle Råd efter udvidelsen var en bevægende begivenhed for os alle, mens den første telekonference i Det Generelle Råd også markerede en betydningsfuld milepæl, fordi vi fik vished om, at vores nye, sikre kommunikationsnetværk fungerede perfekt, og vi kunne vise, at vi kunne gen-

nemføre effektive drøftelser pr. telekonference med deltagere fra hele Europa.

De ti nye medlemslande er blevet optaget i EU uden traktatfæstede forbehold. De skal derfor før eller senere indtræde i euroområdet. I fuld overensstemmelse med traktatens bestemmelser er vi alle enige om, at den bedst mulige forberedelse til at indføre euroen, nemlig at der opnås en høj grad af vedvarende konvergens i henhold til Maastricht-kriterierne, er helt afgørende.

I løbet af 2004 blev yderligere tre valutaer optaget i valutakursmekanismen ERM2, nemlig den estiske, litauiske og slovenske valuta. ERM2 bestod inden da af euroen, ERM2s ankervaluta, og den danske krone. De tre nye lande har forpligtet sig til at deltage i ERM2 på en sådan måde, at såvel systemets smidige funktion som det bedst mulige bidrag til opnåelsen af vedvarende konvergens sikres.

\*\*\*

EU-landene er på vej til at ratificere traktaten om en forfatning for Europa, der blev undertegnet for nyligt. Forfatningen er en glimrende illustration af den vilje, der er i Europa til at fortsætte den historiske integration i Unionen, samtidig med at den udvides geografisk. Eurosystemet, der primært er ansvarligt for at fastholde prisstabilitet, er sig sin rolle i udbygningen af EU fuldt bevidst; en rolle, der i øvrigt også fremgår af forfatningen. Alle de væsentlige elementer i den pengepolitiske ramme for ØMUen fremgår ligeledes af forfatningen. Det gælder såvel den monetære søjle som den økonomiske og finanspolitiske søjle. ECB ser frem til, at forfatningen bliver ratificeret.

\*\*\*

I 2004 var væksten i euroområdet moderat. Væksten i realt BNP for året som helhed blev således 1,8 pct. mod 0,5 pct. i 2003. Væksten var relativt dynamisk i 1. halvår, hvorefter den aftog i 3. og 4. kvartal. Samlet synes forventningen om et gradvist opsving i sammenhæng med en række

usikkerhedsmomenter inden for og uden for euroområdet, at være blevet bekræftet.

I hele 2004 fastholdt ECBs styrelsesråd renten på de primære markedsoperationer på 2 pct., hvilket er et helt usædvanligt lavt niveau. Styrelsesrådet førte en pengepolitik, der sigtede mod at fastholde prisstabilitet under vanskelige internationale forhold, der bl.a. kendetegnedes af råvare- og olieprisstigninger, volatilitet på valutamarkederne, vedvarende og betydelige globale ubalancer samt et betydeligt bidrag til den globale vækst fra den meget hurtige udvikling i en række vækstøkonomier. Et af Styrelsesrådets hovedbudskaber har hele året været, at det fortsat er nødvendigt at være årvågen med hensyn til inflationsrisici i forbindelse med mulige afledte virkninger fra de løn- og prisstigninger, der var resultatet af de store udsving i den samlede inflation, der især skyldtes drastiske stigninger i råvare- og oliepriser. De afledte virkninger er forblevet afdæmpede, hvilket også skyldes, at de økonomiske aktører og arbejdsmarkedets parter klart har forstået vores budskab.

I 1. halvår 2004 kunne der iagttages en vis stigende tendens i de skøn, der blev foretaget over inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt på baggrund af en række undersøgelser samt indeksobligationerne. Denne negative tendens stoppede midt på året, hvorefter den begyndte at udvikle sig mere positivt i løbet af 2. halvår 2004. Der er ingen tvivl om, at de klare udtalelser om nødvendigheden af at udvise årvågenhed, som Styrelsesrådet fremkom med i denne periode, bidrog til samlet set at forankre inflationsforventningerne på et niveau, der ligger på linje med vores definition på prisstabilitet: under 2 pct. og tæt på 2 pct.

Denne forankring af inflationsforventningerne i euroområdet på mellemlangt til langt sigt afspejler Styrelsesrådets troværdighed og er helt afgørende. Det er denne troværdighed, der gør det muligt for ECB at fastholde prisstabilitet i overensstemmelse med mandatet i traktaten, selv om forholdene er vanskelige, idet den giver de økonomiske aktører en klar reference i løn- og prisfastsættelsesprocessen. Den giver også euroom-

rådet mulighed for at udnytte en finansiell udvikling, der fremmer vækst og jobskabelse gennem historisk lave mellemfristede og lange markedsrenter, som indeholder inflationsforventninger på linje med vores definition på prisstabilitet.

\*\*\*

En god pengepolitik er en nødvendig forudsætning for vedvarende vækst og jobskabelse. Alene er den dog ikke tilstrækkelig. Den må nødvendigvis ledsages af en sund finanspolitik og et hensigtsmæssigt sæt af strukturreformer.

Eurosystemet har derfor altid argumenteret kraftigt for en korrekt gennemførelse af stabilitets- og vækstpacten og har i den forbindelse igen og igen fremhævet, at det er nødvendigt at bevare integriteten af pactens korrigerende del, og især det nominelle anker på 3 pct. af BNP som grænse for budgetunderskuddet, samt selve proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store under-skud.

Dette er også årsagen til eurosystemets kraftige opfordringer til euroområdet om at foretage en målrettet gennemførelse af strukturreformer på arbejdsmarkedet, på uddannelsesområdet, inden for forskning og udvikling, på markederne for varer og tjenesteydelser samt i forvaltningen af udgifterne til social sikring. Disse reformer er yderst vigtige, for at vækstpotentialet i den europæiske økonomi kan øges, jobskabelsen fremmes, og arbejdsløsheden nedbringes markant. I 2004 støttede ECB de initiativer, der blev taget i Europa-Kommissionen og af EU-Rådet, og som sigtede mod at genoptage og sætte fart i gennemførelsen af de strukturreformer, der var en del af Lissabon-strategien. Vi støttede også forslagene i rapporten fra gruppen på højt plan under Wim Koks ledelse, der blev offentliggjort mod slutningen af 2004. I henhold til disse forslag, skal Lissabon-strategien fokusere på et begrænset antal prioriterede områder, der understøtter kraftigere vækst og højere beskæftigelse.

\*\*\*

Hvad angår ECBs organisation og funktion, var 2004 et år med store udfordringer for institutionen. ECBs nettotab var 1.636 mio. euro mod et nettotab på 477 mio. euro i 2003. Nettotabet skyldtes endnu en gang valutakursudviklingen, der påvirkede værdien – udtrykt i euro – af ECBs beholdninger denomineret i fremmed valuta. Vi tager i vores regnskabspraksis maksimale forsigtighedshensyn. Dette er grunden til, at disse urealiserede valutakurstab bogføres som realiserede tab og medtages på resultatopgørelsen ultimo året. I 2004 medførte euroens appreciering urealiserede valutakurstab på næsten 2,1 mia. euro netto. Urealiserede gevinster, der skyldes kurs- og prisregulering, bogføres derimod ikke som indtægter, men overføres direkte til revalueringsskonti.

ECBs ordinære indtægter stammer primært fra det afkast, der fremkommer ved investering af beholdningerne af valutareserveaktiver og den indbetalte kapital på 4,1 mia. euro, samt renteindtægterne fra ECBs andel på 8 pct. af eurosedelomløbet. Renteindtægterne var endnu en gang lave i 2004, hvilket bl.a. skyldes de ekstraordinært lave renter på de primære markedsoperationer, der blev fastholdt på 2 pct. gennem hele 2004. ECBs samlede nettorenteindtægt var i alt 690 mio. euro mod 715 mio. euro i 2003. ECBs administrationsomkostninger til lønninger og hermed forbundne omkostninger, husleje, varer og tjenesteydelser beløb sig til 340 mio. euro. Ved udgangen af 2004 havde ECB 1314 medarbejdere mod 1217 et år tidligere.

Formålet med projektet "ECB i bevægelse" var at forbedre ECBs effektivitet, fremme Human Resources Management og styrke centralbankværdierne blandt alle medarbejdere. I 2004 gennemførtes de fleste af de foranstaltninger, som projektprogrammet indebar, og som Direktionen havde vedtaget. Nogle enkelte er stadig under gennemførelse. ECB i bevægelse har været et betydningsfuldt projekt, der har bidraget til at forbedre arbejdskulturen og konsolidere den team spirit, der findes i ECB. Det er Direktionens klare hensigt at implementere projektprogrammet og at holde fast i den ånd, der har kendetegnet ECB i bevægelse.

2004 har været kendetegnet af udviklingen på to andre vigtige områder. For det første vedtagelsen af ECBs kerneværdier: kompetence, effektivitet, integritet, team spirit, gennemsigtighed og ansvarlighed samt endelig at arbejde for Europa. For det andet beslutningen om, at der skal iværksættes en nulbasebudgetteringsrunde (Zero Base Budgeting – ZBB). Siden ECB blev oprettet den 1. juni 1998, har institutionen gennemgået en kraftig vækst for at kunne leve op til den historiske udfordring, man har været stillet overfor. Nu da ECB har bevist sin effektivitet, er tiden kommet til grundigt at gennemgå, hvor effektiv institutionen fungerer. Direktionen iværksatte derfor ZBB-projektet i 2004, der skal undersøge alle institutionens opgaver samt tildelingen af medarbejdere i forbindelse hermed. Projektet er i gang og vil blive afsluttet medio 2005.

\*\*\*

I Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd hersker der en helt ekstraordinær team spirit. I euroområdet udgør ECB og de 12 nationale centralbanker et samlet team, dvs. eurosystemet. I 2004 blev erklæringen om eurosystemets målsætninger vedtaget (se boks 15). Målsætningerne er fælles for 13 institutioner og medarbejderne i disse institutioner over hele euroområdet. Erklæringen er et godt eksempel på vores fælles vilje til – i Europas og den fælles valutas tjeneste – yderligere at styrke det team, som eurosystemet udgør. ECB er stolt af at gå i spidsen for dette enestående team.

Frankfurt am Main, marts 2005



Jean-Claude Trichet



**Kunstner:**  
Stephan Jung

**Titel:**  
P.WP1, 2002

**Materiale:**  
Olie på lærred

**Format:**  
230 x 265 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**KAPITEL I**

**DEN ØKONOMISKE  
UDVIKLING OG  
PENGEPOLITIKKEN**



## I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER

Det økonomiske opsving i euroområdet, som begyndte i 2. halvår 2003, fortsatte i 2004. Euroområdets økonomi styrkedes i 1. halvår, bl.a. som følge af kraftig global økonomisk vækst. I 2. halvår 2004 svækkedes den økonomiske aktivitet i euroområdet en smule, hvilket til dels skyldtes stigende oliepriser. Alt i alt var væksten i realt BNP, korrigeret for antal arbejdsdage, 1,8 pct. i 2004 i forhold til 0,5 pct. i 2003 og 0,9 pct. i 2002.

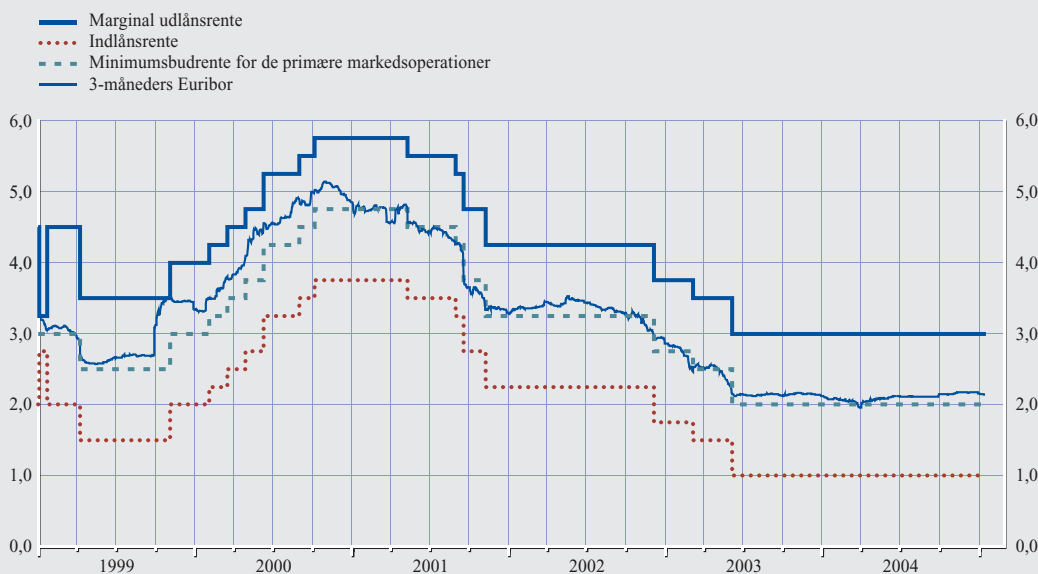
På baggrund af det gradvise økonomiske opsving forblev det underliggende indenlandske inflationspres begrænset og nød tydeligt godt af afdæmpede lønstigninger. En lille appreciering af den nominelle effektive eurokurs bidrog også til et noget lavere inflationspres. Den samlede inflation i 2004 var dog klart påvirket af stigninger i administrerede priser og afgifter og, især i 2. halvår, olieprisstigninger. Den samlede årlige HICP-inflation var således 2,1 pct. i 2004, dvs. uændret i forhold til året før.

På baggrund af et afdæmpet indenlandsk prispres og positive udsigter for prisstabiliteten på mellemlangt sigt fastholdt ECBs styrelsesråd ECBs officielle renter uændret på et historisk lavt niveau i hele 2004. Minimumsbudrenten for ECBs primære markedsoperationer blev fastholdt på 2 pct., mens renten for indlånsfaciliteten og den marginale udlånsfacilitet blev fastholdt på henholdsvis 1 pct. og 3 pct. (se figur 1)

Et nærmere blik på de pengepolitiske beslutninger i de første måneder af 2004 bekræfter, at det gradvise økonomiske opsving, der begyndte i 2. halvår 2003, fortsætter. På den eksterne side bidrog den kraftige dynamik i verdensøkonomien til en robust eksportvækst. Desuden udviklede investeringerne sig positivt på baggrund af de meget gunstige finansieringsforhold i euroområdet samt forbedrede udsigter for virksomhedernes indtjening som følge af balancejusteringer. Hvad angår det private forbrug, ventedes et gradvist opsving på grundlag af udsigten til en stig-

Figur 1. ECB-renter og pengemarkedsrenter

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



Kilde: ECB.

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

ning i den disponible realindkomst og en gradvis forbedring af arbejdsmarkedsforholdene. HICP-inflationen faldt til under 2 pct. i begyndelsen af 2004, hovedsagelig på grund af et aftagende inflationspres som følge af euroens appreciering i de sidste måneder af 2003 og basiseffekter fra kraftige energiprisstigninger i begyndelsen af 2003.

I 1. kvartal 2004 fortsatte den nedadgående tendens i den årlige M3-vækst, der begyndte i sommeren 2003. Det afspejlede hovedsagelig, at tidligere porteføljebevægelser blev omgjort, idet investorerne gradvist omlagde deres porteføljer til mere langfristede og risikobetonede finansielle aktiver uden for M3 efter en periode med en særlig stor præference for likviditet på grund af den øgede økonomiske og finansielle usikkerhed fra 2001 til medio 2003. Trods normaliseringen af væksten i M3 var der fortsat betydeligt mere likviditet i euroområdet end nødvendigt for at finansiere en ikke-inflationær økonomisk vækst. Det indebar, at de opadrettede risici for prisstabiliteten skulle overvåges nøje, men Styrelsesrådet vurderede alt i alt udsigterne for prisstabiliteten som gunstige i 1. kvartal 2004.

Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2004 signalerede to modsatrettede scenarier. På den ene side tydede de foreliggende oplysninger på fortsat robust økonomisk vækst på globalt plan og en meget gunstig udvikling i euroområdets eksport. På den anden side begyndte oliepriserne at stige markant efter marts 2004, hvilket gradvis trak i den modsatte retning. Førstnævnte scenario tegnede imidlertid det overordnede billede af 2. kvartal, og de økonomiske indikatorer bekræftede i stigende grad, at opsvinget tog til. Ved udgangen af 2. kvartal indikerede nøgletallene, at det økonomiske opsving i euroområdet i 1. halvår 2004 havde været mere markant end forventet, hvilket gav næring til optimismen vedrørende udsigterne for den økonomiske vækst. I 1. halvår var væksten i realt BNP i gennemsnit 0,6 pct. kvartal-til-kvartal, dvs. den højeste vækstrate i euroområdet siden 1. halvår 2000. Det tiltagende opsving afspejlede navnlig en stærkere eksport og en begyndende styrkelse af det pri-

vate forbrug efter en lang periode med stagnation. På baggrund heraf forudsagde eurosystemets stabs fremskrivninger fra juni 2004, at væksten i realt BNP i euroområdet vil stige til mellem 1,4 pct. og 2,0 pct. i gennemsnit i 2004 og mellem 1,7 pct. og 2,7 pct. i 2005. Prognoser fra internationale og private organisationer bekræftede også forventningerne om en styrkelse af det økonomiske opsving i 2. halvår 2004.

Den kraftige stigning i olieprisen skabte også et betydeligt opadrettet pres på forbrugerpriserne på kort sigt og havde en markant effekt på inflationen. Den årlige HICP-inflation steg igen i 2. kvartal 2004, hvilket også delvis skyldtes stigninger i administrerede priser og afgifter. I sin vurdering af prisudviklingen på mellemlangt sigt antog Styrelsesrådet dog, at inflationspreset ville forblive begrænset, især i lyset af de afdæmpede arbejdsmarkedsforhold og forventningen om, at lønstigningerne fortsat ville være moderate som følge af den kun gradvise forbedring af arbejdsmarkedet og det beherskede økonomiske opsving. Disse synspunkter stemte overens med eurosystemets stabs fremskrivninger fra juni 2004, som indebar en gennemsnitlig årlig HICP-inflation på mellem 1,9 pct. og 2,3 pct. i 2004 og mellem 1,1 pct. og 2,3 pct. i 2005, og som også var i overensstemmelse med prognoser fra internationale og private organisationer. Der blev imidlertid identificeret visse opadrettede risici i forbindelse med disse fremskrivninger som følge af olieprisudviklingen, usikkerhed vedrørende ændringer i afgifter og administrerede priser samt potentielle anden runde-effekter via løn- og prisadfærd. Desuden steg de finansielle markeders forventninger til inflationen på mellemlangt til langt sigt i denne periode.

Den årlige vækst i M3 fortsatte sin nedadgående tendens i 2. kvartal 2004, hvilket afspejlede yderligere normalisering af investorernes porteføljeadfærd. Normaliseringen gik imidlertid langsomt, og væksten i M3 var stadig forholdsvis kraftig. Det skyldtes også de lave renters stimulerende effekt på efterspørgslen efter likvide aktiver. Styrelsesrådet var derfor stadig bekymret over det vedvarende store likviditetsoverskud i

euroområdet, som under et konjunkturopsving kan medføre inflationspres på mellemlangt sigt.

Det generelle billede af et igangværende opsving ændrede sig ikke grundlæggende i 2. halvår 2004, men det blev stadig tydeligere, at det økonomiske opsving i euroområdet ville forløbe noget mere moderat end forventet. Det kunne navnlig tilskrives en midlertidig opbremsning i den globale økonomiske vækst, endnu en kraftig stigning i oliepriserne i 3. kvartal samt euroens markante appreciering i 4. kvartal. I 2. halvår bekræftede tallene, at olieprisstigningerne havde dæmpet efterspørgselsvæksten både i og uden for euroområdet. I 3. og 4. kvartal 2004 var væksten i realt BNP i euroområdet kun 0,2 pct. kvartal-til-kvartal. Eurosystemets stabs fremskrivninger offentliggjort i december 2004 forudsagde en vækst i realt BNP på mellem 1,4 pct. og 2,4 pct. i 2005 og mellem 1,7 pct. og 2,7 pct. i 2006. Desuden understregede Styrelsesrådet, at der var nedadrettede risici forbundet med disse fremskrivninger som følge af en potentielt ugunstig udvikling på oliemarkedet.

Hvad angår priserne, lå den årlige HICP-inflation fortsat en del over 2 pct. i 2. halvår 2004, hovedsagelig på grund af stigende oliepriser. Der var dog ingen tegn på et øget indenlandsk inflationspres. Lønstigningerne havde været afdæmpede siden 4. kvartal 2003, og tendensen forventedes at fortsætte i lyset af den aktuelle moderate vækst og det svage arbejdsmarked. På baggrund heraf forudsagde eurosystemets stabs fremskrivninger offentliggjort i december 2004 en årlig vækst i HICP på mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2005 og mellem 1,0 pct. og 2,2 pct. i 2006. Der var dog stadig hovedsagelig opadrettede risici forbundet med disse fremskrivninger. Risiciene

vedrørte først og fremmest udviklingen i oliepriserne, usikkerhed om yderligere stigninger i afgifter og administrerede priser samt potentielle anden runde-effekter via løn- og prisadfærden.

Disse risici fremgik også stadig tydeligere af ECBs monetære analyse. I 2. halvår 2004 vejede de fortsat lave renters opadrettede effekt på væksten i M3, især de mere likvide komponenter i M3, tungere end den gradvise nedadrettede effekt, der skyldtes normaliseringen af porteføljeadfærden. De lave renter stimulerede også den private sektors efterspørgsel efter kredit. Navnlig steg efterspørgslen efter lån til boligkøb fra et allerede robust niveau, hvilket bidrog til den kraftige dynamik i huspriserne i flere eurolande. I den forbindelse bemærkede Styrelsesrådet, at et vedvarende stort likviditetsoverskud og kraftig vækst i kreditgivningen ikke kun blev betragtet som opadrettede risici for prisstabiliteten, men også som en mulig kilde til uholdbare stigninger i aktivpriserne, især på ejendomsmarkederne. I begyndelsen af 2005 ændrede dette billede sig ikke grundlæggende. Den kraftige pengemængdevækst, der er observeret siden medio 2004, fortsatte, og der var stadig betydeligt mere likviditet i euroområdet end nødvendigt for at finansiere en ikke-inflationær vækst.

Generelt udtrykte Styrelsesrådet i 2. halvår 2004 og begyndelsen af 2005 stigende bekymring over de negative tendenser i inflationsudviklingen på kort sigt. Samtidig bemærkede Styrelsesrådet, at der ikke var tegn på øget indenlandsk inflationspres. På baggrund heraf blev ECBs officielle renter fastholdt uændret i hele perioden. Styrelsesrådet understregede dog, at en række opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt stadig skulle overvåges nøje.

## 2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

### 2.1 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

#### VERDENSØKONOMIEN VISTE DEN KRAFTIGSTE VÆKST I OVER 20 ÅR

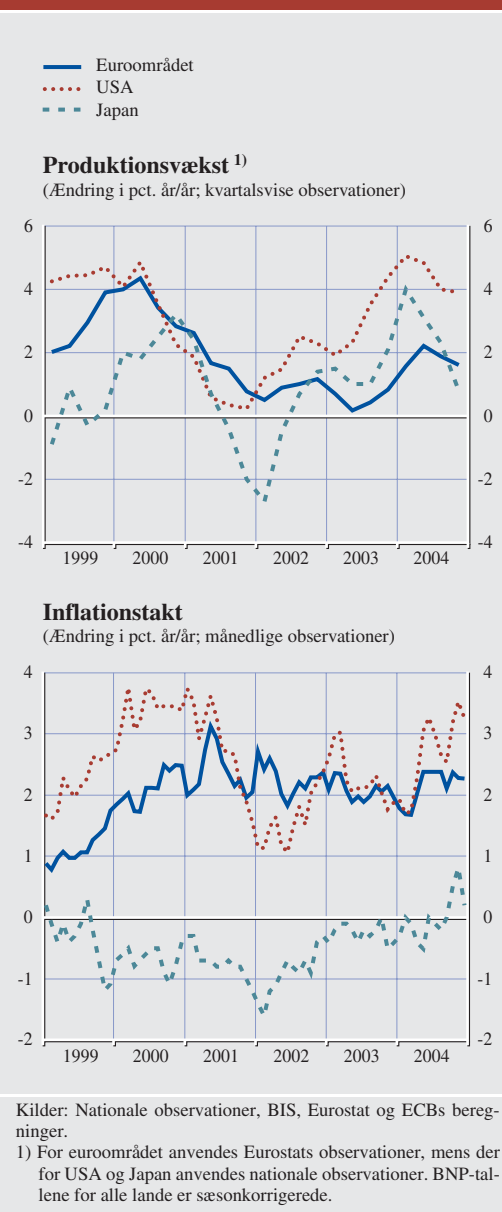
I 2004 var væksten i verdensøkonomien den kraftigste siden 1976 og forholdsvis bredt funderet på tværs af de forskellige regioner (se figur 2). Væksten var særlig robust i Asien, hvor den kinesiske økonomi viste tegn på overophedning. Den kraftige vækst i verdensøkonomien blev understøttet af gunstige finansieringsforhold og stimulerende makroøkonomiske politiktiltag i mange lande. Væksten blev ledsaget af en robust stigning i verdenshandlen, som i 2004 nåede sit højeste niveau siden 2000.

Væksten i verdensøkonomien var særlig kraftig i begyndelsen af året, hvorefter den aftog i de fleste lande. Afdæmpningen afspejlede delvis en normalisering af den kraftige vækst i de foregående kvartaler, samt at effekten af stimulerende politiktiltag gradvis begyndte at aftage. Den betydelige stigning i oliepriserne, som nåede et toppunkt i oktober 2004, havde en yderligere afdæmpende effekt. Stigningen i oliepriserne bidrog til en moderat opgang i inflationen i mange lande, hovedsagelig som følge af udviklingen i energipriskonponenterne. Den underliggende inflation var fortsat forholdsvis stabil, hvilket tyder på ret beherskede anden runde-effekter (se figur 2).

Fortsat robust vækst i USA (sammenlignet med visse af USAs handelspartnere) bidrog til en yderligere stigning i underskuddet på den amerikanske betalingsbalances løbende poster. Sammen med usikkerheden vedrørende den amerikanske finanspolitik gav dette anledning til øget bekymring i markedet vedrørende de globale ubalancers holdbarhed. Delvis som følge af disse bekymringer oplevede den amerikanske dollar en forholdsvis bred funderet depreciering i årets sidste måneder.

I USA fortsatte den kraftige økonomiske vækst i 2004, hvor realt BNP steg med 4,4 pct. for året som helhed (ifølge foreløbige skøn). Denne vækst har også givet sig udslag i en længe ventet forbedring af arbejdsmarkedet. Væksten i realt

Figur 2. Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier



BNP blev understøttet af en fortsat styrkelse af husholdningernes forbrug og erhvervsinvesteringerne (især i udstyr og software), mens nettohandlen bidrog negativt til væksten.

Væksten i det private forbrug var robust det meste af året, hvilket afspejler den fortsatte effekt af akkommoderende makroøkonomiske politiktil-

tag, en kraftig stigning i boligpriserne samt en betydelig stigning i beskæftigelsen. Selv om beskæftigelsesvæksten steg efter adskillige år med svag vækst, var der generelt stadig tale om et afdæmpet opadrettet pres på lønnen hovedsagelig som følge af fortsat træghed på arbejdsmarkedet. Afdæmpet vækst i arbejdskraftsomkostningerne kombineret med høje oliepriser bidrog til en begrænsning af den underliggende vækst i den disponible realindkomst i 2. halvår 2004. Det ville have fået den personlige opsparingskvote til at falde yderligere, hvis den enkeltstående indkomstfremgang som følge af særlig stor udbetaling af udbytte i december ikke havde gjort sig gældende. Samtidig steg husholdningernes gæld som andel af den disponible indkomst til et historisk højt niveau i 2004.

Erhvervsinvesteringerne steg kraftigt i 2004, især hvad angår materiel og software, på baggrund af gunstige finansieringsforhold, midlertidige finanspolitiske incitamenter og små lagerbeholdninger ledsaget af en kraftig efterspørgsel. Selv om højere oliepriser bidrog til en stigning i omkostningerne til råvarer, havde virksomhederne fortsat en god indtjening. Delvis som følge af forbedringen på arbejdsmarkedet aftog produktivtetsvæksten i 2004, selv om den stadig var forholdsvis kraftig for året som helhed.

USAs betalingsbalance forværredes yderligere i 2004, hvor underskuddet på handelsbalancen og betalingsbalancens løbende poster steg til et historisk højt niveau målt som andel af BNP. Realt var importvæksten fortsat kraftigere end eksportvæksten trods den samlede depreciering af den amerikanske dollar siden begyndelsen af 2002. Det skyldes, at den kraftige indenlandske efterspørgsel i USA var betydelig større end hos de vigtigste handelspartnere. Den relaterede indenlandske ubalance mellem opsparing og investeringer afspejlede en fortsat negativ opsparing i den offentlige sektor og en historisk lav rente på personlig opsparing.

Forbrugerprisstigningerne tiltog i 2004, hvor den årlige vækst i forbrugerprisindekset var 3,3 pct. ved udgangen af året, hovedsagelig som følge af højere energipriser. Efter en nedadgående ten-

dens i de seneste år steg inflationen ekskl. fødevarer og energi til 2,2 pct. Det opadrettede pris-pres var dog stadig forholdsvis moderat som følge af en gradvis absorbering af trægheden på arbejdsmarkedet, fortsat kraftig produktivtetsvækst og den begrænsede effekt af den amerikanske dollars depreciering på forbrugerpriserne. Tilsvarende var de undersøgelses- og markedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne på langt sigt stadig afdæmpede trods en moderat stigning i sidstnævnte.

Efter en periode med historisk lave renter hævdede Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) målet for federal funds-renten med 125 basispoint i 2004. Forhøjelsen blev gennemført i fem trin à 25 basispoint med start i juni 2004, hvilket bragte målet for federal funds-renten op på 2,25 pct. ved årets udgang (i begyndelsen af februar 2005 nåede den 2,5 pct.). FOMC bemærkede, at den akkommoderende pengepolitik ville blive bragt til ophør i et afmålt tempo, men understregede, at den vil reagere på ændringer i de økonomiske udsigter, når og hvis det bliver nødvendigt for at opfylde forpligtelsen om at fastholde prisstabilitet. Hvad angår finanspolitikken, steg underskuddet på den føderale budgetsaldo til 3,6 pct. af BNP i finansåret 2004 trods stigningen i den økonomiske aktivitet.

I Japan afdæmpedes det økonomiske opsving i løbet af 2004. Efter kraftig vækst i 1. kvartal aftog den økonomiske aktivitet betydeligt i resten af 2004. Nedgangen i den økonomiske aktivitet afspejlede især lavere offentlige udgifter, svagere indenlandsk privat efterspørgsel og en afdæmpning af eksportdynamikken. Ikke desto mindre steg den årlige vækst i realt BNP i 2004 til det højeste niveau siden 1996 (2,6 pct.) som følge af basiseffekter og den kraftige vækst i 1. kvartal. Der observeredes en vis gradvis forbedring af arbejdsmarkedsforholdene. Samtidig bidrog omstruktureringen af virksomhedernes balancer og omkostningsbesparende tiltag til en kraftig stigning i virksomhedernes indtjening, mens banksektoren yderligere reducerede andelen af udestående misligholdte lån.

Bekymringerne vedrørende deflation mindskedes en smule i løbet af året, men forsvandt ikke helt. Virksomhedernes priser på varer steg, hvilket hovedsagelig afspejler en stigning i priserne på råvarer, mens priserne på færdigvarer fortsat aftog en smule. Den årlige ændringstakt for forbrugerpriserne for året som helhed var 0 pct. i forhold til -0,3 pct. i 2003. I oktober fik tegn på et aftagende deflationspres visse medlemmer af Bank of Japans Policy Board til at forudsige en mindre stigning i forbrugerprisindekset (ekskl. ferske fødevarer) i finansåret 2005. Deflationspresset vendte tilbage mod slutningen af 2004 som følge af faldet i priserne på liberaliserede offentlige tjenester. Bank of Japan hævdede målet for saldoen på anfordringskonti til 30-35 milliarder yen i januar 2004. Pengepolitikken forblev uændret resten af året.

I økonomierne i Asien ekskl. Japan fortsatte den kraftige vækst fra det foregående år, idet 2004 blev endnu et år med robust vækst, især i kraft af den stærke udenlandske efterspørgsel, opsvinget i den indenlandske efterspørgsel og investeringsboomet i Kina. Den regionale integration i Asien styrkedes, hvilket kom til udtryk i en kraftig vækst i handlen i regionen og i investeringer over grænserne. Ikke desto mindre aftog væksten mod slutningen af 2004 på baggrund af aftagende udenlandsk efterspørgsel og høje oliepriser. På landeniveau fortsatte den kraftige vækst i den kinesiske økonomi med visse tegn på overophedning i 1. halvår. Politiktiltag dæmpede investeringsvæksten i 2. halvår, men dæmpede ikke den samlede økonomiske aktivitet. For året som helhed steg Kinas BNP med 9,5 pct.

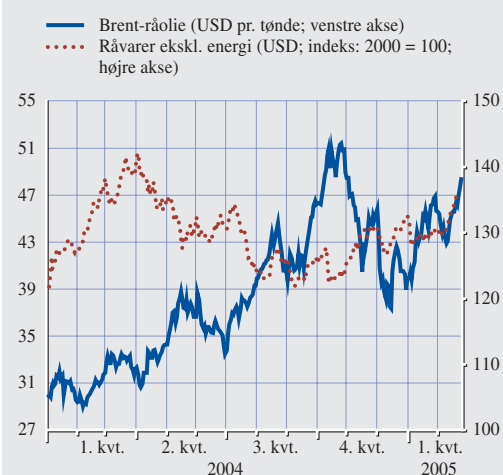
I Latinamerika var der tegn på en betydelig forbedring af de økonomiske forhold, hvilket blev understøttet af både eksportaktiviteten og den indenlandske efterspørgsel. Væksten i Brasilien og Mexico tiltog i løbet af året, hovedsagelig som følge af en robust eksport og en stigning i investeringerne. I Argentina var der fortsat tale om et kraftigt opsving i den økonomiske aktivitet, som dog afdæmpedes en smule i løbet af året.

### RÅVAREPRISERNE STEG KRAFTIGT I 2004

Oliepriserne steg stort set hele året, men med betydelig volatilitet. Prisen på Brent-råolie nåede et toppunkt ultimo oktober, hvor den lå på 51 dollar sammenlignet med 30 dollar i begyndelsen af året (se figur 3). For 2004 som helhed lå prisen på Brent-råolie i gennemsnit på 38 dollar, dvs. 33 pct. højere end gennemsnittet for 2003. Udtrykt i euro steg prisen på Brent-råolie med 20 pct. i samme periode. De vigtigste faktorer bag det markante opsving i oliepriserne i 2004 var den kraftige globale efterspørgsel efter olie, bekymringerne over forsyningssikkerheden for olie og uoverensstemmelsen mellem udbud af og efterspørgsel efter forskellige kvaliteter af olie.

Efterspørgslen efter olie steg kraftigt, især i Asien og Nordamerika, og oversteg fortsat forventningerne i hele 2004 på baggrund af robust økonomisk vækst på verdensplan. Ifølge Det Internationale Energi Agentur steg den globale efterspørgsel efter olie med 3,4 pct. i 2004, hvilket er den højeste vækstrate i næsten 30 år.

Figur 3. Hovedtendenser på råvaremarkederne



Kilder: Bloomberg og HWWA.

Hvad angår udbudsforholdene, forventede markedsdeltagerne i begyndelsen af 2004 – som reaktion på udtalelser fra Organisationen af Olieeksporterende Lande (OPEC) – at en nedsættelse af OPEC-produktionen var nært forestående, selv om det efterfølgende ikke blev til noget. I stedet øgede både OPEC og andre producenter råolieproduktionen betydeligt i 2004. Efterhånden som det globale udbud af olie steg, aftog den ledige produktions- og raffineringsskapacitet betydeligt, hvilket kun efterlod en meget lille margin til uventede forstyrrelser på oliemarkedet. Som følge heraf var oliepriserne i 2004 meget følsomme over for uventede ændringer i udbud og efterspørgsel, markedets opfattelse af forsyningssikkerheden for olie og bekymringerne vedrørende olielagrenes tilstrækkelighed. En kraftigt stigende efterspørgsel efter raffinerede olieprodukter og et stigende udbud af råolie førte desuden til betydelige kvalitetsforskelle, hvilket resulterede i rekordhøje priser på råolie af høj kvalitet som Brent-råolie.

Priserne på råvarer ekskl. energi, som havde været stigende siden 2. halvår 2003, toppede i 1. halvår 2004 (se figur 3) som følge af det kraftige globale økonomiske opsving. De samlede priser på råvarer ekskl. energi aftog en smule i 2. halvår 2004, da både fødevarerpriserne og priserne på landbrugsråvarer aftog igen efter at have nået et toppunkt tidligere på året. Priserne på metal fortsatte dog med at stige. Udtrykt i dollar var de samlede priser på råvarer ekskl. energi i gennemsnit 22 pct. højere i 2004 end i det foregående år.

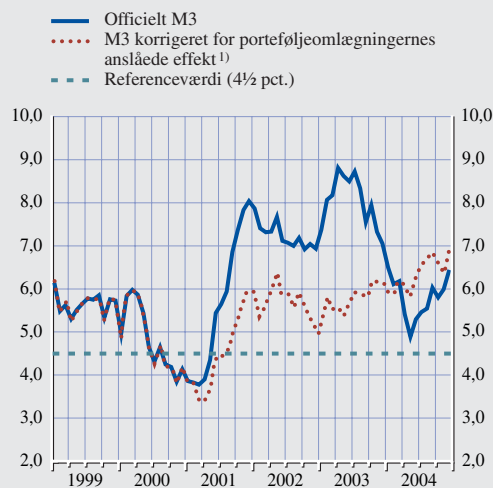
## 2.2 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

### VÆKST I M3 PÅVIRKET AF TO MODSATRETTEDE KRÆFTER

På baggrund af pengepolitikens stramhedsgrad og udviklingen på kapitalmarkedet var pengemængdevæksten i 2004 påvirket af to modsatrettede kræfter: de lave renter og normaliseringen

**Figur 4. M3 og M3 korrigeret for porteføljelægnernes anslåede effekt**

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

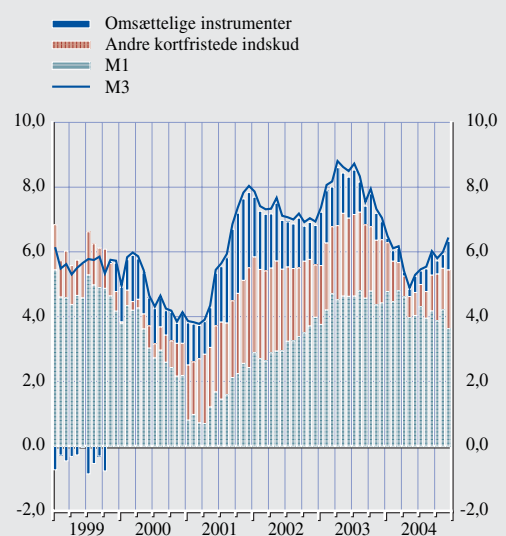


Kilde: ECB.

1) Skøn over omfang af porteføljelægningerne til M3 er udarbejdet ved hjælp af metoden i afsnit 4 i artiklen "Monetary analysis in real time" i Månedsoversigten for oktober 2004.

**Figur 5. Bidrag til årlig vækst i M3**

(I procentpoint; M3-vækst i pct.; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

af euroområdet's residenters porteføljeadfærd efter deres stærke præference for likviditet mellem 2001 og medio 2003. I 1. halvår 2004 dominerede normaliseringens afdæmpende effekt på væksten i M3. Den årlige vækst i M3 fortsatte nedgangen, der begyndte i sommeren 2003, og faldt til 5,3 pct. i juni 2004. Den årlige vækst i M3 styrkedes igen i 2. halvår 2004 og lå på 6,4 pct. ultimo året, efterhånden som den stimulerende effekt af de lave renter og deraf følgende lave alternativomkostninger ved at holde penge begyndte at gøre sig gældende, understøttet af endnu et fald i de lange renter. Samtidig afspejlede pengemængdevæksten i 2004 også en stærkere produktionsvækst end året før.

Normaliseringen af porteføljeadfærd i 2004 forløb langsomt. Selv om de foregående års usædvanlig store usikkerhed på de økonomiske og finansielle markeder aftog, var bl.a. euroområdet's husholdningers risikoaversion tilsyneladende stadig markant efter en lang periode med kurstab på aktiemarkederne mellem 2000 og medio 2003. Det kan forklare investorernes præference for likvide aktiver, som var større end normalt på dette sted i konjunkturcyklen. Endvidere kan de lave renters stimulerende effekt på det at holde penge være særlig kraftig, når renterne er meget lave. Det kan skyldes transaktionsomkostningerne i forbindelse med skift fra likvide aktiver og vil yderligere nedbringe alternativomkostningerne ved at besidde disse aktiver.

De lave renters stigende betydning for væksten i M3 kan illustreres ved hjælp af et M3-mål, som er korrigeret for den anslåede effekt af porteføljeomlægninger til M3<sup>1</sup> i perioden mellem 2001 og medio 2003, hvor usikkerheden på de finansielle markeder var usædvanlig stor. Dette mål er pr. definition også upåvirket af den efterfølgende normalisering af porteføljeadfærd og bør således give et tydeligere billede af renteeffekten end den officielle M3-serie. Det bør understreges, at det skønnede M3 korrigeret for effekten af porteføljeomlægninger er forbundet med betydelig usikkerhed og derfor bør fortolkes med forsigtighed. I de sidste tre kvartaler af 2004 lå den officielle M3-vækst under den årlige vækst i den korrigerede M3-serie, hvilket tyder på, at norma-

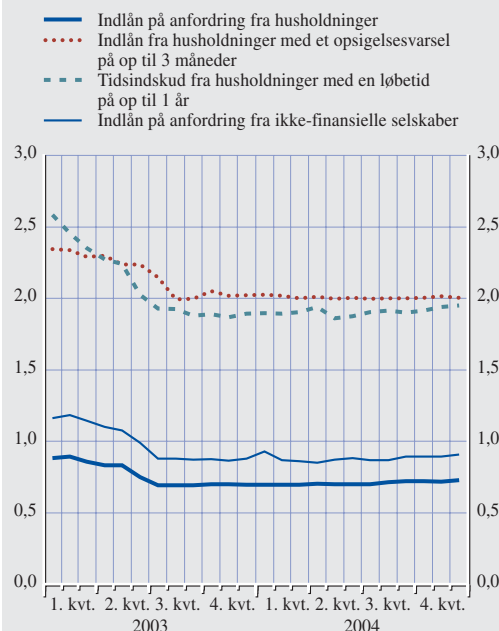
liseringen af porteføljeadfærd har haft en afdæmpende virkning. Væksten styrkedes imidlertid i både den officielle M3-serie og den korrigerede M3-serie i 2. halvår 2004, hvilket indikerer, at det var de lave renters stimulerende virkning snarere end normaliseringen af porteføljeadfærd, som var drivkraften bag væksten i M3 (se figur 4).

Ligesom i 2003 kunne den årlige vækst i M3 i 2004 hovedsagelig tilskrives de mest likvide komponenter, dvs. komponenterne i det snævre pengemængdemål, M1 (se figur 5). Det skyldtes betydelige stigninger i både seddel- og møntom-

1 Se også afsnit 4 i artiklen "Monetary analysis in real time" i ECB Månedsoversigt for oktober 2004.

Figur 6. Korte MFI-indlånsrenter

(I pct. p.a.; rentesatser for nye forretninger; vægtkorrigeret<sup>1)</sup>)



Kilde: ECB.

1) For perioden siden december 2003 er de vægtkorrigerede MFI-renter beregnet ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra et 12-måneders glidende gennemsnit af mængderne af nye forretninger. For den foregående periode januar-november 2003 er de vægtkorrigerede MFI-renter beregnet ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra gennemsnittet af mængderne af nye forretninger i 2003. Se også boksen "Analysing MFI interest rates at the euro area level" i Månedsoversigten for august 2004.



løbet samt indlån på anfordring. Væksten i sedel- og møntomløbet afspejlede den fortsat kraftige efterspørgsel efter eurosedler både i og uden for euroområdet (se også afsnit 3 i kapitel 2 om sedler og mønter).

Væksten i indlån på anfordring var fortsat ret kraftig i 2004 og blev understøttet af de meget lave alternativomkostninger ved at besidde disse indlån. Gennemsnitsrenten for husholdningers og ikke-finansielle selskabers indlån på anfordring var stort set uændret i forhold til ultimo 2003 og lå ved udgangen af 2004 på henholdsvis 0,73 pct. og 0,90 pct. (se figur 6). Det afspejlede udviklingen i pengemarkedsrenten i 2004.

Kortfristede indskud ekskl. indlån på anfordring bidrog med ca. 1,1 procentpoint til den årlige vækst i M3 i 2004, hvilket var betydeligt lavere end i 2003. Det lavere bidrag afspejlede hovedsagelig udviklingen i kortfristede tidsindskud (dvs. tidsindskud med en løbetid på til og med 2 år), hvor den årlige vækst var negativ, mens kort-

fristede opsparingsindskud (dvs. indskud med et opsigelsesvarsel på til og med 3 måneder) steg kraftigt. De forskellige udviklingstendenser i disse to komponenter kan være tegn på, at den typiske forrentningsfordel ved tidsindskud med en løbetid på op til 1 år i forhold til opsparingsindskud ikke eksisterede i 2004 (se figur 6). I en sådan situation er kortfristede opsparingsindskud forholdsvis attraktive, da de er mere likvide.

Endelig faldt omsættelige instrumenters bidrag til den årlige vækst i M3 til 0,4 procentpoint i 2004 fra 1,2 procentpoint året før. Det afspejlede især en kraftig nedgang i den årlige vækst i andele i pengemarkedsforeninger. Husholdninger og virksomheder holder ofte beholdninger af disse aktiver som sikkerhed i perioder med økonomisk og finansiell usikkerhed, og vækstnedgangen afspejler normaliseringen af euroområdets residenters porteføljeadfærd i 2004 (se også boks 1, "Udviklingen i de finansielle aktiver i euroområdets ikke-finansielle sektor i 2004").

## UDVIKLINGEN I DE FINANSIELLE AKTIVER I EUROOMRÅDETS IKKE-FINANSIELLE SEKTOR I 2004

I de første tre kvartaler af 2004 var den årlige vækst i den ikke-finansielle sektors finansielle aktiver stort set uændret i forhold til den gennemsnitlige vækst i 2003 (se tabellen). Det dækkede over ret forskellige udviklingstendenser i de forskellige aktivkategorier. Væksten i investeringer i langfristede gældsinstrumenter og børsnoterede aktier steg mellem 2003 og 2004, mens væksten i investeringer i andele i pengemarkedsforeninger faldt betydeligt. Køb af obligationer og obligationsrelaterede værdipapirer aftog en smule, mens investeringer i aktier og aktierelaterede værdipapirer steg kraftigere i 2004 end i de foregående år. Alt i alt bekræfter denne udvikling den gradvise normalisering af euroområdet residents porteføljeadfærd, idet aktørernes tendens til at investere i langfristede og mere risikobetonede aktiver er steget.

Husholdningerne investerede fortsat en stor del af deres finansielle opsparing i forsikringsreserver trods en lille afdæmpning i forhold til 2003. Den store interesse i disse produkter har varet i flere år. Det afspejler formentlig pensionsopsparing af forsigtighedshensyn i en aldrende befolkning og muligvis også aktørernes bekymring vedrørende de offentlige pensionsordninger.

### Euroområdets ikke-finansielle sektors finansielle aktiver

	Udestående i pct. af finansielle aktiver <sup>1)</sup>	Årlig vækst								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 1. kvrt.	2004 2. kvrt.	2004 3. kvrt.	2004 4. kvrt.
<b>Finansielle aktiver</b>	<b>100</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	.
Sedler og mønter samt indskud	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Værdipapirer undtagen aktier	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
heraf: kortfristede	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
heraf: langfristede	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Andele i investeringsforeninger	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.
heraf: andele i investeringsforeninger ekskl. andele i pengemarkedsforeninger	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
heraf: andele i pengemarkedsforeninger	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Børsnoterede aktier	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Forsikringstekniske reserver	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 <sup>2)</sup>		5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4
Den ikke-finansielle sektors årlige gevinst og tab på værdipapirbeholdninger (i pct. af BNP)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Kilde: ECB.

Anm.: Se også afsnit 3.1 i afsnittet "Statistik for euroområdet" i ECB Månedsoversigt. Årlige observationer pr. udgangen af perioden.

1) Pr. udgangen af 3. kvartal 2004. Uoverensstemmelse mellem tallene kan forekomme som følge af afrunding.

2) Pr. udgangen af perioden. Pengemængdemålet M3 omfatter monetære instrumenter, som ikke-MFI'er i euroområdet (dvs. den ikke-finansielle sektor og ikke-monetære finansielle institutioner) holder hos MFI'er og statslige institutioner i euroområdet.

## MERE BREDT FUNDERET VÆKST I MFIernes KREDITGIVNING TIL DEN PRIVATE SEKTOR

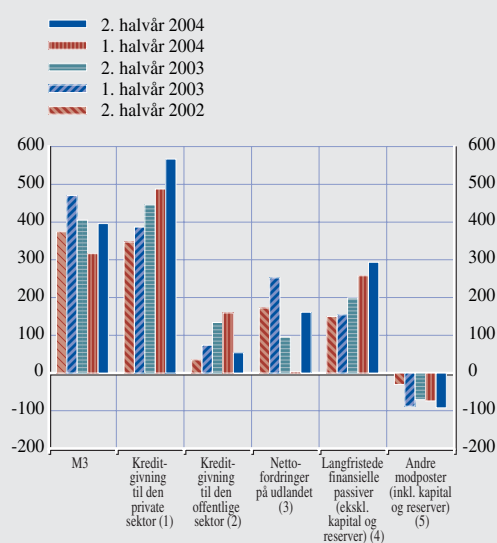
Udviklingen i M3s modposter bekræftede påvirkningen fra de to modsatrettede kræfter, som blev nævnt tidligere vedrørende pengemængdevæksten. På den ene side afspejlede kraftigere vækst i MFIernes langfristede finansielle passiver og lavere stigninger i nettofordringer på udlandet i 1. halvår omgørelsen af tidligere porteføljeomlægninger til M3. På den anden side afspejlede kraftigere vækst i MFIernes udlån til den private sektor de aktuelle lave renter.

I 1. halvår 2004 var der fortsat tale om en robust udstrømning af kapital fra euroområdet, mens en svagere tilstrømning af kapital medførte et fald i den årlige strøm af nettofordringer på udlandet fra eurorådets MFI-sektor (se figur 7). Denne udstrømning af kapital skyldtes, at eurorådets residerter købte aktiver hos residerter uden for euroområdet, hvilket er et led i normaliseringen af eurorådets residerterers porteføljeadfærd. I det omfang transaktionerne afvikles gennem eurorådets MFI-sektor, falder MFI-sektorens nettofordringer på udlandet og eurorådets residerterers indlån. I 1. halvår 2004 var der også tale om en vedvarende forøgelse af MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver), hvilket var i overensstemmelse med den igangværende normalisering af porteføljeadfærd, idet kapitalen blev omlagt fra likvide monetære aktiver til instrumenter med længere løbetid. Denne udvikling i nettofordringerne på udlandet og de langfristede finansielle passiver var grundlæggende udtryk for, at tendensen fra 2. halvår 2003 fortsatte. Allerede i 1. halvår 2004 blev disse faktorerers afdæmpende effekt på væksten i M3 til dels opvejet af den robuste vækst i MFIernes kreditgivning til residerter i euroområdet på baggrund af lave renter og forbedrede økonomiske forhold.

I 2. halvår 2004 kunne væksten i M3 hovedsagelig tilskrives den støt stigende vækst i MFIernes kreditgivning til den private sektor. Desuden blev væksten i MFIernes udlån til den private sektor mere bredt funderet mellem de vigtigste ikke-finansielle sektorer. Endvidere opstod der et opadrettet pres på M3-væksten i forbindelse

Figur 7. 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.

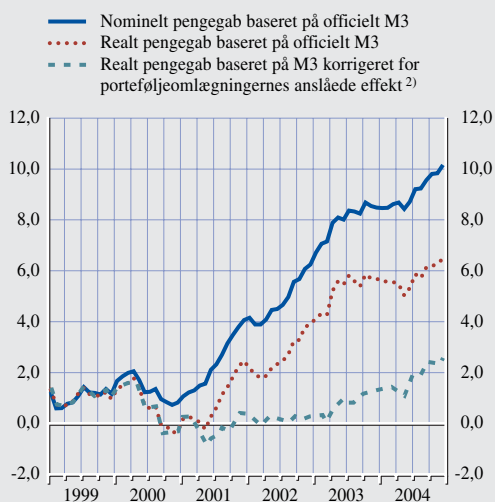
med, at den tidligere faldende tendens i den årlige strøm af nettofordringer på udlandet vendte, hvilket skyldtes en kapitaltilstrømning som følge af fornyet interesse for eurorådets aktier og obligationer blandt residerter uden for euroområdet samt forventninger om en yderligere appreciering af euroen. Det gennemsnitlige bidrag fra nettofordringer på udlandet til den årlige vækst i M3 steg fra 1,1 procentpoint i 2. kvartal 2004 til 2,2 procentpoint i 4. kvartal. Samtidig styrkedes væksten i MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) yderligere, hvilket tydede på en igangværende normalisering af eurorådets residerterers porteføljeadfærd til fordel for ikke-monetære aktiver.

## FORTSAT RIGELIG LIKVIDITET

Den styrkede vækst i M3 i 2004 indebar en yderligere stigning i målene for likviditetsoverskuddet, dvs. likviditeten i euroområdet ud over den mængde, som er nødvendig for at finansiere en ikke-inflationær vækst (se figur 8). Det første af disse mål er det nominelle pengegab, som er de-

**Figur 8. Skøn over pengegab<sup>1)</sup>**

(1 pct. af det relevante mål for M3-beholdningen; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter; december 1998 = 0)



Kilde: ECB.

1) Det nominelle pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau og det M3-niveau, som ville have været tilfældet med en konstant M3-vækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct., med december 1998 som referenceperiode. Det reale pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau deflateret med HICP og det deflaterede M3-niveau, som 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, med december 1998 som referenceperiode.

2) Skøn over omfanget af porteføljeomlægninger til M3 er udarbejdet ved hjælp af metoden i afsnit 4 i artiklen "Monetary analysis in real time" i Månedsoversigten for oktober 2004.

fineret som 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. med december 1998 som referenceperiode. Det andet mål er det reale pengegab, der korrigerer det nominelle pengegab for det likviditetsoverskud, som er opsuget af den tidligere prisudvikling (dvs. inflationens akkumulerede afvigelse fra ECBs definition af prisstabilitet). Det tredje er et alternativt mål for det reale pengegab, som konstrueres ved hjælp af et M3-skøn korrigeret for porteføljeomlægninger.

Ved vurdering af disse mål for likviditetsoverskuddet skal det bemærkes, at valget af december 1998 som referenceperiode er vilkårligt. Målene skal derfor fortolkes med forsigtighed. Desuden er M3-skønnet korrigeret for porteføljeomlægninger som nævnt tidligere forbundet med betydelig usikkerhed.<sup>2</sup> Når der tages højde for disse forbehold, steg alle skøn over pengegab yderligere i 2. halvår 2004 efter at have vist tegn på udfladning i 1. halvår. Den store forskel mellem det reale pengegab baseret på den officielle M3-serie og det reale pengegab baseret på M3 korrigeret for den anslåede effekt af porteføljeomlægninger tyder på, at en stor del af likviditetsoverskuddet afspejlede tidligere porteføljeomlægninger til M3. Figur 8 viser dog også, at det korrigerede mål er steget betydeligt siden medio 2003, hvilket er tegn på, at likviditetsoverskuddet i euroområdet i mindre og mindre grad kun afspejler porteføljeomlægninger.

Likviditetsoverskuddets størrelse signalerer risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt. Hvis en betydelig del af likviditetsoverskuddet skulle omdannes til transaktioner, især på et tidspunkt, hvor tilliden og den økonomiske aktivitet var for opadgående, kunne der opstå inflationspres (se boks 2, "Hvad kan der ske med likviditetsoverskuddet i euroområdet?"). Desuden kan rigelig likviditet og kraftig vækst i kreditgivning medføre kraftige stigninger i aktiverpriserne, navnlig på boligmarkederne.

2 Se også afsnit 4 i artiklen "Monetary analysis in real time" i Månedsoversigten for oktober 2004.

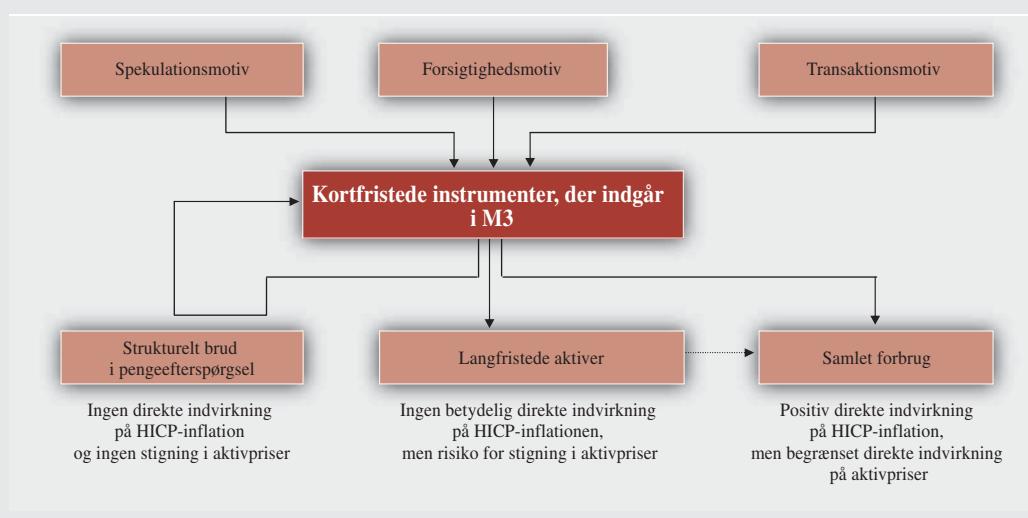
### HVAD KAN DER SKE MED LIKVIDITETSOVERSKUDET I EUROOMRÅDET?

Den kraftige vækst i M3 siden medio 2001 har medført en vedvarende stigning i målene for likviditetsoverskuddet i euroområdet, der har nået et historisk højt niveau. Det indebærer, at der var betydeligt mere likviditet i euroområdet i 2004 end nødvendigt for at finansiere en ikke-inflationær økonomisk vækst. Disse mål skal dog fortolkes med forsigtighed.

Ved en vurdering af, hvad der kan ske med likviditetsoverskuddet, bør der tages højde for de faktorer, som har ført til opbygningen af overskuddet. Der kan påvises to overordnede faktorer. For det første var der den langvarige periode med økonomisk, finansiel og geopolitisk usikkerhed mellem medio 2001 og medio 2003, der medførte en markant stigende præference for sikre og likvide instrumenter, som indgår i M3. For det andet har de lave renter over hele løbetidsspektret og de dermed forbundne lave alternativomkostninger ved at besidde likvide aktiver øget efterspørgslen efter penge, især i den seneste periode. På grundlag heraf kan den kraftige efterspørgsel efter kortfristede instrumenter, der indgår i M3, snarere være motiveret i en blanding af hovedsagelig spekulation og forsigtighedshensyn end i transaktioner. Hvert enkelt motiv kan igen indebære forskellige anvendelser af likviditetsoverskuddet i fremtiden og dermed forskellige grader af risiko for prisstabiliteten (se figuren).

En mulighed for anvendelse af likviditetsoverskuddet er, at de økonomiske aktører investerer deres likvide beholdninger i langfristede aktiver, i aktier eller gældsinstrumenter, eller i fast ejendom, enten direkte eller indirekte via investeringsforeninger. For at opnå en samlet reduktion af likviditetsoverskuddet er det nødvendigt, at enten den residente MFI-sektor eller aktører uden for euroområdet fungerer som modparter i disse transaktioner. Denne anvendelse af likviditetsoverskuddet har ingen direkte indvirkning på HICP-inflationen, men tilpasningen af porteføljer kan under visse omstændigheder påvirke aktivpriserne, der så på et senere tidspunkt kan have en indirekte virkning på inflationen via formueeffekter.

### Skematisk præsentation af, hvordan likviditetsoverskuddet kan anvendes



En anden mulighed er, at likviditetsoverskuddet senere omdannes til transaktioner. Det vil sandsynligvis ske på et tidspunkt, hvor den økonomiske tillid er stigende. Såfremt disse transaktioner anvendes til at øge efterspørgslen efter indenlandske varer og tjenesteydelser, kan det opsuge den aktuelt ledige kapacitet. Hvis kraftig forbrugsvækst fortsætter i tilstrækkelig lang tid, kan en stramning af produktionskapaciteten i sidste ende medføre risici for prisstabiliteten.

Endelig kan det ikke helt udelukkes, at den nuværende situation med likviditetsoverskud til en vis grad afspejler en permanent ændring i de økonomiske aktørers pengeefterspørgselsadfærd, dvs. en strukturelt øget præference for likviditet og dermed en stigning i de ønskede pengebeholdninger. En sådan permanent ændring kan fx skyldes en strukturelt øget risikoaversion blandt husholdningerne i forbindelse med finansielle aktiver efter de betydelige tab, de pådrog sig på aktiemarkederne mellem 2000 og 2003. Hvis et sådant forhold gør sig gældende, vil likviditetsoverskuddet i euroområdet være lavere end indikeret ved de aktuelle mål og vil ikke have nogen inflationseffekt.

I realiteten er der formentlig tale om en kombination af disse tre muligheder. På nuværende tidspunkt er det svært at afgøre, om der har været tale om en permanent stigning i likviditetspræferencen i de seneste år. Samtidig kan den langvarige kraftige præference for køb af fast ejendom være ledsaget af markante stigninger i ejendomspriserne. Endvidere er der tegn på, at de økonomiske aktører har tilpasset deres porteføljeadfærd ved at investere mere i langfristede finansielle aktiver. På længere sigt kan det ikke udelukkes, at en del af likviditetsoverskuddet vil blive anvendt til øgede nominelle transaktioner – især på et tidspunkt, hvor den økonomiske tillid er større – hvorved det vil være forbundet med højere inflation.

Selv om en del af likviditetsoverskuddet afspejler en øget præference for likviditet blandt husholdninger og virksomheder i euroområdet, er ECB således stadig bekymret over det høje niveau i 2004, der kræver årvågenhed. For at kunne vurdere den relative empiriske betydning af de mulige scenarier for anvendelse af likviditetsoverskuddet og dermed risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt vil ECB fortsat nøje overvåge udviklingen på alle fronter, især med hensyn til: a) tegn på omgørelse af porteføljeomlægninger og risikoen for aktivprisbobler, b) tegn på et kraftigere forbrug end normalt og c) tegn på strukturelle ændringer i pengeefterspørgslen.

#### **PENGEMARKEDSRENTEN VAR STORT SET STABIL**

I 2004 besluttede ECBs styrelsesråd at fastholde ECBs officielle renter uændret. Som følge deraf var pengemarkedsrenterne i den meget korte ende af rentekurven stort set stabile hele året.

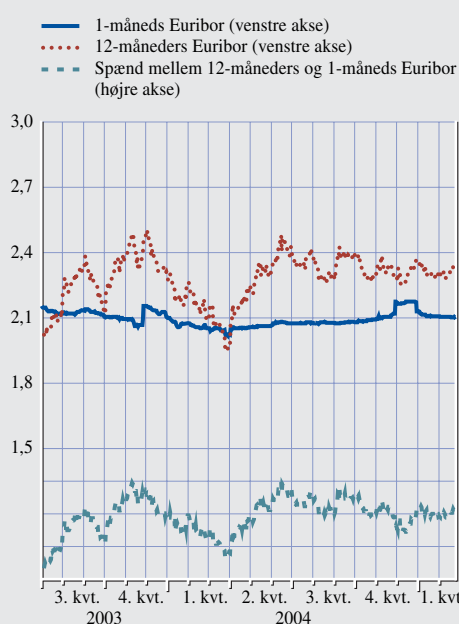
Pengemarkedsrenterne for de længere løbetider faldt betydeligt i 1. kvartal 2004 og fortsatte dermed den nedadgående tendens siden medio december 2003 (se figur 9). Mod slutningen af marts 2004 blev pengemarkedsrentekurvens hældning negativ på baggrund af forventningerne om endnu et fald i ECBs officielle renter. Faktisk nåede kurvens hældning, målt som for-

skellen mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor, 26. marts 2004 sit laveste niveau på -7 basispoint.

Mellem april og juni 2004 var der dog tale om en normalisering af rentekurvens hældning, idet renterne for de længere løbetider steg betydeligt, mens renterne i den meget korte ende af rentekurven stort set var stabile. Derefter var de lange pengemarkedsrenter stort set stabile og svingede inden for et meget snævert område på omkring 10 basispoint. Ved årets slutning lå 1-måneders og 12-måneders Euribor på henholdsvis 2,12 pct. og 2,35 pct., dvs. tæt på niveauet ultimo 2003.

**Figur 9. Korte renter og pengemarkedsrentekurvens hældning**

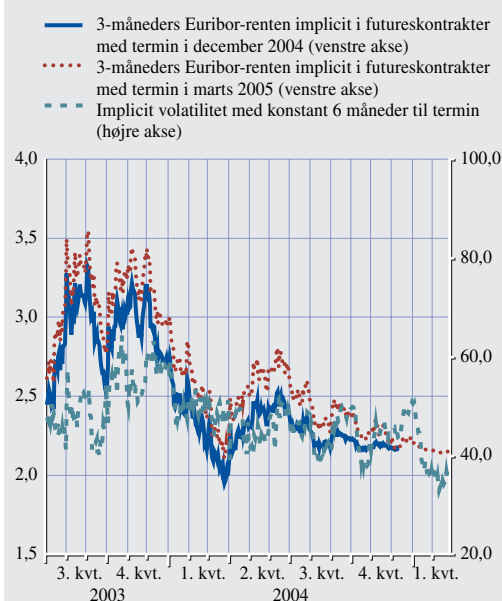
(I pct. p.a.; procentpoint; daglige observationer)



Kilde: Reuters.

**Figur 10. 3-måneders Euribor-renten implicit i futureskontrakter og implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter**

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



Kilder: Bloomberg, Reuters og ECBs beregninger.

I de første to måneder af 2005 var Euribor-renterne for de længere løbetider stort set stabile, idet markedsdeltagerne forventede, at de korte renter ville være stabile i det meste af 2005, og løbetidspræmierne var fortsat afdæmpede. Den 24. februar 2005 lå 1-måneders og 12-måneders Euribor på henholdsvis 2,10 og 2,34 pct.

Ændringerne i de korte pengemarkedsrenter i 2004 blev generelt afspejlet i 3-måneders Euribor-renten implicit i futureskontrakter. Den implicite volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-renten implicit i futureskontrakter faldt betydeligt i årets løb, hvilket tydede på, at markedsdeltagerne ikke opfattede den kommende udvikling i de korte renter som særlig usikker (se figur 10).

#### **DEN LANGE STATSOBLIGATIONSRENTE FALDT BETYDELIGT I 2004**

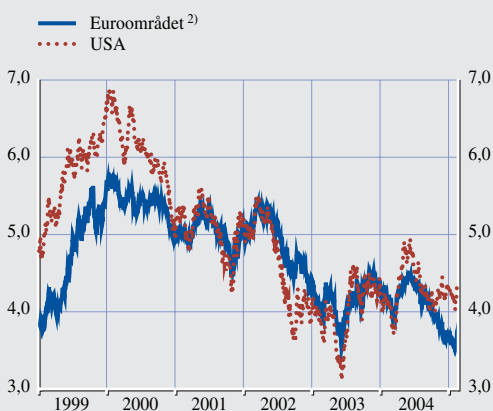
De lange statsobligationsrenter i euroområdet sluttede på et historisk meget lavt niveau i 2004.

I 1. halvår svingede den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet en del, men ændrede sig alt i alt ikke meget. I 2. halvår 2004 viste den en vedvarende nedadgående tendens og lå ved årets slutning på 3,7 pct., hvilket var betydeligt under niveauet ultimo 2003 (se figur 11).

Generelt afspejlede denne udvikling i de lange obligationsrenter i euroområdet hovedsagelig markedsdeltageres skiftende opfattelse af inflationspresset og udsigterne for euroområdets økonomi. Denne opfattelse hang nøje sammen med ændringerne i de globale makroøkonomiske udsigter i årets løb. Markedsdeltageres forventninger vedrørende effekten af de kraftige olieprisstigninger i årets løb påvirkede stærkt opfattelsen af både inflationspresset og den økonomiske aktivitet. Forventningerne syntes imidlertid at variere over tid i overensstemmelse med offentliggørelsen af makroøkonomiske nøgletal. Selv om markedsdeltagerne om foråret først og fremmest så ud til at være bekymrede over infla-

Figur 11. Lange statsobligationsrenter<sup>1)</sup>

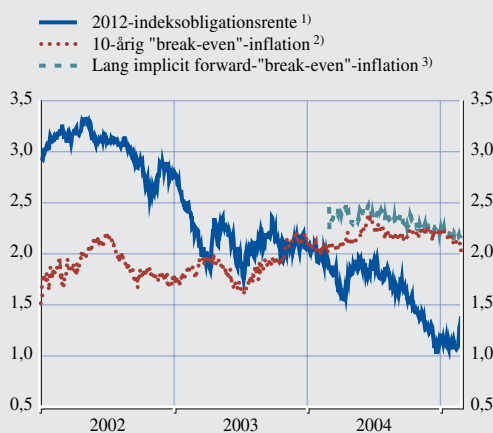
(I pct. p.a.; daglige observationer)



Kilder: Reuters, Bloomberg og Thomson Financial Datastream.  
1) 10-årige obligationer eller den nærmeste tilsvarende løbetid for obligationer.  
2) Fra 1. januar 2001 omfatter observationerne Grækenland.

Figur 12. Lange reale obligationsrenter og "break-even"-inflation i euroområdet

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



Kilder: Reuters, det franske finansministerium og ECBs beregninger.  
1) Udledt af franske statsobligationer, som indeksreguleres i forhold til euroområdets HICP (ekskl. tobak) og udløber i 2012.  
2) Beregningen er beskrevet i boks 2 i Månedsoversigten for februar 2002.  
3) Beregnet ud fra indeksobligationer i euroområdet med udløb i 2008 og 2014 siden sidstnævntes udstedelse.

tionseffekten af den markante stigning i oliepriserne, gjaldt bekymringen senere på året tilsyneladende i højere grad de høje olieprisers virkning på den økonomiske aktivitet.

I 1. kvartal faldt de lange obligationsrenter i euroområdet, svarende til udviklingen på det amerikanske marked, på baggrund af stigende bekymring over styrken af den økonomiske opsving i USA. Trods den gradvise styrkelse af den økonomiske aktivitet i euroområdet faldt de lange indeksobligationsrenter i euroområdet også i 1. kvartal i overensstemmelse med de tilsvarende amerikanske renter, hvilket afspejlede, at markedsdeltagernes forventninger vedrørende den globale økonomiske aktivitet i fremtiden tilsyneladende overvejende var påvirket af bekymring vedrørende holdbarheden af den økonomiske opsving i USA.

Faldet i de lange obligationsrenter i euroområdet i årets første tre måneder vendte hurtigt fra begyndelsen af april. Den efterfølgende stigning var tilsyneladende påvirket af to hovedfaktorer.

For det første var der tale om øget tillid blandt markedsdeltagerne til det igangværende opsving i euroområdet, der på det tidspunkt også blev understøttet af bedre udsigter for verdensøkonomien. For det andet tiltog markedsdeltagernes bekymring over olieprisstigningens potentielle inflationseffekt på baggrund af den igangværende økonomiske opsving på globalt plan. I foråret steg de lange obligationsrenter og "break-even"-inflationen en smule som følge af fornyet inflationsbekymring blandt investorerne (se figur 12). Bekymringen var dog meget mindre udpræget i euroområdet end i USA, hvor obligationsrenterne og "break-even"-inflationen steg kraftigere.

Mellem april og juni 2004 steg inflationsforventningerne blandt euroområdets markedsdeltagere tilsyneladende mest på kort sigt, mens de langsigtede inflationsforventninger, målt ved den implicite forward-"break-even"-inflation, syntes at være noget mere stabile, selv om de stadig lå



på et forholdsvis højt niveau.<sup>3</sup> Det er sandsynligt, at stigningen i "break-even"-inflationen i euroområdet til en vis grad afspejlede investorerens krav om en højere inflationsrisikopræmie i lyset af usikkerheden i forbindelse med olieprisudviklingens effekt. Yderligere data fra undersøgelser af inflationsforventningerne i euroområdet, der ikke viste en stigning i punkttestimaterne for de langsigtede inflationsforventninger, var i overensstemmelse med denne fortolkning.

Udviklingen i oliepriserne påvirkede til stadighed obligationsrenterne betydeligt i 2. halvår. Markedernes bekymring over olieprisernes effekt på den økonomiske aktivitet i euroområdet og den globale økonomi steg dog også i samme periode. Det afspejlede i en gradvis nedgang i de lange nominelle obligationsrenter og indeksobligationsrenter fra medio juni, hvilket tydede på, at markederne forventede en vis opbremsning i den økonomiske vækst i euroområdet. Den amerikanske dollar fortsatte depreciering over for euroen, især i 4. kvartal 2004, bidrog tilsyneladende også til en afdæmpning af markedsdeltagernes opfattelse af vækstudsigterne på kort sigt i euroområdet. Faldet i de lange nominelle obligationsrenter og indeksobligationsrenter i euroområdet afspejlede også nedjusteringer af markedets forventninger vedrørende stramning af pengepolitikken på kort til mellemlangt sigt.

Som følge heraf faldt de nominelle lange obligationsrenter i euroområdet betydeligt i 2004, nemlig med ca. 60 basispoint til 3,7 pct. ultimo året, hvilket var tæt på det historiske lavpunkt. Rentespændet over for USA var stort set stabilt det meste af året, hvilket afspejlede mere eller mindre synkrone ændringer i de makroøkonomiske udsigter for de to økonomier. Mod slutningen af 2004 udviklede de lange obligationsrenter sig dog ikke længere parallelt, da rentespændet mellem USAs og euroområdets 10-årige statsobligationsrente udvidedes til næsten 60 basispoint.

"Break-even"-inflationen aftog også en smule i 2. halvår 2004. Den lange "break-even"-inflation i euroområdet lå ved årets udgang imidlertid stadig over gennemsnitsværdien siden ultimo 2001,

hvor der første gang blev udstedt indeksobligationer, som indeksreguleres efter euroområdets HICP ekskl. tobak. Den 10-årige "break-even"-inflation sluttede året på ca. 2,2 pct., hvilket var en stigning på over 10 basispoint i forhold til december 2003.

Et andet bemærkelsesværdigt træk ved 2004 var den fortsatte nedgang i den implicite volatilitet på obligationsmarkedet – et mål, der siger noget om markedets opfattelse af de forventede udsving i obligationsrenterne på kort sigt. Den efterfølgende udvikling i den realiserede volatilitet bekræftede da også markedets forventninger om lavere volatilitet på obligationsmarkedet (se boks 3, "Generelle tendenser i den implicite volatilitet på de finansielle markeder").

3 Figur 12 viser, at spot-"break-even"-inflationen for 2012, som bl.a. afspejler de gennemsnitlige inflationsforventninger for perioden 2004-12, steg kraftigere i foråret 2004 end den langsigtede implicite forward-"break-even"-inflation, som afspejler de gennemsnitlige inflationsforventninger for perioden 2008-14. Det tyder på en mere markant stigning i inflationsforventningerne på kort sigt.

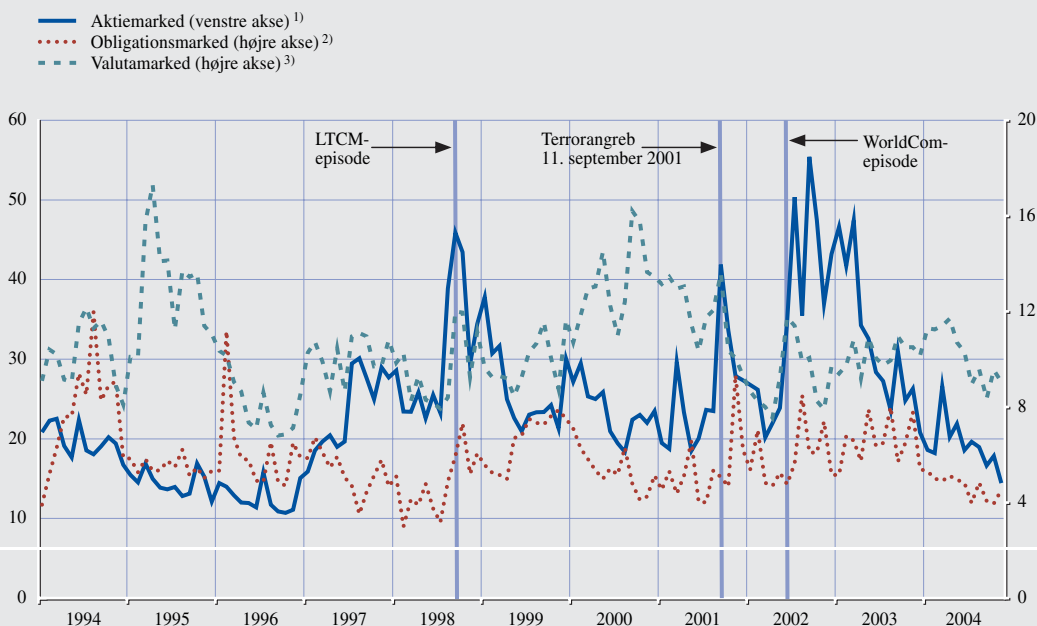
## GENERELLE TENDENSER I DEN IMPLICITTE VOLATILITET PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

År 2004 viste en markant generel nedgang i den implicitte volatilitet på tværs af en række segmenter på de finansielle markeder i euroområdet og andre større økonomier. Den implicitte volatilitet – der udledes af optionspriser – fortolkes normalt som et mål for markedsdeltagernes usikkerhed vedrørende udviklingen på kort sigt på forskellige finansielle markeder. I 2004 herskede der en vis bekymring for, at den forholdsvis lave implicitte volatilitet måske ikke var helt retvisende, da den kan være blevet nedbragt af andre faktorer end markedsdeltagernes forventninger til den fremtidige realiserede volatilitet. En sådan "forkert prissat" volatilitet kan bl.a. udgøre en risiko for den finansielle stabilitet. Hvis de finansielle institutioner fx reagerer på den lavere volatilitet ved at øge deres risikoeksponering tilsvarende, kan de pådrage sig store tab i forbindelse med en senere opjustering af volatiliteten. Den empiriske dokumentation viste ingen forkert prissætning, og faldet i den implicitte volatilitet på de forskellige finansielle markeder blev korrekt efterfulgt af lavere realiseret volatilitet.<sup>1</sup> Lavere realiseret volatilitet kan igen forklares ved fx den igangværende normalisering, især på de globale aktiemarkeder, efter mange års usædvanlig turbulent udvikling.

1 Se boksen "Recent trends in implied stock market volatility" i ECB Månedsoversigt for november 2004 og "Seneste tendenser i den implicitte volatilitet på obligationsmarkedet" i ECB Månedsoversigt for december 2004.

Figur A. Implicit volatilitet på de finansielle markeder i euroområdet

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



Kilder: Bloomberg og ECBs beregninger.

1) Volatilitetsindeks for det tyske DAX-indeks; måler den implicitte volatilitet for de næste 45 kalenderdage.

2) Implicit volatilitet i optioner på Bund-futureskontrakter med 22 handelsdage til udløb.

3) Implicit volatilitet i optionskontrakter på USD/EUR-kursen med ca. 1 måned til udløb.

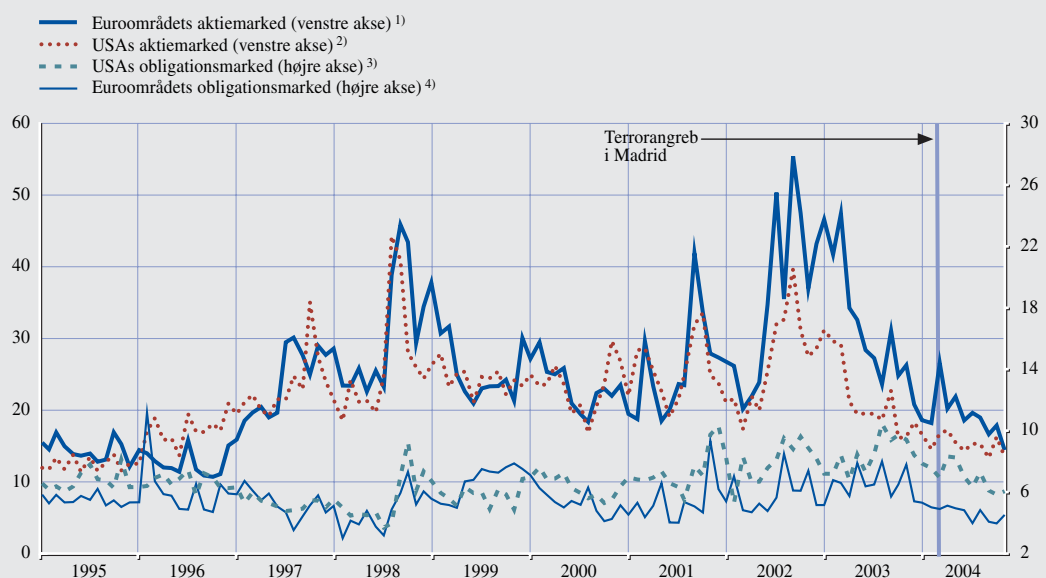
Figur A viser den implicitte volatilitet i i) det tyske DAX-indeks, målt ved VDAX-indekset for volatilitet, ii) langfristede statsobligationer, udledt af optioner på Bund-futureskontrakter med 22 handelsdage til udløb og iii) eurokursen over for den amerikanske dollar, udledt af valutaoptioner med ca. 1 måned til udløb. Da alle de pågældende optioner er fra samme dag og har omtrent samme restløbetid, måler den implicitte volatilitetsserie i figuren markedsdeltagernes usikkerhed i alle tre markedssegmenter over samme korte tidshorizont.

Tidligere har der ikke i nævneværdigt omfang været tale om parallel udvikling i den forventede volatilitet på kort sigt i de forskellige markedssegmenter, undtagen i lejlighedsvis perioder med uro på flere markeder, som formentlig snarere er blevet udløst af generelle end af markedspecifikke stød. Faldet i volatiliteten i de første tre kvartaler af 2004 gjorde sig gældende på alle markeder. Da der ikke foreligger tegn på forkeret prissat volatilitet, tyder dette på udbredt og gradvis stigende tillid blandt deltagerne på de finansielle markeder til, at markedsforholdene vil være roligere i den nærmeste fremtid. I de sidste måneder af 2004 ophørte den kraftige nedgang i den implicitte volatilitet i USD/EUR-kursen imidlertid på baggrund af dollarens fornyede svækkelse.

Kapitalmarkederne af i dag er stærkt integrerede, og de internationale volatilitetsforbindelser inden for det enkelte markedssegment kan være signifikante. Figur B viser den implicitte volatilitet på aktiemarkederne i både USA og euroområdet, målt ved henholdsvis VIX- og VDAX-indekset, samt den implicitte volatilitet på de tilsvarende markeder for langfristede obligationer, udledt af optioner på henholdsvis futureskontrakter på amerikanske statsgældsbeviser og Bund-futureskontrakter.

### Figur B. Implicit volatilitet og aktiemarkedsvolatilitet i euroområdet og USA

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



Kilder: Bloomberg og ECBs beregninger.

1) Volatilitetsindeks for det tyske DAX-indeks; måler den implicitte volatilitet for de næste 45 kalenderdage.

2) Volatilitetsindeks for Standard & Poor's-indeks; måler den implicitte volatilitet for de næste 30 kalenderdage.

3) Implicit volatilitet i optioner på futureskontrakter på amerikanske statsgældsbeviser med 22 handelsdage til udløb.

4) Implicit volatilitet i optioner på Bund-futureskontrakter med 22 handelsdage til udløb.

Det fremgår tydeligt af figuren, at der er tale om en høj grad af parallel udvikling i den implicite volatilitet inden for begge aktivkategorier i USA og euroområdet. Desuden er de internationale forbindelser tilsyneladende noget stærkere i forbindelse med aktiemarkederne end markederne for langfristede statsobligationer. Lande- og markedsspecifikke faktorer kan dog stadig spille en fremherskende rolle. Terrorangrebene 11. marts 2004 i Madrid havde fx en større, men forbigående, indvirkning på den forventede volatilitet på aktiemarkederne i euroområdet end i USA. Figuren bekræfter også, at den samlede nedgang i den implicite volatilitet i de seneste fem år ikke har været begrænset til euroområdet.

Alt i alt er der tale om ret stærke forbindelser på tværs af geografiske områder inden for visse kategorier af finansielle aktiver, især for aktiemarkedernes vedkommende. Der er under normale omstændigheder ingen generel tendens til parallel udvikling i den implicite volatilitet på tværs af markedssegmenter, mens der tilsyneladende er en stærkere forbindelse i perioder præget af uro. Den seneste tids ensartede udvikling i den implicite volatilitet i de tre aktivkategorier er bemærkelsesværdig, da den ikke skyldes finansiell uro og således bekræfter, at der blandt markedsdeltaerne er en generel forventning om roligere forhold på de finansielle markeder i den nærmeste fremtid end i begyndelsen af 2004.

I begyndelsen af 2005 faldt de lange obligationsrenter på de globale markeder yderligere, hvorefter de steg kraftigt midt i februar 2005. Den 24. februar lå den 10-årige statsobligationsrente i både euroområdet og USA således tæt på niveauet ultimo 2004.

#### **FORTSAT STORE STIGNINGER PÅ EUROOMRÅDETS AKTIEMARKEDER I 2004**

I 2004 fortsatte aktiekurserne i euroområdet den stigende tendens siden begyndelsen af 2003 (se figur 13). Dow Jones Euro Stoxx-indekset sluttede året med en stigning på ca. 10 pct. i forhold til ultimo 2003, hvilket var en smule højere end Standard & Poor's 500 og Nikkei 225.

De samlede aktiekursstigninger i euroområdet afspejlede tilsyneladende flere forhold, navnlig faldet i de lange renter og kraftig vækst i faktisk indtjening og udbetaling af udbytte (se figur 14).

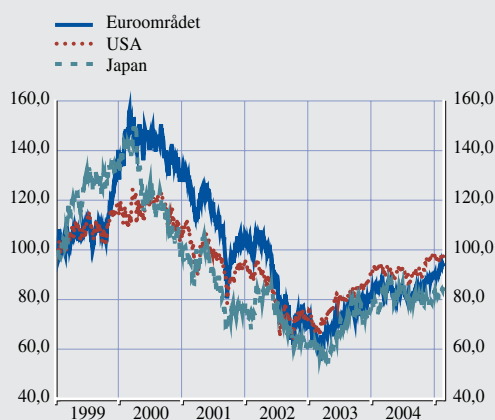
En betydelig nedgang i volatiliteten på aktiemarkederne, der tydede på aftagende usikkerhed blandt markedsdeltagerne vedrørende udsigterne for aktiemarkederne, syntes også at bidrage positivt til aktiekursstigningerne i årets løb (se også boks 3). Potentielt negative faktorer såsom de

noget mindre optimistiske udsigter for den globale vækst som følge af olieprisstigningerne og – især mod slutningen af 2004 – udviklingen i valutakurserne havde tilsyneladende kun en dæmpende effekt på aktiekursstigningerne.

Stigningen i euroområdets aktiekurser i 2004 var bredt funderet på sektorer. Kun en enkelt sektor (teknologi) ud af Dow Jones Euro Stoxx-indeksets 10 økonomiske sektorer viste lavere aktiekurser ultimo 2004 end året før. De kraftigste stigninger fandt sted i sundhedssektoren og offentlige værker, mens også telekommunikationssektoren viste fremgang i 2004. Energisektoren klarede sig også bedre end det samlede indeks, bl.a. fordi sektorens indtægter er positivt forbundet med udviklingen i oliepriserne. Det bidrog også til udviklingen i sektoren for offentlige værker, da efterspørgslen rettes mod alternative energikilder, fx naturgas, i perioder med høje oliepriser. Væksten i forbrugersektoren var derimod svagere end i det samlede indeks i 2004, både med hensyn til cykliske og ikke-cykliske varer og tjenesteydelser. Det kan afspejle investorerens bekymring over styrken af den indenlandske efterspørgsel og især det private forbrug i euroområdet.

Figur 13. Vigtigste aktieindeks<sup>1)</sup>

(Indeks: 1. januar 1999 = 100; daglige observationer)

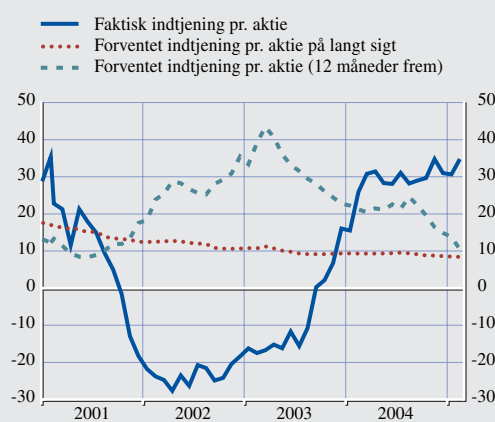


Kilder: Reuters, Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.

1) Dow Jones Euro Stoxx bredt indeks for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan. Fra januar 2001 omfatter observationerne Grækenland.

Figur 14. Vækst i faktisk og forventet virksomhedsindtjening

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



Kilde: Thomson Financial Datastream (analytikernes indtjeningskøn ifølge Institutional Brokers Estimate System, IBES).

Den opadgående tendens i de globale aktiekurser fortsatte i de første to måneder af 2005. Dow Jones Euro Stoxx-indekset steg med over 3 pct. mellem ultimo 2004 og 24. februar, mens Standard & Poor's 500 og Nikkei 225 også steg en smule i samme periode. Disse stigninger kunne tilsyneladende hovedsagelig tilskrives yderligere kraftige forbedringer i virksomhedernes rentabilitet.

### KRAFTIG EFTERSPØRGSEL EFTER UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER

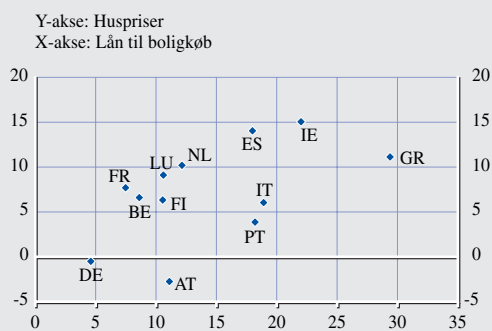
Husholdningernes efterspørgsel efter lån var kraftig i 2004, hvilket fremgik af, at den årlige gennemsnitsvækst i MFIernes udlån til husholdninger steg til 7,8 pct. Udviklingen i udlån til husholdninger i 2004 fortsatte den stigende tendens siden 1. kvartal 2002 og var primært forbundet med robust vækst i langfristede lån. I de første tre kvartaler af 2004 var den årlige vækst i det samlede udlån til husholdninger kraftigere end væksten i MFIernes udlån, hvilket indikerer en vedvarende kraftig vækst i andre finansielle institutioners udlån i forbindelse med sikker-

hedsstillelse for boligfinansieringslån i en række lande.

Langfristede MFI-lån til husholdninger bestod overvejende af lån til boligkøb. Den stærke vækst i denne komponent blev understøttet af den kraftige stigning i huspriserne i adskillige eurolande og fortsat vækst i huspriserne på over 7 pct. årligt for euroområdet som helhed i 1. halvår 2004. De foreliggende tal tyder på, at væksten i husholdningernes låntagning til boligkøb fortsat var træg i de fleste lande, hvor udviklingen i huspriserne var afdæmpet, mens den var kraftig i de lande, hvor huspriserne steg markant (se figur 15). I en række eurolande kan udviklingen i huspriserne og boligfinansiering også have medvirket til at støtte forbruget. Stigningen i huspriserne skabte større finansieringsbehov, men kan også have øget husholdningernes adgang til kredit ved at forbedre deres muligheder for at stille sikkerhed. Samtidig kan den kraftige vækst i udlån til boligkøb i sig selv have medført stigninger i huspriserne.

**Figur 15. Udvikling og lån på boligmarkedet i eurolandene**

(Gennemsnitlig årlig vækst i perioden 1998-2003; i pct.)



Kilde: ECBs beregninger baseret på MFIernes observationer vedrørende lån og de seneste nationale observationer vedrørende huspriser.

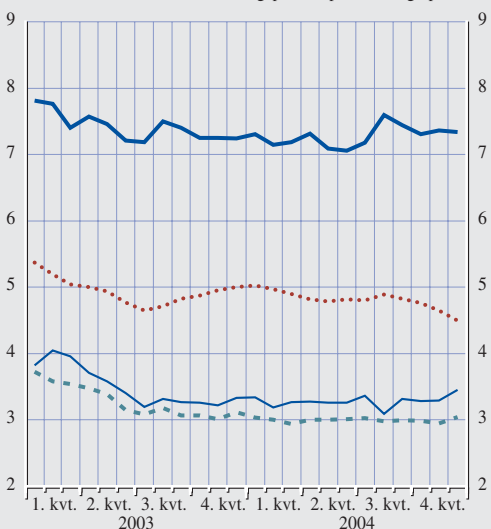
Den kraftige vækst i udlån til boligkøb kan bl.a. tilskrives, at de lave finansieringsomkostninger i forbindelse med boliglån faldt yderligere i 2004 fra det allerede lave niveau i de foregående år. Det gjorde det billigere at købe hus. MFI-renterne for nye lån til boligkøb med en initial rentebindingsperiode på over 5 og under 10 år faldt med 52 basispoint i årets løb og lå i december 2004 på 4,49 pct. (se figur 16), dvs. samme mønster som for tilsvarende markedsrenter for mellemfristede statsobligationer. Det ser også ud til, at husholdningerne generelt fik lettere adgang til finansiering i 2004. Resultaterne af eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån tyder faktisk på, at bankerne til en vis grad lempede kreditstandarderne for godkendelse af lån til boligkøb i de sidste tre kvartaler af 2004.

Den årlige vækst i forbrugerkredit styrkedes også i 2004, men fra et mere afdæmpet niveau og med forsinkelse i forhold til udviklingen i udlån til boligkøb. Styrkelsen kan afspejle den gradvise forbedring af Europa-Kommissionens forbrugertillidsindikator på baggrund af forholdsvis lave renter for udlån til husholdninger til forbrug. Resultaterne af eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån tyder også på øget adgang til både forbrugslån og andre lån, efterhånden som udlånsbetingelserne blev lempet i løbet af 2004.

**Figur 16. MFI-renter for udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber**

(I pct. p.a.; rentesatser for nye forretninger; ekskl. kassekreditter; vægtkorrigeret<sup>1)</sup>)

- Udlån til husholdninger til forbrug med variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år
- Udlån til husholdninger til boligkøb med en initial rentebindingsperiode på over 5 og op til 10 år
- - - Udlån til ikke-finansielle selskaber på over 1 mio. euro med variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år
- Udlån til ikke-finansielle selskaber på over 1 mio. euro med en initial rentebindingsperiode på over 1 og op til 5 år



Kilde: ECB.

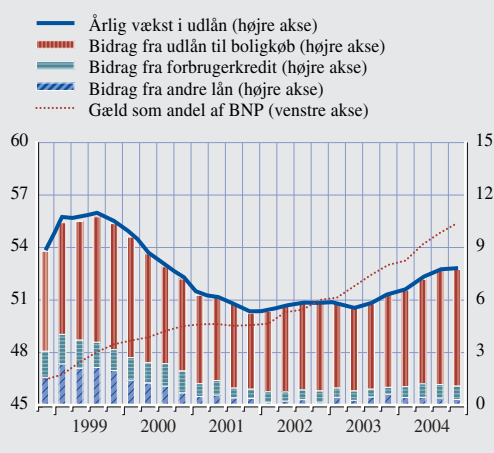
1) For perioden siden december 2003 er de vægtkorrigerede MFI-renter beregnet ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra et 12-måneders glidende gennemsnit af mængderne af nye forretninger. For den foregående periode januar-november 2003 er de vægtkorrigerede MFI-renter beregnet ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra gennemsnittet af mængderne af nye forretninger i 2003. Se også boksen "Analysing MFI interest rates at the euro area level" i Månedsoversigten for august 2004.

### HUSHOLDNINGERNES GÆLD FOR OPADGÅENDE

Husholdningernes øgede låntagning medførte, at husholdningernes gæld som andel af BNP steg yderligere (se figur 17). Stigningen i denne gældskvote skyldes til dels udviklingen hen imod prisstabilitet og lavere renter i adskillige eurolande efter euroens indførelse. Gældsbelastningsbyrden (dvs. rente- og afdragsbetalinger i forhold til disponibel indkomst) var faktisk forholdsvis lav som følge af det lave renteniveau. Husholdningernes gæld som andel af BNP var også lav i euroområdet i forhold til fx i Storbritannien og USA. Gældsstigningen er dog ikke uden risiko, da den har øget husholdningernes

**Figur 17. Gæld som andel af BNP og vækst i udlån til husholdninger**

(Gæld som andel af BNP og årlig vækst i pct.; bidrag til årlig vækst i procentpoint)



Kilde: ECB.

Anm.: Gælden som andel af BNP er noget lavere på basis af kvartalsvise finansielle konti end på basis af årlige finansielle konti, hovedsagelig fordi lån fra ikke-finansielle sektorer og banker uden for euroområdet ikke er medregnet.

eksponering for ændringer i renter, indkomst og aktivpriser. Risikoen for øget følsomhed gælder fx husholdninger, som har benyttet de historisk lave renter til at finansiere realkreditlån med variabel rente og dermed lave rentebetalinger til at begynde med. Skøn over denne følsomhed er forbundet med betydelig usikkerhed, da fx andelen af eksisterende realkreditgæld, som er eksponeret for ændringer i de aktuelle renteforhold, afhænger af udformningen af de underliggende realkreditaftaler. Udformningen er forskellig alt efter det nationale realkreditmarkeds struktur, kulturelle vaner og historiske faktorer samt lovgivnings- og skattemæssige aspekter, og disse varierer alle betydeligt fra euroland til euroland.<sup>4</sup>

### LAVE OMKOSTNINGER VED EKSTERN FINANSIERING FOR IKKE-FINANSIELLE SELSKABER

Betingelserne for euroområdet ikke-finansielle selskabers gældsstiftelse var meget gunstige i hele 2004, hvilket kom til udtryk i erhvervsobligationsrenterne og bankrenterne. Virksomhederne nød godt af lave omkostninger ved gælds-

**Figur 18. Indikatorer for markedsbaserede finansieringsomkostninger for ikke-finansielle selskaber**

(I pct. p.a.)



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

- 1) Obligationsrenterne for ikke-finansielle selskaber er baseret på et indeks udarbejdet af Merrill Lynch vedrørende ikke-finansielle "investment-grade"-selskaber og på et indeks for højtforrentede obligationer. Frem til april 1998 foreligger kun nationale observationer (Belgien, Frankrig, Tyskland, Italien, Holland og Spanien). Renten er aggregeret ved hjælp af BNP-vægte svarende til købekraftspariteten i 2001. Den nominelle rente er deflateret med de gennemsnitlige inflationsforventninger (offentliggjort af Consensus Economics Forecast) over en periode svarende til erhvervsobligationernes gennemsnitlige løbetid.
- 2) Udbytte pr. aktie er defineret som det årlige udbytte, som markedsdeltagerne forventer, i pct. af aktiekursen. Det nominelle udbytte er deflateret med HICP.

stiftelse og generelt ubegrænset adgang til finansiering.

Hvad angår finansiering i form af værdipapirer, var renten på obligationer udstedt af ikke-finansielle selskaber historisk lav, både nominelt og realt (se figur 18). Samtidig faldt det reale udbytte pr. aktie i forhold til aktiekursen (der kan betragtes som indikator for de reale omkostninger ved egenkapitalfinansiering) fra toppunktet i 2003, men lå dog stadig noget højere end gennemsnittet siden midt i 1990'erne.

De lave omkostninger ved finansiering med obligationer er i høj grad en følge af de historisk

<sup>4</sup> Se også boksen "Features of mortgage contracts in the euro area" i ECB Månedsoversigt for november 2004.

lave renter over hele løbetidsspektret samt investorerne opfattelse af positive udsigter for erhvervskreditrisikoen i euroområdet. Spændene mellem erhvervsobligationer og statsobligationer, især AA- og BBB-ratede obligationer, indsnævredes yderligere i 2004 fra et allerede lavt niveau. Indsnævringen af spændene kan forklares ved grundlæggende forhold såsom den markante nedgang i volatiliteten på de finansielle markeder (se boks 3, "Generelle tendenser i den implicitte volatilitet på de finansielle markeder") og forbedringen af virksomhedernes rentabilitet. Samtidig kan det på baggrund af de lave renter ikke udelukkes, at investorernes omfattende søgen efter afkast fortsat havde betydning for faldet i erhvervsobligationsrenterne.

Hvad angår finansieringsomkostningerne i forbindelse med MFIernes udlån, som er den vigtig-

ste form for gældsstiftelse for de ikke-finansielle selskaber, var MFI-renterne stort set stabile i 2004 (se figur 16) efter faldene i 2002 og 2003 og generelt meget lave.

Virksomhederne har muligvis også haft lettere adgang til banklån i 2004. Resultaterne af eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån tyder på et gradvis fald i nettostramningen af kreditstandarderne for udlån til virksomheder i 1. halvår 2004, som blev afløst af en nettolempelse i 2. halvår. Samtidig var der nogle forskelle mellem store virksomheders og små og mellemstore virksomheders finansieringsomkostninger (se boks 4 "Har små og mellemstore virksomheder haft mindre gunstige finansieringsvilkår end store virksomheder i euroområdet i 2004?").

#### Boks 4

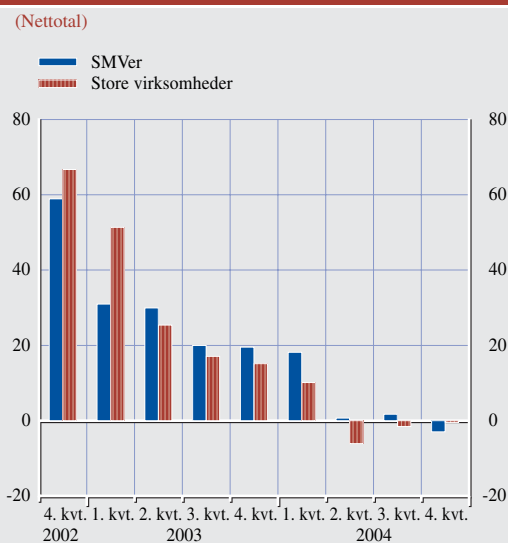
##### **HAR SMÅ OG MELLEMSTORE VIRKSOMHEDER HAFT MINDRE GUNSTIGE FINANSIERINGSVILKÅR END STORE VIRKSOMHEDER I EUROOMRÅDET I 2004?**

Små og mellemstore virksomheder (SMVer) kan generelt være pålagt større begrænsninger end store virksomheder med hensyn til finansieringsomkostninger og adgang til ekstern finansiering. I modsætning til store virksomheder kan SMVerne typisk ikke benytte kapitalmarkederne og er derfor overvejende henvist til banklån eller endnu dyrere typer ekstern finansiering (fx handelskredit, leasing og factoring osv.). Desuden vil mindre virksomheder normalt i højere grad have problemer med potentielle kreditors mangel på information, når de forsøger at opnå finansiering, da de ofte er yngre og ikke er underlagt så strenge rapporteringskrav (dvs. de fremlægger mindre detaljerede regnskaber osv.). Endvidere har SMVerne typisk mindre sikkerhed (fx anlægsaktiver) at tilbyde til opvejning af problemerne med utilstrækkelig information end større og mere veletablerede virksomheder. Som følge deraf anvender bankerne ofte strammere kreditstandarder for udlån til mindre og yngre virksomheder, da de normalt har mindre information om disse virksomheder.

Endvidere har SMVerne ofte højere finansieringsomkostninger (fx i form af bankrenter) end store virksomheder. De relativt højere renter på små lån kan forklares ved en række forhold. Der kan fx være faste låneomkostninger, der ikke står i forhold til lånets størrelse. Der kan også være større risiko ved små virksomheder end ved store og mere veletablerede virksomheder (selv om spredningseffekten kan være endnu større for bankerne i forbindelse med lån til SMVer). Endvidere kan der være utilstrækkelig konkurrence mellem SMVernes långivere, som således bedre kan "fastlåse" deres små låner og dermed forhøje disse låneres omkostninger ved at skifte bank. På grund af SMVernes forholdsvis begrænsede adgang til og højere omkostninger ved ekstern finansiering benytter de sig desuden traditionelt mere af intern finansiering, generelt i form af en større



**Figur A. Ændringer i kreditstandarderne for godkendelse af lån eller kreditfaciliteter til ikke-finansielle selskaber**



Kilde: ECB.

Anm.: Nettotallene vedrører forskellen mellem saldoen for "strammet betydeligt" og "strammet noget" og saldoen for "lemptet noget" og "lemptet betydeligt".

andel af likvide aktiver i deres balance. Da det er dyrt at besidde likvide aktiver, kan det være en yderligere byrde for små virksomheder.<sup>1</sup>

På baggrund heraf har der for nylig været fokuseret mere på SMVernes finansieringsvilkår i euroområdet. Undersøgelsen af bankernes udlån, der foretages af eurosystemet fire gange om året, giver kvalitative oplysninger om SMVernes og store virksomheders finansieringsvilkår. Undersøgelsen omhandler navnlig ændringer i kreditstandarderne for udlån til store virksomheder og SMVer (se figur A). Siden 4. kvartal 2002 har bankernes kreditstandarder for udlån til SMVer og store virksomheder fulgt stort set samme mønster med et gradvist fald i nettostramningen af kreditstandarderne. Kreditstandarderne for udlån til store virksomheder har generelt været en smule mindre stramme og er endda blevet lempet (netto) fra og med 2. kvartal 2004. I 4. kvartal 2004 aftog nettostramningen af kreditstandarderne for udlån til SMVer relativt mere og blev lempet for første gang siden den første undersøgelse af bankernes udlån.

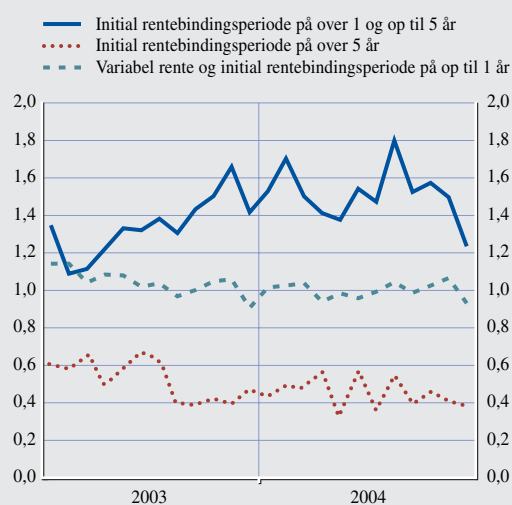
Indførelsen af den nye MFI-rentestatistik (fra januar 2003) giver mulighed for sammenligning af renterne for lån af forskellige størrelser (under og over 1 mio. euro).<sup>2</sup> Da det antages, at lån på over 1 mio. euro oftere ydes til store virksomheder, kan en sammenligning af renterne for lån af forskellig størrelse give information om SMVernes finansieringsomkostninger i forhold til store virksomheders. Det kan naturligvis kun blive en grov sondring. I perioden januar 2003-december 2004 var renterne for små MFI-lån (målt ved MFI-renterne for lån på op til 1 mio. euro til ikke-

1 En nærmere gennemgang af de europæiske SMVernes finansiering findes i "Europe's changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises", EIB Papers, bind 8, nr. 2, 2003, og Europa-Kommissionens "SMEs and access to finance", Det Europæiske Observationscenter for SMV, 2003, nr. 2.

2 Se også boks 13, "Finansiel integration på euroområdet kreditmarked", senere i denne Årsberetning.

**Figur B. MFI-rentespænd mellem små og store lån til ikke-finansielle selskaber<sup>1) 2)</sup>**

(I procentpoint; nyudlån)



Kilde: ECB.

1) For perioden siden december 2003 er de vægtkorrigerede MFI-renter beregnet ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra et 12-måneders glidende gennemsnit af mængderne af nye forretninger. For den foregående periode januar-november 2003 er de vægtkorrigerede MFI-renter beregnet ved hjælp af landevægte konstrueret ud fra gennemsnittet af mængderne af nye forretninger i 2003. Se også boksen "Analysing MFI interest rates at the euro area level" i Månedsoversigten for august 2004.

2) Små lån er lån på op til 1 mio. euro, og store lån er lån på over 1 mio. euro.

finansielle selskaber) mellem 0,4 og 1,8 procentpoint højere end renterne for større MFI-lån (målt ved MFI-renterne for lån på over 1 mio. euro til ikke-finansielle selskaber) (se figur B). I perioden siden januar 2003 har spændene mellem små og store lån alt i alt kun ændret sig lidt. Et nærmere blik på den seneste udvikling i 2004 viser, at rentespændet for små lån indsnævredes en smule (med henholdsvis 10 og 15 basispoint) over for både renterne for store lån med en initial rentebindingsperiode på over 1 og op til 5 år og store lån med en initial rentebindingsperiode på over 5 år, mens det var stort set uændret over for renterne for lån med variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år.

Det er svært at drage faste konklusioner på grundlag af den foreliggende dokumentation. SMVernes finansieringsomkostninger var fortsat relativt høje sammenlignet med store virksomheder, mens udviklingen i 2004 var stort set den samme for store og små virksomheder. Samtidig er der tegn på, at SMVernes adgang til finansiering forbedredes betydeligt i samme periode.

#### BEGRÆNSET ANVENDELSE AF EKSTERN FINANSIERING I 2004

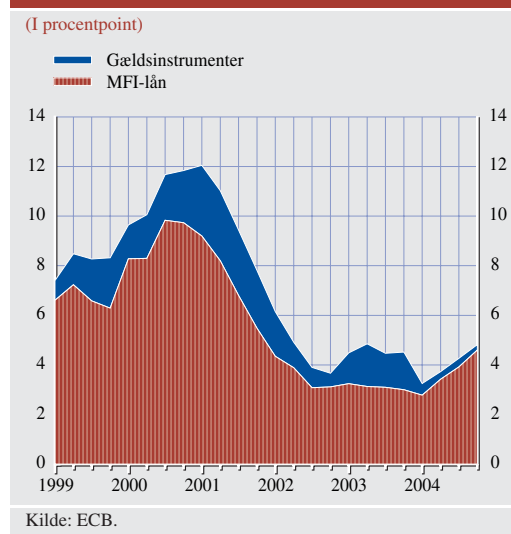
Trods de gunstige finansieringsvilkår anvendte de ikke-finansielle selskaber kun i begrænset omfang ekstern finansiering i 2004. Den årlige vækst i selskabernes gældsstiftelse var 4,8 pct. ultimo 2004, dvs. en smule kraftigere end ultimo 2003, hvor den var 4,5 pct. I 2. halvår 2004 steg den en smule, hovedsagelig som følge af en stigning i lånefinansieringen (se figur 19). Den årlige vækst i MFInernes udlån til ikke-finansielle selskaber steg faktisk til 5,4 pct. ultimo 2004 fra 3,5 pct. ultimo 2003. Samtidig var væksten i de ikke-finansielle selskabers nettoudstedelse af gældsinstrumenter betydelig lavere i 2004 end året før, idet den faldt fra 10,5 pct. ultimo 2003 til 2,4 pct. ultimo 2004.

Når gældsstiftelsen alt i alt stadig var forholdsvis afdæmpet, kan det skyldes flere faktorer. For det første kan forbedringen af virksomhedernes rentabilitet, i det mindste for store virksomheder i Dow Jones Euro Stoxx-indekset (se figur 14), i form af øget intern opsparring, have øget virksomhedernes incitament til at mindske deres samlede gæld. For det andet afspejler den forholdsvis lave vækst i gældsstiftelsen måske også det igangværende, gradvise økonomiske opsving. I den forbindelse har virksomhederne tilsyneladende anlagt en forsigtig "vent og se"-holdning med hensyn til finansiering af yderligere store anlægsinvesteringer.

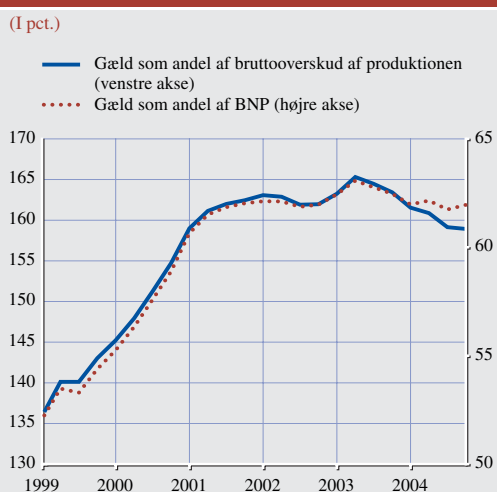
Den indirekte finansiering af ikke-finansielle selskaber gennem ikke-monetære finansielle selskaber aftog også i 2004. Denne sektor omfatter finansielle datterselskaber af ikke-finansielle selskaber, special purpose vehicles og andre selskaber, som rejser kapital på bankernes vegne.

Den årlige vækst i de ikke-monetære finansielle selskabers nettoudstedelse af gældsinstrumenter aftog fra 22,3 pct. ultimo 2003 til 13,2 pct. ultimo 2004. Væksten var dog stadig kraftig i forhold til de øvrige sektors udstedelsesaktivitet.

Figur 19. Bidrag til den årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers gæld



**Figur 20. Balanceindikatorer for ikke-finansielle selskaber**



Kilder: ECB og Eurostat.  
 Anm.: Tallene for 4. kv. 2004 er skønnet ud fra transaktioner angivet i penge- og bankstatistikken og værdipapirstatistikken. Gældskvoterne er noget lavere på basis af kvartalsvise finansielle konti end på basis af årlige finansielle konti, hovedsagelig fordi lån fra ikke-finansielle sektorer og banker uden for euroområdet ikke er medregnet.

Den årlige vækst i euroområdet ikke-finansielle selskabers udstedelse af børsnoterede aktier var 0,9 pct. ultimo 2004, dvs. stort set uændret i forhold til de foregående to års meget lave niveau. Den begrænsede anvendelse af egenkapitalfinansiering skyldes dels den forholdsvis lave efterspørgsel efter ekstern finansiering, dels de øv-

rige finansieringskilders meget lave omkostninger. Den lave nettoudstedelse af børsnoterede aktier afspejler også i et vist omfang en række mere strukturelle udviklingstendenser, fx fjernelse af aktier fra børslisten og tilbagekøb, der overvejende udføres af virksomheder, der har tjent tilstrækkeligt til både at reinvestere i forretningen og købe deres aktier tilbage.

De gunstige finansieringsvilkår indebar en vis forbedring af virksomhedernes balancer i 2004 (se figur 20). Set fra et historisk perspektiv var virksomhedernes gældskvoter ret høje. Som følge af MFI-renternes generelle fald har de dog ikke medført markant højere gældsbetjeningsomkostninger for de ikke-finansielle selskaber i de seneste år.

### 2.3 PRISUDVIKLINGEN

Den samlede HICP-inflation i euroområdet lå i gennemsnit på 2,1 pct. i 2004, hvilket var uændret i forhold til året før (se tabel 1). Højere oliepriser og yderligere stigninger i afgifter og administrerede priser var de vigtigste faktorer, der bidrog til et opadrettet prispres. Disse faktorer blev opvejet af euroens yderligere styrkelse, afdæmpet efterspørgsel og et betydeligt fald i den årlige vækst i priserne på uforarbejdede fødevarer. Trods olieprisudviklingens betydelige opad-

**Tabel 1. Prisudviklingen**

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

	2002	2003	2004	2003 4. kv.	2004 1. kv.	2004 2. kv.	2004 3. kv.	2004 4. kv.	2004 Dec.	2005 Jan.
<b>HICP og dets komponenter</b>										
Samlet indeks	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Energi	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Forarbejdede fødevarer	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Uforarbejdede fødevarer	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Industrivarer ekskl. energi	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Tjenesteydelser	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
<b>Andre pris- og omkostningsindikatorer</b>										
Producentpriser i industrien <sup>1)</sup>	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Oliepriser (EUR pr. tønne) <sup>2)</sup>	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Råvarepriser <sup>3)</sup>	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

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

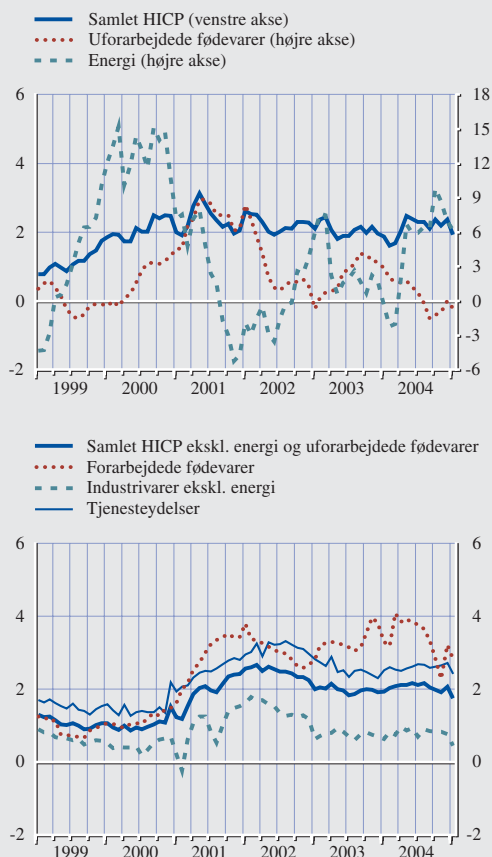
1) Ekskl. byggeri.

2) Brent Blend (til 1 måneds terminslevering).

3) Ekskl. energi; i euro.

**Figur 21. De vigtigste komponenter i HICP-inflationen**

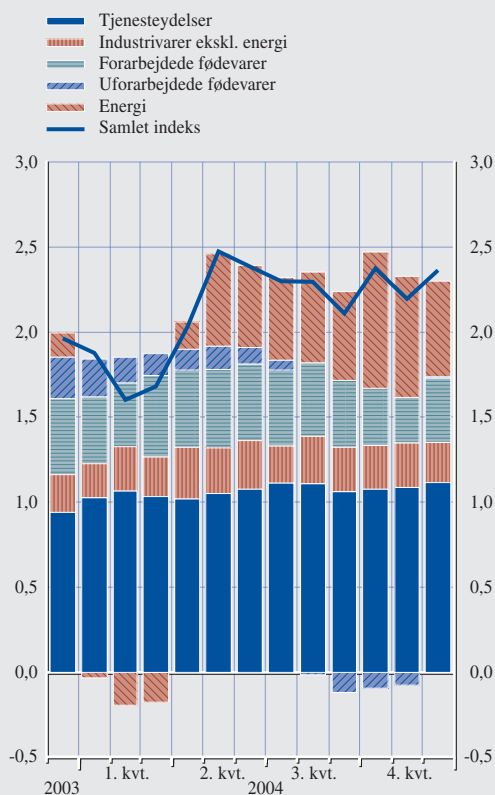
(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

**Figur 22. Komponenternes bidrag til HICP-inflationen**

(Bidrag i procentpoint år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat

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

rettede effekt på forbrugerpriserne i euroområdet var der stort set ingen tegn på et øget underliggende inflationspres i euroområdets økonomi. Producentpriserne steg i gennemsnit med 2,3 pct. årligt i 2004 i forhold til 1,4 pct. i 2003, hvilket hovedsagelig skyldtes stigninger i energipriserne og priserne på halvfabrikata. Der var imidlertid kun få tegn på, at stigningerne i nævneværdig grad påvirkede priserne på senere trin i produktionskæden. Tilsvarende var lønstigningerne fortsat begrænsede i 2004 på baggrund af den aktuelle moderate vækst og udviklingen på arbejdsmarkedet.

I januar 2005 faldt den samlede HICP-inflation til 1,9 pct., hvilket var en nedgang på 0,5 pro-

centpoint i forhold til december 2004. Faldet var bredt funderet i komponenterne i HICP-inflationen og var delvis drevet af basiseffekter. Det afspejlede også yderligere gunstige påvirkninger fra faldet i den årlige vækst i energipriserne, faldet i priserne på forarbejdede fødevarer og større rabatter i forbindelse med sæsonudsalg i visse eurolande.

#### DEN SAMLEDE INFLATION VAR PÅVIRKET AF VOLATILE KOMPONENTER

Udviklingen i den samlede inflation i 2004 afspejler hovedsagelig de volatile komponenter i HICP, navnlig energi og, i mindre grad, uforarbejdede fødevarer (se figur 21).

Oliepriserne var højere i 2004 end forventet. I december lå den gennemsnitlige pris i euro på en tønde Brent-råolie 25 pct. over gennemsnittet i december 2003 (olieprisernes indvirkning på euroområdet økonomi er nærmere beskrevet i boks 5). Det medførte et betydeligt direkte opadrettet pres på energipriserne for forbrugerne i euroområdet. Priserne steg med 4,5 pct. i gennemsnit i 2004 i forhold til 3,0 pct. i 2003, og deres bidrag på 0,4 procentpoint til den gennemsnitlige årlige inflation i 2004 var det højeste i fire år (se figur 22).

Som følge af kraftige basiseffekter i HICPs energikomponent faldt den samlede inflation til ca. 1,7 pct. år-til-år i 1. kvartal 2004. Derefter begyndte den at stige til toppunktet på 2,5 pct. i maj som følge af uventede energiprisstigninger. Det opadrettede pres opvejede stort set den afdæmpende virkning fra priserne på uforarbejdede fødevarer, hvis årlige vækst aftog fra 2,1 pct. i gennemsnit i 2003 til 0,6 pct. i 2004. I løbet af sommeren og efteråret havde priserne på uforarbejdede fødevarer, der havde udviklet sig moderat som følge af gunstige vejrforhold, en dæmpende virkning på udviklingen i det samlede HICP. HICP-inflationen lå dog fortsat en smule over 2 pct. resten af året.

Andre kilder til eksternt inflationspres spillede også en rolle i 2004. Navnlige steg priserne på rå-

varer ekskl. olie kraftigt i 1. halvår og derefter mere afdæmpet. Euroens betydelige appreciering opvejede imidlertid delvis inflationsvirkningen af både oliepriserne og priserne på råvarer ekskl. olie.

De øvrige mindre volatile HICP-komponenter bidrog til at holde den samlede inflation ved lige i 2004, især som følge af udviklingen i afgifter og administrerede priser. Som i 2003 forhøjede flere eurolande tobaksafgifterne yderligere, hvilket bidrog til et betydeligt opadrettet pres på priserne på forarbejdede fødevarer. Priserne på forarbejdede fødevarer steg således med 3,4 pct. i gennemsnit i 2004 i forhold til 3,3 pct. i 2003. Den årlige ændring i priserne på industrivarer ekskl. energi var 0,8 pct. i 2004, dvs. uændret i forhold til 2003. Når denne komponent ikke faldt, skyldtes det stigninger i administrerede priser på især sundhedsydelser og lægemidler. Ligeledes medførte regeringstiltag rettet mod administrerede priser på sundhedsydelser betydelige stigninger i priserne på læge- tandlæge- og hospitalsydelser. Disse stigninger lå bag den samlede vækst i priserne på tjenesteydelser fra 2,5 pct. i 2003 til 2,6 pct. i 2004. Energiprisernes opadrettede effekt på transportomkostningerne bidrog også, men i mindre omfang, til den samlede stigning i priserne på tjenesteydelser. I boks 5 gennemgås olieprisudviklingens indvirkning på euroområdets økonomi.

## Boks 5

### OLIEPRISERNE OG EUROOMRÅDETS ØKONOMI

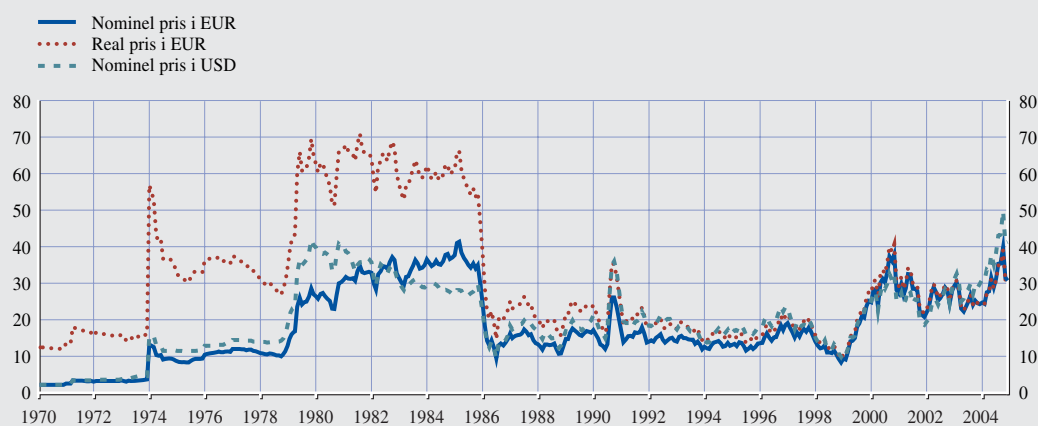
I denne boks beskrives udviklingen i oliepriserne i 2004 og indvirkningen på euroområdets økonomi. Først sættes olieprisstigningen i 2004 i et historisk perspektiv. Derefter beskrives de kanaler, hvorigennem oliepriserne påvirker euroområdets inflation og produktionsvækst. Endelig kvantificeres olieprisstigningens indvirkning tentativt, men det understreges, at visse effekter ikke kan måles med modeller.

#### Udviklingen i oliepriserne set over en længere periode

Oliepriserne i amerikanske dollar steg nominelt til et rekordhøjt niveau i 2004. Der er dog stor forskel på denne stigning og tidligere stød til oliepriserne. For det første var stigningen i 2004 betydeligt mindre end stigningen i forbindelse med andre kraftige stød til oliepriserne (se tabellen). Prisen på Brent-råolie i 2004 var i gennemsnit 33 pct. højere end i 2003. Ikke desto mindre steg

**Figur A. Prisen på Brent-råolie**

(Pr. tønde)



Kilder: IMF og ECBs beregninger.

Anm.: Reale oliepriser gør det muligt at sammenligne olieprisudviklingens indvirkning på købekraften over tid. De beregnes ved at deflatere de nominelle oliepriser med euroområdet HICP med december 2004 som udgangspunkt. Prisobservationer før 1990 er observationer fra de nationale forbrugerprisindeks.

oliepriserne i euro med 20 pct. i 2004 på grund af euroens samlede appreciering over for den amerikanske dollar. For det andet var de reale oliepriser, dvs. justeret for inflation, betydeligt lavere i 2004 end i tidligere perioder med høje priser (se figur A). For det tredje afveg drivkræfterne bag prisstigningen i 2004 også fra tidligere olieprisstød. Hvor olieprisstigningerne i 1973, 1979, 1990 og 1999 primært skyldtes betydelige forstyrrelser i olieforsyningen, kunne oliepriserne i 2004 tilskrives flere forskellige faktorer, hovedsagelig kraftig olieefterspørgsel, som oversteg forventningerne, og svindende global overskudskapacitet samt bekymringer over forsyningssikkerheden fra flere af de olieproducerende lande.

### Transmission af olieprisændringer til inflationen i euroområdet

Hvad angår olieprisstigningernes indvirkning på priserne i euroområdet, er det en fordel at skelne mellem direkte, indirekte og anden runde-effekter.<sup>1</sup> Direkte effekter vedrører en olieprisændrings indvirkning på det samlede HICP gennem den umiddelbare effekt på forbrugereenergipriserne. Energikomponenten udgør 8 pct. af det samlede HICP og hænger i høj grad sammen med oliepriserne i euro. Figur B viser energikomponentens vigtigste olierelaterede posters bidrag til den årlige samlede HICP-inflation sammen med udviklingen i oliepriserne. Figuren viser, at den direkte effekt gør sig gældende inden for et år efter olieprisstigningen.

Ud over de direkte effekter er indirekte effekter forbundet med muligheden for, at et stød til oliepriserne, der øger energiproduktionsomkostningerne, kan påvirke priserne på andre varer og tjenesteydelser. Det kan medføre en mere generel prisstigning, selv om det også beror på, i hvor stor udstrækning avancerne kan absorbere øgede omkostninger. I figur C vises den indirekte effekt gennem de transportrelaterede tjenesteydelseskomponenter i HICP. Komponenternes bidrag til den samlede HICP-inflation stiger som regel med en vis forsinkelse efter olieprisstigningerne. Det skal dog bemærkes, at andre faktorer også påvirker disse komponenter, mens olieprisændringer

<sup>1</sup> Se desuden artiklen "Oil prices and the euro area economy" i Månedsoversigten for november 2004 og boksen "Recent oil price developments and their impact on euro area prices" i Månedsoversigten for juli 2004.

også indirekte påvirker andre HICP-komponenter.

Endelig er anden runde-effekter, ud over direkte og indirekte effekter, forbundet med muligheden for, at et stød til oliepriserne kan påvirke inflationen yderligere, da det kan skabe højere lønkrav for at kompensere for faldet i realindkomsten. Disse anden runde-effekter viser sig ofte med en vis forsinkelse. Ud over forventninger om stødets varighed afhænger anden runde-effekter normalt af, om de økonomiske forhold, især arbejdsmarkedsforholdene, giver anledning til højere lønkrav. I 2004 var anden runde-effekterne i forbindelse med stødet til oliepriserne begrænset på grund af konjunktursituationen i euroområdet og arbejdsmarkedsforholdene. Mindre lønindeksering end i 1970'erne og 1980'erne har også mindsket inflationens rolle i løndannelsen.

### Stigning i prisen på Brent-råolie i bestemte perioder

(Ændring i pct. i årligt gennemsnit)

	1973-1974	1978-1979	1999-2000	2003-2004
I USD	204	125	60	33
I EUR	210	110	84	20

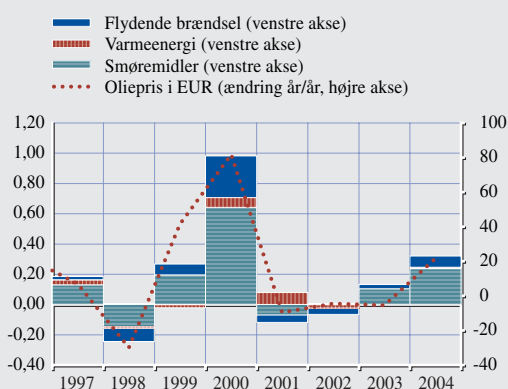
Kilder: IMF og ECBs beregninger.

### Transmission af olieprisændringer til produktionsvæksten i euroområdet

Stød til oliepriserne påvirker primært den reale økonomi gennem to kanaler. Den ene er på udbudssiden, da olie er et vigtigt bidrag til produktionsprocessen. En stigning i oliepriserne får produktionsomkostningerne til at stige, især på kort sigt, da mulighederne for at erstatte olie med andre energikilder er begrænset. Produktionsniveauet kan falde på grund af olieprisstigningen, som også kan medføre lavere efterspørgsel efter andre produktionsfaktorer, fx arbejdskraft. Den anden er på efterspørgselssiden, da en olieprisstigning forringer bytteforholdene for olieimporterende økonomier som euroområdet. Det giver anledning til et fald i realindkomsten, som får den indenlandske efterspørgsel til at aftage, for så vidt dette ikke opvejes af mindre opsparing eller øget låntagning. En række andre kanaler, som er vanskeligere at opgøre, overfører effekter af stød til oliepriserne gennem fx tillid eller aktiemarkedene.

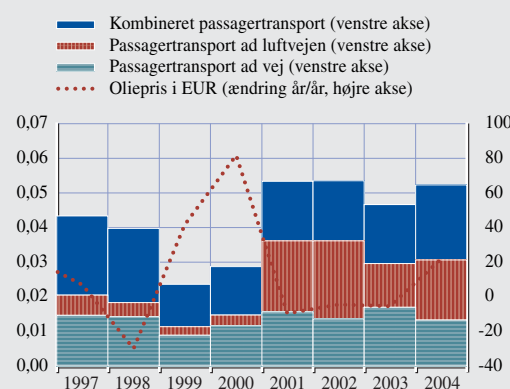
**Figur B. Oliepriser og energikomponenternes bidrag til HICP-inflationen**

(Bidrag i procentpoint, medmindre andet er anført)



**Figur C. Oliepriser og transportkomponenternes bidrag til HICP-inflationen**

(Bidrag i procentpoint, medmindre andet er anført)



Kilder: Eurostat, Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.

### Modelbaseret kvantificering af olieprisstigningens virkning

Virkningen af det seneste års olieprisstigning på euroområdet inflation og væksten i realt BNP kan estimeres ud fra forskellige modeller. Ifølge disse beregninger får en stigning på 20 pct. i oliepriserne generelt euroområdets inflation til at stige med ca. 0,2 procentpoint i det første år med en forventet yderligere stigning på ca. 0,1 procentpoint i de følgende to år. Hvad angår væksten i realt BNP, vil den estimerede virkning være mellem ca. -0,1 og -0,3 procentpoint i det første år med kun en mindre effekt i det andet og tredje år.<sup>2</sup>

Simulationsresultaterne bør dog ikke tages for pålydende. På den ene side er de forbundet med klare forbehold, fx eventuel ikke-linearitet og asymmetri, samt at modeller ikke omfatter alle transmissionskanaler. På den anden side skal det dog også bemærkes, at ud fra et strukturelt synspunkt er der flere tegn på, at euroområdets økonomi er blevet mere robust over for stød til oliepriserne i de seneste år, hvorved modelsimulering kan overvurdere virkningen. Først og fremmest er olieforbruget i produktionen og olieforbrugets andel af det samlede energiforbrug faldet betydeligt i euroområdet i forhold til 1970'erne. Desuden er arbejds- og produktmarkederne tilsyneladende blevet mere fleksible, så resurserne lettere og hurtigere kan omallokeres, hvilket bør reducere olieprisstødens indvirkning på økonomien. Desuden spiller pengepolitikens troværdighed og reaktion en vigtig rolle i forbindelse med at fastsætte olieprisstigningers indvirkning på euroområdets økonomi, hvilket gør det vanskeligt at kvantificere udviklingen.

Der er dog klart brug for yderligere strukturreformer, så euroområdets økonomi lettere og hurtigere kan tilpasse sig fremtidige stød. Det vil især være en fordel at øge den effektive konkurrence i euroområdets energisektor, da højere oliepriser derved kan opsuges uden betydelige forvriddninger. I denne forbindelse er det ikke hensigtsmæssigt at kompensere for olieprisstigninger med finanspolitiske tiltag, fx skattelettelser, da det vil øge de eksisterende forvriddninger i resurseallokeringen og derved hindre økonomiske aktører i at tilpasse sig et sådant eksternt stød.

<sup>2</sup> Se desuden artiklen omtalt i fodnote 1.

### DYNAMISKE BOLIGPRISER

Boligpriserne i euroområdet, som ikke indgår i HICP, fortsatte den kraftige opgang i 2004 og steg med 6,9 pct. i 1. halvår i forhold til 1. halvår 2003. Tallet dækker dog over modsatrettede tendenser i de forskellige eurolande, fx en tocifret stigningstakt i Spanien, Irland, Frankrig og Italien og et lille fald i Tyskland. De foreliggende tal for 2. halvår 2004 tyder på, at de kraftige prisstigninger er fortsat, og 2004 er således det fjerde år i træk med boligprisstigninger på omkring 6-7 pct. (se figur 23). Denne periode med vedvarende robuste stigninger fulgte imidlertid efter en periode med forholdsvis beskedne stigninger (på under 3 pct.) i midten af 1990'erne.

### STIGENDE PRODUCENTPRISER PÅ TIDLIGE TRIN I PRODUKTIONSKÆDEN

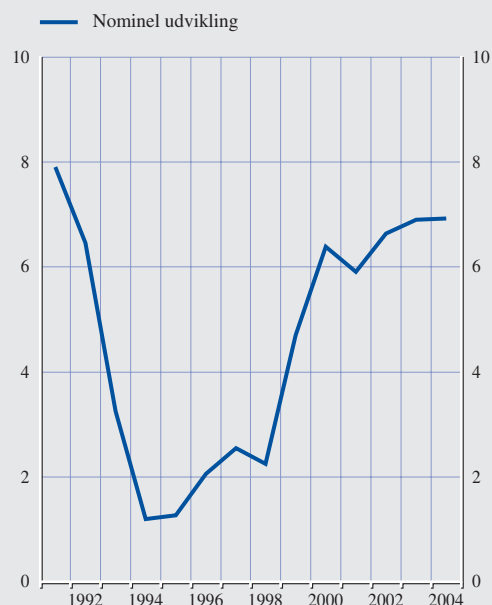
Den samlede årlige vækst i producentpriserne i industrien (ekskl. byggeriet) i euroområdet steg støt i løbet af 2004 (se figur 24). Stigningen tiltog i 2. kvartal og kunne hovedsagelig tilskrives energipriserne og priserne på halvfabrikata. Det er i overensstemmelse med stigningerne i oliepriserne og priserne på råvarer ekskl. olie, som pressede inputpriserne på de tidlige trin i produktionskæden. Priserne på halvfabrikata steg i gennemsnit med 3,5 pct. i 2004 i forhold til 0,8 pct. i 2003.

Der var dog næsten ingen tegn på, at der opstod betydelige prispres på senere trin i produktionskæden. Producentpriserne på forbrugsgoder steg



**Figur 23. Udviklingen i boligpriserne i euroområdet**

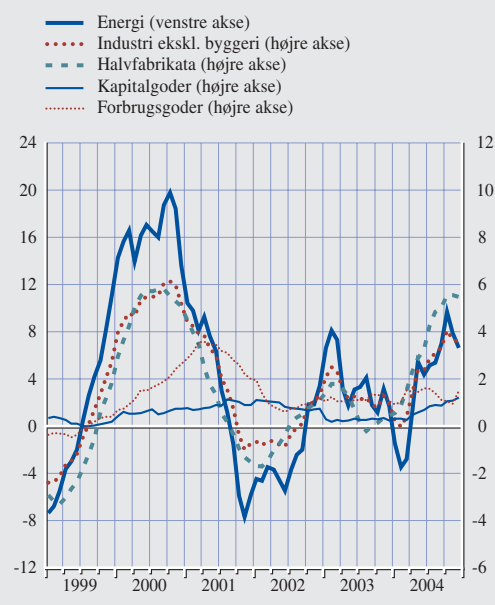
(Ændring i pct. år/år; årlige observationer)



Kilde: ECBs beregning, baseret på ikke-harmoniserede observationer.  
Anm.: 2004-observationerne vedrører 1. halvår 2004.

**Figur 24. De enkelte komponenter i producentpriser i industrien**

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



Kilde: Eurostat.

i gennemsnit med 1,3 pct., hvilket stadig var lavere end det historiske gennemsnit, men højere end den gennemsnitlige stigning på 1,1 pct. i 2003. En betydelig del af stigningen i producentpriserne på forbrugsgoder mellem 2003 og 2004 kan tilskrives forhøjelser af tobaksafgifterne. Eftersom det tager tid, før et opadrettet pres fra inputpriserne slår igennem på senere trin i produktionskæden, er den forsinkede effekt af stigninger i råvarepriserne, der allerede er observeret på tidligere trin i produktionskæden, måske

først begyndt at gøre sig gældende i priserne på forbrugsgoder i begyndelsen af 2005. Den afdæmpede efterspørgsel kan dog afholde virksomheder fra at lade stigninger i energipriserne og priserne på halvfabrikata gå videre til næste trin i produktionskæden.

### MODERAT UDVIKLING I ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGERNE I 2004

Indikatorerne for arbejdskraftsomkostninger i euroområdet aftog fortsat i 2004 i forhold til de

**Tabel 2. Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger**

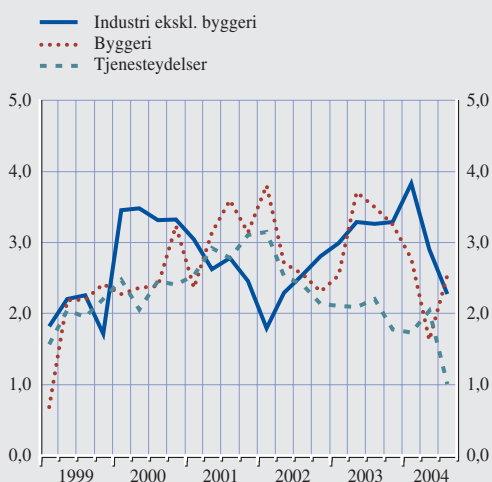
(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)

	2002	2003	2004	2003 4. kvrt.	2004 1. kvrt.	2004 2. kvrt.	2004 3. kvrt.	2004 4. kvrt.
Aftalt løn	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Samlede timelønomsomkostninger	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Månedlig bruttoindkomst	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Lønsum pr. ansat	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Arbejdskraftsproduktivitet	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Enhedslønomkostninger	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECBs beregninger.

**Figur 25. Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor**

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



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

foregående år (se tabel 2). Væksten i lønsum pr. ansat faldt i 1. halvår 2004, idet den gennemsnitlige årlige vækst var 2,2 pct. i forhold til 2,4 pct. i 2003. Nedgangen var bredt funderet på tværs af de vigtigste sektorer i økonomien (se figur 25), men var mest markant inden for markedsrelaterede tjenesteydelser. De foreliggende tal vedrørende lønsum pr. ansat i 2. halvår 2004 tyder på en yderligere afdæmpning af lønvæksten. Det fremgår også af andre indikatorer for arbejds-kraftsomkostningerne. Den årlige vækst i aftalt løn var 2,2 pct. i 2004 i forhold til 2,4 pct. i 2003. Observationer fra overenskomststafaler, der blev indgået i perioden indtil slutningen af 2004 i flere eurolande, tyder ikke på anden runde-effekter fra højere oliepriser. Den årlige vækst i time-lønomsomkostninger faldt også gradvist i løbet af 2004 til et betydeligt lavere gennemsnit end i 2003. Lønudviklingen var fortsat afdæmpet i 2004 på baggrund af den aktuelle moderate vækst i realt BNP og det begrænsede pres på arbejdsmarkedet i euroområdet.

Den moderate lønvækst samt tiltagende produktivtetsvækst til 1,4 pct. i gennemsnit i de første tre kvartaler af 2004 medførte en betydelig nedgang i væksten i enhedslønomkostninger, som

var 0,5 pct. i gennemsnit i de første tre kvartaler af 2004 i forhold til 2,0 pct. i 2003.

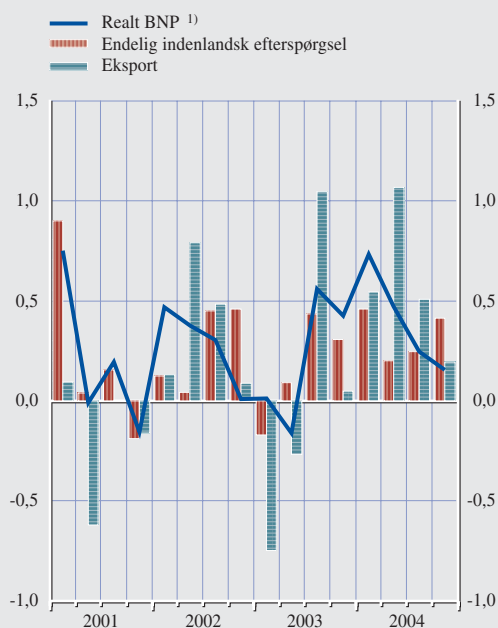
## 2.4 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

### DET ØKONOMISKE OPSVING FORTSATTE I 2004

Euroområdet økonomiske opsving, som begyndte i 2. halvår 2003, fortsatte i 2004. Den samlede vækst i BNP på 1,8 pct. i 2004, hvilket er det højeste niveau siden 2000, var stort set i overensstemmelse med forventningerne ultimo 2003. Opsvinget kunne tilskrives den kraftige eksport, som var 5,6 pct. højere i 2004 end i 2003. Den indenlandske efterspørgsel, især investeringerne, var også højere. Adskillige uventede udviklingstendenser modvirkede dog en styrkelse af opsvinget i løbet af 2004. Særligt var den kvartalsvise vækst kraftigere i 1. halvår 2004 end i 2. halvår. Oliepris- og valutakursudviklingen tyngede væksten, og den kun gradvise for-

**Figur 26. 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.

**Tabel 3. Sammensætningen af vækst i realt BNP**

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

				Årlig vækst <sup>1)</sup>					Kvartalsvis vækst <sup>2)</sup>				
	2002	2003	2004	2003 4. kv.	2004 1. kv.	2004 2. kv.	2004 3. kv.	2004 4. kv.	2003 4. kv.	2004 1. kv.	2004 2. kv.	2004 3. kv.	2004 4. kv.
Realt bruttonationalprodukt	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2
<i>heraf:</i>													
Indenlandsk efterspørgsel	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3
Privat forbrug	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5
Offentligt forbrug	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2
Faste bruttoinvesteringer	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6
Lagerændringer <sup>3)4)</sup>	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1
Nettoeksport <sup>3)</sup>	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2
Eksport <sup>5)</sup>	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5
Import <sup>5)</sup>	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0
Real bruttoværditilvækst:													
<i>heraf:</i>													
Industri ekskl. byggeri	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6
Byggeri	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3
Markedsrelaterede tjenesteydelser <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

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

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

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

5) Eksport og import dækker varer og tjenesteydelser og omfatter grænseoverskridende intra-euroområdehandel. Intra-euroområdehandel fratregkes 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, finansiering, erhvervsrelaterede tjenesteydelser, fast ejendom og lejemål.

bedring af arbejdsmarkedsforholdene og lav forbrugertillid bidrog til det svage private forbrug.

Fra medio 2003 til medio 2004 kunne opsvinget hovedsagelig tilskrives eksportvæksten, mens bidraget fra den endelige indenlandske efterspørgsel (dvs. ekskl. lagerændringer) var forholdsvis begrænset (se figur 26). Afdæmpningen af den kvartalsvise vækst i 2. halvår 2004 skyldtes hovedsagelig et markant fald i bidraget fra den eksterne sektor, som kun blev delvis opvejet af gradvis tiltagende vækst i den endelige indenlandske efterspørgsel. Lagerbidraget var forholdsvis betydeligt i nogle kvartaler i løbet af opsvinget, men var også volatilt. Bortset fra lagerændringerne svarede udviklingen stort set til andre opsving i euroområdet i de seneste årtier.

På den indenlandske side var kvartal-til-kvartal væksten i det private forbrug i gennemsnit forholdsvis svag i 2004, hvilket ikke kun afspejler en afdæmpet udvikling på arbejdsmarkedet, men

også fortsat usikkerhed om gennemførelsen af de nødvendige strukturreformer (fremskridt med strukturreformerne er nærmere beskrevet i boks 6). Det har sandsynligvis tyngt forbrugertilliden. De faste bruttoinvesteringer steg betydeligt i 2004 trods den negative virkning af den betydeligt aftagende vækst i byggeinvesteringerne i Tyskland i 1. halvår 2004 og fald i de offentlige investeringer i 2. halvår.

Det økonomiske vækstmønster i 2004 var også påvirket af specifikke eksterne faktorer, herunder oliepris- og valutakursudviklingen. Væksten i euroområdet var ikke alene påvirket af olieprisstigningernes direkte effekt i form af øgede produktionsomkostninger og reduceret købekraft i forbrugernes indkomst, men også af den indirekte effekt via de internationale forhold. Den kraftige stigning i den globale økonomiske aktivitet i begyndelsen af 2004 aftog i 2. halvår 2004. Det kunne bl.a. tilskrives olieprisstigningen fra medio 2004, som derved bidrog til at re-

ducere væksten i den udenlandske efterspørgsel efter euroområdet eksport i løbet af 2. halvår 2004. Ligeledes havde euroens betydelige appreciering i det meste af 2003 også en forsinket ne-

gativ effekt på hele euroområdets konkurrenceevne, selv om den medførte lavere olieomkostninger for importørerne i euroområdet.

## Boks 6

### FREMSKRIDT MED STRUKTURREFORMER PÅ ARBEJDS- OG PRODUKTMARKEDERNE I EU

Strukturreformer på produkt- og arbejdsmarkederne er afgørende for at øge Europas økonomiske vækstpotentiale, lette tilpasningen og øge modstandsdygtigheden over for stød. Tiltag, der kan øge det økonomiske vækstpotentiale, er også vigtige i lyset af den negative effekt, som befolkningens aldring sandsynligvis vil have på udbuddet af arbejdskraft i fremtiden. I marts 2000 indførte Det Europæiske Råd i Lissabon en ambitiøs reformagenda, der sigtede mod at gøre EU til den mest konkurrencedygtige og dynamiske videnbaserede økonomi i verden inden 2010. Rapporten fra november 2004 fra gruppen på højt plan under ledelse af Wim Kok<sup>1</sup> dannede udgangspunkt for midtvejsrevisionen af Lissabon-strategien. I Europa-Kommissionens forårsrapport til Det Europæiske Råd fra februar 2005 opfordres der til øget nationalt ejerskab af Lissabon-strategien, en forenkling og strømlining af Lissabon-dagsordenen og øget fokus på vækst og beskæftigelse. Midtvejsrevisionen af strategien blev afsluttet af Det Europæiske Råd i marts 2005. Denne boks indeholder en kortfattet gennemgang af arbejdet med at gennemføre EUs reformagenda i de seneste år og især i 2004.

EU definerer den overordnede prioritering inden for forskellige områder af den økonomiske politik i de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker (BEPG). På grundlag heraf opstilles politikhenstillinger for hvert enkelt EU-land. Hvad angår *arbejdsmarkedsområdet*, understreges det i de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker for 2003-05 og 2004-opdateringen heraf med henblik på integrering af de nye medlemslande, at der er behov for at: (i) forbedre de kombinerede incitamentsvirkninger fra skatte- og overførselsindkomssystemerne, så det kan betale sig at arbejde, (ii) sikre en effektiv aktiv arbejdsmarkedspolitik rettet mod de dårligst stillede grupper, (iii) fremme en mere fleksibel arbejdstilrettelæggelse og revidere reglerne for ansættelseskontrakter; (iv) lette den geografiske og faglige mobilitet og (v) sikre, at lønforhandlingssystemerne giver mulighed for, at lønningerne afspejler produktiviteten.

I de seneste år har en række lande gennemført reformer af deres skatte- og overførselsindkomssystemer for at mindske de arbejdskraftsrelaterede omkostninger, der ikke er forbundet med lønnen, samt øge udbuddet af arbejdskraft. Indkomstskatten er faldet i de laveste og midterste indkomstgrupper, og arbejdstagernes og arbejdsgivernes sociale bidrag er reduceret, især for de lavtlønnede. Endvidere er flere mennesker i periferien af arbejdsmarkedet kommet i arbejde. Visse EU-lande har styrket vikarbureauernes rolle og lempet lovgivningen vedrørende beskyttelse i ansættelsen i vikarkontrakter. Arbejdstidsbestemmelserne er også ændret, så beregningen af den maksimale tilladte arbejdstid i hele EU er blevet mere fleksibel, og retten til deltidsarbejde er udvidet i nogle lande. Der er visse tegn på, at virksomhederne bruger deres arbejdskraft mere fleksibelt som følge af tidligere reformer. Fx tyder de seneste observationer på, at justeringen af arbejdstiden spillede en større rolle i euroområdet under afmatningen i 2001-03 end i tidligere forløb.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Se også afsnit 1.1 i kapitel 4.

<sup>2</sup> Se også boksen "Developments in total hours worked in the euro area" i Månedsoversigten for oktober 2004.

De fleste EU-lande indførte yderligere arbejdsmarkedsreformer i 2004, herunder fortsat reform af indkomstkattesystemerne, omstrukturering af de sociale sikrings- og overførselsindkomstsyste-mer og politikker, der forhøjede den gennemsnitlige pensionsalder. Reformerne lever imidlertid ikke op til regeringernes annoncerede hensigter. Der er gjort begrænsede 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. Tiltag, som kan reducere langtidsledigheden gennem efteruddannelse samt øge arbejdskraftsproduktiviteten gennem faglig og professionel udvikling og livslang læring, står stadig højt på reformagendaen. Endvidere er der behov for yderligere reformer for at øge arbejdskraftens mobilitet ved at forbedre betingelserne for overførsel af pension og rettigheder på sundhedsområdet samt ved at give mulighed for løndifferentiering i overensstemmelse med lokale, regionale og sektormæssige produktivitsforskelle.

Strukturreformagendaen for *produktmarkederne* 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) gennemføre direktiverne om det indre marked i national lovgivning hurtigere, (ii) åbne yderligere for offentlige indkøb, (iii) give konkurrence- og tilsynsmyndighederne tilstrækkelige beføjelser og resurser samt sikre deres uafhængighed, (iv) reducere statsstøtten og (v) fremme markedsadgang og effektiv konkurrence i netværkssektoren.

Den procentdel af EUs lovgivning om det indre marked, som medlemslandene endnu ikke har gennemført i national lovgivning, steg yderligere. Europa-Kommissionen har via forskellige initiativer forsøgt at forbedre det indre markeds funktion, især i servicesektoren, hvor der stadig er betydelige hindringer. Mange af disse hindringer skyldes tilsyneladende national lovgivning, fx administrative byrder og procedurer for etablering af datterselskaber i andre EU-lande. I begyndelsen af 2004 enedes det irske, hollandske, luxembourgske og britiske formandskab om et fælles initiativ til at prioritere lovreformer i løbet af 2004 og 2005 og kraftigt øge bestræbelserne på at reducere den administrative byrde. Mange lande har truffet foranstaltninger til at øge effektiviteten og gennemsigtigheden i procedurerne for offentlige indkøb. Desuden har nogle lande øget konkurrence- og tilsynsmyndighedernes beføjelser og uafhængighed. Selv om den overordnede tendens i de senere år tilsyneladende fortsat går i retning af at nedbringe og omdirigere statsstøtten mod horisontale mål, spiller den stadig en betydelig rolle i visse sektorer, fx transportsektoren. Medlemslandene fortsatte med at gennemføre lovreformer inden for netværksindustriene, selv om lovreformagendaen på dette område endnu ikke er fuldstændig. Konkurrencen i tidligere beskyttede sektorer, fx el- og gassektoren, bør dog øges yderligere.

Sammenfattende blev der gjort yderligere fremskridt med strukturreformerne i 2004, især på arbejdsmarkederne, men generelt var reformtempoet stadig skuffende. EU kan sandsynligvis ikke opfylde målsætningerne fra topmødet i Lissabon, medmindre medlemslandene øger deres reformbestræbelser kraftigt. En fornyet styrkelse af strukturreformprocessen vil ikke alene øge den økonomiske effektivitet overordnet set og forbedre vækstudsigterne på langt sigt, men vil også styrke grundlaget for et vedvarende økonomisk opsving.

Ud fra et sektorbaseret perspektiv fulgte stigningen i værditilvæksten den overordnede reale produktionsudvikling i konjunkturforløbet. Især steg værditilvæksten i fremstillingssektoren og rent markedsrelaterede tjenesteydelser fortsat i

1. halvår 2004, men aftog i 2. halvår. Det seneste års konjunkturudvikling skyldes derfor hovedsagelig aggregerede og ikke sektorspecifikke forstyrrelser.

Ifølge flere forskellige spredningsmål aftog spredningen i den reale BNP-vækst mellem eurolandene i 2004. Delvis som følge af det globale økonomiske opsving steg den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP i alle eurolandene i 2004 i forhold til 2003, bortset fra Grækenland, hvor den dog stadig var forholdsvis kraftig.

### FORBEDRING AF ARBEJDSMARKEDET OG PRODUKTIVITETSVÆKSTEN I 2004

Arbejdsmarkedsforholdene ændrede sig ikke betydeligt i euroområdet i 2004, selv om der er tegn på gradvis forbedring. Efter at have været stort set uændret i 2003 steg beskæftigelsen i hele 2004 (se tabel 4). Den samlede stigning var dog beskeden. Det var delvis i overensstemmelse med beskæftigelsens forsinkede reaktion på den økonomiske aktivitet, men afspejlede også beskæftigelsens usædvanlige modstandsdygtighed (målt pr. lønmodtager) under konjunkturedgangen i 2001-03, som reducerede behovet for at ansætte arbejdskraft på dette tidspunkt i opsvinget. Udviklingen i antallet af beskæftigede har været forholdsvis stabil i de seneste konjunkturforløb, men foreliggende observationer tyder på, at beskæftigelsen målt i antal arbejdstimer var mere følsom over for konjunkturforløbet. Det tyder på, at arbejdsgiverne i den seneste afmatning og det efterfølgende opsving snarere har besluttet sig for at justere beskæftigelsen målt i antal timer end i antal ansatte.

Beskæftigelsen faldt fortsat i industrien (ekskl. byggeriet) i løbet af 2004, hvor nedgangen dog aftog i flere kvartaler i træk, mens beskæftigelsen i servicesektoren steg konstant. Arbejdskraftsproduktiviteten steg stadig betydeligt i 2004 (især i industrisektoren) (se figur 27). Væksten i arbejdskraftsproduktiviteten er steget siden medio 2003, hvilket afspejler en usædvanlig konjunkturudvikling inden for aktivitet og beskæftigelse.

Arbejdsløsheden i euroområdet lå stort set stabilt på 8,8 pct. i 2004 (se figur 28). Arbejdsløsheden har heller ikke ændret sig betydeligt, hvad angår køn og aldersgrupper. Antallet af arbejdsløse faldt med ca. 50.000 samlet set i 2004 efter en markant stigning i 2003. Disse tegn på forbedring var beskeden, men stemte overens med andre tegn på et vendepunkt på arbejdsmarkedet, fx stigningen i antallet af ledige stillinger i 2. halvår 2004 efter en konstant nedadgående tendens siden 2001.

Arbejdsløsheden i de fleste eurolande var i store træk uændret i gennemsnit mellem 2003 og 2004, selv om arbejdsløshedstallene i nogle lande til en vis grad var påvirket af statistiske ændringer. Alt i alt faldt spredningen i arbejdsløsheden mellem eurolandene en smule i 2004.

Tabel 4. Udviklingen på arbejdsmarkedet

(Ændring i pct. sammenlignet med tidligere periode; i pct.)

	2002	2003	2004	2002 3. kv.	2002 4. kv.	2003 1. kv.	2003 2. kv.	2003 3. kv.	2003 4. kv.	2004 1. kv.	2004 2. kv.	2004 3. kv.	2004 4. kv.
Arbejdsstyrke	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Beskæftigelse	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Landbrug <sup>1)</sup>	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Industri <sup>2)</sup>	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– Ekskl. byggeri	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– Byggeri	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Tjenesteydelser <sup>3)</sup>	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
<b>Arbejdsløshedsprocent <sup>4)</sup></b>													
I alt	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Under 25 år	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25 år og derover	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

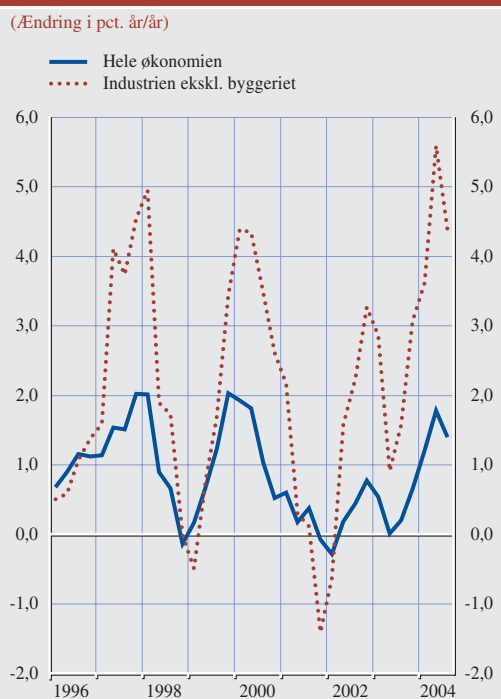
1) Inkl. fiskeri, jagt og skovbrug.

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

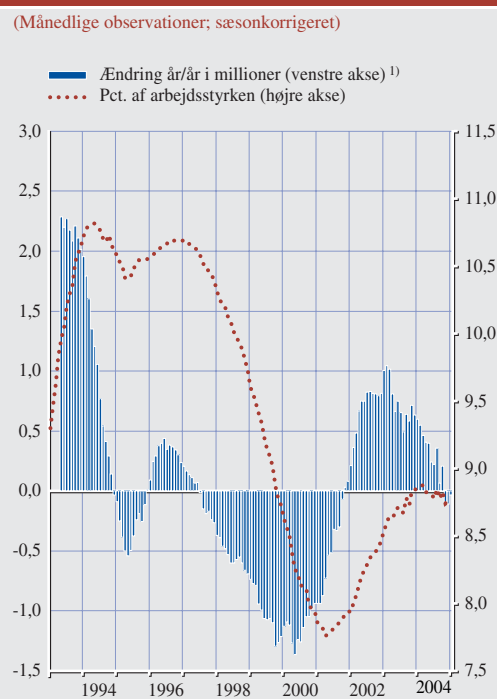
3) Ekskl. eksterriale organer og organisationer.

4) I pct. af arbejdsstyrken ifølge ILOs anbefalinger.

Figur 27. Arbejdskraftsproduktivitet



Figur 28. Arbejdsløshed



## Boks 7

### POTENTIELLE FØLGER AF DEN DEMOGRAFISKE ÆNDRING I EUROOMRÅDET

Den seneste og fremskrevne demografiske udvikling i euroområdet er, som i mange andre industrialiserede lande, kendetegnet ved en faldende befolkningsvækst og befolkningens gradvise aldring. Denne udvikling skyldes lav fertilitet i de fleste eurolande og øget forventet levetid. Selvom alle demografiske fremskrivninger er forbundet med betydelig usikkerhed, synes disse mønstre at gå igen i de fleste, inkl. fremskrivninger fra Eurostat og FN. I denne boks drøftes nogle af de vigtigste følger.

#### Demografiske ændringer

Ifølge de seneste fremskrivninger for eurolandene (United Nations 2002 World Population Prospects<sup>1)</sup>) forventes den samlede fertilitet i euroområdet at ligge under det niveau, der kræves for at opretholde det nuværende befolkningstal, nemlig ca. to børn pr. kvinde i perioden indtil 2050. Samtidig forventes den gennemsnitlige forventede levetid at stige med fem år mellem 2005 og 2050 (se venstre side i figuren nedenfor). Kombinationen af disse to effekter tyder på en op-

<sup>1</sup> Tallene i dette afsnit vedrører hovedsagelig "medium variant"-antagelser vedrørende fertilitet, der kan betragtes som mest sandsynlige. Yderligere oplysninger findes i "World Population Prospects: The 2002 Revision", De Forenede Nationer.

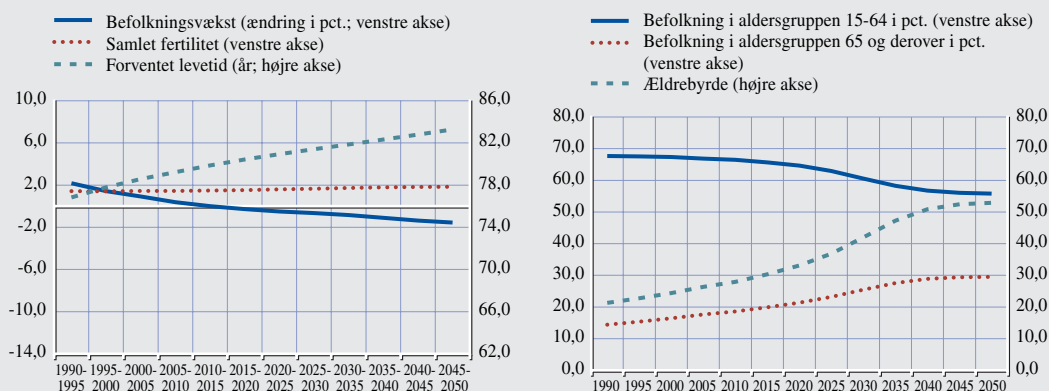
bremning i euroområdet befolkningsvækst og på, at euroområdets samlede befolkning vil falde fra ca. 2015. Endvidere skønnes befolkningens andel af ældre (i aldersgruppen 65 og derover) at stige og andelen af personer i den arbejdsdygtige alder (i aldersgruppen 15-64) at falde (se højre side i figuren nedenfor), først gradvist og derefter hurtigere fra ca. 2015. Det vil medføre en stigning i euroområdets ældrebyrde (dvs. andelen af befolkningen i aldersgruppen 65 og derover i forhold til andelen af befolkningen i aldersgruppen 15-64) fra ca. 26 pct. i 2005 til ca. 30 pct. i 2015 og til over 52 pct. i 2050, hvilket er en samlet stigning på ca. 26 procentpoint i perioden 2005-50.

### Økonomiske konsekvenser

En sådan demografisk udvikling får stor betydning for euroområdets økonomier. Fx vil sammensætningen af udbuddet af arbejdskraft ændre sig, i takt med at andelen af ældre arbejdstagere stiger, og udbuddet af arbejdskraft kan endda falde, hvis arbejdstagerne fortsat går tidligt på pension og for få nye arbejdstagere træder ind på arbejdsmarkedet for at erstatte dem, der forlader arbejdsmarkedet. Det forventede fald i andelen af befolkningen i den arbejdsdygtige alder vil udøve et nedadrettet pres på euroområdets potentielle produktionsvækst, medmindre det opvejes af større bidrag fra andre vækstfaktorer, fx øget arbejdsmarkedsdeltagelse, arbejdskraftsproduktivitet og/eller en produktiv anvendelse af andre resurser, fx kapital. Det har været drøftet, hvorvidt indvandring kan hjælpe med at øge udbuddet af arbejdskraft. De fleste undersøgelser tyder på, at migration sandsynligvis vil spille en mindre og midlertidig rolle i håndteringen af Europas demografiske udfordring, da antallet af eventuelle migranter er begrænset i forhold til problemets størrelse, og i lyset af de praktiske og politiske begrænsninger.

Finansieringen af de sociale sikringssystemer og især de offentlige pensionssystemer, der er baseret på "pay-as-you-go"-princippet, vil også komme under pres, efterhånden som forholdet mellem antallet af pensionister stiger i forhold til antallet af bidragydere til pensions- og sundhedssystemerne. De offentlige udgifter til sundheds- og langtidspleje forventes at stige, da der løbende sker fremskridt inden for medicinsk teknologi, og efterspørgslen efter disse tjenesteydelser stiger med antallet af ældre. Disse potentielle effekter kan være betydelige. Ifølge skøn fra Europa-Kommissionens arbejdsgruppe vedrørende befolkningens aldring under Udvalget for Økonomisk Politik (EPC) stiger pensionsudgifterne med 3-6 pct. af BNP inden 2050 i de fleste eurolande. En yderligere stigning på 2-4 pct. af BNP kan forventes som følge af stigende udgifter til sundheds- og langtidspleje.

### Overordnet demografisk udvikling i euroområdet



Kilder: "United Nations 2002 World Population Prospects (medium fertility variant)" og ECBs beregninger.



Befolkningens aldring vil formentlig medføre ændringer i de finansielle markeders struktur og de finansielle aktivers prissætning. Forskellige generationers husholdninger har typisk ikke samme mængder finansielle aktiver og vælger aktiver med forskellige risikoprofiler til deres investeringsporteføljer. Da boligefterspørgslen på langt sigt bl.a. afhænger af antallet af husholdninger i en økonomi, kan demografiske ændringer også påvirke ejendomspriserne. Desuden vil pensionsreformer, særligt hvis de går i retning af mere privat finansiering, sandsynligvis påvirke de finansielle markeder betydeligt, da de institutionelle investorer, fx pensionskasser og forsikringselskaber, får en større rolle. Få lange dataserier for priserne på finansielle aktiver, måleproblemer og den lille andel af befolkningen, der besidder aktier, begrænser muligheden for at kvantificere den demografiske ændrings eventuelle indvirkning på de finansielle markeder. Ifølge simuleringer i modeller baseret på livscyklusteori får en aldrende befolkning generelt priserne på finansielle aktiver (både aktier og obligationer) til at falde og den krævede præmie i forbindelse med aktier til at stige, når den nuværende aktive befolkning går på pension.

### **Behov for omfattende reformer**

For at kunne klare følgerne af den demografiske udvikling skal regeringerne iværksætte omfattende reformer, der sigter mod at løse de specifikke problemer i pensions- og sundhedssystemerne, reducere den samlede offentlige gæld og forstærke drivkræfterne bag den økonomiske vækst. I EU er regeringerne blevet enige om en trestrengt strategi. Strategien blev fastsat i de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker for 2001 og har tre brede målsætninger: at øge beskæftigelsen, reducere den offentlige gæld og reformere pensionssystemerne, herunder øget anvendelse af opsparingsbaserede pensioner.

I eurolandene er der et presserende behov for at øge arbejdsmarkedsdeltagelsen og beskæftigelsen for alle grupper i den arbejdsdygtige alder og især for grupper, fx aldersgruppen over 55, hvor erhvervsfrekvensen er særligt lav. Det første vigtige skridt er at reducere disincitamentet til at arbejde, som i øjeblikket eksisterer på nogle af euroområdet arbejdsmarkeder som følge af samspillet mellem skatter og oversførselsindkomster og tilbuddet om førtidspension. Sådanne systemer skaber disincitamentet for især biforsørgere, lavtlønnede arbejdstagere, de yngste og ældste arbejdstagere og kvinder. Politikker, der sigter mod at øge kvinders arbejdsmarkedsdeltagelse, skal gøre det lettere for kvinder at kombinere familie- og arbejdslivet ved at gøre arbejdstiden mere fleksibel og forbedre børnepasningsmulighederne og ældreomsorgen. Desuden kan det i nogle tilfælde være nyttigt at øge incitamentet til at blive på arbejdsmarkedet i en senere alder, fx gennem politikker om gradvis fratrædelse og flere deltidsstillinger eller vikarstillinger for ældre arbejdstagere. Der skal dog også være tilstrækkelige incitamentet for arbejdsgivere til at ansætte og/eller beholde ældre arbejdstagere. Endvidere skal mange lande iværksætte en vedvarende proces med investering i humankapital samt forskning og udvikling for at udligne den aldrende befolknings eventuelle indvirkning på arbejds- og totalfaktorproduktiviteten.

Nedbringelse af den offentlige gæld vil forbedre de offentlige financers holdbarhed og derved gøre de offentlige finanser knap så sårbare over for virkningen af demografiske ændringer. Især vil et lavere gældsniveau give regeringerne ekstra råderum, hvor befolkningens aldring i højere grad tynger budgettet. På samme måde vil lavere rentebetalinger på den offentlige gæld skabe råderum i budgettet og give regeringerne mere fleksibilitet til at klare uventede udviklingstendenser. Bestemmelserne i stabilitets- og vækstpakten, især kravet om, at de offentlige finanser skal være tæt på balance eller i overskud, giver i den henseende regeringerne et incitament til at forberede sig på de budgetmæssige konsekvenser af befolkningens aldring.

Omfanget af det forventede pres på pensionsystemerne tyder på, at en pensionsreform skal følge to strategier. For det første skal ydelses- og bidragsstrukturen i de nuværende "pay-as-you-go"-ordninger justeres yderligere (parametrisk reform). Det indebærer, at ydelsessammensætningen skal revideres, og indeksreguleringen af pensionsydelse tilpasses. Endvidere vil det være nødvendigt for de fleste lande at tage tiltag mod øget finansiering af overførselsindkomster og spredning af finansieringsordninger (systemisk reform). I stedet for løbende overførsler fra arbejdsindkomst skal pensionerne finansieres af tidligere akkumuleret kapital gennem pensionskasserne. Der bør derfor udarbejdes politikker til at fremme udviklingen af en infrastruktur, så pensionskasserne effektivt kan fordele pensionsopsparinger og forvalte de relaterede risici, og til at beskytte pensionsopsparingernes ikke-spekulative element.

Afslutningsvis tyder befolkningsfremskrivninger på, at den demografiske ændring i euroområdet vil være mest markant fra ca. 2015, selv om udviklingshastigheden i de enkelte lande er forskellig, og selv om den samlede befolkning allerede er begyndt at falde i nogle eurolande. Mange lande er begyndt at forbedre deres skatte- og overførselsindkomstsistemers incitamentskompatibilitet og de offentlige finansers holdbarhed, men yderligere vidtrækkende reformer er nødvendige i den nærmeste fremtid. Der er brug for hurtig gennemførelse af omfattende og incitamentskompatible reformer for at være bedre rustet til at klare den demografiske ændring.

## 2.5 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

### BUDGETSALDIENE I 2004

Udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet var utilfredsstillende i 2004. Ifølge Eurostats seneste tal var euroområdet underskud stort set stabilt på 2,7 pct. af BNP (se tabel 5). Budgetresultatet i 2004 kunne hovedsagelig tilskrives en mindre finanspolitisk lempelse, mens konjunkturfekten var behersket. De fleste eurolande opfyldte ikke målene i deres opdaterede stabilitetsprogrammer fra slutningen af 2003 og begyndelsen af 2004. Den gennemsnitlige afvigelse fra målet udgjorde 0,3 procentpoint af BNP primært som følge af, at landene med betydelige balanceproblemer ikke opfyldte de ambitiøse strukturelle konsolideringsplaner.

En række lande havde en underskudskvotient på eller over referenceværdien på 3 pct. af BNP, og i fire lande (Tyskland, Grækenland, Frankrig og Holland) forelå der et uforholdsmæssigt stort underskud. For tredje år i træk var Tysklands og Frankrigs underskud betydeligt over 3 pct. af BNP. Efter en omfattende statistisk revision stod det klart, at beregnet efter ENS 95-metoden havde Grækenland siden 1997 haft et underskud, der lå over referenceværdien, og at underskuddet

i 2004 var 6,1 pct. af BNP. Italien havde et underskud på 3,0 pct. af BNP, mens Portugal havde et underskud på lige under 3 pct. af BNP trods en fortsat (men mindre udpræget) gennemførelse af omfattende midlertidige politiktiltag.

Budgetresultatet for hele euroområdet afspejlede en mindre lempelse af finanspolitikken målt ved ændringen i den konjunkturkorrigerede primære saldo ifølge Europa-Kommissionens skøn. Eftersom renteudgifterne var stort set uændrede, var hovedårsagen forværringen af den primære saldo. Stigningen i BNP-væksten skønnes at svare til den potentielle vækst, og de økonomiske forhold skønnes derfor alt i alt kun at have påvirket ændringen i budgettets konjunkturkomponent i ubetydelig grad. Kun få lande gennemførte strukturel konsolidering. Alle tre stærkt forgældede lande (Belgien, Grækenland og Italien) nød fortsat godt af faldende renteudgifter, hvilket havde en gunstig effekt på den overordnede budgetstilling. Det opvejede til dels forværringen af den primære saldo i disse lande.

Udviklingen i de offentlige finanser afspejler, at skattelettelser og den gradvise udfasning af midlertidige justeringstiltag i gennemsnit i euroområdet ikke i tilstrækkelig grad var finansieret ved

**Tabel 5. Budgetstillinger i euroområdet**

(I pct. af BNP)

**Offentligt overskud (+)/underskud (-)**

	2001	2002	2003	2004
<b>Euroområdet</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
Belgien	0,4	0,1	0,4	0,1
Tyskland	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Grækenland	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Spanien	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Frankrig	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Irland	0,9	-0,5	0,2	1,3
Italien	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luxembourg	6,2	2,3	0,5	-1,1
Holland	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Østrig	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugal	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Finland	5,2	4,3	2,5	2,1

**Offentlig bruttogæld**

	2001	2002	2003	2004
<b>Euroområdet</b>	<b>69,6</b>	<b>69,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,3</b>
Belgien	108,0	105,4	100,0	95,6
Tyskland	59,4	60,9	64,2	66,0
Grækenland	114,8	112,2	109,3	110,5
Spanien	57,8	55,0	51,4	48,9
Frankrig	57,0	59,0	63,9	65,6
Irland	35,8	32,6	32,0	29,9
Italien	110,7	108,0	106,3	105,8
Luxembourg	7,2	7,5	7,1	7,5
Holland	52,9	52,6	54,3	55,7
Østrig	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugal	55,9	58,5	60,1	61,9
Finland	43,8	42,5	45,3	45,1

Kilder: Europa-Kommissionen 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.

besparelser i de primære udgifter. Faktorer, der bidrog til at mindske indtægterne, var bl.a. skattelettelser og nedsættelse af sociale bidrag samt faldende kapitalindtægter som følge af den gradvise udfasning af midlertidige tiltag. Disse faktorer blev delvis opvejet af afgiftsstigninger. På udgiftssiden er der tegn på en vis begrænsning (primært via det offentlige forbrug og sociale ydelser), selv om effekten af midlertidige tiltag delvis er aftaget. Det følger efter de seneste års mere lempelige udgiftspolitik, men er ikke tilstrækkeligt til at opveje indtægtsnedgangen fuldt ud.

Euroområdets gæld steg for andet år i træk i 2004 til 71,3 pct. af BNP. Forværringen kunne primært tilskrives den lave og faldende primære overskudskvotient, en økonomisk vækst, der var la-

vere end den gennemsnitlige implicitte rente for den offentlige gæld, og i visse tilfælde betydelige uoverensstemmelser mellem udviklingen i henholdsvis gæld og underskud, dvs. gælds/underskudsjusteringer. Blandt de syv lande, hvis gældskvotient ligger over 60 pct., reducerede kun Belgien gældskvotienten betydeligt til under 100 pct., hvilket afspejlede en budgetstilling tæt på balance. I Grækenland og Italien lå gældskvotienten stadig over 100 pct., og den har ikke ændret sig synderligt siden 2001. I Tyskland, Frankrig, Østrig og Portugal lå gældskvotienten lidt over referenceværdien på 60 pct., og i alle disse lande undtagen Østrig steg gældskvotienten i forhold til 2003. Den fortsatte forværring af budgetsaldiene og den stigende gældskvotient afspejles også i udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor (se boks 8).

## UDVIKLINGEN I GÆLDSINSTRUMENTER UDSTEDT AF DEN OFFENTLIGE SEKTOR I EUROOMRÅDET

På baggrund af øgede offentlige underskud i euroområdet er niveauet for udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor steget de seneste år. Det afspejles både i den stigende gældskvoté og i den øgede årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet. Den årlige vækst var 5,0 pct. ultimo 2002, 5,5 pct. ultimo 2003 og 5,4 pct. ultimo 2004 (i forhold til 3,3 pct. ultimo 2001).<sup>1</sup>

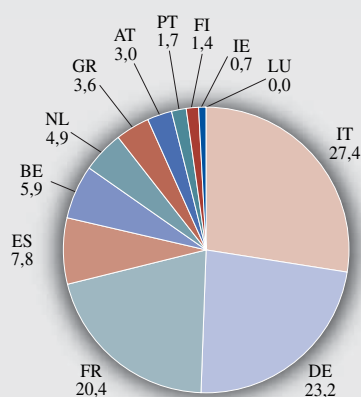
Hvad angår samlede udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor ultimo 2004, var de vigtigste aktører i dette segment af euroområdets kapitalmarked Italien, Tyskland og Frankrig, som hver tegner sig for 20-30 pct. af markedet (se figur A).

Strukturen i udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet viser tre hovedtræk. For det første tegner staten sig for langt størstedelen af udstedelsen af gældsinstrumenter, nemlig 94,3 pct. af udestående gældsinstrumenter i 2004, hvor andre dele af den offentlige sektor udstedte de resterende 5,7 pct. (se nedenstående tabel). Andre dele af den offentlige sektor er imidlertid blevet mere aktive udstedere. Andelen af gældsinstrumenter udstedt af staten er faldet støt siden 1998, mens andelen af gældsinstrumenter udstedt af andre dele af den offentlige sektor næsten er fordoblet mellem 1998 og 2004.

<sup>1</sup> Vækstraterne er baseret på finansielle transaktioner og korrigeret for omklassifikationer, værdiændringer, valutakursudsving og andre ikke-transaktionsrelaterede ændringer. Se også den tekniske note vedrørende afsnit 4.3 og 4.4 i afsnittet "Statistik for euroområdet" i ECB Månedsoversigt.

Figur A. Udestående gældsinstrumenter udstedt af euroområdets offentlige sektor i 2004 fordelt efter udstederland

(I pct.; ultimo perioden)



Kilde: ECB.

## Udestående gældsinstrumenter udstedt af euroområdets offentlige sektor

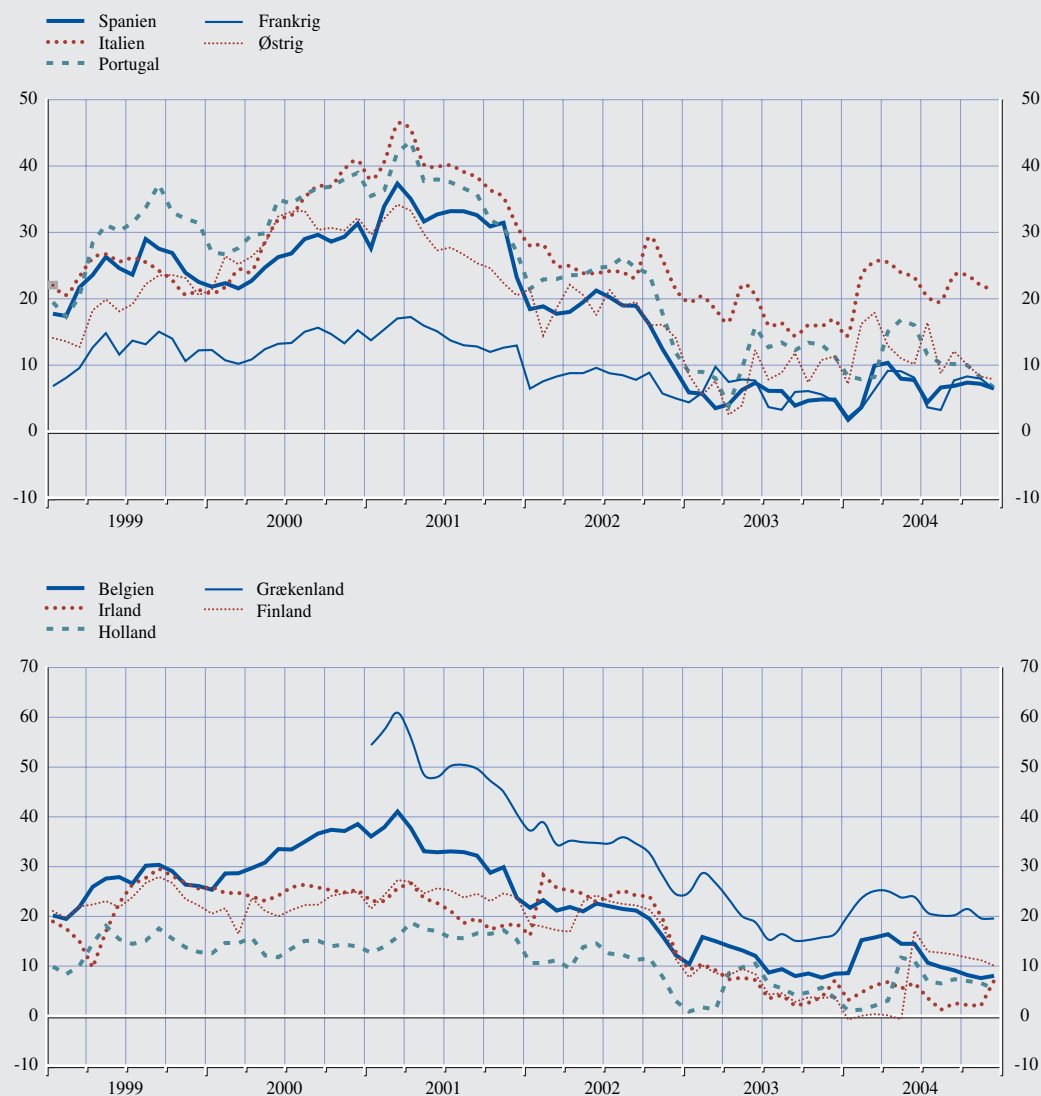
(I pct. af den offentlige sektors samlede udstedelse af gældsinstrumenter; ultimo perioden)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Staten	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
Langfristede gældsinstrumenter	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
Kortfristede gældsinstrumenter	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Andre dele af den offentlige sektor	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
Langfristede gældsinstrumenter	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
Kortfristede gældsinstrumenter	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Den offentlige sektor i alt							
Langfristede gældsinstrumenter	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
Fastforrentede	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
Variabelt forrentede	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
Kortfristede gældsinstrumenter	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Den offentlige sektor i alt, i milliarder euro	3.304,9	3.450,5	3.546,4	3.764,6	3.939,3	4.141,2	4.362,5

Kilde: ECB.

Figur B. Spænd i den lange statsobligationsrente over for Tyskland<sup>1)</sup>

(Basispoint; månedlige observationer)



Kilder: BIS og ECBs beregninger.

1) De lange statsobligationsrenter vedrører 10-årige obligationer eller den nærmeste tilsvarende løbetid for obligationen.

For det andet viste fordelingen af gældsinstrumenterne efter løbetid, at langfristede gældsinstrumenter udgjorde ca. 91,6 pct. af udestående gældsinstrumenter ultimo 2004. Tabellen ovenfor viser, at andelen af kortfristet gæld faldt mellem 1998 og 2000, men steg igen efterfølgende.

For det tredje indikerer tabellen også, at langt størstedelen af langfristede gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor er fastforrentede. Med tiden er den relative betydning af udstedelser til variabel rente faldet betydeligt fra 12,3 pct. af den samlede udstedelse i 1998 til 7,6 pct. i 2004. Baggrunden for denne udvikling er et gradvist fald mod slutningen af 1990'erne i den løbetidsrisikopræmie, som nogle lande betalte i forbindelse med fastforrentede langfristede gældsinstru-

menter i et miljø med prisstabilitet. Italien, hvor andelen af variabelt forrentede gældsinstrumenter er 20,7 pct., er det eneste land, der ligger betydeligt over gennemsnittet for euroområdet.

Den faldende risikopræmie er kommet til udtryk i gunstigere gældsstiftelsesforhold i de seneste år. Den gennemsnitlige 10-årige statsobligationsrente i euroområdet er fx faldet fra 7 pct. i perioden 1994-98 til 4,7 pct. i perioden 1999-2004. Figur B viser imidlertid, at statsobligationsrenten varierer mellem eurolandene, hvilket kan afspejle forskelle med hensyn til likviditet og kreditrisiko.

Den lange tyske obligationsrente var den laveste i euroområdet, hvilket primært kan tilskrives de forholdsvis likvide tyske statsobligationer. Tysklands finansieringsfordel frem for alle andre eurolande kunne indtil begyndelsen af 2001 måles som et tocifret antal basispoint. Siden da har spændet mellem andre eurolandes 10-årige statsobligationsrente og en tilsvarende tysk obligationsrente indsnævret sig konstant, og det nåede lavpunktet ultimo 2003. Den største indsnævring af rentespændet over for Tyskland sås i Belgien, Grækenland, Italien, Portugal og Spanien. En af årsagerne til denne konvergens kan være udviklingen i de offentlige finanser i Tyskland, hvor gældskvoten forværredes i perioden 2001-04 i forhold til gældskvoten i alle andre eurolande undtagen Frankrig.

De foreliggende observationer tyder på, at de lande, hvis gældskvot blev forbedret i forhold til Tyskland mellem 2001 og 2004, også oplevede en indsnævring af rentespændet for langfristede statsobligationer over for Tyskland, hvilket fremgår af det positive forhold i figur C. Andre faktorer, navnlig i forbindelse med obligationernes likviditet, kan også spille en rolle, men dette kan være et første tegn på, at investorerne i et vist omfang tager højde for eurolandenes budgetstilling ved prisfastsættelsen af obligationer.

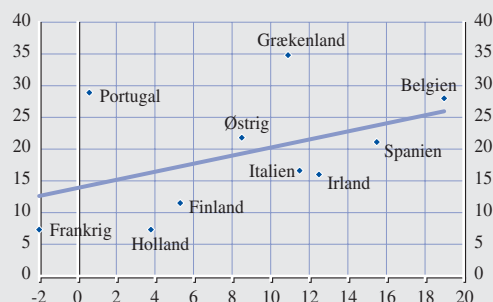
De seneste tendenser i den offentlige sektors finansiering afspejler de betydelige makroøkonomiske fordele ved de seneste 10 års mere stabilitetsorienterede politikker. Den mest synlige fordel for offentligheden er, at en betydeligt mindre del af det offentlige budget går til rentebetalinger.

### BUDGETPLANER FOR 2005

De seneste opdaterede stabilitetsprogrammer tyder på, at der trods visse fremskridt ikke er tilstrækkelige planer til imødegåelse af underskudsproblemerne, og at der stadig mangler omfattende strukturreformagendaer. For 2005 forventes det gennemsnitlige underskud i euro-

**Figur C. Ændringer i den relative gældskvot over for Tyskland<sup>1)</sup> og ændringer i rentespænd<sup>2)</sup> mellem 2001 og 2004**

(X-akse: I procentpoint; y-akse: I basispoint)



Kilder: Eurostat og ECB.

1) X-akse: Ændring i forskellen mellem Tysklands gældskvot og andre eurolandes gældskvot mellem 2001 og 2004.

2) Y-akse: Indsnævring af rentespænd over for den tyske 10-årige statsobligationsrente mellem januar 2001 og december 2004.

Anm.: Belgien er brugt som eksempel i figuren, der bør læses som følger. Gældskvoten var 108,0 pct. i 2001 og 95,6 pct. i 2004, mens den i Tyskland var 59,4 pct. i 2001 og 66,0 pct. i 2004. Forskellen mellem Tysklands og Belgiens gældskvot – Belgiens relative gældskvot over for Tyskland – var således 48,6 pct. i 2001 og 29,9 pct. i 2004. Denne forskel aftog mellem 2001 og 2004 med 19,0 procentpoint – en forbedring i den relative gældskvot over for Tyskland – som vist på X-aksen. I samme periode indsnævredes spændet mellem de belgiske og tyske statsobligationsrenter med 28 basispoint, som vist på Y-aksen. Den lige linje repræsenterer den tilpassede regressionslinje.

området som helhed at falde med ca. ½ procentpoint af BNP. Både en marginal nedgang i renteudgifterne og en behersket forbedring af den primære saldo forventes at bidrage hertil. Den økonomiske vækst forventes at holde sig tæt på den potentielle vækst. Der skønnes imidlertid stadig at foreligge underskud på eller tæt på 3

pct. af BNP i ca. halvdelen af eurolandene, dvs. Tyskland, Grækenland, Frankrig, Italien, Holland og Portugal. Kun få lande forventes at have en budgetstilling tæt på balance eller i overskud. Gældskvoten forventes at falde med ca. ½ procentpoint af BNP.

#### **BEHOV FOR KONSOLIDERING IFØLGE TIDLIGERE FORPLIGTELSE**

Euroområdet står over for tre store udfordringer i forbindelse med de offentlige finanser. For det første er der behov for en betydelig budgetkonsolidering. Den makroøkonomiske stabilitet afhænger af de offentlige finansers holdbarhed, dvs. en regerings evne til at opfylde sine forpligtelser (se boks 9). Nøje overholdelse af EUs finanspolitiske regler er afgørende, da det bidrager til de offentlige finansers holdbarhed i ØMUen. Navnlige er underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP – hvis kriteriet opfyldes på troværdig vis – et anker for forventningerne til budgetdisciplinen og den fremtidige gældsudvikling. Den sender derfor et vigtigt signal om sunde finanser til de finansielle markeder og offentligheden.

Den kendsgerning, at det gennemsnitlige underskud i euroområdet ligger tæt på referenceværdien på 3 pct., og at en række lande har underskud tæt på eller over denne værdi, understreger det kraftige behov for at styrke de offentlige finanser. De forbedrede økonomiske forhold giver gode muligheder for at fremskynde budgetkonsolideringen. Højere skatteindtægter end forventet bør anvendes til at mindske budgetproblemerne. Lande med uforholdsmæssigt store underskud bør afhjælpe situationen så hurtigt som muligt og opfylde deres forpligtelser. Desuden skal det hindres, at der igen opstår uforholdsmæssigt store underskud. Det skal også tilstræbes, at de eurolande, som ikke har en budgetstilling tæt på balance eller i overskud, men som heller ikke har et uforholdsmæssigt stort underskud, fortsætter med budgetkonsolidering i overensstemmelse med Eurogruppens aftale fra oktober 2002, ifølge hvilken den underliggende underskudskvotient skal nedbringes med mindst 0,5 procentpoint af BNP om året.

#### **Boks 9**

##### **FINANSPOLITIK OG MAKROØKONOMISK STABILITET**

I denne boks beskrives, hvordan finanspolitikken påvirker den makroøkonomiske stabilitet og prisudviklingen, og hvordan EUs finanspolitiske rammer afspejler denne påvirkning.

Finanspolitikken kan indvirke på de makroøkonomiske forhold på kort sigt via diskretionære tiltag og automatiske stabilisatorer. Diskretionære tiltag, dvs. aktiv ændring af den offentlige sektors indtægter eller udgifter, kan påvirke den økonomiske vækst og priserne via effekten på både den samlede efterspørgsel og det samlede udbud. De sidste årtiers erfaring har dog vist, at diskretionær finanspolitisk finjustering med henblik på at stabilisere økonomien ofte er procyklisk. Endvidere har asymmetrisk anvendelse af finjusterende tiltag (først og fremmest under konjunkturedgange og i meget mindre grad under konjunkturopgange) med tiden medført højere budgetunderskud. På den anden side kan frit virkende automatiske stabilisatorer bidrage til at udjævne økonomiske udsving via den stabiliserende effekt af skatter og arbejdsløshedsunderstøttelse på husholdningernes disponible indkomst. At stabilisatorerne er automatiske, gør dem aktuelle og mere forudsigelige, mens det, at de virker symmetrisk, betyder, at de ikke påvirker den offentlige gæld i løbet af en konjunkturcyklus.

Hvad angår budgeteffekten på mellemlangt sigt, er tilrettelæggelsen af finanspolitikken særlig vigtig med henblik på holdbarheden af de offentlige finanser og den potentielle økonomiske vækst. De offentlige finansers holdbarhed kan beskrives som regeringens evne til at opfylde sine

udestående forpligtelser. Den offentlige gæld som andel af BNP giver en indikation af dette, selv om andre elementer, fx eventualforpligtelser og implicitte offentlige passiver, også skal tages i betragtning. De offentlige financers holdbarhed har en positiv indvirkning på de makroøkonomiske forhold, da forbrugere og husholdninger ikke forventer større skattestigninger eller problemer med regeringens opfyldelse af sine forpligtelser. Således øges den økonomiske tillid, det bliver lettere at træffe langsigtede beslutninger (fx vedrørende private investeringer), og de finansielle forhold bliver gunstigere. Med hensyn til den potentielle økonomiske vækst kan finanspolitiske tiltag, som forbedrer "kvaliteten" af de offentlige financer, have en gavnlig effekt på den økonomiske vækst i overensstemmelse med prisstabilitet. De offentlige udgifter til fysisk og menneskelig kapital kan fx medføre en forbedring af produktionsfaktorernes kvalitet. Skatterne har desuden indvirkning på incitamentet til at arbejde, spare op, investere og forny. Kraftigere vækst fremmer igen holdbarheden, da der er et større økonomisk grundlag for betaling af renter og afdrag på den eksisterende gæld.

Det er generelt en fordel at tilrettelægge finanspolitikken i henhold til regler frem for på ad hoc-basis. Regler kan hindre, at der fokuseres unødigt på fordelene på kort sigt og ikke tages hensyn til omkostningerne på langt sigt. Desuden kan regler være med til at forankre forventningerne og dermed vejlede de økonomiske aktører om den fremtidige finanspolitik i tilfælde af stød og gøre det lettere for den private sektor at planlægge langsigtet. Dette kræver naturligvis, at reglerne overholdes. Fordelene ved at følge regler er endnu større i en monetær union som ØMU, hvor forvridninger i de finanspolitiske incitamenter kan forværres. Tendensen til skæv budgetudvikling kan fx være større, da renteeffekten af stigninger i et lands gæld er mindre end tidligere på grund af den fælles valuta og de mere integrerede finansielle markeder. Finanspolitiske regler i en monetær union skal være lette at anvende, eftersom de gælder på samme måde for alle medlemslande, så der sikres ligebehandling. Gennemsigtige finanspolitiske rammer øger også de finansielle marketers og offentlighedens opmærksomhed og kan bidrage til at sikre, at reglerne overholdes.

De mellemløstede, regelbaserede rammer for ØMU tager højde for både stabilisering på kort sigt og holdbarhed på langt sigt. Referenceværdierne for budgetunderskud og offentlig gæld er med til at fremme en ansvarlig finanspolitisk adfærd. En budgetstilling tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt bidrager til økonomisk stabilitet på kort sigt via frit virkende automatiske stabilisatorer. Samtidig forhindrer den uforholdsmæssigt store underskud i fremtiden og øger de offentlige financers holdbarhed, da den medfører en lavere offentlig gældskvote.

For en centralbank, hvis hovedmål er at fastholde prisstabilitet, er fokus i den finanspolitiske analyse rettet mod finanspolitikens indvirkning på inflation og makroøkonomisk stabilitet, da finanspolitikken er en del af det miljø, hvori pengepolitikken skal virke. En sund finanspolitik gør det lettere at føre pengepolitik, da den skaber et miljø med stabile økonomiske forhold på både kort og langt sigt.



## **STRUKTURREFORMER ER FORTSAT AFGØRENDE**

En anden udfordring i forbindelse med de offentlige finanser i euroområdet består i at samle budgetkonsolideringsplanerne til en strukturreformagenda, som fremmer vækst, konkurrenceevne og beskæftigelse. Det vil også gøre budgetudviklingen mere holdbar, især på baggrund af den stigende finanspolitiske byrde i forbindelse med befolkningens aldring. I den forbindelse er udgiftsreformer af central betydning, selv om effektiviteten på indtægtsiden måske også kan forbedres. Udgiftsreformer giver mulighed for budgetkonsolidering, baner vej for yderligere skattelettelser og kan også gøre skattesystemer og indkomstoverførselsordninger mere vækstvenlige. Produktive investeringer i infrastruktur og menneskelig kapital bør prioriteres inden for de givne udgiftsbudgetter.

## **PÅLIDELIGE STATISTIKKER UNDERBYGGER DE FINANSPOLITISKE RAMMERS TROVÆRDIGHED**

For det tredje er pålidelige statistikker over offentlige finanser en forudsætning for troværdigheden af EUs finanspolitiske rammer. Omfattende revisioner af tidligere underskudstal – som fx i tilfældet med Grækenland i 2004 – skader klart offentlighedens tillid og rammernes troværdighed generelt. De hindrer nøjagtig og rettidig påvisning af balanceproblemer og justeringsbehov, hvilket kan forsinke gennemførelsen af politiktiltag betydeligt. Når usikkerheden i forbindelse med budgetovervågningen øges, mindskes værdien af den multilaterale overvågning, og det effektive gruppepres svækkes. Det er derfor afgørende, at der træffes foranstaltninger til at sikre udarbejdelse og rettidig indberetning af statistikker over de offentlige finanser. Alle medlemslande bør overholde de europæiske regnskabsregler i forbindelse med indberetning af udgifter og indtægter. Som anført på Ecofin-Rådets samling 2. juni 2004 må budgetstatistikkerne ikke påvirkes af politiske eller valg-mæssige cyklusser.

## **2.6 UDVIKLINGEN I VALUTAKURSER OG BETALINGSBALANCEN**

### **EUROEN BLEV YDERLIGERE STYRKET I KRAFT AF BREDT FUNDERET DOLLARSVÆKKELSE**

På valutamarkedet var udviklingen i de vigtigste bilaterale eurokurs forholdsvis afdæmpet i de første ni måneder af 2004, især sammenlignet med euroens markante appreciering de to foregående år. Efterfølgende apprecierede euroen kraftigt, især over for den amerikanske dollar. Ultimo 2004 lå den effektive eurokurs en smule over niveauet primo året, hvilket afspejler en betydelig appreciering over for den amerikanske dollar, de asiatiske valutaer, der er knyttet til dollaren, og i mindre grad den japanske yen. Det blev delvis opvejet af euroens depreciering over for valutaerne fra visse mindre handelspartnere i euroområdet (schweizerfrancen, den norske krone og den koreanske won) og flere af de nye EU-landes valutaer.

Euroens appreciering aftog i januar og februar 2004, hvorefter en del af de tidligere stigninger blev opvejet på baggrund af forbedrede udsigter for den globale økonomi og markedets ændrede opfattelse af de grundlæggende faktorer, der påvirker valutakurserne. Der var på daværende tidspunkt flere og flere tegn på, at opsvinget var ved at bide sig fast i USA og Japan, mens udsigterne for euroområdet fortsat var mere afdæmpede. Det bevirkede, at markedets opmærksomhed flyttede sig fra det vedvarende store underskud på den amerikanske betalingsbalances løbende poster til forventningerne om højere forrentning i USA, hvilket understøttede den amerikanske dollar. Mellem maj og medio oktober 2004 styrkedes euroen en smule på baggrund af gradvis forbedrede udsigter for euroområdets økonomi, da der viste sig spæde tegn på, at den økonomiske vækst havde spredt sig fra eksportsektoren til den indenlandske efterspørgsel. Samtidig udøvede markedets bekymring over udsigterne for den globale vækst – hovedsagelig som følge af den geopolitiske usikkerhed og kraftigt stigende oliepriser – tilsyneladende et nyt nedadrettet pres på den amerikanske dollar og den japanske yen. Federal Open Market Committees (FOMCs) beslutning om en renteforhø-

jelse var allerede ventet af de finansielle markeder og påvirkede ikke valutakursudviklingen. Fra medio oktober styrkedes euroen dog betydeligt over for den amerikanske dollar samt over for flere asiatiske valutaer som følge af deres formelle eller uformelle tilknytning til dollaren. Det skete på baggrund af en bredt funderet svækkelse af den amerikanske dollar i 4. kvartal 2004, hvor dollaren nåede det laveste niveau i flere år over for euroen, det britiske pund og den japanske yen.

Ultimo 2004 lå den nominelle effektive eurokurs – målt over for 23 vigtige handelspartneres valutaer – 2,3 pct. over niveauet primo året. Den samlede appreciering i 2004 dækker over bevægelser, der udlignede hinanden, i eurokursen over for en række partnerlandes valutaer i det effektive valutakursindeks. Nærmere bestemt apprecierede euroen markant over for den amerikanske dollar samt over for den kinesiske renminbi og Hongkong-dollar, der begge er knyttet til den amerikanske dollar. Den 31. december 2004 lå euroen på USD 1,36, dvs. omkring 8,2 pct. over niveauet primo året. I samme periode styrkedes euroen også over for den japanske yen (med 3,7 pct.) og lå ultimo året på JPY 139,7, hvilket indebar en appreciering af den japanske yen på over 4 pct. over for dollaren. Ved årets udgang lå euroen over for det britiske pund på GBP 0,71, hvilket var uændret i forhold til niveauet 2. januar 2004.

Samtidig deprecierede euroen moderat over for schweizerfrancen, den norske krone og i mere betydeligt omfang den koreanske won (med 6,3 pct.). Euroen deprecierede også over for flere af de nye EU-landes valutaer, nemlig den tjekkiske koruna, den ungarske forint, den polske zloty og den slovakiske koruna, se også afsnit 3. Det cypriske pund apprecierede også en smule, mens den lettiske lats, der var delvis knyttet til den amerikanske dollar, deprecierede over for euroen. Med virkning fra 1. januar 2005 blev den lettiske lats dog knyttet til euroen med en kurs på LVL 0,702804 og har derefter ligget tæt på denne kurs. Den maltesiske lire lå forholdsvis stabilt over for euroen i 2004, hvilket afspejlede euro-



ens dominerende vægt i den valutakurv, som den faste kurs er baseret på.

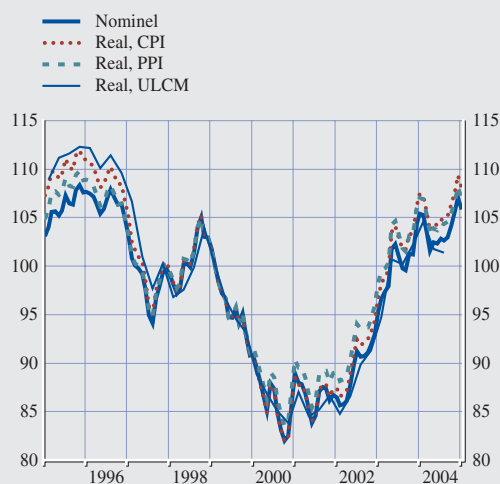
I ERM2 lå den danske krone tæt på centralkursen, mens de valutaer, som indtrådte i ERM2 den 28. juni 2004 (den estiske kroon, den litauiske litas og den slovenske tolar), enten bevægede sig inden for et meget snævert område eller var uændret i forhold til centralkursen over for euroen.

I de første to måneder af 2005 faldt euroen over for de fleste vigtige valutaer, navnlig den amerikanske dollar. Udviklingen i eurokurserne i denne periode var påvirket af tegn på robust økonomisk aktivitet i USA, mens markedets bekymring over USAs underskud på betalingsbalancens løbende poster tilsyneladende er aftaget lidt. Den 24. februar 2005 lå den nominelle effektive eurokurs ca. 1,4 pct. under niveauet primo året. Deprecieringen afspejlede en svækkelse over for den amerikanske dollar, den kinesiske renminbi og, i mindre grad, over for det britiske pund, der alle vejer forholdsvis tungt i det handelsvægtede eurokursindeks.

Den reale effektive eurokurs – baseret på omkostnings- og prisindeks – steg også fortsat i 2004 i overensstemmelse med den nominelle effektive eurokurs (se figur 29). I 4. kvartal 2004 lå de reale effektive euroindeks et godt stykke over niveauet i 1. kvartal 1999, og målene baseret på

**Figur 29. Nominelle og reale effektive eurokurser <sup>1)</sup>**

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

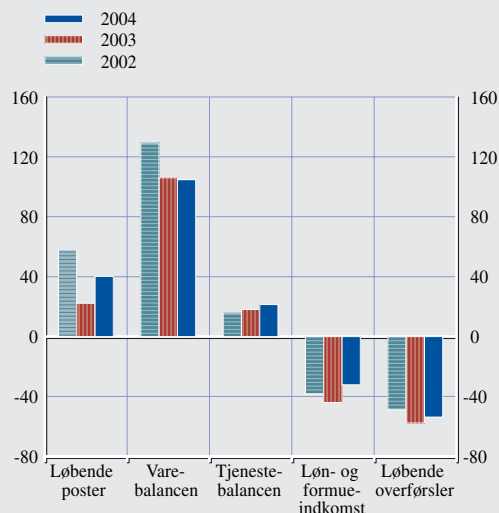


Kilde: ECB.

1) En stigning i EER-indeksene repræsenterer en appreciering af euroen. De seneste observationer vedrører december 2004 for månedlige observationer og 3. kvartal 2004 for det ULCM-baserede reale EER. Sidstnævnte observationer er delvis baseret på skøn.

**Figur 30. Betalingsbalancens løbende poster**

(Milliarder euro; sæsonkorrigerede observationer)



Kilde: ECB.

udviklingen i forbruger- og producentpriserne lå også forholdsvis tæt på toppunkterne i de seneste 10 år.

### OVERSKUDET PÅ DE LØBENDE POSTER STEG EN SMULE I 2004

I 2004 steg overskuddet på de løbende poster på euroområdet betalingsbalance til 40,2 mia. euro (ca. 0,5 pct. af BNP) fra 22,2 mia. euro i 2003 (0,3 pct. af BNP). Stigningen skyldes hovedsagelig en forbedring af underskuddet på løn- og formueindkomst og på løbende overførsler kombineret med en marginal stigning i overskuddet på tjenestebalancen (se figur 30). Overskuddet på varebalancen var fortsat stort set uændret, idet stigningen i vareeksport og vareimport var den samme værdimæssigt.

I 2004 viste det 12-måneders akkumulerede sæsonkorrigerede overskud på varebalancen to markante bevægelser. I 1. halvår 2004 steg det (fra 106 mia. euro i december 2003 til over 125 mia. euro i juni 2004), især som følge af kraftig

eksport i denne periode. Derefter faldt det imidlertid til et niveau tæt på niveauet ultimo 2003 på grund af den kraftige import i 2. og 3. kvartal 2004 og afdæmpningen af eksporten i 2. halvår. Forbedringen af underskuddet på løn- og formueindkomst afspejlede hovedsagelig en betydelig stigning i indtægter, der steg langt hurtigere end udgifter. Indtægtsstigningen kan tilsyneladende overvejende tilskrives den gunstige udvikling i forrentningen af investeringer, der afspejler den globale økonomis kraftige vækst, som rigeligt opvejede den negative effekt af den stærkere euro (da en appreciering af euroen mindsker værdien af indtægter modtaget i fremmed valuta, når de anføres i euro).

Udviklingen i eksport og import af varer bliver tydeligere med en fordeling efter pris og mængde på grundlag af Eurostats udenrigshandelsstatistik (den foreliggende statistik dækker perioden frem til oktober 2004). Fordelingen viser, at den kraftige stigning i eksportværdierne i 1. halvår hovedsagelig kunne tilskrives robust

vækst i eksportmængderne, mens eksportpriserne fortsat var afdæmpede. Den negative effekt af euroens appreciering på euroområdet eksportmængder blev således tilsyneladende rigeligt opvejet af den kraftige vækst i den udenlandske efterspørgsel i 1. halvår 2004. Eksportmængderne til Asien og de nye EU-lande steg særligt stærkt i denne periode. Selv om stigende omkostninger som følge af højere oliepriser medførte et vist opadrettet pres på eksportpriserne, kan reducerede avancer til dels have opvejet dette pres, eftersom eksportørerne forsøgte at kompensere for en del af tabet af priskonkurrenceevne som følge af euroens appreciering. Afdæmpningen i euroområdets eksport i 2. halvår skyldes tilsyneladende hovedsagelig svagere eksport til Asien og de nye EU-lande, selv om eksporten til USA også aftog betydeligt. Den værdimæssige stigning i vareimporten i 2. og 3. kvartal 2004 afspejlede stigninger i både priser og mængder. Størstedelen af stigningen i importpriserne kan tilskrives de højere oliepriser. En del af stigningen i importmængderne skyldes opsvinget i euroområdets indenlandske efterspørgsel, især inden for de importintensive udgiftskategorier.

### NETTOTILSTRØMNING AF DIREKTE INVESTERINGER OG PORTEFØLJEINVESTERINGER I 2004

De finansielle poster viste en nettotilstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer på 18,3 mia. euro i 2004 i forhold til en nettotilstrømning på 38,3 mia. euro i 2003. Den lavere nettotilstrømning til euroområdet kan primært tilskrives en øget nettoudstrømning af direkte investeringer (se figur 31).

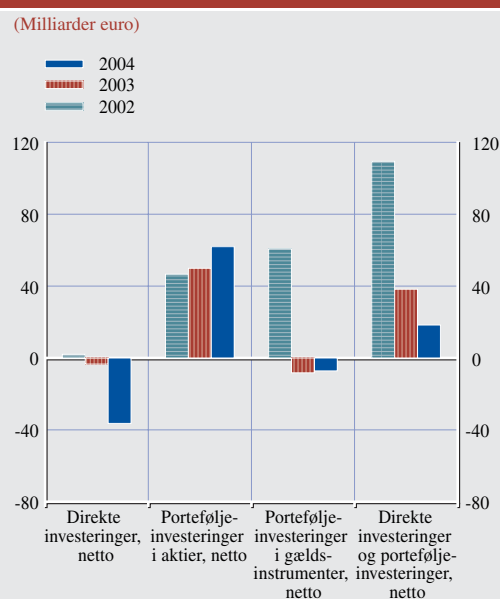
Udviklingen i direkte investeringer er først og fremmest forårsaget af en gradvis nedgang i tilstrømningen af udenlandske direkte investeringer til euroområdet, som grundlæggende skyldes, at direkte investeringer i egenkapital i euroområdet foretaget af residerter uden for euroområdet udgjorde en tredjedel af investeringerne i 2003. Faldet var større end faldet i euroområdets direkte investeringer i udlandet i form af egenkapital og kan til dels være udtryk for ud-

sigter til kraftigere vækst i den globale økonomi i 2004 end i euroområdet.

Den øgede nettotilstrømning af porteføljeinvesteringer skyldes hovedsagelig en stigning i nettokøb af euroområdets aktier foretaget af residerter uden for euroområdet. Markedsundersøgelser indikerer en fornyet interesse for euroområdets aktier blandt udenlandske investorer. Denne udvikling kunne tilskrives, at kurserne på euroområdets aktier relativt set blev vurderet som attraktive, samt forventningerne om en appreciering af euroen i 2004.

Hvad angår gældsinstrumenter, var de grænseoverskridende strømme omtrent lige store i 2003 og 2004 og udgjorde ca. 200 mia. euro på både aktiv- og passivside. På passivside tilskyndede de lave korte renter i euroområdet ikke til udenlandske investeringer i euroområdets pengemarkedsinstrumenter, og residerter uden for euroområdet investerede næsten udelukkende i euroområdets obligationer i 2004. På aktivside investerede residerter i euroområdet ca. 75 pct.

Figur 31. Finansielle poster fordelt efter komponenter



Kilde: ECB.

af deres internationale portefølje af gældsinstrumenter i obligationer og 25 pct. i pengemarkedsinstrumenter. Således investerede resider i euroområdet mindre i internationale obligationer i 2004 end i 2003. Det kan skyldes forventningen om kurstab som følge af forventede højere lange renter i USA. Faktisk faldt euroområdets gældsstrømme til USA fra 75 mia. euro i 2003 til 29 mia. euro i de første tre kvartaler af 2004.

På grundlag af akkumulerede strømme i de første tre kvartaler af 2004 havde euroområdet en nettoudstrømning af udenlandske direkte investeringer over for de fleste af euroområdets vigtigste handelspartnere, bortset fra USA og Schweiz. Storbritannien og USA var begge hovedmodtagere af euroområdets direkte investeringer og hovedinvestorer i euroområdet.

Den geografiske fordeling af porteføljeinvesteringerne viser, at euroområdets porteføljeinvesteringer i udlandet i de første tre kvartaler af 2004 hovedsagelig gik til Storbritannien og USA, der traditionelt er hovedmodtagere af sådanne investeringer. Euroområdets investorer var også store nettokøbere af japanske aktier.

Forbedringen af de økonomiske udsigter for Japan, især i begyndelsen af 2004, synes at have påvirket euroområdets investoreres beslutninger vedrørende porteføljeinvesteringer.



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

#### DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet var forholdsvis kraftig i 2004 og lå generelt over gennemsnittet i euroområdet (se tabel 6). Produktionsvæksten var højest i de lande, der havde det laveste BNP pr. indbygger i EU, nemlig de baltiske lande og Polen. I den anden ende af skalaen var den lavest i Danmark og Malta, selv om BNP-væksten i disse lande begyndte at stige igen fra det afdæmpede niveau i 2003.

I mange EU-lande uden for euroområdet kunne væksten i realt BNP i 2004 hovedsagelig tilskrives den indenlandske efterspørgsel. I særdeleshed var de faste bruttoinvesteringer nøgelfaktoren bag produktionsvæksten. Stigende tillid i industrien, en høj grad af kapitaludnyttelse og forbedrede udsigter for efterspørgslen bidrog til investeringsopsvinget i mange af de nye medlemslande samt Danmark og Sverige. I mange af de nye medlemslande, især de baltiske lande, afspejlede den robuste indenlandske efterspørgsel også den betydelige stigning i det private forbrug, der blev understøttet af væksten i den disponible realindkomst i forbindelse med kraftige lønstigninger og forbedringer på arbejdsmarke-

det. I Storbritannien blev væksten i det private forbrug holdt oppe af det stærke arbejdsmarked og væksten i boligformue. I en række EU-lande uden for euroområdet, især de baltiske lande og Ungarn, blev husholdningernes forbrug også understøttet af den høje og i nogle tilfælde tiltagende vækst i kreditgivning til den private sektor. Desuden stimulerede forventninger om prisstigninger som følge af ændringer i afgifter og regulerede priser i forbindelse med tiltrædelsen af EU forbruget i de fleste nye medlemslande i 1. halvår 2004. Endelig var finanspolitikken i nogle lande forholdsvis lempelig.

Hvad angår efterspørgslen udefra, varierede nettoeksportens bidrag til væksten i realt BNP betydeligt mellem EU-landene uden for euroområdet. Den udenlandske efterspørgsel understøttede kraftigt produktionsvæksten i Polen og Sverige, men lagde en dæmper på væksten i de fleste af de nye medlemslande og Storbritannien. Det er dog vigtigt at bemærke, at eksport- og importvæksten var forholdsvis kraftig i 2004, især i de nye medlemslande. Navnlig steg handlen med varer og tjenesteydelser mængdemæssigt som følge af fjernelsen af handelshindringer ved op-

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

(Ændring i pct. år/år)									
	2000	2001	2002	2003	2004	2004 1. kvrt.	2004 2. kvrt.	2004 3. kvrt.	2004 4. kvrt.
Tjekkiet	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Danmark	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Estland	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Cypern	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Letland	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Litauen	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Ungarn	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Malta	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Polen	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Slovenien	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Slovakiet	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Sverige	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Storbritannien	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
EU-10 <sup>1)</sup>	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
EU-13 <sup>2)</sup>	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Euroområdet	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Kilder: Eurostat.

Anm: De kvartalsvise tal er sæsonkorregeret vedrørende Tjekkiet og sæsonkorregeret samt korregeret for antal arbejdsdage vedrørende Storbritannien

1) Aggregatet EU-10 omfatter de 10 nye medlemslande.

2) Aggregatet EU-13 omfatter de 13 EU-lande uden for euroområdet.

tagelsen i EU, stærkere efterspørgsel fra handelspartnerne og yderligere produktivitetstigninger.

På grund af opsvinget i den økonomiske aktivitet, en betydelig tilstrømning af udenlandske direkte investeringer i de seneste år samt igangværende strukturreformer blev situationen på arbejdsmarkedet gradvis forbedret i de fleste EU-lande uden for euroområdet i 2004, især i de baltiske lande. Beskæftigelsesvæksten var dog forholdsvis afdæmpet i de fleste nye medlemslande som følge af tidligere stigninger i lønomkostningerne i nogle lande og en strukturel uoverensstemmelse mellem eksisterende kvalifikationer og arbejdsmarkedets krav. I mange lande, især Polen og Slovakiet, var arbejdsløsheden fortsat meget høj. I Storbritannien var arbejdsmarkedet strammere.

### PRISUDVIKLINGEN

Prisudviklingen i EU-landene uden for euroområdet varierede kraftigt fra land til land i 2004. Danmark, Litauen, Sverige og Storbritannien havde den laveste årlige HICP-inflation på ca. 1 pct., dvs. et godt stykke under gennemsnittet i euroområdet. I de fleste nye medlemslande lå in-

flationen over gennemsnittet i euroområdet. I Letland, Ungarn og Slovakiet var den årlige HICP-inflation næsten tre gange så høj som gennemsnittet i euroområdet.

De fleste nye medlemslande havde en højere HICP-inflation i 2004 end i 2003 (se tabel 7). Den kraftigste inflationsstigning sås i Tjekkiet, Letland, Litauen, Ungarn og Polen. I nogle EU-lande uden for euroområdet faldt inflationen dog i 2004. De kraftigste fald blev registreret i Cypern og Slovenien. Endvidere varierede inflationsmønstret i 2004 fra land til land. I en række lande steg inflationen betydeligt i 1. halvår 2004, hvorefter den enten stabiliserede sig på et højere niveau eller gradvis faldt i 2. halvår. I enkelte andre medlemslande var HICP-inflationen dog stort set stabil hele året.

Inflationsudviklingen i EU-landene uden for euroområdet kan til dels tilskrives nogle fælles faktorer, først og fremmest den kraftige stigning i oliepriserne i 2004. Prisstigningens nøjagtige effekt på inflationen varierede dog fra land til land, hvilket overvejende afspejlede forskelle i forbrugsmønstre, markedsstrukturer og energiforbrug i forbindelse med produktionen. Des-

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

(Ændring i pct. år/år)									
	2000	2001	2002	2003	2004	2004 1. kv.	2004 2. kv.	2004 3. kv.	2004 4. kv.
Tjekkiet	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Danmark	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Estland	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Cypern	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Letland	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Litauen	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Ungarn	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Malta	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Polen	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Slovenien	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Slovakiet	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Sverige	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Storbritannien	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
EU-10 <sup>1)</sup>	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
EU-13 <sup>2)</sup>	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Euroområdet	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Kilde: Eurostat.

1) Aggregatet EU-10 omfatter de 10 nye medlemslande.

2) Aggregatet EU-13 omfatter de 13 EU-lande uden for euroområdet.

uden har de højere oliepriser muligvis ikke nået at slå helt igennem på inflationen i alle lande i 2004. En del af inflationspresset skyldes også kraftig vækst i realt BNP i de fleste lande. Som følge deraf er lønpresset også begyndt at stige i en række lande.

I de nye medlemslande har optagelsen i EU også medført inflationspres. Fødevarerpriserne steg i de fleste nye medlemslande i 1. halvår, da landene blev integreret i den fælles landbrugspolitik, og de tilbageværende handelshindringer blev fjernet. I lyset af fødevarerpriserens forholdsvis store vægt i HICP havde det en mærkbar indvirkning på HICP-inflationen i de fleste nye medlemslande. Desuden hævdede man afgifterne i en række af de nye medlemslande for at bringe dem i bedre overensstemmelse med de gældende satser i EU. Udsigterne til afgiftsrelaterede prisstigninger efter tiltrædelsen af EU medførte kraftigere efterspørgsel i begyndelsen af 2004, hvilket også førte til højere inflation. I 2. halvår 2004 begyndte virkningen dog gradvis at aftage i en række lande. I nogle af de nye medlemslande er de administrerede priser endvidere blevet forhøjet som led i en række statsejede virksomheders tilpasning med henblik på at kunne producere, så omkostningerne dækkes.

Udviklingen i de nominelle effektive valutakurser og deres forsinkede gennemslag på importpriserne påvirkede også inflationsudviklingen i 2004. I en række lande, især Tjekkiet, Ungarn og Slovakiet, har udviklingen i de effektive valutakurser haft en dæmpende virkning på inflationen, mens den i andre lande, fx Letland, har medvirket til at skabe inflationspres. I Polen har valutakursudviklingens forsinkede gennemslag bidraget til en stigning i HICP-inflationen i 1. halvår 2004, men effekten aftog i 2. halvår.

#### FINANSPOLITIK

Tre EU-lande uden for euroområdet (Estland, Danmark og Sverige) havde budgetoverskud, og 10 lande havde budgetunderskud i 2004. Ifølge Ecofin-Rådets beslutninger af 5. juli 2004 blev det konstateret, at seks lande (Tjekkiet, Cypern, Ungarn, Malta, Polen og Slovakiet) havde et uforholdsmæssigt stort underskud. I alle tilfælde



undtagen Cypern giver Rådets beslutninger mulighed for korrigerende af disse uforholdsmæssigt store underskud på mellemlangt sigt på grund af særlige omstændigheder, idet i) det offentlige underskud efter optagelsen i EU lå betydeligt over referenceværdien, og ii) den strukturelle overgang til en moderne serviceorienteret markedsøkonomi som led i processen for at opnå real konvergens endnu ikke var afsluttet i Tjekkiet, Ungarn, Polen og Slovakiet. Storbritannien havde en underskudskvotient, som lå over referenceværdien på 3 pct. i både 2003 og 2004. Når der stadig er mange lande med et uforholdsmæssigt stort underskud, peger det på et fortsat behov for stærkere politisk vilje til at gennemføre strukturreformer og budgetkonsolidering.

Den offentlige budgetsaldo forbedredes i 10 af de 13 EU-lande uden for euroområdet i 2004, mens den forværredes i de resterende tre lande (se tabel 8). Forbedringen kan hovedsagelig tilskrives midlertidige faktorer samt den positive effekt fra konjunkturudviklingen. I Tjekkiet og Malta, hvor forbedringen af budgetsaldoen var størst, havde midlertidige faktorer en betydelig underskudsforøgende effekt i 2003.

I 2004 lå gældskvoten i de fleste EU-lande uden for euroområdet et godt stykke under gennemsnittet i euroområdet. Gældskvoten faldt i seks af



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

(I pct. af BNP)

	Offentligt overskud (+)/underskud (-)				Offentlig bruttogæld			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Tjekkiet	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Danmark	2,9	1,7	1,2	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Estland	0,3	1,4	2,9	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Cypern	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Letland	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Litauen	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Ungarn	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Malta	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Polen	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Slovenien	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Slovakiet	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Sverige	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Storbritannien	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
EU-10 <sup>1)</sup>	-4,2	-4,9	-5,7	-3,9	37,3	40,1	43,5	42,7
EU-13 <sup>2)</sup>	0,2	-1,9	-3,1	-2,4	40,9	40,9	42,1	42,9
Euroområdet	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Kilder: Europa-Kommissionen og ECBs beregninger.

Anm.: Observationerne er i overensstemmelse med definitionerne i proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Budgetsaldi er ekskl. indtægter fra salg af UMTS-tilladelser.

1) Aggregatet EU-10 omfatter de 10 nye medlemslande.

2) Aggregatet EU-13 omfatter de 13 EU-lande uden for euroområdet.

de 13 EU-lande uden for euroområdet i overensstemmelse med deres forbedrede offentlige budgetsaldi. I de øvrige lande afspejlede den stigende gældskvotest hovedsagelig den lave primære budgetoverskudsquotient samt gældsforøgende gælds/underskudsjusteringer, dvs. udsving i den offentlige gæld, som ikke kan forklares ved underskuddet/overskuddet. Kun Cypern og Malta havde fortsat gældskvoter over referencerværdien på 60 pct. af BNP.

I de fleste lande var budgetresultaterne i 2004 enten stort set i overensstemmelse med eller bedre end målene i de konvergensprogrammer, som blev fremsendt i maj 2004. Flere lande havde større indtægter end forventet. Udgifterne lå generelt tæt på det budgetterede. Ungarn viste tegn på betydelig overskridelse af målene i konvergensprogrammet fra maj 2004. Desuden har nogle regeringer (fx i Estland og Litauen) benyttet en del af indtægtsfremgangen i 2004 til at finansiere yderligere udgifter frem for at forbedre budgetsalden.

### UDVIKLINGEN I BETALINGSBALANCEN

Sverige og Danmark havde fortsat et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster i 2004, mens Storbritannien og de fleste nye medlemslande rapporterede om underskud på de løbende poster, som for nogle landes vedkommende var store (se tabel 9). Den eneste undtagelse var Slovenien, hvis løbende poster længe har været stort set i balance. Særligt store underskud på betalingsbalancens løbende poster – tæt på eller over 10 pct. af BNP – blev observeret i de baltiske lande og Ungarn, mens Slovakiet og Polen udviste mere moderate underskud på de løbende poster, som har været faldende i de seneste to år i forhold til de foregående to år.

I mange af de nye medlemslande var det stigende underskud på betalingsbalancens løbende poster i 2004 forbundet med kraftig importvækst som følge af robust indenlandsk efterspørgsel og høje oliepriser. Andre strukturelle og midlertidige faktorer har også påvirket de løbende poster. Strukturelt er underskud på betalingsbalancens løbende poster et normalt træk ved økonomier på

**Tabel 9. Betalingsbalancer i EU-landene uden for euroområdet og euroområdet**

(I pct. af BNP)

	Løbende poster plus kapitalposter				Nettostrømme af udenlandske direkte investeringer			
	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Tjekkiet	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Danmark	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Estland	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Cypern	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Letland	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Litauen	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Ungarn	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Malta	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Polen	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Slovenien	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Slovakiet	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Sverige	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Storbritannien	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Euroområdet	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Kilde: ECB.

1) Tallene for 2004 er 4-kvartalers glidende gennemsnit for perioden 4. kvrt. 2003-3. kvrt. 2004, for Cypern dog perioden 3. kvrt. 2003-2. kvrt. 2004.

vej mod konvergens, såsom de nye medlemslande. Selv om disse underskud kan være tegn på problemer med holdbarheden af de eksterne forhold, var underskuddet på betalingsbalancens løbende poster i mange af de nye medlemslande til en vis grad ledsaget af en stigning i underskuddene på indkomster, som afspejler fortjenester på tidligere udenlandske direkte investeringer. Som overgangsfaktor kan saldoen på de løbende poster have været påvirket af selve EU-tiltrædelsesprocessen, da virksomhederne fx øgede deres lagre i forventningen om højere toldafgifter.

Hvad angår de finansielle poster, rettede nettotilstrømningen af udenlandske direkte investeringer sig noget i de fleste nye EU-lande i 2004 efter at være aftaget året før (se tabel 9). Blandt disse lande viste kun Slovenien en moderat nettoudstrømning af udenlandske direkte investeringer i 2004. Med hensyn til de øvrige EU-lande uden for euroområdet havde Danmark og Sverige en nettoudstrømning af udenlandske direkte investeringer i samme periode, mens de udenlandske direkte nettoinvesteringer i Storbritannien blev positive efter en beskedent udstrømning i de foregående år. Alt i alt har nettotilstrømningen af udenlandske direkte investeringer i de se-

neste år udgjort en vigtig finansieringskilde for en række EU-lande uden for euroområdet, selv om tilstrømningen i de fleste tilfælde ikke var tilstrækkelig til at dække underskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Nettotilstrømningen af porteføljeinvesteringer og "andre investeringer" tilførte yderligere finansiering. Som følge deraf steg nogle landes udlandsgæld også.

#### ERM2 OG VALUTAKURSRELATEREDE FORHOLD

Den 28. juni 2004 tilsluttede Estland, Litauen og Slovenien sig Danmark i ERM2. De nye lande deltager med et standardudsvingsbånd på  $\pm 15$  pct. omkring centralkursen over for euro, og Estland og Litauen beholder deres currency board som en ensidig forpligtelse. For at sikre problemfri deltagelse i ERM2 har landene forpligtet sig til at træffe de nødvendige forholdsregler til at fastholde makroøkonomisk stabilitet og valutakursstabilitet. I boks 10 beskrives ERM2 i hovedtræk.

**DE VIGTIGSTE ELEMENTER I ERM2**

Med euroens indførelse 1. januar 1999 erstattede en ny valutakursmekanisme (ERM2) Det Europæiske Monetære System (og dets valutakursmekanisme), som havde været i kraft siden 1979. ERM2 er et multilateralt system med faste, men justerbare kurser, bilaterale centalkurser mellem euroen og de deltagende valutaer samt et standardudsvingsbånd på  $\pm 15$  pct. omkring centalkurserne.

Deltagelse i ERM2 i mindst to år uden alvorlige spændinger forud for undersøgelsen af den økonomiske konvergens er en forudsætning for opfyldelse af valutakurskriteriet, der er et af de Maastricht-konvergenskriterier, som skal være opfyldt, inden euroen kan indføres. Det økonomiske ræsonnement bag kravet er, at det hjælper medlemslande uden for euroområdet med at orientere deres politikker mod stabilitet og forbedrer chancen for at opnå vedvarende konvergens i de grundlæggende makroøkonomiske forhold.

Det afspejler den tanke, at de deltagende medlemslandes makroøkonomiske forhold og politikker bør understøtte fastholdelse af de vedtagne centalkurser. Det overordnede mål for denne proces er at fremme makroøkonomisk stabilitet i de nye EU-medlemslande og derved bidrage bedst muligt til holdbar vækst og real konvergens. Desuden fremmer sunde makroøkonomiske politikker og stabile valutakurser det indre markeds funktion.

Både mekanismen og den politiske orientering, der kræves for deltagelse, har ifølge Styrelsesrådet således til formål at hjælpe medlemslandene uden for euroområdet i deres bestræbelser på at indføre euroen og samtidig regulere det komplekse forhold mellem de makroøkonomiske forhold og stabile valutakurser.<sup>1</sup>

Inden for mekanismen er der mulighed for en række pengepolitiske instrumenter, som kan kombineres for at imødegå markedspres: renteændringer, valutakursfleksibilitet inden for udsvingsbåndet, interventioner, og eventuelt justering af centalkursen.

Ud fra et operationelt synspunkt træffes beslutninger vedrørende centalkurser og standardudsvingsbåndet ved fælles overenskomst mellem ministrene i de enkelte eurolande, ECB og ministrene og centralbankcheferne i de EU-lande uden for euroområdet, som deltager i mekanismen. Det Generelle Råd er ansvarligt for at overvåge ERM2s funktion og tjener som forum for det penge- og valutakurspolitiske samarbejde. Rådet overvåger nøje og løbende holdbarheden af den bilaterale valutakurs mellem hver enkelt deltagende valuta og euroen.

<sup>1</sup> Se også "Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbanks holdning til spørgsmål i relation til tiltrædelseslandenes valutakurspolitik", 18. december 2003.

**Tabel 10. Udviklingen i ERM2**

(I procentpoint)

	DKK	EEK	LTL	SIT
<b>Maksimal afvigelse fra centralkursen i ERM2<sup>1)</sup></b> (Daglige observationer, glidende gennemsnit over 10 bankdage)				
Opad	+0,5	0,0	0,0	0,0
Nedad	0,0	0,0	0,0	-0,2
<b>Kort rentespænd</b> (månedlige observationer, gennemsnit)				
4. kv. 2004	0,0	0,3	0,5	1,9

1) For Estland, Litauen og Slovenien er referenceperioden 28. juni 2004-24. februar 2005. For Danmark er referenceperioden 1. november 2002-24. februar 2005.

Deltagelse i ERM2 har ikke været ledsaget af spændinger på valutamarkedet i nogen af de deltagende lande. De fire valutaer i ERM2 har konsekvent ligget på eller tæt ved centralkursen, mens det korte rentespænd over for euroområdet har været snævert i de fleste lande (se tabel 10). I forbindelse med optagelsen i ERM2 bragte Banka Slovenije smidigt den gradvise trendmæssige depreciering af den slovenske tolar over for euroen til ophør.

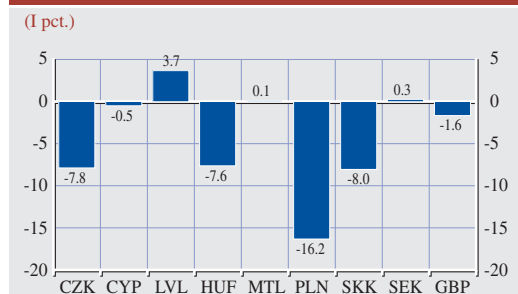
De fleste valutaer i EU-landene uden for euroområdet blev styrket over for euroen i 2004 og apprecierede markant på handelsvægtet basis. Euroens svækkelse var særlig udpræget over for en række af de store nye EU-landes valutaer på baggrund af forholdsvis gunstige vækstudsigter for disse lande (se figur 32). Den polske zloty viste den største appreciering over for euroen i 2004 efterfulgt af den tjekkiske koruna, den slovakiske koruna og den ungarske forint. Den lettiske lats, der i 2004 var delvis knyttet til den amerikanske dollar, deprecierede derimod over for euroen. Siden begyndelsen af 2005 har Letland ændret latsens tilknytning fra kurven af særlige trækningsrettigheder (SDR-kurven) til euroen med en kurs på LVL 0,702804 pr. euro. Siden da har latsen svinget inden for et snævert bånd omkring den fastsatte kurs. Den svenske krone, den maltesiske lire og det cypritiske pund lå forholdsvis stabilt over for euroen. Det britiske pund apprecierede en del over for euroen i begyndelsen af 2004 på baggrund af gunstige udsigter for den britiske økonomi og stigende

renter. I 2. halvår deprecierede pundet dog over for euroen.

### PENGEPOLITIK

Hovedmålet for pengepolitikken i alle EU-lande uden for euroområdet er prisstabilitet. De pengepolitiske strategier varierer en hel del fra land til land, hvilket afspejler nominelle, reale og strukturmæssige forskelle (se tabel 11). I 2004 var pengepolitikken og valutakursordningerne i EU-landene uden for euroområdet stort set uændrede, selv om de pengepolitiske rammer i adskillige lande blev finjusteret med henblik på tilpasning til den kommende monetære integration. Eksempelvis blev Estland, Litauen og Slovenien optaget i ERM2 den 28. juni 2004. Endvidere

**Figur 32. Ændringer i kursen mellem euro og EU-valutaer uden for ERM2**



Kilde: ECB.

Anm.: En positiv (negativ) værdi er udtryk for en appreciering (depreciering) af euroen. Ændringer vedrører perioden 2. januar 2004-24. februar 2005.

ændrede Latvijas Banka latsens tilknytning fra SDR til euro den 1. januar 2005.

Hvad angår pengepolitiske beslutninger i 2004 i lande med valutakursmål, forhøjede Central Bank of Cyprus den pengepolitiske rente med 100 basispoint til 5,5 pct. og signalerede dermed

støtte til det cypriotiske pund på baggrund af rygter om devaluering. Desuden blev der indført et mindstereservekrav på 2 pct. for indlån i fremmed valuta. I Letland forhøjede centralbanken sin officielle rente med 100 basispoint til 4 pct. For at imødegå risici som følge af kraftig økonomisk vækst, markant vækst i kreditgivning og

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

	Pengepolitisk strategi	Valuta	Karakteristika
Tjekkiet	Inflationsmål	Koruna	Inflationsmål: 2-4 pct. ultimo 2005, derefter 3 pct. $\pm$ 1 procentpoint. Valutakursstrategi: (Styret) flydning
Danmark	Valutakursmål	Krone	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm$ 2,25 pct. omkring centralkurs på DKK 7,46038 pr. euro.
Estland	Valutakursmål	Kroon	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm$ 15 pct. omkring centralkurs på EEK 15,6466 pr. euro. Estland fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Cypern	Valutakursmål	Pund	Tilknytning til euro med kurs på CYP 0,5853 pr. euro og udsvingsbånd på $\pm$ 15 pct. Det cypriotiske pund har de facto svinget inden for et snævert område.
Letland	Valutakursmål	Lats	Siden februar 1994 tilknytning til SDR (euroens vægt 36,4 pct.) med udsvingsbånd $\pm$ 1 pct. Siden 1. januar 2005 tilknytning til euro med kurs på LVL 0,702804 pr. euro og udsvingsbånd $\pm$ 1 pct.
Litauen	Valutakursmål	Litas	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm$ 15 pct. omkring centralkurs på LTL 3,4528 pr. euro. Litauen fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Ungarn	Inflationsmål og valutakursordning	Forint	Valutakursmål: Tilknytning til euro med kurs på HUF 282,36 pr. euro og udsvingsbånd på $\pm$ 15 pct. Inflationsmål: 3,5 pct. ( $\pm$ 1 procentpoint) ultimo 2004, 4 pct. ( $\pm$ 1 procentpoint) ultimo 2005 og 3,5 pct. ( $\pm$ 1 procentpoint) ultimo 2006.
Malta	Valutakursmål	Lire	Tilknytning til valutakurv med euro (70 pct.), britisk pund (20 pct.) og amerikansk dollar (10 pct.). Ingen udsvingsmargin, men en handelsmargin på $\pm$ 0,25 pct. for valutaoperationer.
Polen	Inflationsmål	Zloty	Inflationsmål: 2,5 pct. $\pm$ 1 procentpoint (ændring år/år i CPI) fra og med 2004. Frit flydende valutakurs.
Slovenien	Strategi med to søjler til overvågning af monetære, reale, eksterne og finansielle indikatorer for de makroøkonomiske forhold	Tolar	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm$ 15 pct. omkring centralkurs på SIT 239,640 pr. euro.
Slovakiet	Inflationsmål kombineret med styret flydning <sup>1)</sup>	Koruna	Inflationsmål: På kort sigt 3,5 pct. ( $\pm$ 0,5 procentpoint) ultimo 2005. For perioden 2006-08 under 2,5 pct. ultimo 2006 og under 2 pct. ultimo 2007 og derefter. Valutakursstrategi: Styret flydning.
Sverige	Inflationsmål	Krone	Inflationsmål: Stigning på 2 pct. i CPI med en margin på $\pm$ 1 procentpoint. Frit flydende valutakurs.
Storbritannien	Inflationsmål	Pund	Inflationsmål: 2 pct. målt ved 12-måneders stigningen i CPI <sup>2)</sup> . Ved afvigelser på over 1 procentpoint forventes det, at Bank of Englands direktør skriver et åbent brev til finansministeren. Frit flydende valutakurs.

Kilde: ESCB.

1) Národná banka Slovenskas officielle formulering er "inflationsmål inden for rammerne af ERM2".

2) CPI svarer til HICP.

stigende underskud på betalingsbalancens løbende poster besluttede centralbanken også at øge mindstereservekravet fra 3 pct. til 4 pct. og udvide reservekravsgrundlaget ved at medtage bankpassiver over for udenlandske banker og centralbanker med en løbetid eller et opsigelsesvarsel på op til 2 år. I Malta var den officielle rente uændret på 3 pct. i hele 2004.

Hvad angår EU-lande uden for euroområdet, der benytter sig af inflationsmål, forhøjede Tjekkiet og Polen renten i 2004 med henblik på at dæmpe op for inflationspres og begrænse eventuelle anden runde-effekter af højere inflation. I Tjekkiet blev den officielle rente forhøjet med 50 basispoint til 2,5 pct. – og nedsat til 2,25 pct. i januar 2005 – mens den i Polen blev forhøjet med 125 basispoint til 6,5 pct. I Storbritannien blev repo-renten forhøjet med 100 basispoint til 4,75 pct., hovedsagelig på grund af forværrede udsigter for forbrugerprisinflationen. Ungarn, der benytter et inflationsmål kombineret med en valutakursordning, har derimod nedsat renten med i alt 300 basispoint til 9,5 pct. i 2004 og yderligere til 8,25 pct. i februar 2005. Den gradvise rentesækning i løbet af 2004 modvirkede engangsstigningen på 300 basispoint, som fandt sted i november 2003 efter en pludselig forringelse af investorernes tillid. Rentesækningen var mulig som følge af en mere gunstig risikopfattelse på kort sigt, forbedrede inflationsudsigter og en forholdsvis afdæmpet udvikling i lønvæksten i den private sektor. I Slovakiet kunne nedsættelsen af den officielle rente med i alt 200 basispoint til 4 pct. overvejende tilskrives apprecieringspres på korunaen. I Sverige understøttede et begrænset inflationspres nedsættelse af renten med 75 basispoint til 2 pct.

### DEN FINANSIELLE UDVIKLING

I 2004 var der tale om forskellige tendenser i den lange obligationsrente i EU-landene uden for euroområdet. De lange renter, målt ved den 10-årige statsobligationsrente som benchmark, steg i Cypern, Tjekkiet og Polen, men begyndte at falde igen mod slutningen af 2004. Som følge deraf udvidedes disse landes obligationsrentespænd over for euroområdet. I Ungarn var den lange obligationsrente forholdsvis volatil og vi-

ste en nedadgående tendens i 2. halvår 2004, mens den fortsatte med at falde i Letland, Litauen, Slovenien og Slovakiet i 2004, hvorved spændet over for euroområdet indsnævredes, især for de lande, som deltager i ERM2. I Malta var den lange rente stabil, mens den i Danmark, Sverige og Storbritannien udviklede sig parallelt med renten i euroområdet som indikeret ved stabile obligationsrentespænd.<sup>5</sup>

Aktiemarkederne i EU-landene uden for euroområdet udviklede sig fortsat gunstigt i 2004. Nogle af aktieindeksene, især i de fleste af de nye medlemslande, nåede historisk høje niveauer og viste årlige stigninger på 20-80 pct. Aktiemarkederne i alle de nye medlemslande undtagen Cypern klarede sig betydeligt bedre end euroområdets aktiemarkeder målt ved Dow Jones Euro Stoxx-indekset. Aktiemarkederne i Danmark, Sverige og Storbritannien fulgte stort set udviklingen i Dow Jones Euro Stoxx-indekset, idet Danmark og Sverige lå en smule over og Storbritannien en smule under gennemsnittet for euroområdet.

5 Estland har ikke et udviklet marked for lange obligationer i indenlandsk valuta. En indikator for de lange renter i Estland, som er udviklet i fællesskab af Europa-Kommissionen, ECB og Eesti Pank og er baseret på et vægtet gennemsnit af rentesatser for nye lån i indenlandsk valuta med en løbetid på over 5 år, viser en faldende tendens i 2004.

**Kunstner:**

Isa Dahl

**Titel:**

"eben still", 2004

**Materiale:**

Olie på lærred

**Format:**

Ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**KAPITEL 2**

**CENTRALBANK-  
OPERATIONER  
OG -AKTIVITETER**



# I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

## I.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Eurosystemets vigtigste operationelle opgave er at gennemføre pengepolitikken. Eurosystemets operationelle rammer til dette formål består af: markedsoperationer, stående faciliteter og reservekrav. Alle eurosystemets kreditoperationer skal være dækket af tilstrækkelig sikkerhed stillet af modparterne.<sup>1</sup> I 2004 kom eurosystemet et godt stykke videre mod en samlet liste over sikkerhedsstillelse.

### DE FØRSTE ERFARINGER MED DE NYE OPERATIONELLE RAMMER

De operationelle rammer virkede fortsat godt i 2004, hvilket skabte stabile korte pengemarkedsrenter og sendte klare signaler om pengepolitikens stramhedsgrad. For yderligere at forbedre pengepolitikken gennemførelse blev rammerne ændret på to vigtige områder 9. marts 2004.

- Tidsplanen for reservekravsperioderne ændres, så reservekravsperioden altid begynder på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor den månedlige beslutning om pengepolitikens stramhedsgrad er på dagsordenen. Tidligere løb reservekravsperioden fra den 24. i hver måned til den 23. i den efterfølgende måned, uanset Styrelsesrådets mødekalendar. Som et supplement gennemføres renteændringer vedrørende de stående faciliteter nu normalt på den første dag i den nye reservekravsperiode. Tidligere trådte disse ændringer i kraft dagen efter Styrelsesrådets møde.
- Løbetiden for de primære markedsoperationer afkortes fra to uger til en uge. Sammen med ovennævnte ændringer betyder det, at de primære markedsoperationer, der afvikles i en reservekravsperiode, ikke længere overlapper den efterfølgende reservekravsperiode.

Formålet med ændringerne var at lade reservekravsperioderne følge rentebeslutningscyklussen for at sikre, at ændringer af ECBs officielle renter normalt først træder i kraft ved begyndelsen af den efterfølgende reservekravsperiode. ECB håber derved at undgå forventninger om

ændring af ECBs officielle renter inden for en reservekravsperiode og således at stabilisere markedsdeltagernes budadfærd i den primære markedsoperation. Tidligere kunne sådanne forventninger ind imellem destabilisere modparternes budadfærd i de primære markedsoperationer. Modparternes bud lå især under den mængde likviditet, som ECB havde tænkt sig at tildele, når der var forventninger om rentenedsættelser. Dette kaldes underbud og afspejler modparternes forsøg på at opfylde deres reservekrav med de lavest mulige omkostninger, dvs. efter en eventuel rentenedsættelse.

Endvidere blev kommunikationen med modparterne forbedret. På annonceringsdatoen for de primære markedsoperationer offentliggør ECB stadig prognosen for de autonome likviditetsfaktorer, som ikke kontrolleres direkte af ECBs likviditetsstyring, fx seddelomløb, statslige indskud og nettofordringer på udlandet. ECB er desuden begyndt at offentliggøre en opdateret prognose på tildelingsdagen. ECB offentliggør nu også benchmarkbeløbet på både annoncerings- og tildelingsdagen. Benchmarkbeløbet er det tildelingsbeløb, som sætter hele banksystemet i euroområdet i stand til at opfylde sine reservekrav uden problemer i lyset af eurosystemets komplette likviditetsprognose, dvs. inkl. autonome faktorer og reserveoverskud. Den forbedrede kommunikation gør det helt klart for markedet, hvorvidt ECBs beslutning om tildeling i de primære markedsoperationer sigter efter at afbalancere likviditetsforholdene.

Ændringerne af rammerne blev gennemført uden problemer. Ved at afkorte løbetiden for de primære markedsoperationer fra to uger til en uge og eliminere overlappingen mellem operationerne blev omfanget af den enkelte primære markedsoperation umiddelbart dobbelt så stort. Modparternes budadfærd tilpassede sig hurtigt den kraftige stigning i det gennemsnitlige tildelingsbeløb, selv om det samlede budbeløb i den tredje primære markedsoperation med en løbetid

<sup>1</sup> De operationelle rammer er mere detaljeret beskrevet i ECBs publikation "Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", februar 2005.

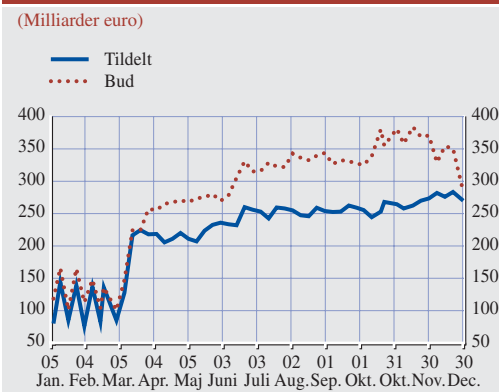
på en uge lå 5 mia. euro under benchmarkbeløbet. Det samlede budbeløb i de primære markedsoperationer steg hurtigt derefter til et niveau over tildelingsbeløbet og nåede i november 2004 et historisk toppunkt på ca. 384 mia. euro (se figur 33). Samlet set har budkvotienten, som er forholdet mellem afgivne og tilgodesete bud, været robust og har ligget næsten konstant mellem 1,20 og 1,50 siden marts 2004. Den gnidningsløse tilpasning af markedsdeltagernes budbeløb tyder også på, at kreditinstitutterne forvaltede den større omsætning af sikkerhed foranlediget af de primære markedsoperationers kortere løbetid fornuftigt.

Siden ændringerne af rammerne trådte i kraft, er de kortsigtede udsving i tildelingsbeløbet aftaget. Fra juni 2000 til marts 2004 var den gennemsnitlige ugentlige ændring i tildelingen 33 mia. euro, men 7 mia. euro i perioden fra gennemførelsen af ændringerne til december 2004. Faldet skyldes, at de primære markedsoperationers løbetid nu er tilpasset tidshorizonten for den likviditet, som ECB har beregnet til tildelingen. Desuden har reduktionen af tildelingsbeløbets kortsigtede udsving bidraget til at stabilisere kreditinstitutternes bud i de primære markedsoperationer.

Ca. 2.100 kreditinstitutter i euroområdet kan deltage i de primære markedsoperationer. Det gennemsnitlige antal budgivere i de primære markedsoperationer steg fra 266 i 2003 til 339 i 2004 efter en periode med faldende antal siden 1999. I perioden fra marts til december 2004, dvs. efter ændringerne af rammerne, nåede det gennemsnitlige antal budgivere op på 351. Denne stigning skyldes formentlig primært afkortningen af de primære markedsoperationers løbetid fra to uger til en uge, hvorved bankerne nu skal afgive bud hver uge i stedet for hver anden uge for at opfylde deres likviditetsbehov. De nye rammers øgede gennemsigtighed og forenkling har muligvis gjort det nemmere for modparterne at udarbejde deres bud og har derfor også fremmet auktionsdeltagelsen.

Overordnet set faldt Eonias volatilitet i 2004. Standardafvigelsen i spændet mellem Eonia og

**Figur 33. Bud og tildelingsbeløb i de ugentlige primære markedsoperationer i 2004**



minimumsbudrenten i de primære markedsoperationer var 9 basispoint i 2004 i forhold til 16 basispoint i 2003 og 13 basispoint i 2002. Der var dog betydelig volatilitet i spændet efter afviklingen af den sidste primære markedsoperation i visse reservekravsperioder. Det skyldes, at tildelingen i den sidste primære markedsoperation nu normalt finder sted otte dage før slutningen af reservekravsperioden, mens den tidligere fandt sted fra to til otte dage før slutningen af reservekravsperioden. Desto nærmere den underliggende prognose ligger på slutningen af reservekravsperioden, desto mere præcis er den. Ændringerne af rammerne øgede således sandsynligheden for, at der ville opstå en betydelig ubalance i likviditeten efter tildelingen i den sidste primære markedsoperation i en reservekravsperiode og for, at dag-til-dag renten derved ville afvige fra minimumsbudrenten på et tidligere tidspunkt og i større omfang.

ECBs forbedrede kommunikationspolitik bidrager til en vis grad til at reducere denne risiko, da markedsdeltagerne på denne måde nemmere kan konstatere en given ubalance i likviditeten efter tildelingen i den sidste primære markedsoperation i reservekravsperioden. Især i efteråret 2004 viste visse observationer imidlertid, at kraftig volatilitet i dag-til-dag renten i slutningen af reservekravsperioden kan påvirke pengemarkedets smidige funktion. Da ECB ønsker at skabe neu-

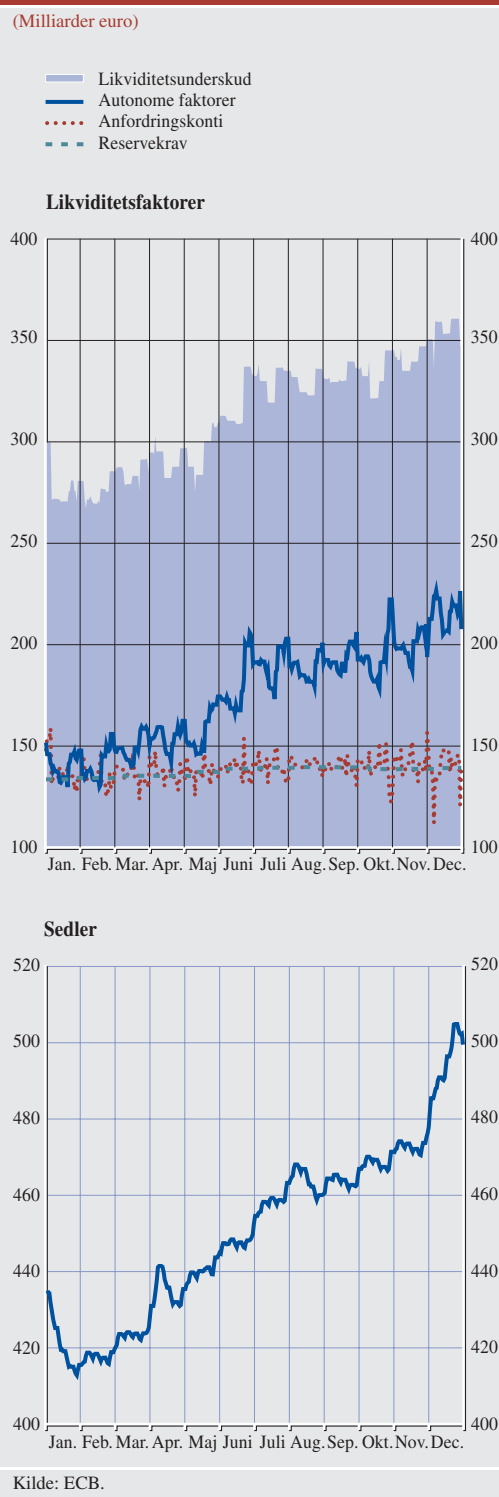
trale likviditetsforhold på dag-til-dag markedet, reagerede den på denne udvikling ved at udføre finjusterende operationer den sidste dag i fem reservekravsperioder for at udligne forventede uønskede ubalancer i likviditeten, som hovedsagelig var forårsaget af ændringer af eurosystemets prognose for de autonome faktorer. To operationer var likviditetsopsugende (11. maj og 7. december 2004) og tre var likviditetstilførende (8. november 2004, 18. januar og 7. februar 2005). Operationerne fik genoprettet neutrale likviditetsforhold ved reservekravsperiodernes udløb.

Ændringerne af de operationelle rammer påvirkede også udførelsen af de langfristede markedsoperationer. Med henblik på mindst mulig forstyrrelse af de langfristede markedsoperationers tidsplan blev den tekniske forbindelse mellem reservekravsperioder og de langfristede markedsoperationers tildelingsdage afskaffet. Fra 26. februar 2004 foregår tildelingen i de langfristede markedsoperationer normalt den sidste onsdag i måneden (i stedet for den første onsdag i reservekravsperioden). I modsætning til de primære markedsoperationer er de langfristede markedsoperationer, som udføres hver måned med en løbetid på normalt tre måneder, ikke udtryk for Styrelsesrådets pengepolitiske signaler. De udføres som auktioner til variabel rente med et tildelingsbeløb annonceret på forhånd. I 2004 tegnede de langfristede markedsoperationer sig i gennemsnit for ca. 23 pct. af den samlede netto-likviditet, der tilvejebringes gennem markedsoperationer. I lyset af forventningerne om et øget likviditetsbehov i euroområdet banksektor blev tildelingsbeløbet i de langfristede markedsoperationer forhøjet fra 20 mia. euro til 25 mia. euro i januar 2004 og fra 25 mia. euro til 30 mia. euro i januar 2005.

#### UDVIKLINGEN I LIKVIDITETSBEHOV

Som forberedelse til de ugentlige auktioner overvåger ECB dagligt likviditetsbehovet i euroområdet banksektor. Likviditetsbehovet defineres som summen af bankernes reservekrav, reserveoverskuddet (kreditinstitutternes midler, der overstiger reservekravene) og nettoforøgelsen af autonome faktorer. Det daglige likviditetsbehov

**Figur 34. Likviditetsfaktorer og udviklingen i eurosedler i euroområdet i 2004**



i euroområdet banksektor var i gennemsnit 311,8 mia. euro i 2004, hvilket er en stigning på 30 pct. i forhold til 2003, hvor gennemsnittet var 241,5 mia. euro (se øverste del i figur 34).

I løbet af 2004 var der fortsat en kraftig nettoforøgelse af de autonome faktorer, som i gennemsnit udgjorde 174,2 mia. euro i forhold til 109,3 mia. euro i 2003. Denne store stigning kunne næsten udelukkende tilskrives den fortsatte kraftige vækst i eurosedler, som steg med næsten 15 pct. årligt i 2004, hvorved den nåede et historisk højt niveau på 505 mia. euro 24. december 2004 (se nederste del i figur 34).

Reservekravene, som eurosystemet pålægger kreditinstitutterne i euroområdet, beregnes ved at anvende reservekravkoefficienten på 2 pct. på kreditinstitutternes reservekravsgrundlag. I 2004 udgjorde reservekravene 44 pct. af det samlede likviditetsbehov i euroområdet banksektor. Det gennemsnitlige samlede reservekrav for euroområdet kreditinstitutter steg fra 130,9 mia. euro i 2003 til 136,5 mia. euro i 2004 i overensstemmelse med udvidelsen af reservekravs-

grundlaget. Kreditinstitutternes gennemsnitlige indskud på anfordringskonti ud over deres gennemsnitlige reservekrav var 0,6 mia. euro i 2004 i forhold til 0,7 mia. euro i 2003.

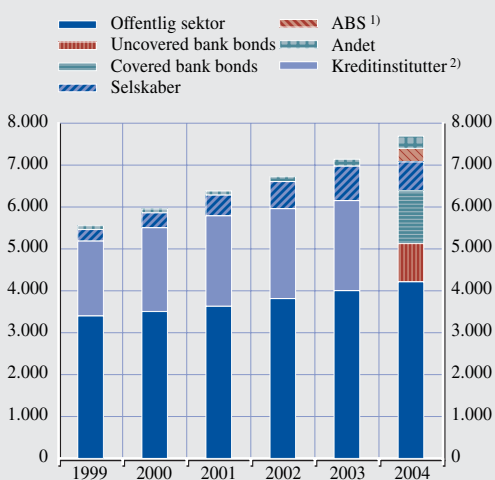
### BELÅNBARE AKTIVER I PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Alle eurosystemets kreditoperationer skal være dækket af tilstrækkelig sikkerhed for at beskytte eurosystemet mod tab. En lang række aktiver kan anvendes til sikkerhedsstillelse. Størsteparten består af omsættelige gældsinstrumenter, der opfylder kriterierne for belånbarhed i euroområdet og kaldes liste 1-papirer. Liste 2-papirer består af yderligere omsættelige og ikke-omsættelige aktiver, som haft særlig stor betydning for de nationale finansielle markeder og banksektorer.

Gennemsnitsværdien af de omsættelige belånbare aktiver til sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer var 7,7 billioner euro i 2004 i forhold til 7,1 billioner euro i 2003 (se figur 35). Hovedparten af de omsættelige aktiver var værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (54 pct.) eller covered bonds (dvs. værdipapirer

**Figur 35. Omsættelige belånbare aktiver til sikkerhedsstillelse**

(Udestående nominelt beløb; milliarder euro)

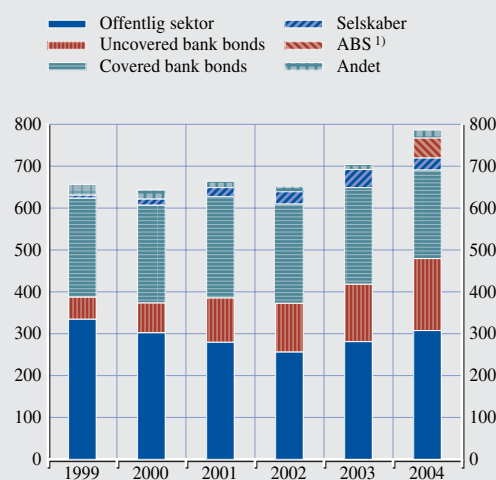


Kilde: ECB.

- 1) Separate observationer for asset-backed securities foreligger kun fra 2004. De blev tidligere indberettet under selskaber.
- 2) Denne kategori omfatter covered og uncovered bonds udstedt af kreditinstitutter.

**Figur 36. Brug af omsættelige aktiver til sikkerhedsstillelse**

(Udestående nominelt beløb; milliarder euro)



Kilde: ECB.

- 1) Separate observationer for asset-backed securities foreligger kun fra 2004. De blev tidligere indberettet under selskaber.

af Pfandbrief-typen) og uncovered bonds udstedt af kreditinstitutter (28 pct.). Endvidere var der en kraftig vækst i asset-backed securities, som udgjorde 5 pct. af de udestående omsættelige aktiver til sikkerhedsstillelse ultimo 2004. Gennemsnitsværdien af omsættelige aktiver, som modparterne anvender til sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer, var 787 mia. euro i 2004 i forhold til 704 mia. euro i 2003 (se figur 36). I betragtning af det samlede belånbare beløb blev gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor og erhvervsobligationer brugt forholdsmæssigt lidt til sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer. Omvendt blev kreditinstitutternes udstedelser og asset-backed securities brugt forholdsvis meget. Afsnit 2 i dette kapitel indeholder oplysninger om den grænseoverskridende brug af belånbare aktiver.

### SKRIDT HEN IMOD EN SAMLET LISTE OVER SIKKERHEDSSTILLELSE

Eurosystemets nuværende system med to lister over aktiver til sikkerhedsstillelse har medvirket til, at de operationelle rammer har fungeret problemfrit i de første år. På baggrund af den tiltagende finansielle integration i euroområdet kan den uensartethed, der kendetegner liste 2-papirerne i de forskellige NCBER i euroområdet, imidlertid udgøre en risiko for, at modparterne ikke behandles lige, og kan gøre rammerne for sikkerhedsstillelse mindre gennemsigtige. Efter spørgslen efter sikkerhed er desuden stigende, ikke mindst på grund af banksektorens voksende likviditetsunderskud i løbet af 2004. På de private interbankmarkeder har den stigende tendens i lån med sikkerhed også øget modparternes behov for sikkerhed.

For at imødegå denne udvikling besluttede eurosystemet sig for at indføre en samlet liste over belånbare aktiver til sikkerhedsstillelse i alle eurosystemets kreditoperationer, idet det ville tage højde for svarene i forbindelse med en offentlig høring. Den samlede liste indføres gradvist for til sidst at erstatte det nuværende system med to lister. Det første skridt hen imod den samlede liste træder i kraft 30. maj 2005 og består af tre elementer:

- Optagelse på liste 1 af nye instrumenter, der ikke tidligere var belånbare, nemlig eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af enheder i G10-lande uden for EØS (USA, Canada, Japan og Schweiz).
- Gældsinstrumenter, som kun er noteret eller handlet på ikke-regulerede markeder, er stadig eller vil blive belånbare, hvis eurosystemet vurderer det respektive ikke-regulerede marked positivt ud fra tre standarder, nemlig sikkerhed, gennemsigthed og tilgængelighed. Disse standarder er indført for at udvide antallet af godkendte markeder og samtidig sikre en problemfri og effektiv vurdering af eurosystemets sikkerhed.
- Et begrænset antal omsættelige gældsinstrumenter mister deres status som belånbare aktiver og udfases efterhånden. Desuden omfatter liste 2 ikke længere aktier.

Som andet skridt hen imod en samlet liste har Styrelsesrådet i princippet godkendt, at banklån fra alle eurolande og ikke-omsættelige gældsinstrumenter med pant i fast ejendom, der for tiden kun omfatter irske egenveksler med pant i fast ejendom, medtages på den samlede liste. Hovedårsagen til at godkende banklån er, at euroområdets finansielle system i høj grad stadig afhænger af bankformidling, hvor banklån er den vigtigste aktivklasse i bankernes balancer, selv om kapitalmarkederne spiller en stadig større rolle. Ved at godkende banklån som sikkerhed bekræfter eurosystemet på ny sin præference for, at modparterne har bred adgang til pengepolitiske operationer og intradag kreditoperationer.

### RISIKOSTYRING

Risikostyring i forbindelse med eurosystemets pengepolitiske operationer eller betalingssystemernes kreditoperationer fokuserer primært på den kreditrisiko, som eurosystemet løber ved at skaffe en modpart centralbankmidler, selv om andre former for risici også tages i betragtning.

I 2004 blev der udført en omfattende analyse af konsekvenserne af banklåns optagelse på den samlede liste over sikkerhedsstillelse. Da udste-



dere af erhvervslån ofte ikke har nogen rating, anvendes et alternativt kreditvurderingsgrundlag for banklån. De NCBER, som allerede har godkendt banklån som liste 2-papirer, har oprettet interne kreditvurderingssystemer, mens der skal oprettes yderligere kreditvurderingsgrundlag for banklån, når banklån optages på den samlede liste for hele eurosystemet. Udviklingen og gennemførelsen af konsekvente og effektive kreditvurderingsrammer for eurosystemet i forbindelse med omsættelige og især ikke-omsættelige aktiver betragtes som en stor udfordring i de kommende år.

## 1.2 VALUTAOPERATIONER

I 2004 udførte ECB ingen interventioner på valutamarkedet af pengepolitiske årsager. ECBs valutatransaktioner var udelukkende forbundet med investeringsaktiviteter. Desuden udførte ECB ingen valutaoperationer i valutaer fra lande uden for euroområdet, som deltager i ERM2.

Den stående aftale mellem ECB og IMF om at gøre det lettere for IMF at iværksætte SDR-transaktioner på ECBs vegne med andre foreskrevne indehavere blev anvendt i fire tilfælde i 2004.

## 1.3 INVESTERINGSAKTIVITETER

### FORVALTNING AF VALUTARESERVER

ECBs valutareserveportefølje består af bidrag fra euroområdets NCBER. Formålet er at finansiere ECBs operationer på valutamarkedet. Især besidder ECB de reserver i eurosystemet, som kan anvendes til direkte og straks at finansiere intervention på valutamarkedet, og ECB kan indkalde yderligere valutaeserver fra euroområdets NCBER, hvis ECB skal genopbygge sin beholdning.

ECBs valutareserveportefølje består hovedsagelig af amerikanske dollar, men omfatter også japanske yen, guld og SDR. I overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 26. september 1999, der blev fornyet 8. marts 2004, blev der ikke foretaget nogen aktiv styring af guldpositionerne i 2004. Værdien af ECBs valutaeserveaktiver faldt fra 38,3 mia. euro netto til 36,3 mia. euro i løbet af 2004, primært fordi den amerikanske dollar deprecierede over for euroen.

Hver NCB i euroområdet forvalter i øjeblikket en del af ECBs dollar- og yenporteføljer. Eurosyste- met reviderede denne struktur i 2004, så den fortsat er effektiv, især med henblik på euroområdets kommende udvidelse. Det nye system, som næsten er færdigt, gennemføres i 2006 og vil medføre specialisering blandt eurosystemets medlemmer, hvad angår valutadenominationer i

de forvaltede porteføljer under behørig hensyntagen til decentraliseringsprincippet.

I løbet af 2004 indledtes arbejdet med at udvide investeringerne med renteswaps, underliggende valutainstrumenter og amerikanske Strips<sup>2</sup>. De kvantitative prognosemodeller for statsobligationsrenter forbedrede endvidere analysen af markedsudviklingen. Endelig starter et pilotprojekt i 2005 for automatisk værdipapirudlån i dollarporteføljen.

### **FORVALTNING AF EGENPORTEFØLJE**

ECBs egenportefølje består af den indbetalte kapital og den almindelige reservefond. Formålet med denne portefølje er at fungere som reservefond til imødegåelse af tab. Forvaltningen heraf skal skabe en indtjening, der er højere end den gennemsnitlige rente for ECBs primære markedsoperationer på langt sigt. I 2004 blev investeringsmulighederne for egenporteføljen udvidet med eurodenominerede fastforrentede værdipapirer udstedt af visse nye medlemslande, visse regionale statsobligationer i euroområdet og flere covered bonds.

I 2004 voksede ECBs egenportefølje med 0,3 mia. euro til 6,2 mia. euro. Især steg den indbetalte kapital med 63,5 mio. euro som følge af EUs udvidelse og ændringer af ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud.

### **RISIKOSTYRING**

Ved forvaltning af investeringsporteføljerne (valutareserver og egenportefølje) udsættes ECB for finansielle risici. For at styre disse risici har ECB nogle rammer, der afspejler dens præferencer i forbindelse med kredit-, likviditets- og markedsrisici. Rammerne er bl.a. gennemført via detaljerede grænser, som bruges til at overvåge og dagligt bekræfte overholdelse. Med henblik på den kommende udvidelse af euroområdet blev der i 2004 arbejdet med at forenkle rammerne for kredit- og markedsrisici.

<sup>2</sup> Strip (Separate Trading of Registered Interest and Principal) er et værdipapir, som er dannet ved en adskillelse af hovedstol og rentebetaling i en amerikansk statsobligation.

## 2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGS-SYSTEMER

Det er eurosystemets lovbestemte opgave at fremme betalingssystemernes smidige funktion. Det vigtigste instrument til at udføre denne opgave – ud over overvågningsfunktionen – er betalings- og værdipapirafviklingsydelser. Således har eurosystemet etableret Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-systemet, kaldet Target, til store betalinger i euro. Target er blevet forbedret i de seneste år, og næste generation af systemet, Target2, er under udarbejdelse. Med hensyn til værdipapirafvikling tilbyder eurosystemet og værdipapirmarkedet forskellige kanaler for at fremme anvendelsen af grænseoverskridende sikkerhed.

### 2.1 TARGET-SYSTEMET

Det nuværende Target-system er "systemernes system" og baseret på de nationale betalingssystemer i de 15 lande, som var medlem af EU, da Target blev indført. Det omfatter desuden ECBs betalingsmekanisme (EPM) og et interlinkingsystem, der giver mulighed for at behandle betalinger mellem de forbundne systemer. I 2004 bidrog Target yderligere til integrationen af europenge-markedet, 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 reeltidsafvikling i centralbankpenge og har en bred markedsdækning, tiltrækker det også en lang række andre betalinger.

Target fungerede smidigt og tilfredsstillende i 2004 og fortsatte med at afvikle stadig flere store betalinger i euro. Det er i overensstemmelse med eurosystemets politiske mål om at fremme afvikling i centralbankpenge som et særligt sikkert betalingsmiddel. I 2004 blev 88 pct. af den samlede omsætning for store betalinger i euro afviklet via Target. Target er tilgængelig for alle kreditoverførsler i euro mellem bankerne i de EU-lande, hvis NCB'er er forbundet direkte eller indirekte med Target. Sådanne betalinger kan afvikles mellem banker inden for et EU-land (indenlandske betalinger) og mellem banker i forskellige EU-lande (grænseoverskridende betalinger). Ifølge den seneste undersøgelse i 2004

havde Target 10.483 deltagere. Det er ca. en tredobling af tallet for 2002, hvilket hovedsagelig afspejler indførelsen af en ny definition af Target-deltagerne. Omkring 48.500 institutter, især deltagernes filialer, kan nås via Target ved hjælp af en identifikationskode (Bank Identifier Code).

### TARGET-OPERATIONER

I 2004 behandlede Target i gennemsnit 267.234 betalinger om dagen til en samlet værdi af 1.714 mia. euro. Det er en stigning på 2 pct. mængdemæssigt og 4 pct. værdimæssigt sammenlignet med 2003.

Af de samlede Target-betalinger i 2004 udgjorde de grænseoverskridende betalinger 33 pct. værdimæssigt og 24 pct. mængdemæssigt i forhold til henholdsvis 33 pct. og 23 pct. i 2003. Interbanktransaktioner udgjorde værdimæssigt 95 pct. og mængdemæssigt 49 pct. af de grænseoverskridende 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 om betalinger fremgår af tabel 12.

Target-systemets samlede tilgængelighed, dvs. deltagernes mulighed for at anvende Target i åbningstiden, uden at der sker fejl, nåede i 2004 op på 99,81 pct. Gennemsnitligt blev 95,87 pct. af de grænseoverskridende betalinger behandlet inden for fem minutter. Yderligere information fremgår af tabel 13.

I 2004 fortsatte de obligatoriske ændringer, som er nødvendige for migrering til det nye kommunikationsnetværk, SWIFTNet FIN. Der var tale om en vellykket migrering af alle dele af Target.

### SYSTEMISK VIGTIGE BETALINGER I TARGET

Som følge af Target-systemets centrale rolle på markedet og dets brede markedsdækning er passende beskyttelse mod en lang række trusler afgørende for systemets pålidelighed og smidige funktion. Det er således essentielt, at systemisk vigtige betalinger – dvs. betalinger der kan medføre systemiske risici, hvis de ikke gennemføres



Tabel 12. Betalinger i Target <sup>1)</sup>			
Mængde	2003	2004	Ændring (i pct.)
<b>Samlet</b>			
I alt	66.608.000	69.213.486	4 pct.
Dagligt gennemsnit	261.208	267.234	2 pct.
<b>Indenlandske betalinger</b>			
I alt	51.354.924	52.368.115	2 pct.
Dagligt gennemsnit	201.392	202.193	0 pct.
<b>Grænseoverskridende betalinger</b>			
I alt	15.253.076	16.845.371	10 pct.
Dagligt gennemsnit	59.816	65.040	9 pct.
Værdi (milliarder euro)	2003	2004	Ændring (i pct.)
<b>Samlet</b>			
I alt	420.749	443.992	6 pct.
Dagligt gennemsnit	1.650	1.714	4 pct.
<b>Indenlandske betalinger</b>			
I alt	283.871	297.856	5 pct.
Dagligt gennemsnit	1.113	1.150	3 pct.
<b>Grænseoverskridende betalinger</b>			
I alt	136.878	146.137	7 pct.
Dagligt gennemsnit	537	564	5 pct.

Kilde: ECB.  
1) 255 åbningssdage i 2003 og 259 åbningssdage i 2004.

Tabel 13. Target-systemets tilgængelighed	
Procent RTGS-system	2004
EPM (ECB)	99,48
ELLIPS (BE)	99,88
KRONOS (DK)	99,85
RTGSplus (DE)	99,37
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,89
TBF (FR)	99,94
IRIS (IE)	99,59
BI-REL (IT)	99,91
LIPS-Gross (LU)	99,97
TOP (NL)	99,98
ARTIS (AT)	99,87
SPGT (PT)	99,86
BOF-RTGS (FI)	99,85
E-RIX (SE)	99,74
CHAPS Euro (UK)	99,95
<b>Samlet tilgængelighed</b>	<b>99,81</b>

Kilde: ECB.

til tiden – afvikles uden forsinkelse, selv under usædvanlige omstændigheder. Eurosystemet har etableret nødprocedurer for at sikre, at sådanne betalinger afvikles på en hensigtsmæssig måde selv i tilfælde af funktionsfejl i Target. I 2004 viste en række afprøvninger blandt centralbanker (og en række banker), at Targets nødprocedurer fungerer effektivt. De bekræftede, at eurosyste- met er i stand til at sikre, at betalingssystemerne og de finansielle markeder fortsat kan fungere smidigt i krisesituationer.

#### TARGET TILGÆNGELIG FOR DE NYE EU-LANDE

I oktober 2002 besluttede Styrelsesrådet, at realtidsbruttoafviklingssystemerne (RTGS-systemerne) for de nye EU-landes centralbanker skal tilsluttes Target efter EU-udvidelsen, hvis de pågældende lande ønsker det. I lyset af det nuværende Target-systems begrænsede resterende levetid og for at spare på omkostningerne udviklede eurosystemet alternativer til fuld integration, som giver de nye EU-lande mulighed for at

forbinde deres RTGS-systemer med det nuværende Target-system. Eksempelvis vil løsningen for SORBNET-EURO, Narodowy Bank Polskis RTGS-system for euro, være en forbindelse via en af NCBerne i euroområdet. Forbindelsen bliver etableret i 2005 via Banca d'Italia.

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

ESCB fortsætter den tætte dialog med brugerne af Target for at sikre, at der tages passende højde for deres behov, og at der efterfølgende gennemføres passende foranstaltninger. Som i de tidligere år blev der i 2004 afholdt regelmæssige møder mellem de 15 NCBer, som er tilsluttet Target, og de nationale Target-brugergrupper. Desuden blev der afholdt fællesmøder mellem ESCBs Target Management Working Group og den europæiske banksektors Target Working Group for at drøfte operationelle aspekter af Target. De strategiske aspekter blev behandlet i Contact Group on Euro Payments Strategy, som består af

repræsentanter fra bankernes og centralbankernes øverste ledelse.

Som operatør af 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

I december 2004 godkendte Styrelsesrådet tilbuddet fra Banca d'Italia, Deutsche Bundesbank og Banque de France om at udvikle en fælles platform for Target2 og udvikle og drive den på vegne af eurosystemet. Denne beslutning vil medføre en grundlæggende ændring af Targets struktur, der i øjeblikket omfatter flere RTGS-systemer, som er forbundet med hinanden, og som vedligeholdes af NCBerne og ECB. Med Target2 får brugerne af Target et højere serviceniveau og mulighed for stordriftsfordele.

Forberedelserne til Target2 vedrørte i 2004 hovedsagelig udviklingen af funktionsspecifikationer i tæt samarbejde med brugerne af Target. De overordnede funktionsspecifikationer (General Functional Specifications) til Target2, som blev godkendt af Styrelsesrådet i juli 2004, er en overordnet beskrivelse af systemets ydelser og funktioner samt it-arkitekturen. Target2 kan tilbyde omfattende likviditetsstyring, som giver kreditinstitutterne bedre mulighed for at styre deres eurolikviditet. En deltager, der bruger forskellige betalings- og værdipapirafviklingssystemer med afvikling i centralbankpenge, har fx mulighed for at afvikle sådanne positioner via en enkelt RTGS-konto i Target2. For kreditinstitutter i euroområdet, som har RTGS-konti hos centralbanker i euroområdet, kan Target2 desuden tilbyde pooling af intradag likviditet. Således kan Target2-deltagere fra euroområdet gruppere deres RTGS-konti hos forskellige centralbanker i euroområdet og samle tilgængelig intradag likviditet til gavn for alle deltagerne i gruppen af konti. Eurosyste-  
met arbejder på at etablere et so-



lidt retsgrundlag til dette formål, som er en forudsætning for at kunne tilbyde denne funktion. Target2 bygger på et avanceret driftskontinuitetskoncept for at kunne klare omfattende regionale krisesituationer.

På grundlag af de overordnede funktionsspecifikationer er eurosystemet i færd med at udarbejde detaljerede funktionsspecifikationer for brugerne (User Detailed Functional Specifications). De beskriver Targets ydelser og funktioner på et detaljeret niveau, hvilket er nødvendigt for at kunne påbegynde arbejdet med den tekniske udvikling og gennemførelse. Ligesom de overordnede funktionsspecifikationer er de detaljerede funktionsspecifikationer for brugerne også blevet drøftet intensivt med brugerne af Target, og de forventes at være færdige i april 2005.

Eurosyste-  
met er også ved at udvikle en prisstruktur for Target2s standardydelse, som vil fjerne de nuværende forskelle i prisfastsættelsen mellem indenlandske og grænseoverskridende transaktioner. Denne ordning omfatter en funktion, som stadig mangler at blive godkendt af Styrelsesrådet, og som vil give deltagerne mulighed for at vælge mellem at betale et transaktionsgebyr eller at betale et lavere transaktionsgebyr plus et fast periodisk gebyr. Target2s prisstruktur vil blive endelig fastlagt i 2005.

Et andet vigtigt arbejdsområde i 2004 var udvikling af en governance-struktur for Target2 og på baggrund heraf etablering af en effektiv projektororganisation for de næste projektfaser (udvikling, test og migrering). Styrelsesrådet godkendte de interne regler for den fælles ledelse af Target2. De definerer rolle- og ansvarsfordelingen i Target2 mellem henholdsvis Styrelsesrådet, gruppen af centralbanker i euroområdet og de tre NCB'er, der udvikler og driver systemet. Den valgte governance-struktur og projektororganisation vil sikre dels en effektiv planlægning af udviklingsarbejdet i projektfasen, dels at centralbankerne i euroområdet fortsat involveres i passende omfang og får mulighed for at kontrollere processen efter lanceringen af Target2.

Udviklingen af software og etableringen af it-infrastrukturen i Target2 skal gennemføres i 2005. De første testaktiviteter i centralbankerne er planlagt til begyndelsen af 2006. Target-brugerne skal migrere til Target2 i flere hold på forskellige forud fastsatte datoer. Hvert hold kommer til at bestå af en gruppe af nationale banksektorer, og migreringsprocessen kommer til at vare flere måneder, hvor nuværende Target-komponenter og det nye system eksisterer side om side. En sådan gradvis migrering skal planlægges, så projektrisikoen mindskes. Det er i denne forbindelse også meget vigtigt at minimere de potentielle overgangsproblemer og omkostningerne for centralbankerne og Target-brugerne. Det er planen, at den første gruppe af lande skal migrere til Target2 den 2. januar 2007. Eurosystemet vil fortsætte det tætte samarbejde med Target-brugerne i alle projektets faser og vil regelmæssigt orientere offentligheden om fremskridtene.

### 2.3 GRÆNSEOVERSKRIDENDE SIKKERHED

Belånbare aktiver kan bruges som grænseoverskridende sikkerhed for alle kreditoperationer i eurosystemet ved hjælp af korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) eller via godkendte links mellem værdipapirafviklingssystemer i EU. CCBM udbydes af eurosystemet, mens de godkendte links er en markedsbaseret løsning.

Værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i eurosystemet steg fra 305 mia. euro i december 2003 til 370 mia. euro i december 2004. Samlet set udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ved udgangen af 2004 43,89 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosystemet. Disse tal bekræfter tidligere års tendens til en stigende integration på de finansielle markeder i euroområdet og en større tilbøjelighed blandt modparterne til at have aktiver udstedt i andre eurolande i deres porteføljer.

#### KORRESPONDENTCENTRALBANKMODELLEN

CCBM var fortsat den vigtigste kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed og tegnede sig for 35,37 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosystemet i 2004. Aktiver forvaltet via CCBM steg fra 259 mia. euro ultimo 2003 til 298 mia. euro ultimo 2004.

Som følge af forbedringer i 2003 havde NCB'erne allerede i begyndelsen af 2004 opfyldt målet om at udføre deres interne CCBM-procedurer inden for 1 time, forudsat at modparterne (og deres depotbanker) afsender deres instrukser korrekt. Eurosystemet undersøger mulighederne for yderligere forbedringer og alternativer for at gøre anvendelsen af grænseoverskridende sikkerhed mere effektiv og sikker.

Depotbanker spiller ofte en vigtig rolle i CCBM's behandlingsproces ved at overføre sikkerheden på modpartens vegne. I januar 2004 blev der gennemført en "bedste praksis" for depotbanker, som er involveret i CCBM-transaktioner. Denne bedste praksis er udarbejdet af de store europæiske sammenslutninger af kreditinstitutter og har til formål at optimere CCBM's effektivitet. Markedsdeltagernes bestræbelser på at gennemføre denne bedste praksis har også bidraget til at NCB'erne nu kan udføre deres interne CCBM-procedurer inden for en time. Overskridelse af denne benchmark-frist på en time kan dog accepteres under visse omstændigheder, fx på tidspunkter med spidsbelastning.

## **GODKENDE LINKS MELLEM VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER**

Værdipapirafviklingssystemer kan forbindes ved hjælp af kontraktbaserede eller operationelle aftaler med henblik på grænseoverskridende overførsel af aktiver mellem systemerne. Når værdipapirerne er overført via sådanne links til andre værdipapirafviklingssystemer, kan de anvendes efter lokale procedurer nøjagtig som indenlandsk sikkerhed. I øjeblikket har modparterne adgang til 59 links, hvoraf kun et begrænset antal anvendes aktivt til overførsler i forbindelse med eurosystemets kreditoperationer. Desuden dækker disse links kun dele af euroområdet. Links er godkendt til eurosystemets kreditoperationer, hvis de lever op til eurosystemets ni brugerstandarder<sup>3</sup>, som vedrører kravene til centralbankernes afvikling af deres operationer i værdipapirafviklingssystemerne. Eurosystemet vurderer nye links eller forbedringer af godkendte links i forhold til disse standarder. I 2004 blev tre nuværende godkendte links forbedret, og alle fik en positiv vurdering.

Sikkerhed forvaltet via links steg fra 46 mia. euro i december 2003 til 72 mia. euro i december 2004, men udgjorde kun 8,5 pct. af den samlede grænseoverskridende og indenlandske sikkerhedsstillelse i eurosystemet.

<sup>3</sup> "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januar 1998.

## 3 SEDLER OG MØNTER

### 3.1 SEDLER OG MØNTER I CIRKULATION

#### EFTERSPØRGSSEL EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

Efter en årlig vækst på 22 pct. i 2003 steg værdien af cirkulerende eurosedler med 15,0 pct. i 2004 fra 436,1 mia. euro til 501,3 mia. euro. Antallet af cirkulerende eurosedler steg med 6,8 pct. (i forhold til 10,1 pct. i 2003) fra 9,0 mia. til 9,7 mia. Figur 37 viser udviklingen i værdien af cirkulerende nationale sedler og eurosedler i perioden 2000-04, mens figur 38 viser udviklingen i antallet af cirkulerende eurosedler siden sedlernes indførelse.

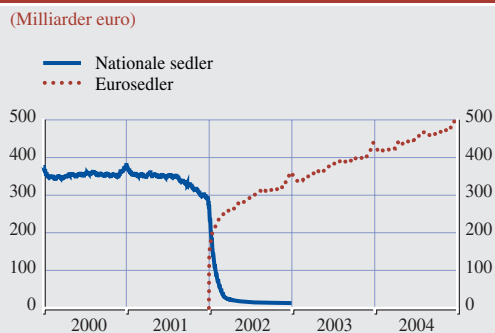
Værdien af sedler i omløb er steget kraftigere end antallet lige siden euroens indførelse, hvilket afspejler den særligt stærke vækst i antallet af cirkulerende sedler med høj pålydende værdi. Figur 39 viser udviklingen i cirkulerende eurosedler efter seddelværdi i perioden 2002-04. I 2004 tegnede 500-eurosedlen sig for den kraftigste efterspørgselsvækst, nemlig 28,4 pct. Der var også meget kraftig efterspørgsel efter 50- og 100-eurosedlen, som steg med henholdsvis 12,4 pct. og 13,5 pct.

Den samlede vækst i antallet af cirkulerende 5-, 10-, 20- og 200-eurosedler har været meget moderat siden sedlernes indførelse i 2002, men udviklingen kan være forskellig fra land til land. Kun i forbindelse med sæsonmæssige toppunkter

har der været en kraftig stigning i efterspørgslen efter 10- og 20-eurosedler, dvs. de seddelværdier, som hovedsagelig anvendes til kontanttransaktioner i hverdagen. 50-eurosedlen viste både forholdsvis kraftig vækst og sæsonudsving. Cirkulerende 5- og 100-eurosedler har derimod kun vist moderate sæsonudsving, mens cirkulerende 200- og 500-eurosedler ikke viste noget sæsonmønster. Det står klart, at alene efterspørgslen med henblik på transaktioner inden for euroområdet ikke kan forklare den vedvarende stigende tendens i efterspørgslen efter disse seddelværdier, men at andre faktorer også må spille en rolle. En af disse faktorer er tilsyneladende den stigende internationale efterspørgsel efter eurosedler. Nyere analyser tyder på, at omkring 10-15 pct. af de cirkulerende sedler holdes uden for euroområdet. En anden faktor er offentlighedens hamstring, især på grund af de lave renter.

I 2004 steg værdien af cirkulerende euromønter (dsv. nettocirkulation ekskl. NCBernes beholdninger) med 9,1 pct. fra 14,1 mia. euro til 15,3 mia. euro. Det samlede antal cirkulerende euromønter voksede med 14,8 pct. til 56,2 mia. Antallet af cirkulerende euromønter er steget jævnt siden begyndelsen af 2003, hvor mængden igen nåede det oprindelige niveau på 40,4 mia., som blev udstedt i forbindelse med euroens indførelse.

Figur 37. Samlet værdi af sedler i cirkulation mellem 2000 og 2004



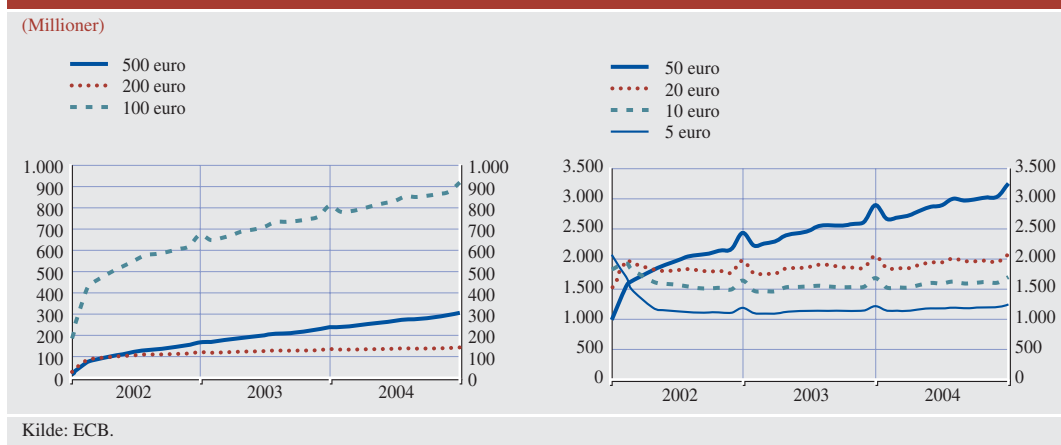
Kilde: ECB.

Figur 38. Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2004



Kilde: ECB.

Figur 39. Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2004



### EUROSYSTEMETS HÅNDTERING AF EUROSEDLER

Indskud og hævning af eurosedler har ligget ret stabilt for alle euroområdet NCB'er siden 2. kvartal 2002. Udsving i de månedlige indskud og hævnings afspejler overvejende de sædvanlige sæsonudsving i efterspørgslen efter sedler.

Euroområdet NCB'er behandlede i alt 29,4 mia. eurosedler i 2004, hvilket svarede til tallet for 2003. Mellem januar og december 2004 blev der udstedt i alt 30,4 mia. sedler, og 29,7 mia. blev returneret til NCB'erne. Returfrekvensen for eurosedler, målt som forholdet mellem sedler i NCB'ernes besiddelse og cirkulerende sedler, har været forholdsvis stabil siden 2002 og var i 2004 ca. 3,4 gange om året. 3,8 mia. uegnede sedler blev destrueret i 2004.

### 3.2 FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

#### FALSKTE EUROSEDLER

Efter at være steget støt i 2002 og størstedelen af 2003 er antallet af falske eurosedler nu forholdsvis stabilt. Fra 4. kvartal 2003 til slutningen af 2004 er der gennemsnitligt fundet 50.000 forfalskninger hver måned, med sæsonudsving svarende til de ægte eurosedlers, fx i ferieperioder. I alt modtog de nationale analysecentre (NAC)<sup>4</sup> 594.000 falske eurosedler i 2004, dvs. en stig-

ning på 7,8 pct. i forhold til 2003. Denne stigning er betydeligt mindre end året før. Figur 40 viser tendensen i fundne falske sedler baseret på halv-årslige tal siden eurosedlernes indførelse.

Tabel 14 viser, at 50-eurosedlen er falskmøntnerens hovedmål, men der har også i årets løb været tegn på, at 100-, 200- og 500-eurosedlen i stigende grad er mål for organiseret kriminalitet. Der er fremstillet en lille mængde forfalskede sedler med disse høje pålydende værdier, som er bedre end gennemsnittet.

Alt i alt er det tydeligt, at antallet af forfalskninger (594.000 i 2004) er lavt i forhold til det gennemsnitlige antal ægte sedler i cirkulation (8,9 mia. i 2004). Offentligheden kan fortsat trygt

Tabel 14. Fordeling af falske sedler efter seddelværdi

	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Procent	1	5	24	48
	100 euro	200 euro	500 euro	I alt
Procent	17	4	1	100

Kilde: Eurosystemet.

<sup>4</sup> De centre i de enkelte EU-lande, som udfører en foreløbig analyse af de falske eurosedler på nationalt plan.

stole på euroens sikkerhed. Den er stadig en godt beskyttet valuta, både i kraft af de avancerede sikkerhedselementer og de effektive europæiske og nationale retshåndhævende myndigheder. Offentligheden skal dog fortsat være på vagt. "Føl-se-vip"-metoden er stadig tilstrækkelig til at afsløre næsten alle forfalskninger.

### BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

Foruden samarbejdet med NCBerne, Europol og Europa-Kommissionen (især Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig, OLAF) indgik ECB i 2004 en aftale med Interpol om beskyttelse af euroen og bekæmpelse af forfalskning. Der blev endvidere indgået samarbejdsaftaler med centralbankerne i to af EUs nabolande (Ukraine og Bulgarien), og der er planer om tilsvarende aftaler med andre lande i fremtiden. Eurosystemet har deltaget aktivt i uddannelsen af kasserere både i og uden for EU i at genkende og håndtere falske eurosedler. Desuden har ECBs Center for Analyse af Falske Sedler og de nationale analysecentre samarbejdet med politiet om at bekæmpe forfalskning, og teknikere fra de nationale analysecentre har efter anmodning ydet ekspertrådgivning og udarbejdet tekniske rapporter til de juridiske myndigheder.

ECBs internationale center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre) evaluerer fortsat nyt reproduktionsudstyr og systemer til bekæmpelse af forfalskning og støtter centralbankernes center for



bekæmpelse af forfalskning (Central Bank Counterfeit Deterrence Group), som er et fælles initiativ iværksat af 27 centralbanker verden over.

### 3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

#### EUROSYSTEMETS ROLLE I HÅNDBLINGEN AF KONTANTER

I december 2004 vedtog Styrelsesrådet en række fælles principper og mål for eurosystemets rolle og ansvar i forbindelse med håndteringen af kontanter. Definitionen af eurosystemets rolle og ansvar skal bidrage til etableringen af det fælles eurobetalingsområde (se afsnit 3 i kapitel 3). Den danner også en pålidelig ramme for eurosystemets partnere i forbindelse med håndtering af kontanter (dvs. banksektoren og pengetransportfirmaer). I overensstemmelse med princippet om decentralisering afstod Styrelsesrådet fra at etablere et fuldt harmoniseret system for kontant-håndteringsydelser i euroområdet. Der er behov for en vis harmonisering og standardisering un-

Figur 40. Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2004



der ECBs ledelse, men NCBerne er ansvarlige for gennemførelsen på nationalt plan under hensyntagen til de respektive nationale økonomiske forhold og bankstrukturer, det eksisterende NCB-filialnet og den relative andel af kontantbetalinger og/eller langfristede aftaler.

### ECBs RAMMER FOR AFLØRING AF FORFALSKNINGER OG KVALITETSSORTERING

Efter høring af bank- og pengetransportsektoren vedtog ECB i december 2004 rammer for kreditinstitutternes og andre kontanthåndterende virksomheders afsløring af falske sedler og kvalitets-sortering af sedler (fitness sorting). Hovedmålsætningen for disse rammer er at gennemføre en fælles politik for kreditinstitutters og andre kontanthåndterende virksomheders håndtering og behandling af pengesedler samt hjælpe dem med at opfylde deres forpligtelser ifølge artikel 6 i Rådets forordning (EF) nr. 1338/2001 om afsløring og tilbagebetaling af falske eurosedler. NCBerne skal have gennemført disse rammer i deres jurisdiktion senest ved udgangen af 2006. Der vil være en 2-årig overgangsperiode, som slutter ved udgangen af 2007, for kreditinstitutternes og andre kontanthåndterende virksomheders tilpasning af procedurer og eksisterende maskiner i drift.

### PRODUKTION AF EUROSEDLER

I 2004 blev der i alt fremstillet 1,6 mia. eurosedler i forhold til 3,1 mia. i 2003. Det betydelige fald i produktionsbehovet i 2004 kunne hovedsagelig tilskrives et lavere faktisk udskiftningsbehov end forventet i 2003.

Siden 2002 har fremstillingen af eurosedler været underlagt NCBerne i overensstemmelse med et decentralt puljesystem. Det betyder, at hver NCB i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af den samlede produktion af et begrænset antal seddelværdier. Tabel 15 viser en oversigt over produktionsfordelingen i 2004.

Den fremtidige produktion af eurosedler vil ske i henhold til retningslinje ECB/2004/18, som blev vedtaget af Styrelsesrådet i september 2004. Retningslinjen fastlægger en fælles udbudsprocedure for eurosystemet vedrørende fremstilling af

**Tabel 15. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2004**

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	NCBer, der iværksætter produktion
5 euro	-	-
10 euro	378	DE, FR, GR, IE, AT
20 euro	290	FR, PT
50 euro	683	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	124	IT, FI
200 euro	-	-
500 euro	124	DE, LU
I alt	1,599	

Kilde: ECB.

eurosedler, som skal anvendes senest fra 1. januar 2012. Procedurens ikrafttræden efterfølger en overgangsperiode, der giver NCBerne og trykkerierne mulighed for at forberede sig til den nye procedure. Overgangsperioden starter tidligst 1. januar 2008, men den nøjagtige startdato – der bestemmes af Styrelsesrådet – afhænger af, hvornår der opnås en kritisk masse, både hvad angår antallet af NCBer, som tilslutter sig eurosystemets fælles udbudsprocedure, og den samlede mængde pengesedler, som skal gives i udbud.

Retningslinjen er udarbejdet ifølge princippet om en åben markedsøkonomi med fri konkurrence, som fremmer en effektiv resurseallokering, og er i overensstemmelse med EUs konkurrencelovgivning. Procedurens mål er således at sikre ligebehandling af alle trykkerier, der ønsker at deltage i eurosystemets fælles udbudsprocedure samt at garantere gennemsigtighed og fortsat sikker produktion af eurosedler. Udbudsreglerne i retningslinjen vil gælde eurosystemets samlede seddelbehov. NCBer, der har deres eget interne seddeltrykkeri eller anvender et offentligt trykkeri, kan vælge ikke at deltage i eurosystemets fælles udbudsprocedure og fremstiller i så fald fortsat de eurosedler, som er tildelt dem, i disse trykkerier.

### MEGET SMÅ SEDDELVÆRDIER

Som reaktion på forslag fra forskellige kilder har eurosystemet undersøgt de potentielle fordele og ulemper ved at indføre meget små seddelværdier,



dvs. 1-eurosedler og/eller 2-eurosedler. Efter nøje overvejelse besluttede Styrelsesrådet i november 2004 ikke at ændre sin beslutning fra 1998 om eurosedlernes pålydende værdi og dermed ikke at udstede 1- eller 2-eurosedler. Efter at have vurderet alle de argumenter, som var blevet fremsat i debatten, konkluderede Styrelsesrådet, at ulemperne ved at indføre meget små seddelværdier var større end fordelene. Beslutningen var især baseret på den utilstrækkelige efterspørgsel efter meget små seddelværdier blandt størstedelen af euroområdet borgere, den faldende effektivitet, som indførelsen ville medføre for de fleste berørte tredjeparter – fx detailsektoren og salgsautomatfirmaerne – og de øgede tryknings- og behandlingsomkostninger.

## 4 STATISTIK

Med hjælp fra NCBERne indsamler ECB en lang række statistiske oplysninger, som gør det muligt for ECB at udføre sine opgaver. De nødvendige statistiske oplysninger indsamles enten fra de kompetente nationale myndigheder eller direkte fra de økonomiske aktører. Som i tidligere år forløb det statistiske arbejde problemfrit i 2004, mens der blev arbejdet videre med at forbedre de statistiske rammer, og ny statistik blev færdiggjort i overensstemmelse med ECBs mellemfristede strategi for det statistiske arbejde. ECB afholdt desuden sin anden konference om statistik, denne gang med fokus på anvendelsen af statistik til pengepolitiske og økonomisk-politiske beslutninger.

Der er stadig visse udestående spørgsmål, især oplysningernes pålidelighed inden for statistik om de offentlige finanser, som spiller en afgørende rolle i forbindelse med gennemførelsen af stabilitets- og vækstpagten og budgetovervågningens troværdighed. Europa-Kommissionen (Eurostat), med hjælp fra de nationale statistikbureauer og NCBERne, hvor det er relevant, er ansvarlig for at levere disse statistiske oplysninger. ECB benytter intensivt generelle økonomiske statistikker, som hovedsagelig indsamles og udarbejdes af Eurostat. Tilvejebringelsen af disse statistikker for euroområdet er blevet yderligere forbedret på visse områder, fx de kvartalsvise BNP-tals aktualitet, kvaliteten af det foreløbige HICP-skøn og tilgængeligheden af kortsigtede konjunkturbarometre. Med udgangspunkt i udviklingen i de seneste år offentliggjorde ECB i december 2004 sin gennemgang af kravene inden for generel økonomisk statistik.

### 4.1 YDERLIGERE FORBEDRINGER AF DE STATISTISKE RAMMER FOR EUROOMRÅDET

Selv om der indtil videre er gjort betydelige fremskridt inden for de statistiske rammer, og selv om statistikkerne for euroområdet generelt er af god kvalitet, er der stadig behov for yderligere forbedringer af de overordnede statistiske rammer for euroområdet. Der skal tages højde for den løbende økonomiske udvikling på en fremadrettet måde, og der skal om muligt sættes



ind på de områder, hvor brugere såvel inden som uden for ECB har påpeget, at statistikken er utilstrækkelig. I 2004 begyndte ECB arbejdet med yderligere forbedring af de overordnede rammer. Resultaterne forventes at foreligge på mellem- og langt sigt i betragtning af den lange forberedelsestid for statistikprojekter.

Udformning og udarbejdelse af et system for kvartalsvise nationalregnskaber på sektorbasis er et vigtigt element i de statistiske rammer for euroområdet. Eurosystemet deltager i dette arbejde sammen med Eurostat og de nationale statistikbureauer. Nationalregnskabssystemet kommer til at dække husholdninger, ikke-finansielle selskaber, finansielle selskaber, offentlig forvaltning og service samt resten af verden. Statistikken vil afdække forholdet mellem disse forskellige sektorer og mellem finansielle og ikke-finansielle transaktioner i økonomien. En tilstrækkelig lang tidsserie for sådanne sektor-konti, som offentliggøres hurtigt efter referenceperioden, gør det muligt at spore pengepolitiske impulser fra den finansielle sektor til de ikke-finansielle sektorer i euroområdet, og giver et bedre grundlag for en analyse af virkningen af økonomiske stød i euroområdet. En sådan tidsserie giver også mulighed for at udføre en lang række andre analyser. De kvartalsvise nationalregnskaber på sektorbasis omfatter også forskellige nøgleindikatorer, der er afgørende for konjunkturanalysen.

Indarbejdelsen af den internationale regnskabsstandard IAS 39 om finansielle instrumenter i EU-lovgivningen, hvorved alle børsnoterede virksomheder pr. 1. januar 2005 skal benytte denne standard, har krævet ændring af forordningen om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (ECB/2001/13) for at bevare den monetære statistiks konceptuelle grundlag. Ændringsforordningen (ECB/2004/21), der trådte i kraft den 1. januar 2005, sikrer, at MFIerne, uanset i hvil-

ken form IAS 39 endeligt vedtages, fortsat kan indberette deres beholdninger af udlån og indlån til nominel værdi, uanset ændringer der efter denne dato måtte blive vedtaget i EUs regnskabslovgivning.

#### 4.2 NYE ELLER FORBEDREDE STATISTIKKER

I 2004 begyndte ECB at offentliggøre nye statistikker, der er relevante for pengepolitikken og andre ESCB-opgaver, den generelle økonomiske politik, markedsdeltagerne og den brede offentlighed.

I foråret 2004 offentliggjorde ECB sammen med Europa-Kommissionen for første gang månedlig statistik over de lange renter i de 10 nye EU-lande. Denne statistik er nødvendig for at kunne vurdere, hvorvidt de nye EU-lande har opnået den høje grad af konvergens, der kræves i forbindelse med indtræden i ØMU. Siden juni 2004 har ECB også offentliggjort den monetære opgørelse af euroområdet betalingsbalance på månedsbasis. Desuden udgav ECB og Eurostat en rapport om udenlandske direkte investeringer, som foreslog forbedrede metoder til udarbejdelse af denne statistik. Der foreligger nu kvartalsvise observationer af de løbende poster på euroområdet betalingsbalance fra 1980. Hvad angår de effektive eurokurser, er handelsvægtene til beregning af indeksene blevet opdateret, den geografiske dækning er udvidet, og nye serier er blevet offentliggjort siden september 2004. Nu offentliggøres statistik over strømme og beholdninger af børsnoterede aktier i euroområdet månedligt. Den nye statistik omfatter bruttoudstødelser, indfrielse og udestående af alle børsnoterede aktier udstedt af resider i euroområdet.

Inden for rammerne af Ecofin-Rådets handlingsplan om ØMU-statistikkrav offentliggjorde ECB i 2004 et omfattende sæt kvartalsvise ikke-finansielle og finansielle konti for den offentlige sektor. Der arbejdes allerede på at integrere disse statistikker i de kvartalsvise nationalregnskaber fordelt på sektorbasis.

I 2004 forbedrede ECB også sine juridiske rammer med henblik på offentliggørelse af ny statistik i fremtiden. ECBs retningslinje og henstilling om statistiske rapporteringskrav inden for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet samt opgørelse af internationale valutareserver blev revideret. I januar 2005 begyndte ECB at offentliggøre udvidet statistik inden for dette område, herunder en geografisk fordeling. Desuden offentliggjorde ECB vejledende noter til MFI-balancestatistikken vedrørende udvidelsen af EU med henblik på en klar og konsekvent forståelse af kravene og standarderne i forordning ECB 2003/10.

I 2004 tog ECB skridt til at forbedre formidlingen og tilgængeligheden af statistikken. Både Månedsoversigtens nye design, som udkom første gang i januar 2004, og ECBs nye websted, der gik i luften i juni 2004, indeholder forbedrede statistikafsnit.

#### 4.3 STATISTIK OVER DE OFFENTLIGE FINANSER

I 2004 gav pålideligheden af statistikken til budgetovervågningen i medfør af traktaten og stabilitets- og vækstpacten anledning til alvorlige bekymringer. ECB erklærede sin fulde støtte til erklæringen om gode standarder i statistikarbejdet, der blev fremsat efter Ecofin-Rådets uformelle møde i Scheveningen 11. september 2004. Disse standarder bør forstærke de nationale statistikbureauers uafhængighed, integritet og ansvarlighed. ECB arbejder tæt sammen med Europa-Kommissionen om dette, navnlig via Udvalget for Penge-, Kreditmarkeds- og Betalingsbalancestatistik (CMFB), som består af højtstående eksperter fra Eurostat, de nationale statistikbureauer, NCBerne og ECB. Gennemførelsen af ECBs retningslinje om statistik over de offentlige finanser, der blev vedtaget af Styrelsesrådet i februar 2005, vil yderligere forbedre aggregaterne for de offentlige finanser i euroområdet. Retningslinjen vil desuden være endnu et skridt mod fastlæggelse af kvalitet af og standarder for et mere komplet datasæt for de offentlige finanser med henblik på budgetovervågningen.

## 5 ØKONOMISK FORSKNING

Målet for ECBs økonomiske forskning er at skabe et stærkt konceptuelt og empirisk grundlag for udarbejdelsen af politikker. Den økonomiske forskning inden for eurosystemet fokuserer på at øge kendskabet til, hvordan euroområdet økonomi fungerer, og at udvikle analyser, modeller og andre værktøjer, som er relevante for ECBs pengepolitik og eurosystemets andre opgaver.

Fem år efter sin etablering anmodede ECB tre uafhængige eksterne eksperter om at vurdere ECBs økonomiske forskningsaktiviteter i forhold til høje akademiske standarder og vurdere, i hvilket omfang ECBs forskning siden 1998 har bidraget til at nå de fastsatte mål. Eksperternes rapport<sup>5</sup>, som findes på ECBs websted, indeholder en positiv overordnet vurdering af ECBs forskning med hensyn til videnskabelig kvalitet og værditilvækst, relevans for pengepolitikens udførelse og for ECBs andre opgaver og funktioner samt indflydelse på den akademiske verden og på andre politikskabende institutioner. I overensstemmelse med deres mandat gav eksperterne også en række forslag til at forbedre forskningsaktiviteterne yderligere. Anbefalingerne omfattede fem områder: Incitament til medarbej-

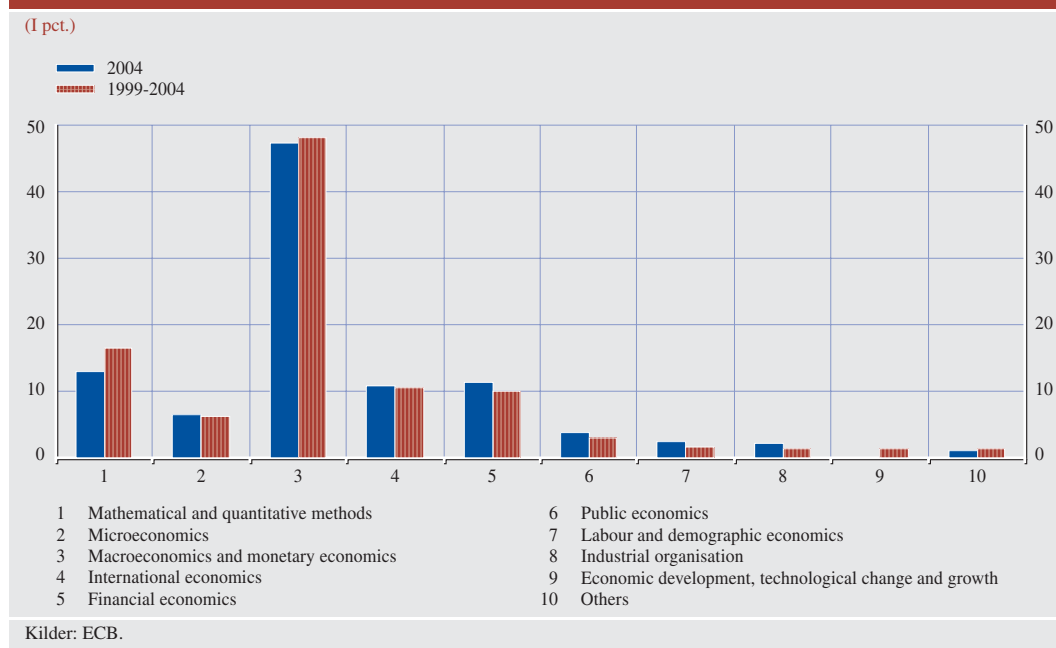
derne til at udføre forskning af høj kvalitet, langsigtet forvaltning af humankapital, dækning og koordinering af forskningsaktiviteter på ECBs forskellige forretningsområder, forskningsstøtte samt kommunikation og formidling af forskning. Mange af forslagene stemte overens med ECBs egen vurdering, og ECB har truffet foranstaltninger til at gennemføre disse forbedringer.

### 5.1 FORSKNINGSPROGRAM

Forskningsprogrammet for 2004 kan deles op i seks hovedområder: Makroøkonomi og monetær økonomi; international makroøkonomi og finansiering; finansiell stabilitet; finansiell integration; makroøkonomiske modeller for euroområdet; samt generelle økonomiske og strukturelle spørgsmål. Der blev også rettet en betydelig indsats mod forskning i udvidelse af euroområdet og de nye EU-landes økonomier. I denne forbindelse blev der udført forberedende arbejde i for-

<sup>5</sup> M. Goodfriend, R. König og R. Repullo, "External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank", 2004.

Figur 41. ECB Working Papers: Klassifikation i henhold til Journal of Economic Literature





bindelse med den senere udvidelse af euroområdet, især med hensyn til analyseværktøjerne til de makroøkonomiske fremskrivninger.

Hovedparten af forskningen udført af eller i samarbejde med ECB blev præsenteret i ECBs arbejdsrapportserie (Working Papers) og i mindre omfang i ECBs lejlighedsvis publikationer (Occasional Papers) samt på forskellige konferencer og workshops. ECB udgav 126 Working Papers i 2004 (i forhold til 97 i 2003). Et betydeligt antal Working Papers udgivet siden seriens start i 1999 er allerede udkommet eller vil udkomme i akademiske tidsskrifter (130) eller bøger (30). På grund af det lange tidsforløb inden offentliggørelsen som følge af peer review-processen forventes denne allerede store andel at stige i 2005. Figur 41 viser ECBs klare fokus på politikrelevant forskning og inddeler ECBs Working Papers efter emne i henhold til Journal of Economic Literatures klassifikation. "Macroeconomics and monetary economics" er det mest udbredte emne efterfulgt af "mathematical and quantitative methods", "financial economics" og "international economics".

I løbet af 2004 arrangerede ECB en række konferencer og workshops, fx ECBs tredje centralbankkonference om "The new EU Member States: convergence and stability" med tre hovedemner: De nye EU-landes økonomiske og strukturelle forvandling, internationale forbindelser samt makroøkonomiske resultater og tilpasning. I samarbejde med BIS og centralbankerne i G10-landene lancerede ECB en ny

publikation, "International Journal of Central Banking" (se kapitel 6).

## 5.2 FORSKNINGSNETVÆRK

ECBs forskning udføres ofte 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 hjælper med koordinerings- og organisationsstøtte til netværkene, enten alene eller i samarbejde med andre institutioner.

Forskningsnetværket Eurosystem Inflation Persistence Network, som består af forskere fra ECB og alle centralbanker i eurosystemet, blev oprettet i 2003 for at analysere inflationsudviklingen i euroområdet og i de nationale økonomier. Analysen omfatter en lang række data, herunder individuelle data og sektordata vedrørende forbruger- og producentpriser, aggregerede inflationsrater og data fra spørgeskemaundersøgelser. Analysens endelige resultater forventes i 2005. I 2004 udførtes en stor del af den empiriske analyse, et udsnit af resultaterne blev offentliggjort i ECBs Working Papers og der blev indhentet feedback fra den akademiske verden. Nogle af resultaterne blev også præsenteret på adskillige internationale workshops og konferencer, herunder en konference i ECB i december 2004 arrangeret af netværket. Input fra disse begivenheder vil blive brugt i analysens afsluttende fase. Netværkets foreløbige resultater tyder på, at priserne på de enkelte forbrugsgoder og tjenesteydelser forholdsvis sjældent ændrer sig i euroområdet, nemlig i gennemsnit en gang om året. Prisændringerne er ofte store og er næsten jævnt fordelt mellem prisstigninger og prisfald. Prisstivheder er mere udbredt i servicesektoren end i varesektoren og er i gennemsnit større i euroområdet end i USA. Endvidere tyder netværkets resultater på, at inflationen kan være vedvarende, afhængig af inflationsregime og det pengepolitiske regime, og at den alt andet lige

normalt er lavere, når forventningerne til prisstabilitet er dybt rodfæstet i økonomien.

Netværket Euro Area Business-Cycle Network, som blev etableret i samarbejde med Centre for Economic Policy Research (CEPR), er et forum for forskning i konjunkturforløbet i euroområdet, som samler forskere fra den akademiske verden, centralbanker og andre politikinstitutioner. I 2004 organiserede netværket det andet uddannelsesforløb om faktormodeller og metoder til analyse af konjunkturforløbet, som blev afholdt af Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique og Bocconi universitet. Der blev også organiseret to workshopper – den ene om konjunkturforløbet i de nye medlemslande og tiltrædelseslandene afholdt af Oesterreichische Nationalbank og den anden om de seneste fremskridt inden for prognosekombination afholdt af Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Siden begyndelsen af 2004 er en væsentlig del af netværkets resultater blevet formidlet gennem en ny serie arbejdspapirer lanceret i samarbejde med CEPR.

Forskningsnetværket The Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe, som blev etableret i 2002 af ECB og Center for Financial Studies (CFS), har til formål at stimulere politikrelevant forskning i integrationen af de finansielle systemer i Europa og deres internationale forbindelser. Netværkets første to arbejdsår blev afsluttet med et symposium i Frankfurt am Main i maj 2004 (se boks 12). ECB og CFS har besluttet at fortsætte netværkets aktiviteter indtil 2007 og har tilføjet tre prioritetsområder: (i) Forholdet mellem finansiell integration og finansiell stabilitet, (ii) EU-tiltrædelse, finansiell udvikling og finansiell integration og (iii) modernisering af det finansielle system og den økonomiske vækst i Europa. Forskningsprogrammet "Lamfalussy Fellowship", som blev oprettet inden for netværkets rammer, blev ligeledes udvidet til disse områder.

### 5.3 MAKROØKONOMETRISKE MODELLER FOR EUROOMRÅDET

En bemærkelsesværdig udvikling inden for makroøkonomiske modeller i 2004 var arbejdet med en ny udgave af ECBs makroøkonomiske model for euroområdet (Area-Wide Model). Modellen revideres i overensstemmelse med den seneste udvikling inden for makroøkonomisk teori og estimationsmetoder. Den nye generation af makroøkonomiske modeller, dvs. dynamiske stokastiske generelle ligevægtsmodeller, er i langt højere grad end tidligere modeller baseret på et mikroøkonomisk grundlag. Med bidraget fra ECBs forskning er modellerne nu så avancerede, at de kan bruges til politikformål.<sup>6</sup> De bliver i stigende grad brugt som standard i forbindelse med politikanalyse og især i centralbankers og politikorganisationers prognosearbejde. For at lette udarbejdelsen af den nye Area-Wide Model har ECB skabt et samarbejdsforum med Federal Reserve Systems Board of Governors og IMF, som begge beskæftiger sig med udarbejdelse og anvendelse af tilsvarende modeller. ECB og Federal Reserve System samarbejder gennem International Research Forum on Monetary Policy, som er et initiativ til fremme af forskning i pengepolitiske spørgsmål, der er relevante set fra et globalt synspunkt. Det forventes, at det tekniske arbejde med Area-Wide Model fortsætter i hele 2005, og at de endelige resultater offentliggøres på en åben konference.

<sup>6</sup> Eurosystemets medarbejdere har ydet vigtige bidrag på dette område. Se F. Smets og R. Wouters, "An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area", ECB Working Paper 171, offentliggjort i Journal of the European Economic Association, 2003, årgang 1, udgave 5, s. 1123-1175. Arbejdet fik tildelt European Economic Associations ansete Hicks-Tinbergen-medalje for fremragende forskning.

## 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 25 NCBer og ECB overholder deres forpligtelser i henhold til traktatens artikel 101 og 102 og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Ved artikel 101 forbydes ECB og 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 ECB overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

ECB overvåger også EU-centralbankernes køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af både den indenlandske offentlige sektor og den offentlige sektor i andre medlemslande. 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.

### 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 myndigheder<sup>7</sup> 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. Alle ECBs udtalelser er tilgængelige på ECBs websted. Fra januar 2005 offentliggøres udtalelser om nationale lovforslag som ho-

vedregel umiddelbart efter deres vedtagelse og efterfølgende fremsendelse til høringsmyndigheden, som det allerede var tilfældet med udtalelser om forslag til EU-retsakter.

I 2004 blev der i alt afholdt 41 høringer, hvoraf 32 blev afholdt af de nationale myndigheder og ni af Rådet for Den Europæiske Union. En liste over de udtalelser, som blev vedtaget i 2004, findes i bilaget til denne Årsberetning. Følgende udtalelser, der blev vedtaget på anmodning af de nationale myndigheder, bør nævnes specifikt:

ECB blev hørt af en række medlemslande, navnlig Ungarn og Italien, vedrørende lovforslag, som efter ECBs mening skulle ændres for at bringe NCBernes statutter i overensstemmelse med traktatens og ESCB-statutens bestemmelser om centralbankuafhængighed, herunder bestemmelserne om personlig uafhængighed for medlemmerne af NCBernes besluttede organer.<sup>8</sup>

ECB blev hørt af Italien, Holland og Slovakiet vedrørende betydelige reformer af lovgivningsrammerne for det finansielle tilsyn. ECB undersøgte lovforslag i Italien og Holland, som var baseret på en tostrengt model for finansielt tilsyn, hvor NCBen er ansvarlig for tilsynet med hele den finansielle sektor, og en national myndighed for det finansielle marked er ansvarlig for tilsyn med markedets adfærd.<sup>9</sup> ECB hilste de foreslåede institutionelle rammer i begge lande velkommen og anførte i sin udtalelse om det hollandske forslag, at fremgangsmåden imødekommer den særlige karakter ved de to mål om finansiell stabilitet og investorbekyttelse, idet den tager højde for en øget systemisk risiko på grund af den tættere forbindelse mellem kreditinstitutter, forsikringsselskaber, investeringsvirksomheder og pensionskasser. ECB fandt, at det slovakiske lovforslag, der udvider NCBens tilsynsmæssige beføjelser ved at gøre den direkte og fuldt an-

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> CON/2004/16; CON/2004/35.

<sup>9</sup> CON/2004/16; CON/2004/21.

svarlig for tilsyn med hele Slovakiets finansielle marked, indebærer en tilsynsstruktur, som – selv om den indtil videre er enestående i EU – er fuldt forenelig med en NCBs ESCB-relaterede opgaver.<sup>10</sup>

2004 udførte ECB ingen forvaltningsopgaver. Der var ingen udestående lån ultimo 2003, og ingen nye tiltag blev iværksat i løbet af 2004.

ECB blev hørt af Belgien vedrørende forslag til en Tobin-skat, der skulle pålægges alle valuta-transaktioner i Belgien, forudsat at andre medlemslande eller Fællesskabet indførte tilsvarende lovgivning.<sup>11</sup> Selv om ECB anerkendte de gode hensigter bag lovforslaget, konkluderede banken, at de økonomiske og monetære fordele ved en sådan skat var yderst tvivlsomme. Endvidere ville skatten som præsenteret i det belgiske lovforslag, ikke være forenelig med traktatens artikel 56 om den frie bevægelighed for kapital og betalinger mellem medlemslandene indbyrdes og mellem medlemslande og tredjelande.

ECB blev hørt af Frankrig om lovforslag om indekslån fra kreditinstitutter.<sup>12</sup> ECB udtrykte forståelse for målsætningen om at udvide aftalefriheden og give de økonomiske aktører mulighed for at sikre sig mod inflationsrisici, men understregede, at udbredt brug af denne klausul ville give anledning til betydelig bekymring, da en omfattende indeksregulering af lønninger og priser kan medføre uforholdsmæssig stor stivhed i det relative prissystem og risiko for at forstærke inflationsspiraler.

ECB afgav også udtalelse ifølge traktatens artikel 112, stk. 2, litra (b), og ESCB-statuttens artikel 11.2 om en indstilling fra Rådet for Den Europæiske Union om udnævnelse af et medlem af Den Europæiske Centralbanks direktion.

### **6.3 FORVALTNING AF FÆLLESSKABETS LÅNEOPTAGELSES- 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 finansiel støtte. I

<sup>10</sup> CON/2004/31.

<sup>11</sup> CON/2004/34.

<sup>12</sup> CON/2004/20.



**EUROSYSTEMETS FORVALTNING AF VALUTARESERVER**

I 2004 afsluttede eurosystemet det arbejde, som blev påbegyndt i 2003, med at skabe en ny struktur for levering af omfattende tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver i euro til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet samt internationale organisationer. Den nye struktur er udviklet for at imødekomme den konstant stigende anvendelse af euroen som international reservevaluta. Den bygger på eurosystemets individuelle centralbankers veletablerede tjenesteydelser og store erfaring på området. Tjenesteydelserne dækker alt fra depotkonti og dermed forbundne tjenesteydelser vedrørende depotføring og afvikling til kontant- og investeringstjenesteydelser. Eksempler på vigtige tjenesteydelser i den nye struktur er i) en automatisk dag-til-dag investeringsfacilitet, som giver kunderne mulighed for at investere direkte hos den pågældende leverandør af tjenesteydelser og/eller i markedet til en attraktiv rente, ii) formidling af automatiske værdipapirudlån og iii) udførelse af kundernes ordrer og gældende instrukser i overensstemmelse med deres specifikke investeringspræferencer.

Et af de vigtigste aspekter ved den nye struktur er levering af kvalitetstjenesteydelser vedrørende kundernes eurodenominerede reserveaktiver gennem et enkelt adgangspunkt i euroområdet. Konceptet kan sammenlignes med konceptet for forvaltning af valutareserver hos førende centralbanker rundt om i verden. De centralbanker i eurosystemet, der fungerer som enkelte adgangspunkter, kaldes "leverandører af eurosystemets tjenesteydelser" og tilbyder alle de tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver, som den nye struktur omfatter. Som følge af gennemførelsen af det nye koncept med enkelte adgangspunkter kan kunderne nu afvikle og deponere en lang række fastforrentede eurodenominerede værdipapirer udstedt i hele euroområdet via et enkelt punkt. Der er opnået en høj grad af harmonisering, hvor alle leverandører af eurosystemets tjenesteydelser tilbyder samme tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver på harmoniserede vilkår og i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder.

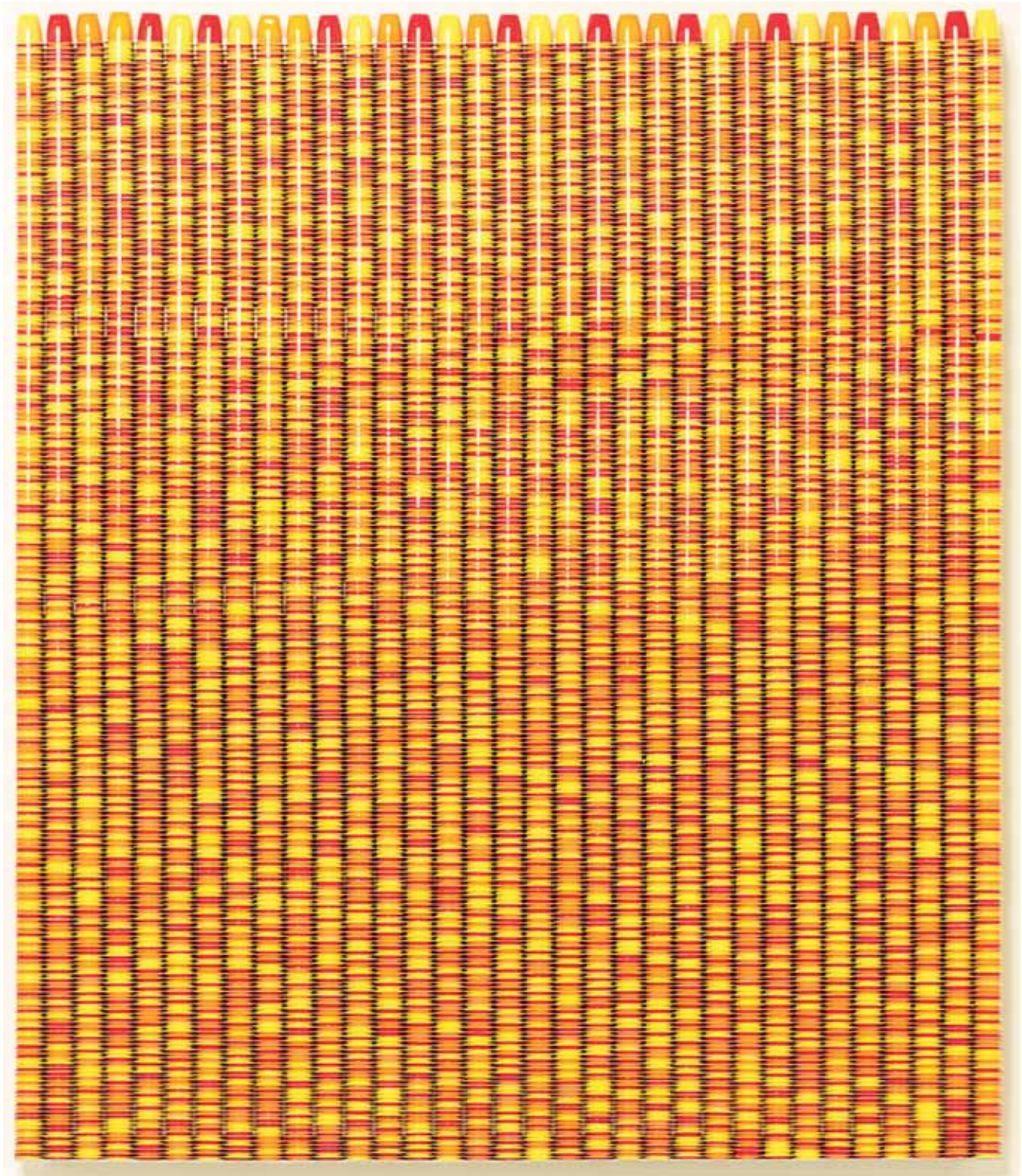
Der er i øjeblikket seks leverandører af eurosystemets tjenesteydelser, nemlig Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Banque centrale du Luxembourg og De Nederlandsche Bank. De øvrige centralbanker i eurosystemet kan tilbyde nogle af de tjenesteydelser, som er omfattet af den nye struktur. Desuden kan både leverandører af eurosystemets tjenesteydelser og eurosystemets øvrige centralbanker hver især tilbyde yderligere tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver i euro. ECB har en overordnet koordinerende rolle og skal sikre, at strukturen fungerer gnidningsløst.

I overensstemmelse med det koncept for tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver, som har været gældende i mange år, er den nye struktur baseret på kerneprincipperne for forvaltning af officielle reserver, fx finansiell og juridisk sikkerhed og den vigtigste faktor, tillid. Tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver i den nye struktur tilbydes de traditionelle centralbankkunder. Dermed opfyldes de særlige behov hos de institutioner, som beskæftiger sig med samme område inden for centralbankvirksomhed som eurosystemet.

Den nye struktur, som trådte i kraft 1. januar 2005, vil være en fleksibel struktur under konstant udvikling, der nøje følger de seneste tendenser i den finansielle sektor og omgående reagerer på kundernes behov for omfattende og aktuelle tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver i euro.



**Kunstner:**  
Jacob Dahlgren  
**Titel:**  
Kraków, 2002  
**Materiale:**  
Yoghurtbægre på aluminium  
**Format:**  
184 x 148 x 10 cm  
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## KAPITEL 3

# FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION

## I FINANSIEL STABILITET

Eurosystemet bidrager til de kompetente nationale myndigheders udførelse af tilsyn med kreditinstitutter og det finansielle systems stabilitet. Eurosystemet yder også rådgivning til disse myndigheder og Europa-Kommissionen om omfanget og gennemførelsen af fællesskabsretten på de relevante områder.

### 1.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

ECB overvåger i samarbejde med ESCBs Banktilsynskomite (BSC) risiciene for finansiell stabilitet for at vurdere det finansielle systems modstandsdygtighed over for stød.<sup>1</sup> Bankerne er i fokus, da de fortsat er de vigtigste formidlere af kapital mellem indskydere og låntagere i euroområdet, og som sådan er en vigtig kanal, der kan sprede risici til resten af det finansielle system. Andre finansielle institutioner og finansielle markeder og deres forbindelser til bankerne får imidlertid større og større betydning, hvorved sårbarheder i disse komponenter i det finansielle system kan sprede sig til bankerne. Overvågningen omfatter således også udviklingen i disse andre komponenter.

#### KONJUNKTURUDVIKLINGEN

I 2004 forbedredes modstandsdygtigheden over for stød i euroområdet finansielle system. De finansielle institutioner nød godt af en mere markant styrkelse af den globale økonomiske aktivitet end forventet, en forbedring af de store virksomheders balancer og investorernes fortsat øgede risikovillighed. Det medførte en forbedring af bankernes og forsikringsselskabernes rentabilitet. De globale finansielle markeder viste imidlertid stadig tegn på skrøbelighed på grund af formodninger om, at de lange renter ville stige fra det meget lave niveau.

I euroområdet banksektor fulgte de store banker tendensen, der begyndte i 2003, idet rentabiliteten fortsatte den positive udvikling. Forbedringen i 2004 skyldes primært fortsatte omkostningsbesparelser og færre hensættelser til tab på udlån. Den forbedrede rentabilitet var bredt funderet, da også bankerne med de dårligste resultater forbedrede deres egenkapitalforrentning.

Af hensyn til rentabiliteten prioriterede bankerne omkostningskontrol hovedsagelig ved at reducere filialnettene og antallet af medarbejdere. Hensættelser til tab på udlån faldt i 2004 som i 2003. Den primære årsag synes at være bankernes mere gunstige kreditrisikovurdering som følge af det økonomiske opsving. Den ændrede vurdering afspejler sandsynligvis forventninger om en konsolidering af virksomhedernes rentabilitet og en yderligere forbedring af balancen hos euroområdet store virksomheder. Der var dog tegn på, at udsigterne for de små og mellemstore virksomheder stadig var mindre gunstige end for de store virksomheder.

Selv om rentabiliteten blev forbedret, fortsatte nettorenteindtægterne – den vigtigste komponent i banksektorens rentabilitet – med at falde i 2004 trods de første tegn på øget udlån til virksomhederne og en fortsat stigning i udlån til husholdninger til boligkøb. Faldet i nettorenteindtægterne skyldes primært det lave renteniveau og en fladere pengemarkedsrentekurve, som påvirkede bankernes udlåns- og indlånsmarginale i euroområdet, men kraftigt øgede efterspørgslen efter lån. Hvad angår bankernes ikke-rentebaserede indtægter, blev mange institutters usædvanlige handelsoverskud i 2003 som følge af kraftigt stigende aktiemarkeder og en indsnævring af kreditspændene ikke gentaget i 2004. Der var tegn på, at visse store banker i euroområdet øgede deres markedsrisiko i løbet af 2004, men det påvirkede ikke handelsindtægterne mærkbart. Bankernes gebyrindtægter steg dog, hvilket hovedsagelig skyldes øget aktivitet i forbindelse med de finansielle markeder, både for egen regning og fra formueforvaltning.

De vigtigste lovbestemte solvensnøgletal for de store banker i euroområdet forbedredes yderligere i 2004. Det er bemærkelsesværdigt, at det lykkedes bankerne med de dårligste solvensnøgletal at styrke deres solvenssituation. Disse bankers forbedrede modstandsdygtighed over for

<sup>1</sup> I 2004 offentliggjorde ECB for første gang en rapport om det finansielle systems stabilitet i euroområdet med titlen "Financial Stability Review". ECB offentliggjorde også den tredje udgave af "EU banking sector stability", som indeholder de vigtigste resultater af BSCs regelmæssige overvågning af banksektorens stabilitet. Disse publikationer findes på ECBs websted.

stød bidrog positivt til det finansielle systems stabilitet i euroområdet.

Forsikringsselskabernes finansielle resultater blev også forbedret yderligere i 2004. Inden for skadesforsikring skyldes dette hovedsagelig stigningen i nettopræmieindtægterne som følge af mere risikofølsom prisfastsættelse og strengere underwriting-betingelser. Fremgangen i kerneaktiviteterne styrkede skadesforsikringsselskabernes allerede komfortable solvenssituation yderligere. I de fleste lande oplevede livsforsikringsselskaberne en stigning i præmieindtægterne, underbygget af stigende efterspørgsel efter aktierelaterede produkter. Sammen med øgede nettoinvesteringsindtægter bidrog dette til en forbedring af deres solvenssituation. De økonomisk svageste livsforsikringsselskaber er dog stadig under pres.

Den globale hedgefondsektor voksede yderligere i 2004. Trods det lave afkast i 2004 var der ingen klare tegn på, at investorerne afviklede deres investeringer. Denne sektors vækst påvirker hovedsagelig den finansielle stabilitet gennem forbindelserne med banksektoren. Stærk konkurrence mellem de primære værdipapirhandlere (prime brokers) forbedrede hedgefondenes adgang til kredit. De primære værdipapirhandlere er typisk banker og børsrådgiverfirmaer, der yder finansieringstjenester, mæglervirksomhed og andre tjenesteydelser til hedgefonde, hvor nogle af de store aktører kommer fra euroområdet. Den omfattende brug af Value-at-Risk (VaR) og stresstest spillede en stor rolle i de primære værdipapirhandlers styring af modpartsrisici, som forbedredes efter, at hedgefonden Long-Term Capital Management var tæt på at gå konkurs i 1998.

### DEN STRUKTURELLE UDVIKLING

Strukturændringerne i banksektoren kan få betydelige konsekvenser for den finansielle stabilitet på længere sigt. Bankernes strategiske valg påvirker afvejningen af risiko og rentabilitet og har i sidste ende betydning for det finansielle systems stødbærende evne. Ud over ændringerne på det lovgivnings- og tilsynsmæssige område (se afsnit 2 i dette kapitel) var de vigtigste

strukturelle tendenser i 2004 stadig konsolidering, internationalisering, formidling og outsourcing.<sup>2</sup>

Banksektoren i euroområdet har været karakteriseret af en løbende konsolideringsproces i de seneste år. I perioden 1997-2004 er knap 2.300 kreditinstitutter forsvundet. Konsolideringen skyldes delvis fusioner og virksomhedsovertagelser, men også bankkoncernernes interne omstrukturering. Omstrukturering kan hjælpe banker med at opretholde eller forbedre deres rentabilitet, som i sidste ende bør føre til et mere robust banksystem. Den endelige virkning kan imidlertid være mere tvetydig, hvis dette skaber store og komplekse finansielle institutioner, som er systemisk relevante.

Fusioner og virksomhedsovertagelser har hovedsagelig været indenlandske. I de seneste 10 år har grænseoverskridende europæiske bankhandlere kun udgjort 15 pct. af de samlede fusioner i banksektoren i forhold til ca. 40 pct. i industri-sektoren. Den fortsatte indenlandske tendens kan bl.a. skyldes muligheden for at opnå større omkostningssynergier gennem indenlandsk konsolidering samt forskellige beskatningsregler, forbrugerbeskyttelsesstandarder og nationale virksomhedskulturer.

Trods de forholdsvis få grænseoverskridende fusioner og virksomhedsovertagelser fortsætter internationaliseringsprocessen. Aktiver, der holdes af banker i euroområdet i filialer og datterselskaber i andre eurolande, udgør nu mere end 10 pct. af områdets ukonsoliderede bankaktiver. Desuden leverer banker i stigende grad grænseoverskridende finansielle tjenesteydelser uden at have en lokal filial i modtagerens land. Der har været størst synlige fremskridt på interbank- og engrosområdet, hvorimod omfanget af grænseoverskridende detailaktiviteter stadig er meget lille.

Betydningen af detailvirksomhed er vokset de seneste år, især som følge af den hurtigt stigende

<sup>2</sup> En mere detaljeret analyse af den strukturelle udvikling findes i Banktilsynskomiteens rapport "Review of structural developments in the EU banking sector", november 2004.



efterspørgsel efter lån til boligkøb. Det understreger vigtigheden af euroområdet bankers strategi om at fokusere på deres kerneaktiviteter. I den forbindelse har bankernes indsats for at forbedre kendskabet til deres kundegrundlag spillet en stadig større rolle i kreditrisikostyringen.

I 2004 har outsourcing af aktiviteter fået større betydning. Outsourcing foregår på to måder, nemlig ekstern eller koncernintern outsourcing. Normalt outsources support- og back office-aktiviteter eksternt, mens kerneaktiviteter bevares i banken. I større koncernstrukturer udføres visse kerneaktiviteter af specialiserede datterselskaber, og deres produkter distribueres af andre koncernenheder. Outsourcing udføres hovedsagelig ud fra et ønske om at sænke omkostningerne, mens andre motiver ofte er køb af professionel håndtering og ekspertise samt frigørelse af ressourcer til kerneaktiviteter. Der er behov for at overvåge denne udviklings konsekvenser for den finansielle stabilitet, især i de tilfælde hvor flere finansielle institutioner outsources til en enkelt serviceudbyder.

## 1.2 SAMARBEJDE I KRISESITUATIONER

Rammerne for samarbejde mellem centralbankerne og banktilsynsmyndighederne inden for krisestyring blev yderligere styrket. I juni 2004 vedtog centralbankerne og banktilsynsmyndighederne i de nye medlemslande et aftalememorandum (memorandum of understanding) vedrørende samarbejde i krisesituationer, som blev underskrevet i marts 2003 af de andre centralbanker og banktilsynsmyndigheder i EU. Aftalememorandummet består af et sæt principper og procedurer for samarbejdet på tværs af grænserne i krisesituationer.

Desuden oprettede BSC og Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS) en fælles arbejdsgruppe vedrørende krisestyring, der består af repræsentanter fra alle banktilsynsmyndigheder og centralbanker i EU. Gruppens opgave er at udarbejde forslag til et yderligere styrket samarbejde, især med henblik på at identificere bedste praksis for håndtering af finansielle kriser i en grænsoverskridende sammenhæng. Den vil også bidrage til Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs (EFCs) arbejde på krisestyringsområdet.

## 2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

### 2.1 BANKVIRKSOMHED

Inden for banktilsyn var reformen af kapitaldækningsreglerne fortsat et vigtigt spørgsmål i 2004. I juni godkendte G10-landenes centralbankchefer og chefer for banktilsynsmyndighederne de nye regler, kaldet Basel Capital Framework eller Basel II. Det markerede kulminationen af de sidste fem års indsats fra Baselkomiteen for banktilsyn (BCBS) og medlemmernes myndigheder. De nye regler gennemføres inden udgangen af 2006. De mest avancerede fremgangsmåder til beregning af bankernes kapitalkrav udskydes dog et år.

Efter godkendelsen af de nye regler fokuserede de internationale og europæiske aktiviteter på dette område på gennemførelsesspørgsmål og arbejdet i Baselkomiteens gruppe for Accordens implementering (Accord Implementation Group). En række lande, både inden for og uden for G10, forventes at iværksætte den fjerde kvantitative effektundersøgelse ("QIS4"). Resultaterne bør foreligge ved udgangen af 2005 og kan medføre flere kvantitative justeringer af reglerne i 2006. Baselkomiteen har også identificeret tekniske områder, der kræver yderligere arbejde. ECB vil fortsat støtte denne gennemførelsesproces og bidrage hertil ved at deltage som observatør i Baselkomiteen og dens vigtigste undergrupper, herunder gruppen for Accordens implementering.

På europæisk plan bliver EUs nye kapitaldækningsregler, som baseres på Basel II, indført i fællesskabsretten ved at ændre det kodificerede bankdirektiv og kapitaldækningsdirektivet. Modsat Basel II, som kun omfatter internationalt aktive banker, omfatter EUs kapitaldækningsregler alle kreditinstitutter på et konsolideret og individuelt grundlag samt investeringsselskaber. EU-reglerne indeholder bestemmelser om forbedret samarbejde og koordination mellem banktilsynsmyndighederne ved at styrke rollen for den "konsoliderende tilsynsmyndighed". Det er som hovedregel den nationale tilsynsmyndighed i det medlemsland, hvor koncernens moderselskab fik udstedt sin banklicens, og denne myndighed er ansvarlig for tilsyn på øverste plan

med en grænseoverskridende bankkoncern i EU. Tilsynsmyndighedens rolle styrkes ved at gøre den ansvarlig for koordineringen af behandling og godkendelse af en grænseoverskridende EU-koncerns ansøgning om at bruge mere avancerede metoder til beregning af kapitalkravene. En styrkelse af den konsoliderende tilsynsmyndigheds rolle bør derfor mindske den samlede tilsynsbyrde vedrørende sådanne bankkoncerner.

Efter Rådets høring af ECB afgav ECB udtalelse om de nye kapitaldækningsregler i EU, hvor den generelt støttede de nye regler. ECB lagde vægt på parallel gennemførelse af de nye EU-regler og de reviderede Basel-rammer, som er afgørende for at sikre lige vilkår mellem de europæiske banker og deres konkurrenter fra andre lande. ECB understregede også behovet for at forstærke samarbejdet mellem tilsynsmyndighederne med henblik på en konsekvent gennemførelse af fællesskabsret i national lovgivning og praksis. På sidstnævnte område forventes CEBS at spille en stor rolle.

### 2.2 VÆRDIPAPIRER

Som en af de mest betydelige foranstaltninger i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser vedtog Rådet i maj 2004 direktivet om markeder for finansielle instrumenter, der erstatter regimet i investeringsservicedirektivet fra 1993. Det nye direktiv indeholder omfattende regler om alle handelssystemer, dvs. regulerede markeder, multilaterale handelsfaciliteter og formidlere, der udfører kundeordrer internt. Direktivet forstærker samarbejdet mellem de finansielle myndigheder med henblik på at sikre effektive tilsynsrammer i hele EU.

Der arbejdes med yderligere harmonisering af oplysningsreglerne, som omfatter virksomheder med værdipapirer, der er noteret på de europæiske kapitalmarkeder. Rådet nåede til politisk enighed om et nyt direktiv, kaldet gennemsigtighedsdirektivet, i maj 2004. Indførelsen af harmoniserede og forbedrede oplysningsstandarder vil have en gunstig effekt på den europæiske økonomi.





I betragtning af de to lovgivningsinitiativers betydning for integrationen af de europæiske finansielle markeder og forbedringen af den finansielle stabilitet støtter ECB dem begge fuldt ud og har fulgt lovgivningsprocessen nøje. ECB bidrog også til processen via Det Europæiske Værdipapirudvalg.

### 2.3 REGNSKABSPRINCIPPER

ECB har en interesse i udviklingen af harmoniserede regnskabsprincipper i EU på grund af deres potentielle indvirkning på bankerne og i sidste ende på den finansielle stabilitet. ECB støtter også udviklingen af nye standarder, da de vil fremme den finansielle integration yderligere og bidrage til mere effektive finansielle markeder i Europa. I 2004 fortsatte International Accounting Standards Board (IASB) sit arbejde med de nye regnskabsstandarder, især den internationale regnskabsstandard 39 (IAS 39), der omhandler brugen af dagsværdiprincippet for finansielle instrumenter, som udgør en stor del af bankernes balancer.

Bekymringerne vedrørende de potentielle konsekvenser for den finansielle stabilitet, som hovedsageligt blev rejst af Styrelsesrådet og tilsynsmyndighederne, fik IASB til at udstede et revideret "exposure draft" om IAS 39, som indførte visse begrænsninger i den frivillige brug af dagsværdiprincippet for finansielle instrumenter. Styrelsesrådets vurdering af "exposure draft", som også var baseret på kvantitative elementer, underbyggede i det store og hele dette initiativ under forudsætning af, at bankerne ville anvende dagsværdiprincippet forsigtigt. Denne vurdering blev videregivet i et brev fra ECBs formand til IASB i september 2004, hvor formanden også opfordrede til, at muligheden for at bruge dagsværdiprincippet blev begrænset for at reducere den kunstige volatilitet.<sup>3</sup> Dialogen med IASB fortsætter i 2005.

<sup>3</sup> Brevet og bilaget med den empiriske analyses vigtigste resultater findes på ECBs websted.

### 3 FINANSIEL INTEGRATION

ESCB går stærkt ind 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 vil medvirke til at skabe lige vilkår for alle økonomiske 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 og som katalysator for kollektiv handling hos markedsdeltagerne.

#### BIDRAG TIL EUs POLITIK FOR FINANSIELLE TJENESTEYDELSER

Handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, der blev iværksat af Europa-Kommissionen i maj 1999, havde til formål at etablere den nødvendige lovgivningsramme for effektiv udøvelse af markedets friheder inden for finansielle tjenesteydelser i hele EU. Vedtagelsen af 39 af de 42 fællesskabstiltag, som er omfattet af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, inden udgangen af Europa-Parlamentets valgperiode midt i 2004 forbedrede i høj grad reguleringen af EUs finansielle sektor og var et vigtigt skridt mod integrationen af de europæiske finansielle markeder og markedsinfrastrukturer. I juni 2004 bidrog ECB til Europa-Kommissionens konference på højt plan om den finansielle integration i Europa, hvor der for første gang blev gjort status over handlingsplanens resultater. ECBs opfattelse, som andre deltagere i høj grad tilsluttede sig, var, at en effektiv oprettelse af et fælles finansielt marked afhænger af, at medlemslandene gennemfører og håndhæver handlingsplanens foranstaltninger på en konsistent måde. Det vil sandsynligvis tage en vis tid, inden handlingsplanens effekt er slået helt igennem i de finansielle institutioner og markeder, da mange af nøgleforanstaltningerne først er blevet vedtaget for nylig, og de fleste stadig mangler at blive gennemført på nationalt plan.

Hvad angår det fremtidige arbejde, mener ECB, at der så hurtigt som muligt bør udvikles en strømlinet lovgivningsramme for de finansielle

institutioner. En sådan ramme bør være mere harmoniseret på tværs af medlemslandene end den nuværende og fleksibel nok til at kunne tilpasses et skiftende miljø. Dette projekt bør suppleres med en betydelig indsats for at fremme konvergens i tilsynspraksis gennem øget samarbejde mellem de nationale myndigheder, bl.a. i niveau 3-udvalgene. Det bør også ledsages af en grundig analyse af forholdet mellem finansiell integration og finansiell stabilitet. Navnlig skal det analyseres nærmere, hvordan udviklingen af grænseoverskridende bankvirksomhed påvirker princippet om kontrol i hjemlandet, da det er centralt for EUs tilsynsramme. Konkurrencepolitikken bør også indgå i miljøet efter handlingsplanens gennemførelse, da den er afgørende for udviklingen af et paneuropæisk marked. En større rolle til den private sektor, via selvregulering, kan også virke fremmende på integrationen. ECB vil bidrage til at definere initiativer, som skal gennemføres efter handlingsplanen. Bidraget vil bygge på ECBs forskningsaktiviteter vedrørende finansiell integration (se boks 12).

#### STEP-INITIATIVET

Den private sektor kan bidrage til finansiell integration via kollektive foranstaltninger, som skal fremme konvergens i markedspraksis. ECB kan fungere som katalysator i denne proces, hvilket ECB fx har gjort i forbindelse med Step-initiativet (Short-Term European Paper). ACI, sammenslutningen af finansielle markeder, iværksatte initiativet for at fremme konvergens af standarder og praksis i de fragmenterede europæiske markeder for kortfristede gældsinstrumenter. Denne konvergens skal opnås gennem markedsaktørernes frivillige overholdelse af standarderne i en markedskonvention, som skal omfatte offentliggørelse af information, dokumentation, afvikling og levering af data til ESCB med henblik på udarbejdelse af statistik. ACI vil Step-mærke eksisterende udstedelsesprogrammer, som opfylder disse standarder. Mærket vedrører dog ikke udstederens finansielle soliditet, aktiverens likviditet eller nøjagtigheden af de oplysninger, som gives i informationsmemorandummet. Desuden vil de nationale regler for gældsinstrumenterne fortsat være gyldige. Initiativtagerne fremførte deres anbefalinger i en rap-

### FORSKNINGSNETVÆRK VEDRØRENDE KAPITALMARKEDER OG FINANSIEL INTEGRATION I EUROPA

I 2002 dannede ECB og Center for Financial Studies (CFS) et forskningsnetværk, der skulle fremme forskning i kapitalmarkederne og finansiell integration i Europa. Netværket blev oprindeligt oprettet for en periode på to år, som sluttede i maj 2004 med et symposium, der handlede om dets fem prioritetsområder.

Forskningen inden for prioritetsområdet europæiske obligationsmarkeder var særlig værdifuld. Indførelsen af en fælles paneuropæisk elektronisk handelsplatform (Euro MTS) indebærer en betydelig reduktion af transaktionsomkostningerne. Ikke alene har platformen forbedret integrationen i dette markedssegment, men den har også medført højere likviditet og lavere rente, især på skatkammerbeviser, som udstedes regelmæssigt. Der er dog stadig visse forskelle i rentespænd mellem landene, navnlig for langfristede obligationer. Disse forskelle kan overvejende forklares ved en international risikofaktor. Likviditetsforskelle spiller kun en rolle i forbindelse med sidstnævnte faktor. Erhvervsobligationsmarkedet, der udvikler sig dynamisk, udviser en forholdsvis høj grad af integration, mens faktorer vedrørende det land, hvor en obligation udstedes, kun tegner sig for en marginal del af rentespændene for erhvervsobligationer.

Forskningsnetværkets arbejde i de første to år udmøntede sig i en identifikation af tre nøglepolitikområder: i) forbedring af de strukturelle træk ved clearing- og afviklingssystemer, der hæmmer yderligere integration, ii) aktiv brug af konkurrencepolitikken til at forebygge en praksis, der diskriminerer mod udenlandske leverandører af finansielle tjenesteydelser, og iii) fjernelse af de resterende forskelle i nationale finansielle bestemmelser, som gør paneuropæisk levering af finansielle tjenesteydelser dyrere end nødvendigt.

Efter den vellykkede afslutning af første fase besluttede ECB og CFS, at netværkets aktiviteter skulle fortsætte indtil 2007. Netværket er blevet udvidet til at omfatte de nye EU-lande i anden fase. Mulige forskningsområder i anden fase er handlingsplanen for finansielle tjenesteydelsers indledende virkning på det europæiske finansielle systems funktion samt en række områder, som ikke blev behandlet i første fase. Netværkets prioritetsområder er blevet udvidet til at omfatte tre områder, der ikke blev behandlet i første fase: i) forholdet mellem finansiell integration og finansiell stabilitet, ii) tiltrædelse af EU, finansiell udvikling og finansiell integration, og iii) modernisering af det finansielle system og økonomisk vækst i Europa.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Omfattende oversigter over resultaterne af første fase af netværkets arbejde blev offentliggjort i rapporten "Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years", ECB og CFS, 2004, og i en særudgave af Oxford Review of Economic Policy, vol. 20(4), 2004: "European financial integration", som blev udgivet i samarbejde med netværket.

port, som blev offentliggjort i marts 2004, og som også indeholdt anbefalinger til ESCB.

Styrelsesrådet vurderede ACIs anbefalinger og betragtede dem generelt positivt. Med hensyn til anbefalingerne til ESCB blev det besluttet, at ESCB under visse betingelser teknisk ville støtte aktiviteterne i forbindelse med indførelsen af et

Step-mærke i de to første år efter lanceringen. Ansvar for Step-mærket vil dog påhvile Step-markedsudvalget. Et teknisk bidrag til mærkningsprocessen betyder ikke, at ESCB kan træffe foranstaltninger, fx forbyde eller standse en udstedelse, hvis en udsteder ikke opfylder konventionens krav. I så fald vil den eneste konsekvens være, at ACI annullerer Step-mærkningen af ud-

stedelsesprogrammet. Styrelsesrådet besluttede også at handle på baggrund af anbefalingen om at udarbejde og offentliggøre statistik over rente og mængder, forudsat at dataindsamlingsprocessens effektivitet kontrolleres. ACI er i øjeblikket ved at gennemføre Step-projektet under hensyntagen til Styrelsesrådets beslutninger.

### FÆLLES EUROBETALINGSOMRÅDE

ECB fungerer også som katalysator i projektet vedrørende oprettelse af det fælles eurobetalingsområde (SEPA), som den europæiske banksektor søsatte i 2002. Hensigten er, at grænseoverskridende betalinger skal kunne gennemføres i hele euroområdet fra en enkelt bankkonto lige så let og sikkert som indenlandske betalinger. Alle betalinger skal være mindst lige så sikre og effektive som betalinger, der gennemføres i de bedste nationale betalingssystemer. ECB deltager som observatør i European Payments Council (EPC), som blev oprettet af den europæiske banksektor til styring af dette projekt. I hele 2004 har eurosystemet fortsat samarbejdet tæt med markedsdeltagerne via Contact Group on Euro Payments Strategy. Det har også arbejdet tæt sammen med Europa-Kommissionen, idet Europa-Kommissionen og eurosystemet har suppleret hinanden i arbejdet med oprettelsen af det fælles eurobetalingsområde.

I en tredje situationsrapport om det fælles eurobetalingsområde vurderede Styrelsesrådet formelt banksektorens resultater på området.<sup>4</sup> Eurosyste- met hilste banksektorens målsætning om at have et helt færdigt fælles eurobetalingsområde ved udgangen af 2010 velkommen og anbefalede, at der indføres et fælles eurobetalingsområde for borgere allerede fra 2008 ved, at borgere og erhvervsvirksomheder får mulighed for at anvende paneuropæiske instrumenter og standarder også til nationale betalinger. EPC er ansvarlig for at definere målene og den overordnede strategi for det fælles betalingsområde, men gennemførelsen kan variere alt efter de lokale forhold. For at fremme den nationale gennemførelse har eurosystemet opfordret euroområdets banksektorer til i løbet af 2005 at forelægge EPC nationale planer for en gradvis overgang til

et fælles eurobetalingsområde inden udgangen af 2010.

### E-BETALINGER

E-betalinger er betalinger, som genereres og håndteres elektronisk. Eurosyste- mets aktiviteter vedrørende e-betalinger omfatter fremme af samarbejde og konsensusdannelse på e-betalingsmarkedet, overvågning af markedets udvikling, forbedring af dets sikkerhed og forbedring af relateret statistisk information. I 2004 var ECB fortsat ansvarlig for observatoriet for elektroniske betalingssystemers (ePSOs) websted.<sup>5</sup> ECB holdt en konference med titlen "E-payments without frontiers" i november 2004 og sendte inden da et dokument i offentlig høring. Selv om der er gjort visse fremskridt, er der stadig behov for en betydelig indsats for at tilvejebringe sikre, brugervenlige og effektive grænseoverskridende e-betalingsordninger. Det gælder især elektroniske detailbetalingstransaktioner, hvor operationelle karakteristika, gebyrer og regler stadig er meget forskellige.

### BETALINGSKORTSYSTEMER

Eurosyste- met lægger stor vægt på betalingskort som et af de vigtigste kontantfri betalingsinstrumenter, især i forbindelse med grænseoverskridende betalinger. ECB har gennemført en undersøgelse for at få flere oplysninger om strukturen i kortbetalingsvirksomhed i Europa og om de forskellige måder, hvorpå kortbetalinger håndteres og afvikles. Undersøgelsen dækkede aspekter i forbindelse med governance, udstedelse og erhvervelse, den generelle tekniske infrastruktur samt risikostyring og de retlige rammer. ECB har også holdt en rundbordskonference om betalingskort med deltagelse af de vigtigste interessenter og aktører på området. På konferencen gav eurosyste- met udtryk for sin voksende interesse i området som led i indsatsen for at fremme et fælles eurobetalingsområde, og der blev defineret en række spørgsmål, som kræver opføl- gning, fx interbank-gebyrer, accept af betaling

4 "Towards a Single Euro Payments Area – Third progress report", ECB, december 2004.

5 ePSO er en platform til udveksling af information om elektroniske betalinger. Dets websted findes på [www.e-pso.info](http://www.e-pso.info).

med kort, lovgivningsramme og bekæmpelse af svindel.

#### **VÆRDIPAPIRCLEARING- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSINFRASTRUKTUR**

I april 2004 sendte Europa-Kommissionen en meddelelse om clearing og afvikling i offentlig høring. Meddelelsen indeholdt en beskrivelse af de foranstaltninger, Kommissionen agtede at træffe for at fremme europæisk integration og effektivitet på området. Eurosystemet reagerede positivt på denne høring.<sup>6</sup>

ECB fremmer integration og reform af værdipapirclearing og værdipapirafvikling gennem deltagelse i ekspertgruppen for rådgivning og overvågning i forbindelse med clearing- og afviklingssystemer (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group – CESAME), som Kommissionen oprettede i 2004. Her bidrager ECB til koordinering af private og offentlige initiativer og samarbejder med markedet med henblik på at fjerne de tekniske hindringer, som er påvist af Giovannini-gruppen, et panel af finansielle eksperter, der rådgiver Kommissionen om spørgsmål vedrørende den finansielle sektor. Endvidere har ECB holdt et fællesmøde med sammenslutningen af europæiske værdipapircentraler (European Central Securities Depositories Association) og den central- og østeuropæiske sammenslutning af værdipapircentraler (Central and Eastern European Central Securities Depositories Association) med fokus på integration af EUs clearing- og afviklingsvirksomhed. ECB vil se positivt på yderligere skridt mod oprettelsen af en fælles europæisk sammenslutning af værdipapircentraler.

Konsolideringen af den europæiske værdipapirinfrastruktur fortsatte i 2004 med fusionen mellem den finske og den svenske værdipapircentral. Den nye koncerns langsigtede plan er at anvende en fælles teknologisk platform.

#### **OVERVÅGNING AF DEN FINANSIELLE INTEGRATION**

ECB har udviklet forskellige indikatorer til måling af den finansielle integration i euroområdet. ECB har beskrevet en række af disse indikatorer

i et Occasional Paper fra 2004.<sup>7</sup> Indikatorerne bruges til at vurdere fremskridtet i integrationen på de forskellige finansielle markeder. Boks 13 indeholder yderligere oplysninger om integrationen på euroområdet kreditmarked. ECB agter fortsat at måle fremskridtet i den finansielle integration fremover.

6 "Communication on clearing and settlement – the Eurosystem's response", ECB, juli 2004.

7 Se L. Baele et al., "Measuring financial integration in the euro area", ECB Occasional Paper nr. 14, maj 2004.

**FINANSIEL INTEGRATION PÅ EUROOMRÅDETS KREDITMARKED**

En sammenligning af renteniveaue i de forskellige lande giver en vigtig indikation af integrationen på bankmarkedet. Efterhånden som integrationen gennemføres, forventes renteforskellene mellem de samme bankprodukter i forskellige lande at blive mindre. Forskellene i produkter og institutioner gør det dog vanskeligt at undersøge i praksis, om renteforskellene rent faktisk mindskes. Det gælder især inden for detailbankvirksomhed, hvor markederne i euroområdet stadig er overvejende lokale. Foruden de geografiske hindringer kan forskellene mellem landene tilskrives mange andre årsager, fx økonomiske, strukturelle og institutionelle faktorer. Disse faktorer vedrører fx forskelle i regulering, konkurrence, forholdet mellem bank og kunde samt den overordnede udvikling i det finansielle system.

ECBs harmoniserede rentestatistik kan anvendes til at måle integrationen på euroområdets kreditmarked. Ved fortolkning af dataene skal det dog bemærkes, at de nationale serier inden for hver rentekategori stadig kan være meget heterogene. Det skyldes fx aggregeringen af de forskellige instrumenter inden for de i øjeblikket gældende løbetidsbånd og aggregeringen af sikret og usikret udlån inden for samme kategori. Under hensyntagen til de datamæssige begrænsninger indikerer adskillige integrationsmål, som er baseret på rentespredning i eurolandene, at graden af integration varierer betydeligt mellem de forskellige markedssegmenter. Den er fx tilsyneladende højere for lån til husholdninger til boligkøb og kortfristede lån til ikke-finansielle selskaber og lavere for kassekreditter til ikke-finansielle selskaber og lån til husholdninger til forbrug.

## 4 OVERVÅGNING AF MARKEDETS 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. Endvidere har eurosystemet en overordnet interesse i andre infrastrukturer, der benyttes til overførsel af værdipapirer, fx værdipapirclearing- og -afviklingssystemer, da fejl i afviklingen af sikkerheder kan påvirke pengepolitikens gennemførelse og betalingssystemernes smidige funktion.

### 4.1 OVERVÅGNING AF SYSTEMER OG INFRASTRUKTURER FOR STORE BETALINGER I EURO

Eurosystemets overvågningsrolle omfatter alle systemer for betalinger i euro, inklusive eurosystemets egne systemer. Eurosystemet anvender samme overvågningsstandarder for sine egne systemer og private systemer, nemlig Core Principles for systemisk vigtige betalingssystemer, som blev vedtaget af Styrelsesrådet i 2001 som grundlag for overvågning af systemisk vigtige betalingssystemer.

#### TARGET OG ANDRE SYSTEMER FOR STORE BETALINGER I EURO

Rammerne for overvågning af Target er blevet videreudviklet med definitionen af metodologiske minimumskrav, som alle NCB'er og ECB skal overholde i forbindelse med overvågning af Target. De ansvarlige for overvågningen af Target er også begyndt at se på Target2 med henblik på overvågning.

I 2004 blev systemerne for store betalinger i euro vurderet i forhold til Core Principles på grundlag af forholdene medio 2003. De overordnede resultater blev offentliggjort i maj 2004. Det konstateredes, at alle dele af Target viste en høj grad af overensstemmelse med Core Principles. Der blev påvist enkelte muligheder for forbedring inden for økonomisk effektivitet og driftskontinuitet, og de ansvarlige for overvågning af Target og Targets operatører vil følge op på disse. De ansvarlige for overvågning af Target anerkendte Target-operatørernes vigtige rolle med hensyn

til at sikre Targets funktion gennem risikostyring. Deres vurdering af Target-operatørernes statusrapport om risikosituationen i Target var generelt positiv. Gennemgangen af private systemer for store betalinger i euro viste ingen større mangler.

#### EURO 1

Overvågningen af Euro 1 rettede sig mod operatøren EBA Clearings (EBAs) plan om at videreudvikle den såkaldte Flexible Settlement Mechanism, som giver bankerne mulighed for at afvikle deres Step2-positioner i Euro 1 uden direkte at blive medlemmer/aktionærer i Euro 1. Step2 er EBAs detailbetalingssystem. Med forbehold af godkendelse fra ECB, der er ansvarlig for overvågningen af Euro 1, ønsker EBA at udvide denne funktion, som i øjeblikket er begrænset til PFP-deltagere (pre-fund participants) i Euro 1, således at alle Euro 1-medlemmer kan overføre centralbankpenge til Euro 1 via Target og dermed øge deres behandlingskapacitet i Euro 1.

#### CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT (CLS)

I CLS-systemet afvikles valutatransaktioner på PvP-basis (Payment versus Payment), hvorved valutaafviklingsrisikoen reduceres kraftigt. I øjeblikket afvikles transaktioner i 15 internationale valutaer, herunder – siden december 2004 – Hongkong-dollar, den newzealandske dollar, den koreanske won og den sydafrikanske rand.

I december 2004 behandlede CLS i gennemsnit 69.000 handler om dagen til en gennemsnitlig daglig værdi af 960 mia. amerikanske dollar.<sup>8</sup> Ifølge en undersøgelse gennemført af BIS i april 2004 dækkede CLS ca. en fjerdedel af hele valutamarkedet på undersøgelsestidspunktet. Euroen er den næstvigtigste afviklingsvaluta i dette system efter dollaren. I december 2004 udgjorde betalinger i euro, som blev afviklet gennem CLS, i gennemsnit 309 mia. euro om dagen og 22 pct. af de samlede betalinger værdimæssigt (betalinger i amerikanske dollar tegnede sig for 46 pct.).

<sup>8</sup> Hver handel indebærer to transaktioner – en i hver valuta. I december 2004 afviklede CLS således transaktioner til en gennemsnitlig daglig værdi svarende til 1.920 mia. amerikanske dollar.

Euroens andel faldt en smule i forhold til 2003 som følge af det højere antal valutaer, som blev afviklet i CLS, samt værdireguleringer.

ECB har to funktioner i forbindelse med CLS, dels overvågning af systemet, dels som udbyder af afviklingsydelser. ECB deltager i samarbejdet om overvågning af CLS, der udføres af centralbankerne i de lande i og uden for G10, hvis valutaer afvikles i systemet, med Federal Reserve System som hovedansvarlig for overvågningen. I 2004 fokuserede ECB primært på at styrke CLS' modstandsdygtighed yderligere og sikre udvikling af objektive rammer for optagelse af nye valutaer.

ECB anser CLS for en meget overbevisende løsning, når det drejer sig om at reducere valutaafviklingsrisikoen i forbindelse med transaktioner i euro. Det er dog kun en lille del af engrosvalutatransaktionerne i euro, som afvikles i CLS. Bankerne er derfor blevet opfordret til at gennemgå deres afviklingspraksis i forbindelse med valutatransaktioner og vurdere, om deres metoder til mindskelse af denne risiko er hensigtsmæssige.

#### **SWIFT**

Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (Swift) udbyder et meddelelsesnetværk til sikker udveksling af finansielle meddelelser mellem finansielle institutioner. Selv om Swift ikke selv er en bank eller finansiell institution, overvåges organisationen af centralbanker på grund af sin betydning for det globale finansielle systems funktion. ECB deltager i overvågningen af Swift, som udføres i samarbejde mellem G10-landenes centralbanker med Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique som hovedansvarlig for overvågningen. I 2004 blev overvågningen styrket for at sikre tilstrækkelig deltagelse af alle G10-landenes centralbanker og give mulighed for mere strømlinet rapportering og kommunikation mellem Swift og de ansvarlige for overvågningen. Overvågningen var koncentreret om Swifts modstandsdygtighed over for kriser, de interne risikostyringsprocesser og udskiftning af Swifts

gamle meddelelsesnetværk med den internetbaserede infrastruktur SWIFTNet.

#### **KORRESPONDENTBANKVIRKSOMHED**

Bankerne har ofte indbyrdes ordninger vedrørende levering af betalingsydelser og beslægtede faciliteter, navnlig i forbindelse med grænseoverskridende betalinger. Disse ordninger benævnes korrespondentbankvirksomhed. I 2004 udførte eurosystemet sin fjerde undersøgelse af korrespondentbankvirksomheden, som bekræftede, at korrespondentbankvirksomhed i euro er stærkt koncentreret blandt nogle få aktører i EU. Det medfører på nuværende tidspunkt ingen umiddelbar systemisk risiko. Eurosyste- met vil dog fortsat overvåge udviklingen på dette område i lyset af dets interesse i, at det finansielle system som helhed er stabilt.

#### **4.2 DETAILBETALINGSYDELSER**

##### **OVERVÅGNING AF DETAILBETALINGSSYSTEMER**

På grundlag af "Standarder for overvågning af detailbetalingssystemer for euro", som Styrelsesrådet vedtog i 2003, blev der i 2004 klassificeret 15 detailbetalingssystemer for euro, som er omfattet af eurosystemets overvågning. Seks blev klassificeret som systemisk vigtige og skal således overholde alle 10 Core Principles. Syv anses for værende af stor betydning og skal overholde eurosystemets detailstandarder (en del af Core Principles). To faldt ikke inden for disse kategorier og skal overholde standarder, som vil blive defineret af den ansvarlige for overvågning på området. Systemisk vigtige betalingssystemer og systemer af stor betydning vurderes af de relevante NCber i forhold til overvågningsstandarderne, mens ECB er ansvarlig for vurdering af EBAs Step2-system. Hele vurderingsprocessen koordineres på eurosystemniveau med henblik på konsistens mellem landene.

##### **E-PENGESYSTEMER**

På baggrund af definitionen af sikkerhedsmål for e-pengesystemer i 2003 og visse e-pengeordningers frivillige vurderinger begyndte eurosyste- met i 2004 at finjustere de metodologiske krav og retningslinjerne for vurderingen af de rele-



vante ordninger, som forventes at finde sted i 2005.

#### **4.3 VÆRDIPAPIRCLEARING- OG -AFVIKLINGSSYSTEMER**

Eurosystemet spiller to roller i forbindelse med værdipapirclearing- og -afviklingssystemers smidige funktion og overvågning. For det første vurderer Styrelsesrådet EUs værdipapirafviklingssystemers overholdelse af ni specifikke brugerstandarder.<sup>9</sup> For det andet samarbejder eurosystemet med andre myndigheder, der er ansvarlige for regulering og overvågning af værdipapirclearing- og -afviklingssystemer på EU-plan. I den forbindelse opfordrede ECB til debat om udvikling af en paneuropæisk lovgivningsramme for værdipapirclearing og -afvikling via deltagelse i Kommissionens CESAME-gruppe. ESCBs samarbejde med Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) har været afgørende for udviklingen af paneuropæiske standarder for værdipapirclearing og -afvikling. Desuden har ECB bidraget til G30 (Group of Thirty), en international tænketank, med henblik på at sikre, at G30s anbefalinger vedrørende clearing og afvikling, som blev offentliggjort i 2003, gennemføres i overensstemmelse med EUs initiativer. ECB har også været med til at forme Kommissionens initiativ til at opdatere direktivet om endelig afregning, som oprindeligt blev vedtaget i 1998. Endelig har ECB bidraget til de anbefalinger for centrale modparter, som komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og den internationale børstilsynsorganisation (IOSCO) har udarbejdet.

#### **VURDERING AF VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER**

I alle eurosystemets kreditoperationer skal der være stillet tilstrækkelig sikkerhed i form af belånbare aktiver. Belånbare aktiver omfatter værdipapirer, som tilføres eurosystemet via værdipapirafviklingssystemer, dvs. serviceudbydere, der har specialiseret sig i overførsel af ejendomsretten eller tilsvarende rettigheder til belånbare værdipapirer fra en part til en anden. For at sikre, at eurosystemet ikke pådrager sig unød-

vendige risici i forbindelse hermed, vurderer det årligt de værdipapirafviklingssystemer, som det bruger, i forhold til ni brugerstandarder.<sup>10</sup> Vurderingen i 2004 omfattede 18 værdipapirafviklingssystemer. Konklusionen var, at værdipapirafviklingssystemernes overholdelse af brugerstandarderne var høj, og at der blev arbejdet på yderligere forbedringer. Nogle systemer har øget deres driftssikkerhed, og der er truffet foranstaltninger til at forbedre systemoperatørernes robusthed. Eurosystemet overvåger og bifalder alle bestræbelser på at forbedre effektiviteten og sikkerheden i de værdipapirafviklingssystemer, som det anvender til sine kreditoperationer.

#### **SAMARBEJDE MED UDVALGET AF EUROPÆISKE VÆRDIPAPIRTILSYNSMYNDIGHEDER**

I 2001 godkendte Styrelsesrådet en ramme for samarbejdet mellem ESCB og CESR om værdipapirclearing- og -afviklingssystemer. Således blev der nedsat en arbejdsgruppe bestående af en repræsentant fra hver centralbank i ESCB og hver værdipapirtilsynsmyndighed i CESR. Arbejdsgruppen udarbejdede en rapport om standarder for værdipapirclearing og -afvikling i EU ("Standards for securities clearing and settlement in the European Union"),<sup>11</sup> som blev godkendt af både Styrelsesrådet og CESR i oktober 2004. Med CPSS-IOSCOs anbefalinger for værdipapirafviklingssystemer som udgangspunkt beskriver ESCB-CESRs rapport 19 standarder, som skal øge sikkerheden, robustheden og effektiviteten i forbindelse med værdipapirclearing og -afvikling i EU (se boks 14). I forhold til CPSS-IOSCOs anbefalinger søger ESCB-CESRs standarder at udvide og forstærke kravene på visse områder på grund af de europæiske markeders særlige træk. Det overordnede mål for ESCB-CESRs standarder er at fremme integrationen af EUs kapitalmarkeder, og de lægger således større vægt på fælles løsninger og interoperabilitet.

9 Da der ikke findes harmoniserede EU-overvågningsstandarder, anses brugerstandarderne for at være fælles standarder for EUs værdipapirclearing- og -afviklingssystemer og behandles derfor i dette kapitel. Brugerstandarderne skal dog ikke betragtes som detaljerede standarder til overvågning af eller tilsyn med værdipapirclearing- og -afviklingssystemer.

10 "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januar 1998.

11 Findes på ECBs websted.

tet. Der er taget hensyn til Kommissionens indsats på dette område.

Arbejdsgruppen har udført sit arbejde på en åben og gennemsigtig måde. Interessenter inden for værdipapirclearing og -afvikling blev ved en række lejligheder opfordret til at udtale sig om gruppens arbejde. De modtagne bidrag blev behandlet grundigt, og arbejdsgruppen har omhyggeligt taget hensyn til de fremsatte synspunkter ved udarbejdelsen af standarderne. Standarderne træder i kraft, når metoderne til vurdering af systemerne er udviklet som opfølgning på rapporten. Siden oktober 2004 har gruppen fortsat sit arbejde på følgende fire områder: i) udvikling af metoder til vurdering af standarderne for værdipapirafviklingssystemer, ii) udvikling af standarder og metoder til vurdering af centrale modparter, iii) analyse af spørgsmål vedrørende større depotbanker og iv) analyse af emner, som



er relevante for samarbejdet mellem myndigheder, der er ansvarlige for regulering, tilsyn og overvågning.

#### Boks 14

### STANDARDER FOR VÆRDIPAPIRCLEARING OG -AFVIKLING I EU

#### *Standard 1: Retsgrundlag*

Værdipapirclearing- og -afviklingssystemer og linkene mellem dem skal være baseret på et velunderet, klart og gennemsigtigt retsgrundlag i de relevante jurisdiktioner.

#### *Standard 2: Bekræftelse af handler og matchning af afviklingsinstruktioner*

Bekræftelse af handler mellem direkte markedsdeltagere skal ske så hurtigt som muligt efter handlens gennemførelse, dog senest på handelsdagen (T+0). I tilfælde, hvor indirekte markedsdeltagere (fx institutionelle investorer) skal bekræfte handlen, skal dette ske så hurtigt som muligt efter handlens gennemførelse, helst på T+0, men senest T+1.

Afviklingsinstruktioner skal matches så hurtigt som muligt. Hvis afviklingen strækker sig ud over T+0, skal dette ske senest dagen inden den anførte afviklingsdag.

#### *Standard 3: Afviklingscyklus og åbningstider*

Der bør indføres løbende afvikling på alle værdipapirmarkeder. Endelig afvikling skal ske senest på T+3. Fordele og ulemper ved afviklingscyklus for hele EU, som er kortere end T+3, bør vurderes.

Værdipapircentraler og, hvor det er relevant, centrale modparter bør harmonisere deres åbningstider og -dage og have åbent i hvert fald i Targets åbningstid for transaktioner i euro.

#### *Standard 4: Centrale modparter*

Fordele og ulemper ved at etablere en central modpart bør vurderes. Hvis der etableres en central modpart, skal den nøje styre de risici, den påtager sig.

#### *Standard 5: Værdipapirudlån*

Der bør tilskyndes til udlån og lån af værdipapirer (eller genkøbsforretninger og andre økonomisk tilsvarende transaktioner) som en metode til at undgå afviklingsproblemer og lette værdipapirafviklingen. Hindringer for værdipapirudlån til dette formål skal fjernes. Værdipapirudlånsordninger skal være robuste, sikre og effektive.

#### *Standard 6: Værdipapircentraler*

Værdipapirer skal så vidt muligt dematerialiseres (eller på anden måde holdes i kontoform) og overføres elektronisk i en værdipapircentral. Af hensyn til værdipapirudstedelsernes integritet og investorernes interesser skal værdipapircentralen sikre, at udstedelse, opbevaring og overførsel af værdipapirer gennemføres på hensigtsmæssig og forsvarlig vis.

#### *Standard 7: Levering mod betaling (delivery versus payment – DVP)*

Hovedstolsrisici bør elimineres ved samtidig udveksling af værdipapirer og penge, dvs. levering mod betaling.

#### *Standard 8: Endelig afvikling*

Endelig afvikling inden for dagen skal være mulig via realtids og/eller "multiple-batch"-processing med henblik på at reducere risici og sikre effektiv afvikling på tværs af systemer.

#### *Standard 9: Styring af kredit- og likviditetsrisici*

Af hensyn til den systemiske stabilitet er det vigtigt, at værdipapircentralerne fungerer uden afbrydelse. Når den nationale lovgivning giver værdipapircentralerne mulighed for at yde kredit, bør de derfor begrænse deres kreditaktiviteter til, hvad der er nødvendigt for at varetage deres værdipapirafviklingsopgaver hensigtsmæssigt. Værdipapircentraler, der yder kredit (herunder intradag og dag-til-dag kredit), skal sørge for fuld sikkerhed for deres krediteksponering, når det er praktisk muligt. Usikret kreditgivning skal begrænses til et mindre antal veldefinerede tilfælde og være underlagt passende risikostyring, herunder begrænsninger med hensyn til risikoeksponering, modpartens kredittroværdighed og kredittens varighed.

De fleste depotbanker er underlagt EUs banklovgivning. Med henblik på at reducere de systemiske risici, der er forbundet med den værdipapirafvikling, der varetages af depotbanker med en betydelig aktivitet, bør de nationale værdipapirtilsynsmyndigheder, banktilsynsmyndigheder og myndigheder, der er ansvarlige for overvågning, undersøge disse depotbankers risikostyringspolitikker for at vurdere, om de er i overensstemmelse med risiciene for det finansielle system. Navnlig skal muligheden for at øge sikkerhedsstillelsen i forbindelse med krediteksponering, herunder intradag kreditoperationer, undersøges.

Operatører af nettingafviklingssystemer skal iværksætte risikostyringstiltag, der som minimum sikrer rettidig afvikling i tilfælde af, at deltageren med den største betalingsforpligtelse misligholder sin forpligtelse. Den mest effektive risikostyring er en kombination af krav om sikkerhedsstillelse og lånerammer.

#### *Standard 10: Kontantafvikling*

Aktiver, der anvendes til afvikling af betalingsforpligtelser i forbindelse med værdipapirtransaktioner, skal indebære lille eller ingen kredit- eller likviditetsrisiko. Hvis der ikke anvendes centralbankpenge, skal der træffes foranstaltninger til at beskytte systemets deltagere mod potentielle tab og likviditetsmangel i tilfælde af, at den afviklingsagent, hvis aktiver benyttes til formålet, ikke overholder sine forpligtelser.

#### *Standard 11: Driftssikkerhed*

Kilder til operationelle risici i forbindelse med clearing- og afviklingsprocessen skal identificeres, overvåges og vurderes regelmæssigt. Risikoen bør minimeres ved udvikling af hensigtsmæssige systemer og effektive kontrolforanstaltninger og procedurer. Systemer og dermed forbundne funktioner skal i) være pålidelige og sikre, ii) bygge på fornuftige tekniske løsninger, iii) udvikles og vedligeholdes i henhold til gennemprøvede procedurer, iv) have tilstrækkelig, fleksibel kapacitet, v) have passende nødprocedurer, der sikrer driftskontinuitet, og vi) være underlagt hyppig og uafhængig kontrol af de procedurer, som sikrer rettidig genoptagelse af operationer og gennemførelse af afviklingsprocessen.

#### *Standard 12: Beskyttelse af investorenes ejendomsret*

Depotbanker og andre virksomheder, der opbevarer kunders værdipapirer, skal have procedurer for registrering og opbevaring, der sikrer kundernes ret til værdipapirerne. Det er i særdeleshed vigtigt at sikre mod krav fra depotbankernes og virksomhedernes kreditorer.

#### *Standard 13: Regler om ledelse*

Værdipapircentralernes og de centrale modparters regler om ledelse skal tilgodese offentlige hensyn og fremme ejernes og markedsdeltagernes målsætninger.

#### *Standard 14: Adgang*

Værdipapircentraler og centrale modparters skal have objektive og offentligt tilgængelige regler for deltagelse, som giver mulighed for fair og åben adgang. Regler og krav, der begrænser denne adgang, skal have til formål at styre risici.

#### *Standard 15: Effektivitet*

Værdipapirclearing- og -afviklingssystemer skal tilbyde sikre stabile faciliteter og bør være effektive.

#### *Standard 16: Kommunikationsprocedurer, meddelellesstandarder og straight-through processing (STP)*

Enheder, der leverer værdipapirclearing- og -afviklingsydelser, og deltagerne i deres systemer skal anvende eller understøtte de relevante internationale kommunikationsprocedurer og standarder for meddelelser og referencedata med henblik på effektiv clearing og afvikling på tværs af systemer. Det fremmer straight-through processing (STP) gennem hele værdipapirafviklingskæden. Serviceudbydere skal arbejde i retning af STP for at opnå hurtig, sikker og omkostningseffektiv behandling af værdipapirtransaktioner, herunder bekræftelse, matchning, netting, afvikling og opbevaring.

#### *Standard 17: Gennemsigtighed*

Værdipapircentraler og centrale modparters skal give markedsdeltagerne tilstrækkelig information til, at de kan identificere og nøjagtigt vurdere de risici og omkostninger, som er forbundet med værdipapirclearing- og -afviklingsydelser.

Større depotbanker skal give tilstrækkelig information til, at deres kunder kan identificere og nøjagtigt vurdere de risici, som er forbundet med værdipapirclearing- og -afviklingsydelser.

#### *Standard 18: Regulering, tilsyn og overvågning*

Enheder, der leverer værdipapirclearing- og -afviklingsydelser, skal som minimum være underlagt gennemsigtig, konsekvent og effektiv regulering og tilsyn. Værdipapirclearing- og -afvik-

lingssystemer og -ordninger skal som minimum være underlagt gennemsigtig, konsekvent og effektiv centralbankovervågning. Centralbanker, værdipapirtilsynsmyndigheder og banktilsynsmyndigheder skal samarbejde med hinanden, både nationalt og på tværs af landegrænser (især inden for EU) på en effektiv og gennemsigtig måde.

*Standard 19: Risici i links på tværs af systemer<sup>1</sup>*

Værdipapircentraler, som etablerer link med henblik på afvikling af handler imellem systemer, skal konstruere og forvalte disse link således, at de effektivt reducerer de risici, som er forbundet med afvikling imellem systemer.

<sup>1</sup> Denne standard dækker ikke link etableret af centrale modparter. De vil blive behandlet i ESCB-CESRs fremtidige arbejde vedrørende centrale modparter.



**Kunstner:**

Ana Luisa Ribeiro

**Titel:**

Uden titel, 2002

**Materiale:**

Olie på lærred

**Format:**

150 x 230 cm

© Den Europæiske Centralbank



## KAPITEL 4

# EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER



# I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

## I.1 POLITIKSPØRGSMÅL

### STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I 2004 havde to eurolande, nemlig Grækenland og Holland, samt seks af de 10 nye EU-lande, nemlig Cypern, Malta, Polen, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn, et uforholdsmæssigt stort underskud (se også afsnit 2.5 i kapitel 1). Procedurerne i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, som blev iværksat i 2003, for Frankrig og Tyskland var fortsat i gang, selv om de de facto var stillet i bero som følge af Ecofin-Rådets konklusioner af 25. november 2003. Ifølge disse konklusioner skulle Frankrig og Tyskland korrigere deres uforholdsmæssigt store underskud senest i 2005 i stedet for 2004, som var fristen i Ecofin-Rådets henstillinger til disse lande i medfør af traktatens artikel 104, stk. 7. Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud for Portugal blev indstillet.

I juli 2004 annullerede EF-Domstolen Ecofin-Rådets konklusioner af 25. november 2003 med hensyn til Frankrig og Tyskland, hvad angår beslutningen om at stille procedurerne i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud i bero og ændre de tidligere henstillinger for de to lande. Domstolen understregede, at traktatens og stabilitets- og vækstpagtens regler og procedurer samt Kommissionens initiativret altid skal respekteres.

ECB udtrykte tilfredshed med dommens bekræftelse af, at traktatens og pagtens regler og procedurer skal overholdes. Banken opfordrede de berørte institutioner til at træffe de nødvendige forholdsregler til at sikre fuld gennemførelse af reglerne og procedurerne.

I september 2004 vedtog Kommissionen en meddelelse om forbedring af den økonomiske styring og afklaring af gennemførelsen af stabilitets- og vækstpagten. Denne meddelelse indeholder en række forslag om reform af pagten. Forslagene vedrørende den forebyggende del omfattede tidligere og mere aktiv brug af advarsler med henblik på at korrigere en utilfredsstillende udvikling, omdefinering af de mellemlistede målsætninger for budgetsaldene, så der tages

hensyn til landespecifikke forhold, samt større fokus på gæld og holdbarhed i overvågningen af budgetstillinger. Forslagene vedrørende den korrigerende del omfattede ændring af definitionen af de exceptionelle forhold, hvorunder en underskudskvotient over referenceværdien på 3 pct. af BNP ikke anses for uforholdsmæssigt stor, ændring af tilpasningsforløbet i forbindelse med korrigerende af et uforholdsmæssigt stort underskud samt præcisering af gældskriteriet.

I debatten om reformen af stabilitets- og vækstpagten tilkendegav Styrelsesrådet, at det var muligt at forbedre gennemførelsen af stabilitets- og vækstpagten, og at det ville være en fordel. I den forbindelse er Europa-Kommissionens forslag til forbedring af gennemførelsen af pagtens forebyggende del nyttig. Samtidig advarede Styrelsesrådet mod at ændre pagten og navnlig proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Det anså troværdigheden af grænseværdien på 3 pct. for afgørende med hensyn til at forankre forventningerne til budgetdisciplinen.

I september 2004 rapporterede Grækenland underskuds- og gældstal for perioden 2000-03, som var betydeligt højere end de tidligere offentliggjorte tal. Underskudskvotienten oversteg referenceværdien på 3 pct. af BNP. Reviderede tal for perioden 1997-99, der også viste underskud på over 3 pct. af BNP, blev herefter offentliggjort (se også afsnit 2.5 i kapitel 1). ECB betragter pålidelig udarbejdelse samt nøjagtig og rettidig rapportering af statistik over offentlige finanser som afgørende for budgetovervågningens og selve ØMUens troværdighed. De europæiske regnskabsregler skal overholdes fuldt ud i forbindelse med registrering af alle former for udgifter og indtægter, og de skal anvendes på en konsekvent og stabil måde over tid og homogent på tværs af medlemslandene.

### LISSABON-STRATEGIEN

På mødet i Lissabon i marts 2000 vedtog Det Europæiske Råd en 10-årig strategi – Lissabonstrategien – der senest i 2010 skulle gøre EU til "den mest konkurrencedygtige og dynamiske videnbaserede økonomi i verden, en økonomi, der kan skabe en holdbar økonomisk vækst med flere

og bedre job og større social samhørighed". Resultaterne af Lissabon-strategien i 2004 var blandede. Der er gjort fremskridt på nogle områder, fx vedrørende arbejdsmarkederne. I de fleste henseender var fremskridtet dog beskedent. Det var tydeligt, at der skulle sættes betydeligt mere skub i reformerne, hvis Lissabon-målene skulle nås inden udgangen af 2010.

På baggrund heraf besluttede Det Europæiske Råd på forårsmødet i 2004 at foretage en midtvejsrevision af Lissabon-strategien. Som første skridt opfordrede Rådet Kommissionen til at nedsætte en gruppe på højt plan under ledelse af Wim Kok til at foretage en uafhængig vurdering af Lissabon-strategiens resultater. Denne vurdering skulle så bruges som udgangspunkt for Kommissionens og EU-Rådets midtvejsrevision. Revisionen skal efter planen være færdig inden Det Europæiske Råds forårsmøde i marts 2005.

Gruppen på højt plan forelagde sin rapport, "Facing the challenge", i november 2004. I rapporten understreges det, at EU ikke kan fastholde status quo i lyset af de to udfordringer – den globale konkurrence og befolkningens aldring – Unionen står over for, især ikke, hvis den sociale model skal sikres. Konklusionen var, at Lissabon-strategiens ambitiøse mål samt tidsfristen 2010 for disse mål bør bevares. I rapporten opfordres til en bedre prioritering af mål og hurtig handling på fem vigtige politikområder: det videnskabelige samfund, det indre marked, erhvervs klimaet, arbejdsmarkedet og miljømæssig bæredygtighed.

ECB har gentagne gange bakket op om Lissabon-strategiens ambitioner og tilkendegivet sin støtte til tiltag fra regeringerne og arbejdsmarkedets parter. Banken har også opfordret til hurtigere gennemførelse af de påkrævede foranstaltninger og mere effektive benchmarks for reformprocessen. Reform er afgørende for at sikre fremtidig vækst og beskæftigelse og for at forbedre euroområdet evne til at tilpasse sig økonomiske stød. Reformen på arbejdsmarkedet, kapitalmarkedet, varemarkedet og markedet for tjenesteydelser kan især fremme investeringer og mindske vedvarende inflation via øget konkur-



rence. EU bør benytte midtvejsrevisionen til at puste nyt liv i Lissabon-strategien og sætte skub i strukturreformerne.

## 1.2 INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL

### FORFATNINGEN FOR EUROPA

På regeringskonferencens afsluttende møde 17.-18. juni 2004 nåede stats- og regeringscheferne til enighed om traktaten om en forfatning for Europa (forfatningen). Forfatningen blev undertegnet 29. oktober 2004 i Rom og træder i kraft 1. november 2006, såfremt alle 25 medlemslande har ratificeret den i henhold til deres nationale procedurer. I en række medlemslande vil ratifikationsproceduren omfatte en folkeafstemning.

ECB overvågede regeringskonferencen nøje og bidrog både formelt og uformelt til forhandlingerne om spørgsmål, som var relevante for ECBs, eurosystemets og ESCBs opgaver og mandat. ECB blev hørt i medfør af artikel 48 i traktaten om Den Europæiske Union, og Styrelsesrådet vedtog 19. september 2003 en udtalelse om udkastet til en traktat om en forfatning for Europa<sup>1</sup>. Desuden sendte ECBs formand skrivelser til EU-Rådets formand i november 2003 og april 2004 for at uddybe udtalelsen.

<sup>1</sup> CON/2003/20.

ECB bifaldt Det Europæiske Konvents og den efterfølgende regeringskonferences forsøg på at forenkle, strømline og præcisere EUs retlige og institutionelle ramme. ECB gjorde det også klart, at de gældende bestemmelser for ØMUen var sunde, både hvad angår målsætninger og ansvarsfordeling.

ECB anså det således for væsentligt, at prisstabilitet ikke kun skulle forblive hovedmålet for ECB og ESCB, men også et erklæret mål for EU. Dette synspunkt bekræftes til fulde i forfatningen for Europa.

ECB var også af den opfattelse, at den kun kan udføre sine opgaver tilfredsstillende, hvis ECBs og ESCBs særlige institutionelle egenskaber, der giver ECB en særstatus i forhold til EUs andre institutioner, bevares. Forfatningen bevarer disse særlige institutionelle egenskaber og bekræfter ECBs, ESCBs og NCBernes uafhængighed samt ECBs status som juridisk person og dens regeludstedende beføjelser. ECBs særlige karakter understreges yderligere i forfatningen ved at klassificere den som en af "Unionens andre institutioner og dens rådgivende organer". ECB er således ikke nævnt under "Unionens institutioner", som omfatter Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Ministerrådet, Europa-Kommissionen og Den Europæiske Unions Domstol. Disse institutioner udgør tilsammen EUs "institutionelle ramme".

På ECBs anmodning er begrebet "eurosystemet" medtaget i forfatningen. Med dette begreb, der omfatter ECB og euroområdet NCBer og blev vedtaget af Styrelsesrådet i 1999, skelnes mellem ESCB, der omfatter alle EUs centralbanker, og centralbanksystemet i euroområdet. Begrebet "eurosystemet" afspejler også på passende måde, at ECB og euroområdet NCBer er integrerede dele af det samme system (se også kapitel 8).

I lyset heraf mener ECB, at forfatningen bekræfter EUs eksisterende monetære ramme. ECB hilser gennemførelsen af ratifikationsprocessen velkommen.

## **EUROGRUPPENS NYE ARBEJDSMETODER**

På Ecofin-Rådets uformelle møde i Scheveningen (Holland) 10.-11. september 2004 blev euroområdets økonomi- og finansministre enige om en række nye arbejdsmetoder for Eurogruppen. Disse nye metoder skal øge Eurogruppens effektivitet.

De nye metoder omfatter mere fremadskuende strategiske drøftelser, især om strukturreformer og indførelse af et stabilt formandskab, der sidder to år ad gangen i stedet for seks måneder. Eurogruppens formand vælges ved simpelt flertal af Eurogruppens medlemmer. I Scheveningen blev Luxembourgs premier- og finansminister, Jean-Claude Juncker, valgt som den første formand for Eurogruppen for en 2-årig periode fra 2005 til 2006.

ECB, der jævnligt bliver indbudt til at deltage i Eurogruppens møder, deltog i revisionen af gruppens arbejdsmetoder. ECB var af den opfattelse, at de nye arbejdsmetoder, herunder indførelsen af et stabilt formandskab for Eurogruppen, ville gøre Eurogruppen mere effektiv. De nye metoder indebærer ingen ændringer i opgavefordelingen mellem ECB og euroområdets finansministre inden for ØMUens rammer. De understreger dog regeringernes fælles ansvar for at føre en sund finans- og strukturpolitik, hvilket er en forudsætning for den fælles valutas fortsatte succes.

## 2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

### 2.1 VIGTIGE TENDENSER I DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM

#### OVERVÅGNING AF DE MAKROØKONOMISKE POLITIKKER I DEN GLOBALE ØKONOMI

De makroøkonomiske politikker i den globale økonomi, især i de største industrilande, er et væsentligt element i det internationale miljø, som ECB skal tage hensyn til i forbindelse med udførelsen af pengepolitikken og sine andre opgaver. Eurosystemet deltager i overvågningen af disse makroøkonomiske politikker gennem internationale finansielle institutioner og fora, hovedsagelig møderne i IMF's bestyrelse og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) samt møderne mellem G7-landenes finansministre og centralbankchefer og G10-landenes centralbankchefer. ECB's mål er at udveksle synspunkter og gennemgå mulige politikker, der kan fremme stabile makroøkonomiske forhold, sunde makroøkonomiske politikker og prisstabilitet i euroområdet.

De globale forhold var i 2004 præget af kraftig økonomisk vækst og et overvejende begrænset inflationspres. Mange større økonomier samt Latinamerika oplevede et kærkomment opsving i produktionen, hvilket faldt sammen med den vedvarende kraftige vækst i vækstmarkedsøkonomier i Asien og Østeuropa. Et negativt træk var de uændrede eller endda forværrede globale balanceproblemer – herunder den amerikanske økonomis eksterne balanceproblemer.

ECB har ved forskellige lejligheder understreget de risici og usikkerheder, som er forbundet med fortsættelsen af sådanne balanceproblemer. Generelt er ECB enig med det internationale samfund i, at der skal stilles tre hovedkrav i forbindelse med tilpasningsprocessen: korrigerende af den manglende opsparring/investering i underskudslandene, fremme af øget bæredygtig vækst gennem strukturreformer i lande med forholdsvis lav potentiel vækst og valutakursfleksibilitet for større lande og regioner, der ikke har denne fleksibilitet. Med hensyn til valutakursudviklingen blev det i G7-landenes kommunikation i 2004 og februar 2005 understreget, at valutakurserne

skal afspejle de grundlæggende økonomiske forhold, og at for kraftig volatilitet og pludselige bevægelser i valutakurserne er uhensigtsmæssige for den økonomiske vækst.

De østasiatiske landes stigende betydning for den globale økonomi, der afspejles i deres bemærkelsesværdige bidrag til den globale produktionsvækst og handel, var genstand for stor opmærksomhed i 2004. ECB overvågede nøje udviklingen i disse lande og styrkede sine direkte forbindelser med de asiatiske centralbanker ved sammen med Monetary Authority of Singapore at arrangere et seminar på højt niveau for de 11 centralbankchefer i EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks)<sup>2</sup>, cheferne for euroområdet NCB'er og ECB's formand. Seminaret, der blev afholdt i Singapore i juli 2004, fokuserede på mange østasiatiske landes stigende økonomiske vægt, de internationale valutaers rolle samt regional integration og regionalt samarbejde.

Kapitaltilstrømningen til vækstmarkedsøkonomierne, som ECB løbende overvåger på grund af deres betydning for den internationale finansielle stabilitet, var fortsat robust i 2004, og det samme gjaldt disse landes økonomiske vækst generelt. Centrale faktorer i forbindelse hermed var de gunstige eksterne finansieringsforhold, de høje internationale priser på eksportvarer og et opsving i importefterspørgslen fra større økonomier. Der blev således registreret overskud på betalingsbalancens løbende poster, og udlandsgælden faldt generelt, selv om gældsætningen fortsat var høj i en række lande. Gunstige finansieringsvilkår fik offentlige og private låntagere i vækstmarkedsøkonomierne til at finansiere sig kraftigt på de internationale obligationsmarkeder og udnytte de lave renter. Obligationsrentespændene i vækstmarkedsøkonomierne udvidedes forbigående i 2. kvartal 2004, men indsnævredes senere på året til et historisk lavt niveau.

<sup>2</sup> EMEAP-landene er Australien, Filippinerne, Hongkong, Indonesien, Japan, Kina, Korea, Malaysia, New Zealand, Singapore og Thailand.



Endelig blev selve euroområdet undersøgt som led i den internationale politikovervågning. Både IMF og OECD gennemførte deres regelmæssige gennemgang af euroområdet pengepolitik, finanspolitik og økonomiske politik samt deres gennemgang af de enkelte eurolande. IMF's artikel IV-konsultationer og OECD's Economic and Development Review Committee gav anledning til en frugtbar udveksling af synspunkter mellem disse internationale organisationer og ECB, Eurogruppens formandskab og Europa-Kommissionen. Efter disse drøftelser udarbejdede IMF og OECD hver især en rapport med en vurdering af euroområdet politikker.<sup>3</sup> I begge undersøgelser var opmærksomheden særligt rettet mod de 10 nye EU-landes tiltrædelse 1. maj 2004.

#### **DEN INTERNATIONALE FINANSIELLE STRUKTUR**

I lyset af EU's høje grad af integration i den globale økonomi har ESCB og eurosystemet en interesse i, at det globale finansielle system fungerer problemfrit. De bidrager derfor aktivt til de igangværende drøftelser om den internationale finansielle struktur og deltager bl.a. i de relevante internationale institutioner og fora. I nogle institutioner og fora deltager ECB direkte, og i andre deltager banken med observatørstatus. ESCB deltager også i dette arbejde på europæisk plan, især i Det Økonomiske og Finansielle Udvalg.

Hvad angår arbejdet blandt G10-landenes finansministre og centralbankchefer, glædede ECB sig over den stigende anvendelse af CAC-klausuler (collective action clauses) – kontraktbestemmelser, hvis hovedformål er at lette omlægningen af misligholdt gæld – i forbindelse med udstedelse af statsobligationer. På under to år er anvendelsen af CAC-klausuler blevet markedsstandard for udstedelse af statsobligationer ifølge lovgivningen i New York, selv om G10-landenes anbefalinger ikke overholdes fuldstændig.

ECB drøftede også andre aspekter af den private sektors rolle i forbindelse med løsningen af finansielle kriser og undersøgte erfaringerne med forskellige instrumenter til fremme af denne rolle. ECB overvågede endvidere udviklingen af "Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets", som blev offentliggjort i november 2004 af en gruppe statsobligationsudstedere og kreditorer fra den private sektor i vækstmarkedsøkonomier. Disse principper, som tidligere blev kaldt adfærdskodeksen, skal fremme oplysning om gældsætning, regelmæssig dialog mellem debitorer og kreditorer, gældsoplægningforhandlinger i god tro og retfærdig behandling af alle berørte kreditorer. Disse principper, som blev hilst velkommen af G20-landenes finansministre og centralbankchefer, skal lukke en række huller i den globale finansielle struktur. Efter gennemførelsen bør de i væsentlig grad bidrage til de langsigtede forsøg på at skabe et system, der fremmer samarbejde, vækst og finansiell stabilitet på globalt plan.

ECB overvågede også IMF's finansielle stilling. På mødet i oktober 2004 bemærkede G10-landenes finansministre og centralbankchefer, at IMF's stærke finansielle stilling, som var afgørende for, at IMF kunne leve op til sit ansvar, ville møde udfordringer i forbindelse med verdensøkonomiens udvikling. Til imødegåelse af disse udfordringer kræves en række politiktiltag, herunder styrket overvågning, større vægt på gældens holdbarhed i forbindelse med beslutninger om

3 IMF: "Euro Area Policies: Staff Report", august 2004; OECD: "Economic Survey – Euro Area 2004", juli 2004.

udlån, nøje overholdelse af de for nylig vedtagne rammer for ekstraordinær adgang samt eventuelle yderligere ændringer i IMF's finansielle struktur for at fremme rettidig tilbagebetaling og færre fornyelser af lån.

### **REGIONAL INTEGRATION OG REGIONALT SAMARBEJDE**

Eftersom EU selv er resultatet af en langvarig regional økonomisk integrationsproces, er ECB blevet en naturlig partner for de monetære myndigheder i adskillige regionale grupper i verden, der opfordrer ECB til at dele sin erfaring med politiske beslutningstagere og undertiden akademikere. I den forbindelse er ECB ikke interesseret i kun at redegøre for det monetære samarbejde i Europa, men i lige så høj grad i at forstå den regionale økonomiske integration uden for EU.

I september 2004 afholdt People's Bank of China og ECB en G20-workshop om regional økonomisk integration i et globalt perspektiv i Beijing. Blandt de behandlede emner var forudsætningerne for regionale samarbejdsordninger, integrationsprocessens optimale forløb, monetært og finansielt samarbejde samt forenelighed mellem regional handelsintegration og Verdenshandelsorganisationens regler.

I 2004 styrkede ECB også sine forbindelser med de regionale monetære institutioner i Afrika. Således har ECB og nogle af euroområdet's NCB'er ydet teknisk bistand til West African Monetary Institute i Accra, Ghana, som står for de tekniske forberedelser til monetær integration blandt de engelsktalende lande i Vestafrika.

### **EUROENS INTERNATIONALE ROLLE**

I 2004 var euroens rolle stort set stabil, både på de internationale kapital- og valutamarkeder og som anker-, reserve- samt interventionsvaluta. Der var tegn på øget brug af euroen som fakturerings- og afviklingsvaluta i visse eurolandes internationale handel. De fleste af disse lande bruger tilsyneladende i højere grad euroen i forbindelse med eksport end import og inden for eksport i højere grad i forbindelse med varer end tjenesteydelser. For de fleste nye EU-lande og kandidatlandene observeredes også en bemær-

kelsesværdig stigning i anvendelsen af euro i den internationale handel (på grundlag af observationer fra 2003). Anvendelsen af euro steg i mange tilfælde kraftigere end handlen med euroområdet, hvilket tydede på, at euroen i stigende grad benyttes i landenes internationale handel med partnerlande uden for euroområdet.<sup>4</sup>

ECB udviklede fortsat den nødvendige statistiske dækning til analyse af euroens internationale rolle. På grundlag af tidligere undersøgelser blev der udarbejdet to nye datasæt, der kan identificere iøjnefaldende træk ved markedet for eurodenominerede obligationer udstedt af residerter uden for euroområdet.

### **2.2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU**

Eurosystemet fortsatte med at opbygge kontakten til centralbankerne uden for EU, hovedsagelig via afholdelse af seminarer og workshoper, men også via teknisk bistand. Målet er at samle oplysninger og udveksle synspunkter vedrørende den økonomiske og monetære udvikling i forskellige regioner i verden med potentiel indflydelse på de globale økonomiske forhold eller udviklingen i euroområdet.

Eurosystemets projekt vedrørende teknisk bistand til Central Bank of Russia (CBR), som finansieres af EU inden for rammerne af programmet om teknisk bistand til de nye uafhængige stater (Tacis), gennemføres efter planen. Det 2-årige projekt, som blev iværksat i november 2003, har til formål at styrke CBR's banktilsyn yderligere som en væsentlig foranstaltning til at fremme mere stabile finansielle forhold i Rusland. Uddannelsesplanen, som blev vedtaget i januar 2004 af CBR samt på den anden side ni NCB'er i euroområdet, tre tilsynsmyndigheder og ECB, omfatter 64 kurser, otte studiebesøg og fire seminarer på højt plan. Ved udgangen af 2004 var der afholdt 34 kurser, fire studiebesøg og to seminarer. Omkring 400 CBR-medarbejdere har deltaget i uddannelsesplanen. Foruden Tacis-

<sup>4</sup> Se "Review of the international role of the euro", ECB, december 2004.

projektet afholdt eurosystemet i maj 2004 dets første bilaterale seminar på højt plan med CBR i Helsinki, koordineret af Suomen Pankki – Finlands Bank og ECB. Dette seminar handlede om penge- og valutapolitik, kapitalens frie bevægelighed, de økonomiske forbindelser mellem EU og Rusland, herunder handelspolitik, samt udviklingen i banksektoren og spørgsmål vedrørende stabilitet i den finansielle sektor.

Eurosystemet har etableret en samarbejdsramme med centralbankerne i Middelhavslandene. I januar 2004 afholdt ECB og Banca d'Italia i fællesskab det første seminar på højt plan i Napoli for centralbankcheferne fra Barcelona-processens partnerlande<sup>5</sup>. Efter en teknisk workshop i september 2004 afholdt ECB og Banque de France i fællesskab det andet seminar på højt plan i Cannes i februar 2005. Dette seminar omhandlede den seneste finansielle og monetære udvikling i Middelhavsområdet, de økonomiske forbindelser mellem euroområdet og Middelhavslandene (med særlig fokus på arbejdstagernes pengefor-sendelser til hjemlandet) samt centralbankuafhængighed.

I Vestbalkan har ECB oprettet forbindelser med centralbanker på overordnet ledelsesplan via en række besøg, herunder til Centralna Banka Bosne i Hercegovine og Narodna banka Srbije. Formålet med disse besøg var at udvikle en dialog mellem ECB og centralbankerne i Bosnien-Hercegovina og Serbien, eftersom de er potentielle EU-kandidatlande.

Eurosystemet søgte også at øge sin forståelse af udviklingen i systemisk vigtige økonomier i Latinamerika. Til dette formål afholdt ECB sammen med Banco Central do Brasil, Banco de Portugal og Banco de España det andet seminar på højt plan for centralbanker i eurosystemet og Latinamerika, der fandt sted i Rio de Janeiro i november 2004. Forud for seminaret blev der afholdt en forberedende teknisk workshop i Lissabon. Seminarets deltagere diskuterede finanspolitikens eventuelle begrænsninger af pengepolitikken, sårbarheder i forbindelse med gæld og de finansielle systemers egenskaber.

I Mellemøsten udbyggede ECB forbindelserne med generalsekretariatet for Samarbejdsrådet for Golfstaterne (GCC) og GCC-landenes monetære myndigheder og centralbanker i lyset af planen om at indføre en fælles valuta i GCC-medlemslandene<sup>6</sup> senest i 2010.

5 Algeriet, Egypten, Israel, Jordan, Libanon, Marokko, Den Palæstinensiske Myndighed, Syrien, Tunesien og Tyrkiet.

6 De seks GCC-lande er Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabien og De Forenede Arabiske Emirater.





**Kunstner:**

Xenia Hausner

**Titel:**

Traumspiel, 2004

**Materiale:**

Farvelitografi på håndlavet papir (ed. 16/25)

**Format:**

96 x 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## KAPITEL 5

# ANSVARLIGHED

## I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET

Ansvarlighed kan forstås som en uafhængig centralbanks juridiske og institutionelle forpligtelse til klart og tydeligt at gøre rede for sine beslutninger over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter, hvorved centralbanken holdes ansvarlig for opfyldelsen af sine målsætninger. Ansvarlighed er således et vigtigt aspekt af en centralbanks uafhængighed.

Helt fra begyndelsen har ECB anerkendt, at ansvarlighed er essentiel, og ført en løbende dialog med borgerne og deres folkevalgte repræsentanter. Traktaten fastlægger en række rapporteringskrav for ECB lige fra offentliggørelse af en årsberetning, kvartalsberetninger og ugentlige konsoliderede oversigter over den finansielle stilling til fremmøde i Europa-Parlamentet. ECB opfylder rigeligt disse krav, fx ved at offentliggøre månedsoversigter i stedet for kvartalsberetninger, ved at holde månedlige pressemøder og siden december 2004 ved månedligt at annoncere andre beslutninger fra Styrelsesrådet end rentebeslutningerne (se også afsnit 1 i kapitel 6). På institutionelt plan tildeler traktaten Europa-Parlamentet en fremtrædende rolle i forbindelse med ECBs ansvarlighed.

Også i 2004 holdt medlemmerne af Styrelsesrådet adskillige taler i hele euroområdet, hvori de gjorde rede for ECBs politik over for offentligheden. I overensstemmelse med traktatens artikel 113 fortsatte ECB også sin 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 Økonomi- og Valutaudvalget. Formanden forelagde også ECB Årsberetning 2003 for udvalget og på et plenarmøde i Europa-Parlamentet.

Økonomi- og Valutaudvalget indbød også et andet medlem af Direktionen til at forelægge ECBs synspunkter vedrørende den økonomiske situation og de vigtigste emner inden for strukturreformer. Desuden deltog ECB i en høring arrangeret af udvalget om det fælles eurobetalings-

område (Committee on the Single Euro Payments Area).

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. Som i de foregående år besøgte en delegation fra Økonomi- og Valutaudvalget ECB med henblik på uformelle drøftelser med medlemmerne af Direktionen om en række emner.

I traktatens artikel 112 hedder det, at Europa-Parlamentet skal høres om kandidater til Direktionen inden deres udnævnelse efter fælles overenskomst mellem medlemslandenes regeringer på stats- eller regeringschefniveau. Efter en indstilling fra Rådet indbød Europa-Parlamentet José Manuel González-Páramo til at forelægge sine synspunkter i Økonomi- og Valutaudvalget og besvare spørgsmål fra udvalgets medlemmer. Efter høringen godkendte Europa-Parlamentets plenarforsamling hans udnævnelse som Eugenio Domingo Solans' efterfølger i Direktionen.

## 2 ECBs SYN PÅ UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET

Europa-Parlamentets høringer af ECBs formand omfattede en lang række forskellige emner, men fokuserede på vurderingen af den økonomiske og monetære udvikling og gennemførelsen af ECBs pengepolitik. Nedenfor beskrives nogle af de emner, der blev drøftet under udvekslingen af synspunkter mellem Europa-Parlamentet og ECB, og som berøres i Europa-Parlamentets beslutning fra oktober 2004 om ECB Årsberetning 2003.

### DEN FÆLLES PENGEPOLITIKS BIDRAG TIL FÆLLESSKABETS GENERELLE ØKONOMISKE POLITIKKER

Den fælles pengepolitik bidrag til Fællesskabets generelle økonomiske politikker var et centralt emne under høringerne af ECBs formand i Europa-Parlamentet. Nogle medlemmer af Økonomi- og Valutaudvalget mente, at fastholdelse af prisstabilitet ikke i tilstrækkelig grad understøtter vækst og beskæftigelse, og at der var en sammenhæng mellem inflation og arbejdsløshed. Andre udvalgsmedlemmer fandt, at bestemmelserne i traktatens artikel 105 var fuldt ud hensigtsmæssige, og at fastholdelse af prisstabilitet fortsat burde være hovedmålet for den fælles pengepolitik.

Formanden påpegede, at ECB bidrager bedst muligt til at skabe et økonomisk miljø, som fremmer holdbar vækst, ved troværdigt at forfølge målet om prisstabilitet og solidt forankre inflationsforventningerne på mellemlangt og langt sigt. I beslutningen om ECB Årsberetning 2003 erklærede Europa-Parlamentet sig enig i dette synspunkt og bifaldt ECBs fortsatte fokus på fastholdelse af prisstabilitet.

### FINANSIEL INTEGRATION OG REGULERING

Inden for rammerne af de kvartalsvise høringer spurgte medlemmerne af Økonomi- og Valutaudvalget formanden om ECBs synspunkter vedrørende finansiell integration og regulering. Europa-Parlamentet fokuserede især på ESCBs og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheders (CESRs) arbejde med værdipapir-clearing og -afvikling. Nærmere bestemt udtrykte Europa-Parlamentet i sin beslutning om ECB Årsberetning 2003 bekymring over, at

ESCBs og CESRs foreslåede standarder måske foregriber den kommende lovgivning på området.

Formanden understregede, at de foreslåede standarder ikke havde til formål at foregribe fremtidig lovgivning. Han anførte, at hvis der på et senere tidspunkt vedtages et direktiv om clearing og afvikling, skal standarderne vurderes med henblik på eventuel tilpasning til et sådant direktiv (se også afsnit 4 i kapitel 3).

### ECB's ANSVARLIGHED OG GENNEMSIGTIGHED

I sin beslutning om ECB Årsberetning 2003 betegnede Europa-Parlamentet dialogen med ECB som en succes, fordi den regelmæssige udveksling af synspunkter gør ECBs pengepolitik mere gennemsigtig og tilgængelig for offentligheden. Samtidig havde ECB og Europa-Parlamentet stadig forskellige meninger om visse aspekter af ansvarlighed og gennemsigtighed. Europa-Parlamentet gentog i sin beslutning opfordringen til at offentliggøre protokoller og en opgørelse over stemmefordelingen på Styrelsesrådets møder.

Hvad angår opfordringen til at offentliggøre mødeprotokoller, understregede formanden, at de kommunikationskanaler, som ECB har valgt, er mere effektive med hensyn til aktualitet. Navnlig de månedlige pressemøder umiddelbart efter Styrelsesrådets møder giver et grundigt aktuelt indblik i baggrunden for Styrelsesrådets beslutninger og har således i bund og grund samme funktion som protokoller. Desuden offentliggøres Styrelsesrådets overvejelser på denne måde langt tidligere, end det ville være tilfældet med formelt godkendte protokoller. I kraft af disse pressemøder samt kommunikationskanaler som Månedsoversigterne og den månedlige offentliggørelse af andre beslutninger fra Styrelsesrådet end rentebeslutningerne er ECB en af de mest gennemsigtige centralbanker i verden.

Hvad angår opfordringen til at offentliggøre stemmefordelingen blandt Styrelsesrådets medlemmer, mindede formanden om, at under de institutionelle forhold, som gælder for den fælles pengepolitik, medfører offentliggørelse af stemmefordelingen en risiko for, at medlemmer af

Styrelsesrådet udsættes for et uhensigtsmæssigt nationalt pres, der skal få dem til at afvige fra euroområdet perspektiv. Derfor fortsætter ECB med ikke at offentliggøre de enkelte medlemmers synspunkter eller stemmeadfærd. Med denne tilgang fokuseres offentlighedens opmærksomhed på det økonomiske ræsonnement bag de pengepolitiske beslutninger frem for den enkeltes stemmeadfærd og er i overensstemmelse med Styrelsesrådets funktion som et kollektivt samt euroområdet perspektiv.

#### **FORFALSKNING OG SEDDELSIKKERHED**

Medlemmerne af Økonomi- og Valutaudvalget rejste også spørgsmålet om forfalskning af eurosedler. I sin beslutning om ECB Årsberetning 2003 opfordrede Europa-Parlamentet ECB til at være yderst opmærksom på forfalskning og tage hensyn til de indhøstede erfaringer i forbindelse med udformningen af en ny generation af eurosedler.

Under høringerne i Økonomi- og Valutaudvalget understregede formanden, at ECB tager forfalskning meget alvorligt, og at ECB løbende søger at forbedre sine politikker til bekæmpelse af forfalskning. Inden for dette område har ECB således indgået samarbejdsaftaler med forskellige nationale og internationale myndigheder. Desuden bruges erfaringen med forfalskede eurosedler i forskning og udvikling af nye sikkerhedselementer i forbindelse med den nye generation af eurosedler. Information om alle forfalskede eurosedler lagres i en ECB-database, som er tilgængelig for alle centralbanker og nationale politimyndigheder i EU (se afsnit 3 i kapitel 2).



**Kunstner:**

Philippe Cognée

**Titel:**

Foule, Place St. Pierre de Rome, Pâques, 1999

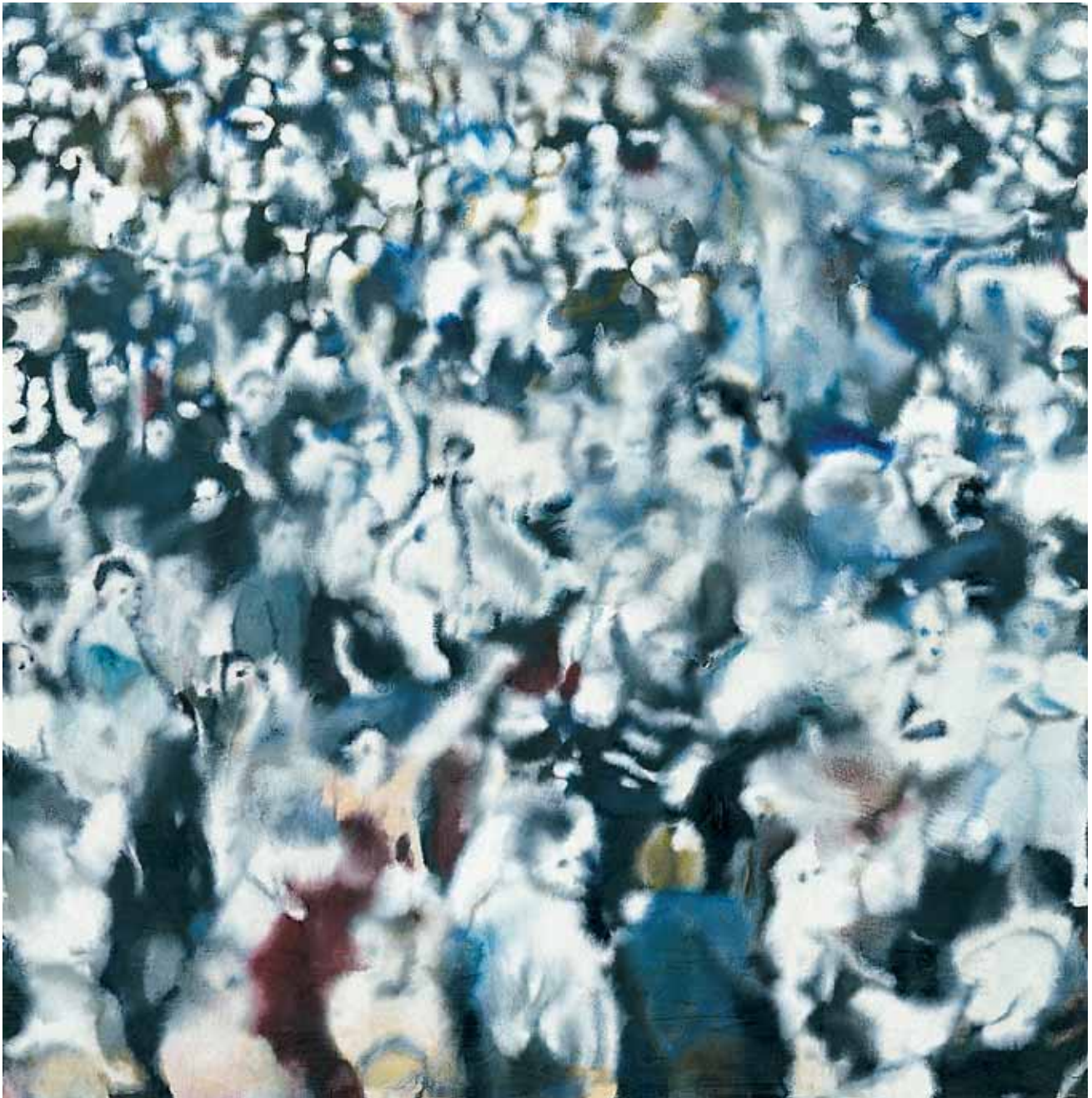
**Materiale:**

Voks på lærred

**Format:**

154 x 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2004



**KAPITEL 6**

**EKSTERN  
KOMMUNIKATION**



## I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

Kommunikation er en integreret del af ECBs pengepolitik og udførelsen af dens andre opgaver. De to centrale principper for ECBs kommunikationsaktiviteter er åbenhed og gennemsigtighed. Begge principper bidrager til pengepolitikens virkning, effektivitet og troværdighed. De understøtter også ECBs indsats for at redegøre fuldt ud for sine handlinger som nærmere beskrevet i kapitel 5.

ECB har sat høje standarder på kommunikationsområdet. Pengepolitiske beslutninger forklares på et pressemøde umiddelbart efter, at Styrelsesrådet har truffet beslutningerne. Efter en grundig indledning besvarer formanden og næstformanden spørgsmål fra medierne. Konceptet med aktuel, regelmæssig og detaljeret redegørelse for ECBs pengepolitiske vurderinger og beslutninger blev indført i 1999 og repræsenterer en enestående åben og gennemsigtig tilgang til kommunikation for en centralbank.

Desuden er kommunikation af andre beslutninger også blevet yderligere forbedret. Siden december 2004 offentliggøres hver måned en tekst,

der redegør for Styrelsesrådets beslutninger ud over rentebeslutningerne, på eurosystemets centralbankers websteder.

Da ECB er en del af EUs institutionelle rammer, skal ECBs retsakter og obligatoriske publikationer offentliggøres på alle officielle EU-sprog. Antallet af officielle EU-sprog steg fra 11 til 20 med udvidelsen af EU 1. maj 2004. De obligatoriske publikationer er Årsberetningen, kvartalsudgaverne af Månedsoversigten, eurosystemets ugentlige konsoliderede balance og Konvergensrapporten. Med henblik på ansvarlighed og gennemsigtighed over for de europæiske borgere og deres folkevalgte repræsentanter offentliggør ECB også anden dokumentation på alle officielle sprog, især pressemeddelelser om pengepolitiske beslutninger, makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af eurosystemets stab og holdninger på bestemte politikområder af relevans for offentligheden. De nationale sprogversioner af ECBs vigtigste publikationer udarbejdes, udgives og distribueres i samarbejde med de nationale centralbanker.



## 2 KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER

I ECBs kommunikation anvendes flere publikationer og værktøjer, som hele tiden forbedres med henblik på mere effektiv orientering af offentligheden og interesserede parter.

Årsberetningen giver en omfattende beskrivelse af ECBs aktiviteter i det forløbne år og bidrager således til at holde ECB ansvarlig for sine handlinger. Månedsoversigten udtrykker ECBs aktuelle vurdering af den økonomiske og monetære udvikling og indeholder detaljeret information om baggrunden for ECBs beslutninger. Månedsoversigten indeholder også artikler om emner af generel interesse for centralbanker. ECB bidrager til at formidle forskningsresultater ved at offentliggøre arbejdsrapporter (Working Papers) og lejlighedsvis publikationer (Occasional Papers) samt ved at arrangere akademiske konferencer, seminarer og workshops.

Sammen med BIS og G10-centralbankerne lancerede ECB en ny publikation, "International Journal of Central Banking", i 2004. Den indeholder pengepolitiske artikler om centralbankvirksomhed i teori og praksis med særlig vægt på forskning relateret til pengepolitik og finansiel stabilitet. Den første kvartalsudgave udkommer i 2005.

Alle medlemmer af Styrelsesrådet deltager direkte i indsatsen for at øge offentlighedens kendskab til og forståelse af ECBs opgaver og politikker gennem høringer i Europa-Parlamentet og

nationale parlamenter samt gennem taler og medierne. I 2004 holdt de seks medlemmer af Direktionen ca. 220 taler, gav en lang række interview og fik udgivet artikler i fagblade, magasiner og aviser. Formanden for og andre medlemmer af Direktionen besøgte i 2004 EU-lande og andre lande for at formidle ECBs budskaber direkte til Europas borgere og endda videre. ECBs kommunikationsindsats var i stigende grad rettet mod målgrupper i de nye EU-lande både før og efter deres indtræden i EU i 2004.

Euroområdet nationale centralbanker spiller også en vigtig rolle, da de på nationalt plan formidler oplysninger om euroen og eurosystemets aktiviteter til offentligheden og interesserede parter og henvender sig til forskellige regionale og nationale målgrupper på disses eget sprog og i deres eget miljø.

ECBs automatiske informationssystem er også en vigtig kommunikationskanal for de finansielle markeder. Systemet formidler øjeblikkelig og samtidig information til en række elektroniske nyhedstjenester, der viser nyhedssider med ECBs officielle renter, ECBs markedsoperationer samt likviditetsforholdene i euroområdet. Siden leveres og opdateres regelmæssigt af ECB. Efter en ansøgningsproces udvidede ECB antallet af nyhedstjenester med adgang til dette system fra tre til fem i 2004.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, og ECBs forskellige aktiviteter, findes på webstedet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). I 2004 lancerede ECB en ny moderniseret version af sit websted med en mere brugervenlig indholdsstruktur. Webstedet fungerer også som kontaktpunkt for offentlighedens forespørgsler og som platform for iværksættelse af offentlige ECB-høringer. I 2004 modtog og behandlede ECB ca. 47.000 forespørgsler gennem forskellige kanaler.

ECB praktiserer også åbenhed i bogstavelig forstand ved at modtage grupper af besøgende på sit hovedkontor i Frankfurt. I 2004 fik ca. 8.000 besøgende førstehåndsviden i form af forelæsninger og præsentationer holdt af ECBs medarbejdere. De fleste besøgende var universitetsstuderende og fagfolk fra den finansielle sektor.



**Kunstner:**

Jan Fabre

**Titel:**

Uden titel, 1987

**Materiale:**

Kuglepenblæk på papir

**Format:**

200 x 158 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## KAPITEL 7

# UDVIDELSE AF DEN EUROPÆISKE UNION

## I VELLYKKET TILTRÆDELSE AF 10 NYE MEDLEMSLANDE

Den 1. maj 2004 fik EU 10 nye medlemslande fra Central- og Østeuropa og Middelhavsområdet – Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn. NCBerne i de nye medlemslande blev integreret i ESCB, og centralbankcheferne blev fuldgyldige medlemmer af Det Generelle Råd. Ekspertter fra disse NCBer har status som fuldgyldige medlemmer i ESCB-komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde.

Integrationen af de nye medlemmer i ESCB forløb problemfrit. På baggrund af ECBs overordnede plan i forbindelse med tiltrædelsen (Accession Master Plan) fra 2003 drejede forberedelserne sig især om centralbankoperationer, betalings- og afviklingssystemer, statistik, pengesedler og it-infrastruktur og -applikationer. Den relevante it-infrastruktur i ESCB blev forbedret og forbinder nu alle 25 NCBer og ECB, hvilket har øget pålideligheden og forbedret sikkerheden. Fordelingsnøglen for ECBs kapitalindsud blev udvidet, og NCBerne i de nye medlemslande indbetalte en procentdel af deres tegnede kapital som et bidrag til ECBs driftsomkostninger.

Det femte seminar på højt plan om tiltrædelsesprocessen afholdt i Paris i marts 2004 markerede den sidste fase i forberedelserne til tiltrædelsen. Seminaret var organiseret af ECB og Banque de France i fællesskab, og deltagerne var centralbankcheferne og repræsentanter på højt plan fra centralbanker i ESCB, de 10 tiltrædende lande og de to kandidatlande – Bulgarien og Rumænien – som var ved at lægge sidste hånd på EU-tiltrædelsesforhandlingerne. Seminaret fokuserede på penge- og valutapolitik og ERM2s funktion i praksis, budgetdisciplin i forbindelse med stabilitets- og vækstpacten og spørgsmål i forbindelse med finansielle standarder, regnskabslovgivning og corporate governance.

Den praktiske erfaring fra udvidelsesprocessen er blevet vurderet og vil blive taget i betragtning ved forberedelserne til kommende udvidelser af EU og euroområdet.

Den 20. oktober 2004 offentliggjorde Europa-Kommissionen og ECB deres respektive konvergensrapporter om opfyldelse af forpligtelser med hensyn til medlemskab af ØMUen for medlemslande med dispensation, herunder de nye medlemslande. ECB konkluderede i sin Konvergensrapport, at ingen af de vurderede lande opfylder alle betingelserne for euroens indførelse, herunder lovkravene til beskyttelse af NCBernes uafhængighed.

Hvad angår antallet af lande, er denne udvidelse den vigtigste i den europæiske integrations historie. Økonomisk spiller de nye medlemslande dog en forholdsvis lille rolle i forhold til tidligere udvidelser. Derfor har de nye medlemslandes tiltrædelse ikke medført nogen betydelig ændring af de vigtigste karakteristika ved EUs økonomi. Den økonomiske mangfoldighed inden for EU er dog øget, da de nye medlemslandes institutionelle og strukturelle egenskaber på mange områder afviger fra de andre medlemslandes. Hovedparten af de nye medlemslande har gennemgået en overgangsproces fra planøkonomi til markedsøkonomi, som har indebåret grundlæggende institutionelle og strukturelle ændringer af deres økonomier. På længere sigt forventes udvidelsen at bidrage positivt til den økonomiske vækst i EU, og allerede i den 10-årige forberedelsesperiode er der observeret en positiv effekt. I dette afsnit gennemgås nogle vigtige makroøkonomiske træk i EU før og efter de nye medlemslandes tiltrædelse samt tilsvarende observationer for USA og Japan.

### BEFOLKNING OG ØKONOMISK AKTIVITET

Som angivet i tabel 16, steg befolkningen i EU med næsten 20 pct. i 2004, hvorved EUs samlede befolkning udgjorde 457,7 mio. Befolkningsmæssigt er EU fortsat den største enhed i den industrialiserede verden.

I EU-25 var den økonomiske aktivitet målt ved BNP 9.752 mia. euro i 2003, hvor de nye medlemslandes tiltrædelse bidrog med 4,5 pct. beregnet efter de gældende valutakurser. Historisk set er udvidelsens økonomiske størrelse forholdsvis begrænset. Da fx Spanien og Portugal tiltrådte Det Europæiske Fællesskab (som på da-

værende tidspunkt bestod af 10 lande) i 1986, steg Fællesskabets samlede BNP med lidt mere end 8 pct., og ved udvidelsen med Østrig, Finland og Sverige i 1995 steg det samlede BNP med godt 7 pct. På grundlag af BNP-tal og valutakurser for 2003 fik de nye medlemslandes tiltrædelse EUs andel af det globale BNP til at stige fra 30,4 pct. til 31,8 pct. Det bør dog bemærkes, at disse internationale sammenligninger i høj grad er påvirket af valutakursudviklingen. Udsving og eventuelle forvriddinger i forbindelse med markedskurserne kan undgås ved at basere sammenligningen på købekraftskorrigerede tal (PPP), selv om disse mål også er forbundet med forbehold. Målt i købekraftskorrigerede tal og på

baggrund af 2003-tallene fik den seneste udvidelse EUs BNP til at stige med 9,5 pct., hvorved det overstiger USAs.

Da de nye medlemslande har en forholdsvis stor befolkning i forhold til deres nuværende økonomiske aktivitetsniveau, medfører deres tiltrædelse et fald i det gennemsnitlige BNP pr. indbygger i EU. Det forventes imidlertid at ændre sig gradvist efterhånden, som "catching-up" processen skrider frem. I forhold til USA og Japan er BNP pr. indbygger i EU-25 forholdsvis lavt, selv om forskellen over for Japan er langt mindre målt i købekraftskorrigerede tal (på baggrund af tallene for 2003).

**Tabel 16. Vigtige karakteristika ved EUs økonomi inkl. og ekskl. de nye medlemslande**

	Indberetningsperiode	Enhed	EU-15	EU-25	USA	Japan
Befolkning	2004	mio.	384,5	457,7	293,9	127,5
BNP (andel af verdens BNP) <sup>1)</sup>	2003	pct.	30,4	31,8	30,4	11,9
BNP	2003	mia. euro	9.310	9.752	9.673	3.800
	2003	mia. PPP	9.310	10.193	9.957	3.254
BNP pr. indbygger	2003	1.000 euro	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	1.000 PPP	24,3	22,3	34,2	25,5
Eksport af varer og tjenesteydelser	2003	pct. af BNP	14,0	12,4	9,3	12,2
Import af varer og tjenesteydelser	2003	pct. af BNP	13,3	12,1	13,8	10,6
Produktionssektorer <sup>2)</sup>						
Landbrug, fiskeri, skovbrug	2003	pct. af BNP	2,0	2,1	0,8	1,2
Industri (inkl. byggeri)	2003	pct. af BNP	26,6	26,8	19,7	29,2
Tjenesteydelser	2003	pct. af BNP	71,4	71,1	79,5	69,6
Arbejdsløshed	2003	pct.	8,1	9,1	6,0	5,3
Erhvervsfrekvens <sup>3)</sup>	2003	pct.	70,0	69,3	75,8	78,2
Beskæftigelsesfrekvens <sup>4)</sup>	2003	pct.	64,4	63,0	71,2	68,4
Den offentlige sektor <sup>5)</sup>						
Overskud (+) eller underskud (-)	2003	pct. af BNP	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Udgifter	2003	pct. af BNP	48,5	48,5	34,4	39,1
Indtægter	2003	pct. af BNP	45,8	45,6	29,8	31,6
Bruttogæld	2003	pct. af BNP	64,2	63,2	63,1	156,9
Bankindskud <sup>6)</sup>	2003	pct. af BNP	83,9	82,4	47,8	120,2
Samlet udlån til den private sektor <sup>7)</sup>	2003	pct. af BNP	99,2	96,3	51,4	118,8
Kapitalisering af aktiemarkedet	2003	pct. af BNP	66,3	65,2	126,7	61,6

Kilder: Eurostat, Europa-Kommissionen, IMF, BIS, ECB og ECBs beregninger.

1) BNP-andele er baseret på landenes BNP i løbende amerikanske dollar.

2) Baseret på bruttoværditilvækst i løbende priser.

3) Defineret som forholdet mellem arbejdsstyrken og personer i den arbejdsdygtige alder (mellem 15 og 64 år).

4) Defineret som forholdet mellem antallet af beskæftigede personer og personer i den arbejdsdygtige alder (i aldersgruppen 15-64).

5) Baseret på ENS95.

6) EU-15 og EU-25: Samlet indlån hos MFler; USA: Indskud på anfordring, tids- og opsparingsindskud hos bankinstitutioner; Japan: Indskud på anfordring, tids- og opsparingsindskud hos banker.

7) EU-15 og EU-25: MFernes udlån til andre residerter; USA: Udlån fra banker, sparekasser og kreditforeninger; Japan: Udlån til den private sektor.



De nye medlemslandes tiltrædelse vil også have en mere langsigtet effekt på den økonomiske aktivitet, da den påvirker incitamentet til og hindringer for den frie bevægelighed for varer, tjenesteydelser, kapital og personer (de "fire friheder") mellem de nye medlemslande og de andre EU-lande, selv om migrationsstrømmene vil være begrænsede i en årrække. Udvidelsen af det indre marked, hvor disse fire friheder udvides til at omfatte 25 lande, forventes fx at forbedre konkurrencen og skabe stordriftsfordele. Omfanget af disse virkninger, og hvor hurtigt de vil gøre sig gældende, afhænger dog af en lang række faktorer såsom EU-landenes økonomiske politik i fremtiden.

#### **INTERNATIONAL HANDEL**

Efter udvidelsen registreres EU-15s handel med de nye medlemslande og den indbyrdes handel mellem de nye medlemslande naturligt som samhandel inden for EU i stedet for international handel. Derimod tæller handel mellem de nye medlemslande og resten af verden ekskl. EU-15 nu som handel med lande uden for EU-25. De nye medlemslandes tiltrædelse har gjort EUs handel lidt mindre åben, selv om størstedelen af de nye medlemslande er meget åbne økonomier. Det skyldes, at EU-15s handel med de nye medlemslande er større end de nye medlemslandes handel med lande uden for EU. Ifølge tallene for 2003 udgjorde eksport af varer og tjenesteydelser 12,4 pct. af BNP i det udvidede EU i forhold til 9,3 pct. og 12,2 pct. for henholdsvis USA og Japan.

#### **PRODUKTIONSSTRUKTUR**

Produktionsstrukturen i de nye medlemslande er kendetegnet ved en større andel af landbrug (3,2 pct.) og industri (31,9 pct.) og en mindre andel af tjenesteydelser (64,9 pct.) i BNP end gennemsnittet for de andre EU-lande. Sektorforskellene er ofte mere udtalte i de nye medlemslande end i EU-15 målt ved beskæftigelsesfordelingen i disse sektorer. Alligevel har udvidelsen kun medført ganske få ændringer i disse brede sektorer andel af EUs BNP og beskæftigelsesfordelingen. Sammenlignet med andre store økonomiske blokke har EU en stor landbrugssektor i forhold til USA og Japan, hvorimod industrisek-

toren i EU er større end i USA, men mindre end i Japan. Servicesektoren i EU er større end i Japan, men mindre end i USA.

#### **ARBEJDSMARKEDET**

Den gennemsnitlige arbejdsløshedsprocent i de nye medlemslande er højere end i EU-15, og udvidelsen har således medført en noget højere gennemsnitlig arbejdsløshedsprocent for EU-25. Trods et fald i slutningen af 1990'erne er arbejdsløsheden i både EU-15 og EU-25, henholdsvis 8,1 pct. og 9,1 pct. i 2003, stadig betydelig højere end i USA og Japan, hvor den var henholdsvis 6,0 pct. og 5,3 pct. I de nye central- og øst-europæiske EU-lande er arbejdsløsheden steget, og regionale forskelle i arbejdsløsheden er blevet forstærket i de sidste 10 år som følge af strukturtilpasninger i forbindelse med overgangen til markedsøkonomi. Beskæftigelsesudsigterne kan dog blive bedre i de kommende år, da antallet af nedlagte arbejdspladser ved omstrukturering af virksomheder kan falde. På længere sigt kan de nye EU-landes muligheder for at indhente de andre EU-lande, målt ved BNP pr. indbygger, også bidrage til en gunstig beskæftigelsesudvikling og et fald i arbejdsløsheden.

De nye medlemslandes tiltrædelse har reduceret beskæftigelsesfrekvensen i EU med 1,4 procentpoint til 63,0 pct. Fordelingen af beskæftigelsesfrekvensen i de nye medlemslande tyder på, at især mænds erhvervsfrekvens ligger betydeligt under niveauet i EU-15, hvorimod forskellen for kvinder er knap så udtalt. Beskæftigelsesfrekvensen for ældre arbejdstagere (dvs. arbejdstagere mellem 55 og 64) er også betydeligt lavere i de nye medlemslande end i EU-15. I sammenligning med USA og Japan er EUs erhvervsfrekvens lav. Kombinationen af en lavere erhvervsfrekvens og en højere arbejdsløshed i EU afspejles i en lavere beskæftigelsesfrekvens end i USA og Japan.

#### **BUDGETSTILLING OG DEN OFFENTLIGE SEKTORS STØRRELSE**

De nye medlemslandes tiltrædelse har ikke medført nogen betydelige ændringer af det vægtede gennemsnit af det offentlige underskud i EU, selv om hovedparten af de nye medlemslande har

store budgetunderskud (se også afsnit 2.5 i kapitel 1). De offentlige udgifter og indtægters andel af BNP er en del lavere i de fleste nye EU-lande, selv om den er høj i forhold til indkomstniveauet. De nye medlemslandes små økonomier betyder, at den offentlige sektors andel i EU-25 alligevel er stort set uændret i forhold til EU-15. Da den offentlige gældskvotet i de nye medlemslande ligger langt under niveauet i EU-15, er EUs gennemsnitlige gældskvotet betydeligt lavere end før udvidelsen.

Det offentlige underskud, som var 2,8 pct. i EU-25 i 2003, er i øjeblikket lavere end i USA og Japan. Samtidig udgør den offentlige sektor en større andel af økonomien i EU-25 end i USA og Japan. I EU-25 er den offentlige udgiftskvotient ca. 49 pct., og den offentlige indtægtskvotient er knap 46 pct. I USA tegner den offentlige sektor sig for godt 34 pct. af BNP på udgiftssiden og lige under 30 pct. af BNP på indtægtssiden. I Japan skyldes det store offentlige underskud en offentlig udgiftskvotient på lidt over 39 pct. af BNP og en offentlig indtægtskvotient på knap 32 pct. Den seneste tids akkumulering af offentlige underskud har medført tilsvarende høje gældskvoter i EU og USA, men de er alligevel betydeligt lavere end i Japan.

### DEN FINANSIELLE STRUKTUR

Udvidelsen har ikke medført betydelige ændringer af den finansielle struktur i EU samlet set, selv om finansiell formidling i gennemsnit er mere fokuseret på banker i de nye medlemslande end i EU-15. I hovedparten af de nye medlemslande er den finansielle sektor forholdsvis lille målt ved den samlede banksektors aktiver og kapitaliseringen af værdipapirmarkederne. Niveauet for finansiell formidling, dvs. finansielle institutioners kanalisering af nye midler til finansiering af investeringer, er på det seneste steget forholdsvis hurtigt i nogle af de nye medlemslande. I sammenligning med USA er EUs finansielle sektor stadig mere rettet mod banksektoren, hvorimod aktiemarkederne spiller en mindre rolle i forbindelse med finansiell formidling. I forhold til Japan spiller banksektoren dog en mindre rolle i EUs finansielle sektor, mens aktiemarkederne spiller en større rolle.



## 2 FORBINDELSER MED EU-KANDIDATLANDE

Fire lande har i øjeblikket status som kandidatlande til EU-medlemskab: Bulgarien, Kroatien, Rumænien og Tyrkiet. Efter den vellykkede afslutning af tiltrædelsesforhandlingerne med Bulgarien og Rumænien opfordrede Det Europæiske Råd i december 2004 til, at tiltrædelsestraktaten med disse to lande færdiggøres med henblik på undertegnelse i april 2005. Bulgarien og Rumænien forventes herefter at indtræde i EU fra januar 2007. Kroatien har været kandidatland siden juni 2004, og tiltrædelsesforhandlingerne indledes i marts 2005, forudsat at Kroatien samarbejder fuldt ud med det internationale krigsforbrydertribunal vedrørende det Tidligere Jugoslavien. Det Europæiske Råd gav Tyrkiet status som kandidatland i Helsinki i 1999. I december 2004 besluttede Det Europæiske Råd, at Tyrkiet i lyset af en rapport og henstilling fra Kommissionen i tilstrækkelig grad opfylder de politiske Københavnskriterier for indledning af tiltrædelsesforhandlinger, forudsat at landet sætter specifikke love i kraft. På denne baggrund opfordrede Det Europæiske Råd Kommissionen til at forelægge et forslag til en ramme for forhandlingerne med Tyrkiet med henblik på at indlede forhandlingerne den 3. oktober 2005.

Eurosystemet fortsatte med at overvåge den monetære og økonomiske udvikling i kandidatlandene og lagde særlig vægt på nedbringelse af inflation, spørgsmål vedrørende den finansielle sektor og strukturmæssig konvergens med EU.

ECB styrkede sine bilaterale relationer med centralbankerne i Bulgarien og Rumænien. ECBs første besøg på direktionniveau i Bulgarian National Bank og Banca Naional a României fandt sted i oktober. Hovedformålet med besøgene var at drøfte det kommende samarbejde med eurosystemet, som omfatter en førtiltrædelsesdialog mellem ECB og centralbankerne i de lande, der forhandler om tiltrædelse. Når tiltrædelsestraktaten er undertegnet, bliver de tiltrædende landes centralbankchefer inviteret til at deltage som observatører på Det Generelle Råds møder. Ekspert fra disse centralbanker kan deltage som observatører på ESCB-komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. Der er planlagt

et besøg til Hrvatska Narodna Banka i Kroatien i marts 2005.

ECB fortsatte også den policyorienterede dialog på højt plan med Tyrkiet Cumhuriyet Merkez Bankasi, herunder årlige møder på direktionniveau. Drøftelserne gik primært på Tyrkiets makroøkonomiske stabiliseringsproces, Tyrkiet Cumhuriyet Merkez Bankasis penge- og valutapolitik og den økonomiske situation i euroområdet. Ud over den policyorienterede dialog fortsatte det tekniske samarbejde mellem ECB og Tyrkiet Cumhuriyet Merkez Bankasi på en række forretningsområder.



**Kunstner:**  
Reinhold A. Goelles  
**Titel:**  
Uden titel  
**Materiale:**  
Akryl på lærred  
**Format:**  
152 x 100 cm  
© Den Europæiske Centralbank

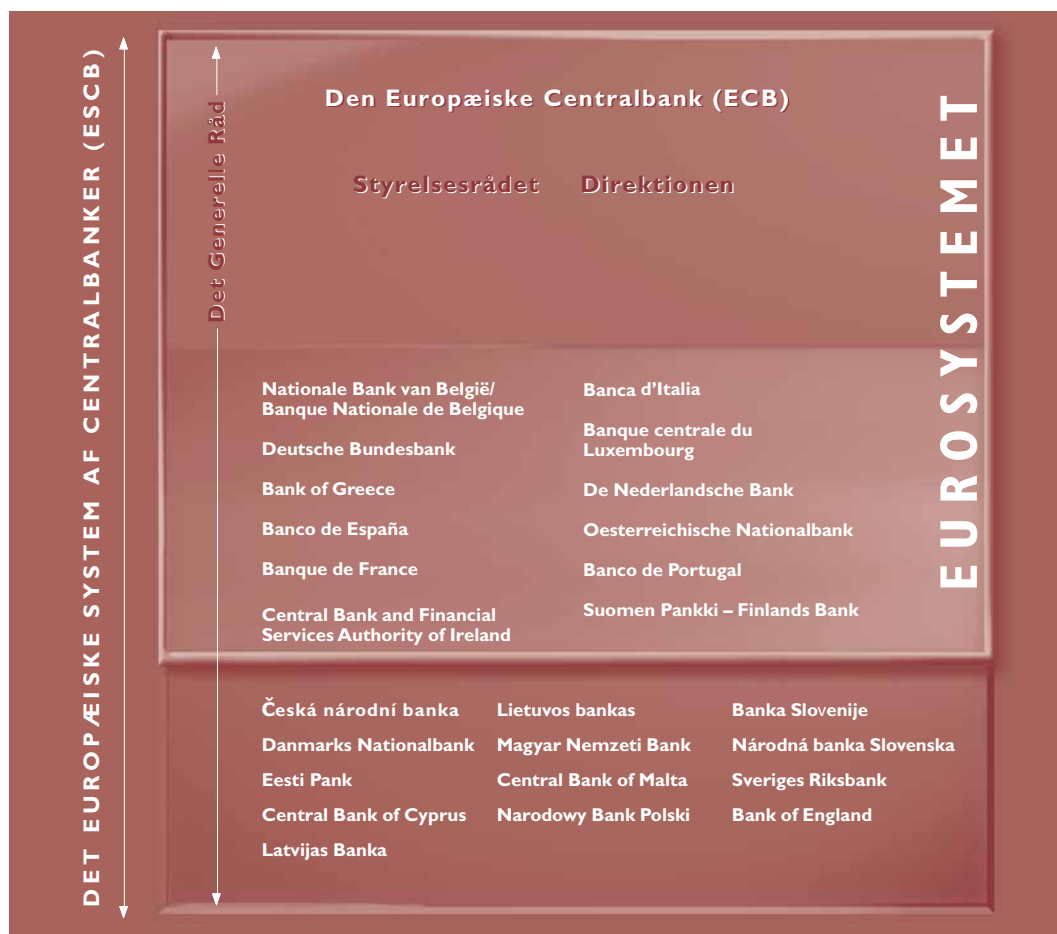


## KAPITEL 8

# INSTITUTIONELLE RAMMER, ORGANISATION OG ÅRSREGNSKAB

# I ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE

## I.1 EUROSISTEMET OG DET EUROPÆISKE SYSTEM AF CENTRALBANKER



Eurosystemet er euroområdet centralbanksystem. Det består af ECB og NCB'erne i de 12 medlemslande, der har euroen som fælles valuta. Styrelsesrådet besluttede at indføre navnet "eurosystemet" for at gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet. Navnet understreger medlemmernes fælles identitet, deres teamwork og samarbejde. Det er også indført i traktaten om en forfatning for Europa, der blev undertegnet i Rom 29. oktober 2004. Styrelsesrådet har også vedtaget en erklæring om eurosystemets målsætning sammen med en række strategiske intentioner og organisatoriske principper for, hvordan medlemmerne skal udfylde deres rolle i eurosystemet (se boks 15).

ESCB består af ECB og alle EU-landes nationale centralbanker (25 pr. 1. maj 2004), dvs. også NCB'erne i de medlemslande, der endnu ikke 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 ESCB's kerne og sikrer, at deres respektive opgaver udføres enten ved ECB's egne aktiviteter eller af NCB'erne.

Hver NCB har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. NCB-

erne 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 eurosystemet og ESCB via forskellige eurosystem-/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 beslutende organer: Styrelsesrådet og Direktionen. I eurosystemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret. ECB og NCBerne i euroområdet bidrager dog i fællesskab, strategisk og operationelt til at nå de fælles mål, samtidig med at decentraliseringsprincippet respekteres i overens-

stemmelse med ESCB-statutten. Det Generelle Råd er konstitueret som ECBs tredje beslutende organ, så længe der er medlemslande, som ikke har indført euroen. De beslutende organer opererer i henhold til traktaten, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.<sup>1</sup> I 2004 blev både ECBs forretningsorden og forretningsordenen for ECBs Generelle Råd gennemgået med henblik på at tilpasse dem den udvikling, der er sket siden 1999, og for at imødegå de ændringer, som udvidelsen af ESCB har medført.

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, ECBs afgørelse ECB/2004/12 af 17. juni 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EUT L 230 af 30.6.2004, s. 61, og afgørelse ECB/1999/7 af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT L 314 af 8.12.1999, s. 34. Disse regler findes også på ECBs websted.

## Boks 15

### ERKLÆRINGEN OM EUROSYSTEMETS MÅLSÆTNING

Erklæringen om eurosystemets målsætning blev offentliggjort i januar 2005. Styrelsesrådets vedtagelse af erklæringen, der efterfulgte Direktionens vedtagelse af erklæringen om ECBs målsætning i august 2003, bygger på de erfaringer, der siden 1999 er opnået med et fælles centralbanksystem i euroområdet og den særlige ekspertise og de uvurderlige bidrag, som alle eurosystemets centralbanker har stillet til rådighed og ydet. Erklæringen om eurosystemets målsætning har følgende ordlyd:

*"Eurosystemet, der udgøres af Den Europæiske Centralbank og de nationale centralbanker i eurolandene, er euroområdets monetære myndighed. Vores hovedmål er at fastholde prisstabilitet i almenvellets interesse. I vores egenskab af ledende finansiel myndighed tilstræber vi desuden at sikre finansiel stabilitet og at fremme den europæiske finansielle integration.*

*I bestræbelserne på at opfylde vores målsætninger lægger vi meget stor vægt på troværdighed, tillid, åbenhed og ansvarlighed. Vi tilstræber en virkningsfuld kommunikation med Europas borgere og med medierne. Vi har forpligtet os til at sikre, at vores relationer til europæiske og nationale myndigheder er i fuld overensstemmelse med traktatens bestemmelser, og at princippet om uafhængighed respekteres.*

*Vi bidrager alle – både strategisk og operationelt – til at nå vores fælles mål under behørig hensyntagen til decentraliseringsprincippet. Vi har forpligtet os til at overholde princippet om god governance og til at udføre vores opgaver virkningsfuldt og effektivt i en atmosfære af samarbejde og holdånd. Idet vi udnytter såvel vores lange og forskelligartede erfaringer som udvekslingen af knowhow, tilstræber vi – inden for den ramme af klart definerede roller og ansvar, der gælder for*



*alle medlemmer af eurosystemet – at styrke vores fælles identitet, at tale som med én stemme og at udnytte synergieffekter."*

I erklæringen nævnes de mål, som eurosystemets centralbanker sigter mod at nå i fællesskab, samt den måde hvorpå samspillet og samarbejdet mellem dem skal foregå på grundlag af fælles værdier. Erklæringens udgangspunkt er det sæt af organisatoriske principper og de strategiske intentioner, der er vedtaget (yderligere oplysninger findes på ECBs websted). Den skal samtidig give alle medarbejdere klare retningslinjer og oplyse offentligheden om, hvordan eurosystemet udfører de opgaver og når de mål, som er nedfældet i traktaten og statuten.

## 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. Beslutninger i tilknytning hertil træffes 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 2004 blev to møder afholdt uden for Frankfurt: et i Suomen Pankki – Finlands Bank i Helsingfors og et i Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i Bruxelles.

Når medlemmerne af Styrelsesrådet træffer pengepolitiske beslutninger og udfører andre opgaver i ECB og for eurosystemet, handler de 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 overensstemmelse med den "bemyndigelses-klausul", der er fastsat i Nice-traktaten, vedtog Rådet 21. marts 2003 i sin sammensætning af stats- og regeringschefer på baggrund af en henstilling fra ECB enstemmigt en afgørelse om at ændre ESCB-statutens artikel 10.2 (fremgangsmåden ved afstemninger i Styrelsesrådet). Efter at være blevet ratificeret i alle medlemslande, trådte afgørelsen i kraft 1. juni 2004. 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. Når antallet af nationale centralbankchefer overstiger 15 indføres en rotationsordning for udøvelsen af stemmeretten. De 15 stemmerettigheder roterer blandt centralbankcheferne i overensstemmelse med gældende regler. De seks medlemmer af ECBs direktion vil fortsat altid kunne udøve deres stemmeret.

## STYRELSESRÅDET



**Bageste række**  
(fra venstre til højre):  
Klaus Liebscher, Nout Wellink,  
Erkki Liikanen, Tommaso  
Padoa-Schioppa, Antonio Fazio,  
Jaume Caruana

**Mellemste række**  
(fra venstre til højre):  
Axel A. Weber, Nicholas C. Garganas,  
Christian Noyer, Vítor Constâncio,  
José Manuel González-Páramo,  
Guy Quaden

**Forreste række**  
(fra venstre til højre):  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Otmar Issing, John Hurley

**Jean-Claude Trichet**

Formand for ECB

**Lucas D. Papademos**

Næstformand for ECB

**Jaime Caruana**

Direktør for Banco de España

**Vítor Constâncio**

Direktør for Banco de Portugal

**Eugenio Domingo Solans** (indtil 31. maj 2004)

Medlem af ECBs direktion

**Antonio Fazio**

Direktør for Banca d'Italia

**Nicholas C. Garganas**

Direktør for Bank of Greece

**José Manuel González-Páramo**

(fra 1. juni 2004)

Medlem af ECBs direktion

**John Hurley**

Direktør for Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland

**Otmar Issing**

Medlem af ECBs direktion

**Klaus Liebscher**

Direktør for Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen** (fra 12. juli 2004)

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

**Matti Louekoski**

(fra 1. april til 11. juli 2004)

Fungerende direktør i Suomen Pankki –  
Finlands Bank

**Yves Mersch**

Direktør for Banque centrale du

Luxembourg

**Christian Noyer**

Direktør for Banque de France

**Tommaso Padoa-Schioppa**

Medlem af ECBs direktion

**Guy Quaden**

Direktør for Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Jürgen Stark** (fra 7. til 29. april 2004)

Fungerende direktør for Deutsche

Bundesbank

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Medlem af ECBs direktion

**Matti Vanhala** (indtil 31. marts 2004)

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

**Axel A. Weber** (fra 30. april 2004)

Direktør for Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Direktør for De Nederlandsche Bank

**Ernst Welteke** (indtil 6. april 2004)

Direktør for Deutsche Bundesbank

Den 29. september 2004 afgik Matti Vanhala, medlem af Styrelsesrådet (1998-2004), ved døden. Den 9. november 2004 afgik Eugenio Domingo Solans, medlem af Direktionen og Styrelsesrådet (1998-2004), ved døden.

### 1.3 DIREKTIONEN

Direktionen består af ECBs formand og næstformand og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst mellem eurolandene på stats- eller regeringschefniveau. Direktionen mødes normalt en gang om ugen 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 Styrelsesrå-

det, 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.

Forvaltningskomiteen, der har et medlem af Direktionen som formand, og som refererer til Direktionen, rådgiver og bistår Direktionen i spørgsmål vedrørende ECBs ledelse, planlægning og årlige budgetproces.

**Bageste række  
(fra venstre til højre):**  
José Manuel González-Páramo,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

**Forreste række  
(fra venstre til højre):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**

Formand for ECB

**Lucas D. Papademos**

Næstformand for ECB

**Eugenio Domingo Solans** (indtil 31. maj 2004)

Medlem af ECBs direktion

**José Manuel González-Páramo**

(fra 1. juni 2004)

Medlem af ECBs direktion

**Otmar Issing**

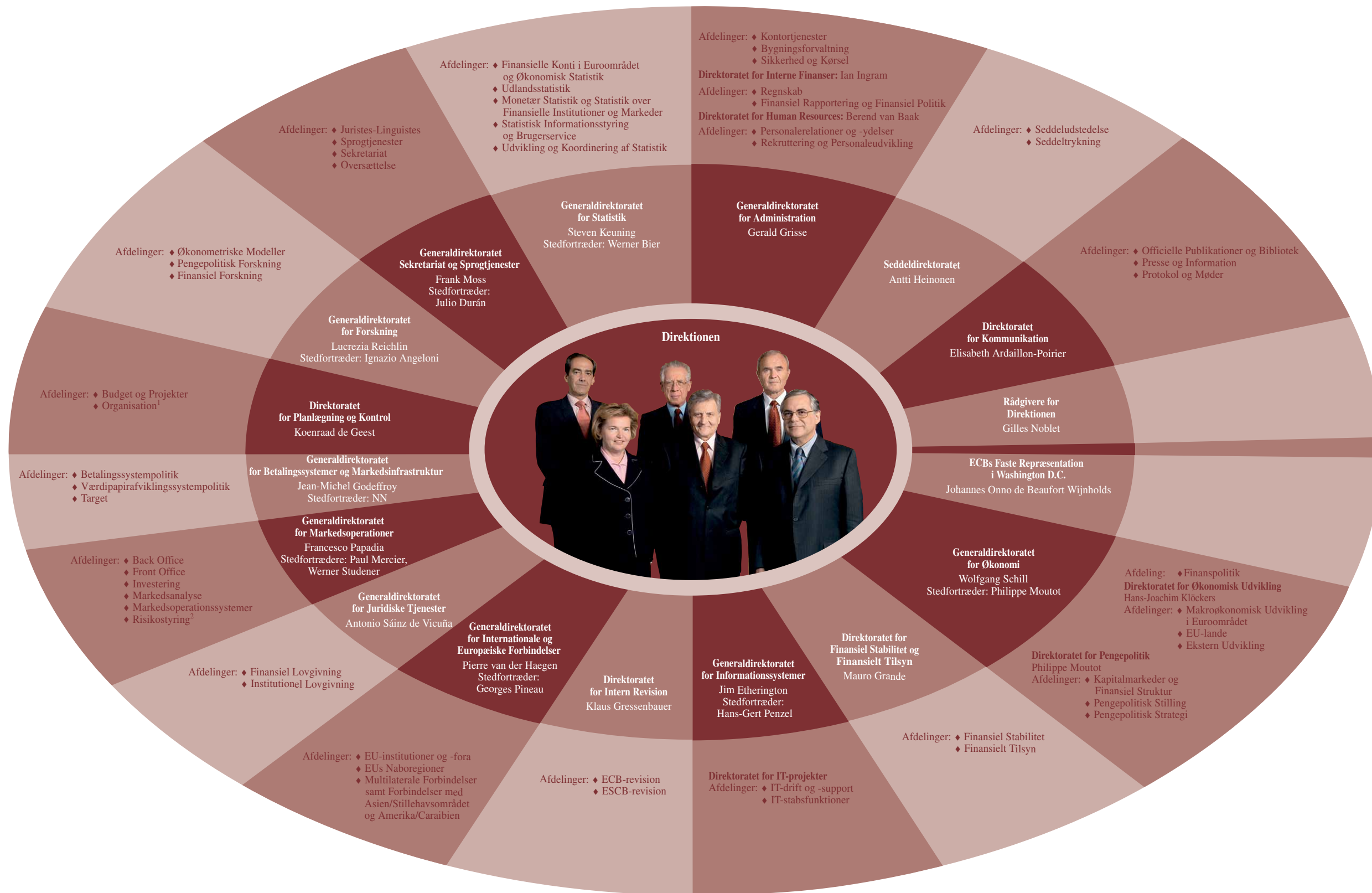
Medlem af ECBs direktion

**Tommaso Padoa-Schioppa**

Medlem af ECBs direktion

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Medlem af ECBs direktion



**Direktionen:**

**Bageste række (fra venstre til højre):** José Manuel Gonzales-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing

**Forreste række (fra venstre til højre):** Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (formand), Lucas D. Papademos (næstformand)

<sup>1</sup> Herunder databeskyttelse.

<sup>2</sup> 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 2004 mødtes Det Generelle Råd fem gange. Den 17. juni 2004 deltog centralbankcheferne fra de nye EU-lande, der havde deltaget i Det Generelle Råds møder som observatører fra tiltrædelses-traktatens underskriftsdato, for første gang som medlemmer i Det Generelle Råds møde.

**Bageste række  
(fra venstre til højre):**  
Vahur Kraft, Lars Heikensten,  
Reinoldijus Šarkinas, Guy Quaden,  
Zdeněk Tůma,  
Nicholas C. Garganas, Nout Wellink

**Mellemste række  
(fra venstre til højre):**  
Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Vitor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,  
Leszek Balcerowicz,  
Bodil Nyboe Andersen,  
Klaus Liebscher, Mitja Gaspari,  
Jaime Caruana, Antonio Fazio

**Forreste række  
(fra venstre til højre):**  
Erkki Liikanen, Zsigmond Járai,  
Christodoulos Christodoulou,  
Michael C. Bonello,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Marián Jusko, Hohn Hurley



**Jean-Claude Trichet**, Formand for ECB  
**Lucas D. Papademos**, Næstformand for ECB  
**Bodil Nyboe Andersen**  
Direktør for Danmarks Nationalbank  
**Leszek Balcerowicz**  
Direktør for Narodowy Bank Polski  
**Michael C. Bonello**  
Direktør for Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana**  
Direktør for Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou**  
Direktør for Central Bank of Cyprus  
**Vítor Constâncio**  
Direktør for Banco de Portugal  
**Antonio Fazio**, Direktør for Banca d'Italia  
**Nicholas C. Garganas**  
Direktør for Bank of Greece  
**Mitja Gaspari**, Direktør for Banka Slovenije  
**Lars Heikensten**  
Direktør for Sveriges Riksbank  
**John Hurley**  
Direktør for Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland  
**Zsigmond Járai**  
Direktør for Magyar Nemzeti Bank  
**Marián Jusko** (indtil 31. december 2004)  
Direktør for Národná banka Slovenska  
**Mervyn King**, Direktør for Bank of England  
**Vahur Kraft**, Direktør for Eesti Pank  
**Klaus Liebscher**  
Direktør for Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen** (fra 12. juli 2004)  
Direktør for Suomen Pankki –  
Finlands Bank  
**Matti Louekoski** (fra 1. april til 11. juli 2004)  
Fungerende direktør for Suomen Pankki –  
Finlands Bank  
**Yves Mersch**  
Direktør for Banque centrale du Luxembourg  
**Christian Noyer**  
Direktør for Banque de France  
**Guy Quaden**, Direktør for Nationale Bank van  
België/Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs**  
Direktør for Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas**  
Direktør for Lietuvos bankas  
**Ivan Šramko** (fra 1. januar 2005)  
Direktør for Národná banka Slovenska  
**Jürgen Stark** (fra 7. til 29. april 2004)  
Fungerende direktør for Deutsche Bundesbank  
**Zdeněk Tůma**  
Direktør for Česká národní banka  
**Matti Vanhala** (indtil 31. marts 2004)  
Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Axel A. Weber** (fra 30. april 2004)  
Direktør for Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink**  
Direktør for De Nederlandsche Bank  
**Ernst Welteke** (indtil 6. april 2004)  
Direktør for Deutsche Bundesbank

## 1.5 EUROSISTEM-/ESCB-KOMITEER OG BUDGETKOMITEEN



Eurosystem-/ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle gennem det bidrag, de yder til de opgaver, som ECBs besluttende organer udfører. Efter anmodning fra både Styrelsesrådet og Direktionen tilføjer de ekspertise inden for deres kompetenceområder og letter således beslutningsprocessen. Medlemskab af komiteerne er normalt forbeholdt ansatte i eurosystemets centralbanker. NCBerne i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager i 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. I øjeblikket er der 12 eurosystem-/ESCB-komiteer, som alle blev etableret i henhold til artikel 9 i ECBs forretningsorden.

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 de besluttende organer omfatter ECBs corporate governance såvel forskellige eksterne og interne kontrolinstanser som regler om aktindsigt i ECBs dokumenter.

### EKSTERNE KONTROLINSTANSER

Ifølge ESCB-statutten skal der være to kontrolinstanser, nemlig de eksterne revisorer<sup>2</sup>, som er udnævnt til at revidere ECBs årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der vurderer den operationelle effektivitet vedrø-

<sup>2</sup> Efter en licitationsrunde i 2002 blev KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft udnævnt som ECBs nye eksterne revisor med et mandat på fem år (2003-2007).

rende forvaltningen af ECB (artikel 27.2). Revisionsrettens årlige beretning samt ECBs svar er offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende og på ECBs websted.

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.

### INTERNE KONTROLINSTANSER

I 2004 foretog ECBs interne revisorer fortsat løbende revisioner og stod til ansvar over for Direktionen. Deres mandat er defineret i ECBs Revisionscharter.<sup>3</sup> De interne revisorer vurderer og bedømmer på ad hoc-basis tilstrækkeligheden og effektiviteten af ECBs interne kontrolsystem og kvaliteten af ECBs udførelse af de tildelte opgaver. De følger de internationale standarder for erhvervmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Institute of Internal Auditors (Instituttet for Interne Revisorer).

Revisionskomiteen, der er én af eurosystem-/ESCB-komiteerne, består af interne revisionschefer fra ECB og NCberne. Den skal koordinere revision af fælles projekter og fælles operationelle systemer på eurosystem-/ESCB-niveau.

ECBs interne kontrolsystem er funktionsbaseret. Hver enkelt enhed (sektion, afdeling, direktorat eller generaldirektorat) i organisationen er ansvarlig for sin egen interne kontrol og effektivitet. På denne måde 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 i forbindelse med kontrolspørgsmål, der berører ECB som helhed.

Medlemmerne af Styrelsesrådet skal overholde en adfærdskodeks vedrørende Styrelsesrådets ansvar for at beskytte eurosystemets integritet og omdømme og fastholde effektive operationer.<sup>4</sup> Styrelsesrådet har desuden udnævnt en rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenestemæssig adfærd. Derudover giver Adfærdskodeksen for ECB vejledning om 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.<sup>5</sup>

I overensstemmelse med ECBs regler om insiderhandel, er ECBs medarbejdere og medlemmerne af Direktionen forhindret i at udnytte interne oplysninger i forbindelse med private økonomiske handlinger, som udføres på egen risiko og for egen regning eller på tredjeparts vegne og for tredjeparts regning.<sup>6</sup> En etisk rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, skal sikre en konsekvent fortolkning af disse regler.

### BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning<sup>7</sup> om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), for at styrke bekæmpelsen af svig, bestikkelse og enhver anden ulovlig aktivitet, der skader Fællesskabernes finansielle interesser. Det fremgår bl.a. af OLAF-forordningen, at OLAF skal foretage interne undersøgelser af mistanke om svig i Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer.

Ifølge OLAF-forordningen skal alle Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer hver især vedtage afgørelser, der gør det muligt

3 Revisionschartret 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.

6 Se del 1.2 af ECBs administrative regler indeholdende reglerne om tjenestemæssig adfærd og tavshedspligt, EUT C 92 af 16.4.2004, s. 31, 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 31.5.1999, s. 1.

for OLAF at udføre sine undersøgelser. I juni 2004 vedtog Styrelsesrådet en afgørelse<sup>8</sup> om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank, der trådte i kraft 1. juli 2004. Der er skabt kontakt mellem ECB og OLAF for at sikre, at rammen for OLAF-undersøgelserne fungerer tilfredsstillende.

### **AKTINDSIGT I ECBs DOKUMENTER**

I marts 2004 vedtog Styrelsesrådet afgørelse ECB/2004/3 om aktindsigt i ECBs dokumenter.<sup>9</sup> Formålet med afgørelsen er at sikre, at ECBs retlige ramme er i overensstemmelse med de målsætninger, der er opstillet, og de standarder, der anvendes i andre EU-institutioner og organer med hensyn til aktindsigt i deres dokumenter. Afgørelsen skal fremme gennemsigtigheden, men den tager dog samtidig højde for både ECBs og NCBernes uafhængighed, idet den sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECBs opgaver.

- 8 Den Europæiske Centralbanks afgørelse ECB/2004/11 om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser, og om ændring af ansættelsesvilkårene for Den Europæiske Centralbanks ansatte, EUT L 230 af 30.6.2004, s. 56. Afgørelsen blev vedtaget som følge af dommen i sag C-11/00, Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber mod Den Europæiske Centralbank af 10. juli 2003.
- 9 EUT L 80 af 18.3.2004, s. 42.



## 2 ORGANISATORISK UDVIKLING

### 2.1 HUMAN RESOURCES

#### MEDARBEJDERE

Det samlede antal budgetterede stillinger for 2004 var 1.362,5 fuldtidsbeskæftigede. Ved udgangen af 2004 havde ECB 1.314 medarbejdere med en tidsbegrænset eller en tidsbegrænset kontrakt af mindst 12 måneders varighed (svarende til 1.309 fuldtidsbeskæftigede) mod 1.213,5 fuldtidsbeskæftigede ved udgangen af 2003. ECB beskæftigede i gennemsnit 1.261 medarbejdere i 2004 mod 1.160 i 2003. Af det samlede antal på 1.309 er 71 medarbejdere fra de ti nye EU-lande i øjeblikket ansat på kontrakter af mere end et års varighed. I 2004 blev der ansat 137 medarbejdere, mens 41 forlod ECB. Antallet af fuldtidsstillinger er i 2005 fastsat til 1.369,5, hvilket er en stigning på 0,5 pct. i forhold til 2004.

Desuden arbejdede 128 eksperter fra nationale centralbanker i ECB i korte perioder på ca. fem måneder i gennemsnit. 63 af disse eksperter kom fra de nye EU-lande. Disse kortvarige ansættelser var særligt nyttige for både ECB og NCBERne i de nye medlemslande i forbindelse med forbedelserne til EUs udvidelse og som en støtte til integreringen af disse NCBER i ESCB.

I 2004 havde ECB 123 vikariater af mindre end et års varighed til at erstatte medarbejdere på barsels- og forældreorlov samt ulønnet orlov i forhold til 113 i 2003.

ECB havde 172 praktikantpladser til studerende og kandidater primært med en økonomisk baggrund med en gennemsnitlig varighed på ca. 3 måneder. 166 af sådanne praktikpladser blev tilbudt i 2003. I 2004 var 54 af kandidaterne statsborgere i et af de nye medlemslande og yderligere seks var fra Rumænien eller Bulgarien. Af de 172 praktikantpladser var 11 (12 i 2003) deltagere beskæftiget i kandidatforskningsprogrammet Graduate Research Programme, der henvender sig til højt kvalificerede studerende på sidste del af deres ph.d.-studier.

Inden for gæsteforskerprogrammet Research Visitors Programme, som fokuserer på specifikke

pengepolitiske forskningsprojekter på højt niveau, var der 18 gæsteforskere i 2004 mod 24 i 2003.

#### INTERN MOBILITET

I 2004 fik 95 medarbejdere en ny stilling efter at have søgt internt opslåede stillinger. Derudover ønskede ECB at fremme den kortvarige interne mobilitet. 51 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 stilling.

#### EKSTERN MOBILITET

Udstationeringsordningen External Work Experience Scheme blev indført i 2003 for at støtte medarbejderudviklingen. Inden for denne ordning kan medarbejderne udstationeres til NCBER og andre relevante internationale og europæiske institutioner. Syv medarbejdere deltog i ordningen i 2004 i en periode på 4-10 måneder. Derudover accepterer ECB ansøgninger om ulønnet orlov på op til tre år fra medarbejdere, der har fået tilbudt arbejde i en anden beslægtet finansiel organisation. I 2004 benyttede 12 medarbejdere sig af denne mulighed. Af eurosystemets organisatoriske principper, der blev vedtaget af Styrelsesrådet og offentliggjort i januar 2005, fremgår det, at udveksling af personale, knowhow og erfaringer skal fremmes af og blandt alle medlemmer af eurosystemet.

#### ECB I BEVÆGELSE

I oktober 2003 oprettede Direktionen et programkontor, der skulle følge og vurdere gennemførelsen af de foranstaltninger, som var blevet godkendt i forbindelse med et program til organisatorisk forandring, også kaldet "ECB i bevægelse". Formålet med dette initiativ var at gøre organisationen mere effektiv, og de godkendte foranstaltninger dækker ledelse, faglig udvikling, intern kommunikation og tiltag rettet mod at mindske bureaukratiet. I 2004 blev der gjort betydelige fremskridt på alle fire områder, og programkontoret afleverede sin endelige rapport. Da nogle foranstaltninger først slår igennem på mellemlangt sigt, vil de fremskridt, der gøres, fortsat blive overvåget.



### FORANDRING AF PERSONALESTRATEGIEN

Siden 1998 har ECBs prioriteter været oprettelsen af dens funktioner, udarbejdelsen og gennemførelsen af den fælles pengepolitik og indførelsen af euroen. Personalepolitikens fokus blev i denne sammenhæng helt naturligt lagt på teknisk ekspertise til specifikke job. I lyset heraf blev der foretaget en grundig vurdering af personalepolitikken, hvis resultat blev forelagt i 2004.

Det vigtigste resultat var, at der i ansættelsespolitikken i højere grad bør lægges vægt på en bredere funderet kompetence. Foranstaltninger inden for personaleudvikling og -mobilitet bør endvidere fremmes, således at der kan opstå flere synergieffekter og skabes en bredere ekspertise inden for ECB. Human Resources Management er gjort mere fleksibel. Ved ansættelsen af nye medarbejdere fokuseres der således på ansøgere med en mere almen baggrund, som er i begyndelsen af karrieren, og der er indført tidsbegrænsede kontrakter for alle nyansatte og nyudnævnte i ledende stillinger. Udover disse tiltag oprettes et ECB Graduates' Programme i 2005. Kandidatprogrammet retter sig mod nyuddannede kandidater med en bred uddannelsesmæssig baggrund. Efter en periode med kraftig personalevækst er der blevet oprettet et nyt ledelsesslag bestående af ledere på "juniorniveau", som medfører, at de organisatoriske enheder får en passende størrelse. Lederkvalifikationerne udvikles ved at øge ledernes uddannelse og coaching. På baggrund af erklæringen om ECBs målsætning er der blevet formuleret seks fælles værdier. Der er endvidere udarbejdet erklæring, der forklarer, hvilken betydning disse værdier har i ECB. Det drejer sig om følgende værdier: kompetence, effektivitet, integritet, team spirit, gennemsigtighed, ansvarlighed samt endelig at arbejde for Europa. Værdierne vil blive integreret i personalepolitikken sammen med den kompetencemodel og de kompetenceprofiler, der er under udarbejdelse, og som kommer til at gælde hele ECB.

### MANGFOLDIGHEDSLEDELSE

Mangfoldighedsledelse sigter mod at udnytte medarbejdernes forskelle med henblik på at skabe et produktivt arbejdsmiljø, der respekterer den enkelte, hvor kvalifikationer udnyttes fuldt ud, og hvor organisatoriske mål opfyldes. Mangfoldighedsledelse er vigtig for ECB, fordi medarbejderne kommer fra alle EU-lande, de arbejder tæt sammen med de 25 NCBER i EU, og fordi ECB skal tjene hele EU. ECB integrerer derfor dette ledelsesprincip i sit daglige arbejde, således at medarbejdernes individuelle kompetencer kan blive påskønnet og blive afspejlet i det høje præstationsniveau, der kræves, for at ECB kan udføre sine opgaver.

### 2.2 ECBs NYE HOVEDSÆDE

Planlægningen af ECBs nye hovedsæde gik ind i sin afgørende fase i 2004. En international dommerkomite med ECBs næstformand som formand afslørede i februar de tre præmierede designforslag i arkitektkonkurrencen. Førstepremien gik til COOP HIMMELB(L)AU fra Wien, andenpræmien til ASP Schweger Assoziierte fra Berlin og tredjepræmien til 54f arkitekten + ingenieure fra Darmstadt i samarbejde med T. R. Hamzah & Yeang fra Selangor i Malaysia. Af de 12 arkitektfirmaer, der i 2003 blev indbudt til at deltage i konkurrencens anden etape, opfyldte disse tre arkitektfirmaer bedst de udvælgelseskriterier, der var opstillet i forbindelse med arkitektkonkurrencen; nemlig

- samlet byplanlægning, arkitektur og landskab
- overholdelse af de overordnede krav til funktion og rum
- gennemførligt energi-/miljøkoncept og overholdelse af hovedpunkterne i ECBs tekniske krav

- overholdelse af relevante forskrifter, især på bygge- og miljøområdet.

ECBs nye hovedsæde bliver bygget på Grossmarkthalle-grunden. Grossmarkthalle er en fredet bygning, der tidligere husede Frankfurts engrosmarked for frugt og grønt. En af de største udfordringer for arkitekterne var at indarbejde den store rødstensbygning i en moderne kontorbygning uden at ændre dens udseende grundlæggende.

Meddelelsen om de præmierede designforslag blev efterfulgt af en udstilling i Deutsches Architektur Museum i Frankfurt, hvor alle 71 designforslag, der var blevet indsendt i forbindelse med arkitektkonkurrencen, blev udstillet for offentligheden.

I marts 2004 besluttede Styrelsesrådet at invitere de tre præmierede arkitektfirmaer til at deltage i projektets næste fase, hvis hovedformål var at bearbejde designforslagene, så de tog højde for de anbefalinger og krav, der var blevet fremsat af dommerkomiteen, ECB og bystyret i Frankfurt.

Efter at engrosmarkedet var flyttet ud, begyndte de kommunale myndigheder at rydde grunden omkring Grossmarkthalle, som ECB købte af bystyret i Frankfurt i 2002, inden den skulle overdrages til ECB. Overdragelsen fandt sted i december 2004. I overensstemmelse med fredningsdeklarationen var man meget omhyggelig med at sikre, at den centrale bygning samt både øst- og vestfløjen forblev urørt. De dele af grunden, hvor det ville være hensigtsmæssigt at indrette et mindesmærke og et informationsområde til minde om deportationen af jøder fra Grossmarkthalle, blev ligeledes bevaret. ECB, det jødiske samfund i Frankfurt og bystyret i Frankfurt enedes om et tæt samarbejde i forbindelse med gennemførelsen af en konkurrence om udformningen af mindesmærket. Efter planen udskrives konkurrencen i slutningen af 2005.

Den 13. januar 2005 traf Styrelsesrådet beslutning om udformningen af ECBs fremtidige hjem. Efter indgående drøftelser af alle tre præmierede forslag kom Styrelsesrådet efter en nøje evaluering af forslagernes styrker og svagheder i forhold til udvælgelseskriterierne til den konklusion, at det bearbejdede forslag fra COOP HIMMELB(L)AU bedst lever op til de funktionelle og tekniske krav, som ECB stillede, og at det har nogle karakteristika, der afspejler ECBs værdier og omsætter dem til et arkitektonisk udtryk. Afgørelsen bekræftede den internationale dommerkomites bedømmelse, som havde tildelt dette forslag førstepræmien. Næste skridt bliver en "optimeringsfase", hvor projektforslaget på ny gennemgås, bl.a. for at sikre en optimal ressourceanvendelse og for at minimere omkostningerne. Nærmere oplysninger om konkurrencen og førsteprisvinderen findes på ECBs websted.

### 3 ESCBs SOCIALE DIALOG

ESCBs Sociale Dialog er et konsultativt forum, der omfatter ECB og medarbejderrepræsentanter fra alle centralbankerne i ESCB og den europæiske sammenslutning af fagforeninger. Formålet er at informere om og at drøfte kommende beslutninger i Det Generelle Råd og i Styrelsesrådet, hvis de kan få større indvirkning på beskæftigelsessituationen i centralbankerne i ESCB.

I det niende møde i ESCBs Sociale Dialog deltog medarbejderrepræsentanter fra NCBERne i syv af de nye EU-lande. Deltagerne bekræftede deres vilje til at bidrage til integrationsprocessen inden for ESCB i almindelighed og deres egen deltagelse i ESCBs Sociale Dialog i særdeleshed. ECB opfordrede NCBERne i alle de nye medlemslande til at give medarbejderrepræsentanter mulighed for at deltage i ESCBs Sociale Dialog.

Hovedpunkterne på dagsordenen for både det niende og det tiende møde i ESCBs Sociale Dialog var Target2, seddelproduktionen og opfølgningen på Europa-Kommissionens handlingsplan for finansielle tjenesteydelser. Mere overordnede spørgsmål blev også drøftet, eksempelvis hvordan en fælles identitet kan udvikles, og hvordan der kan skabes samarbejde på grundlag af fælles principper. ECB understregede, at det er ESCBs klare hensigt at yde en service, der er af højeste kvalitet til den lavest mulige omkostning. Dette kræver effektivitet. Deltagerne blev informeret om, at Styrelsesrådet havde vedtaget en erklæring om eurosystemets målsætning, strategiske intentioner og organisatoriske principper. Medarbejderrepræsentanterne understregede vigtigheden af, at de inddrages i udviklingen på dette område, og at kulturforskelle mellem centralbankerne respekteres. Og endelig bekræftede ECB og medarbejderrepræsentanterne i forbindelse med det tiende møde i ESCBs Sociale Dialog endnu en gang værdien af dette enestående konsultative forum.



## 4 ÅRSREGNSKAB FOR ECB

# LEDELSENS BERETNING FOR REGNSKABSÅRET 2004

## 1 HOVEDAKTIVITETER

ECBs aktiviteter i 2004 beskrives nærmere i de relevante kapitler i Årsberetningen.

## 2 REGSKAB

I henhold til artikel 26.2 i ESCB-statutten udfærdiges ECBs årsregnskab af Direktionen efter principper fastlagt af Styrelsesrådet. Regnskabet godkendes efterfølgende af Styrelsesrådet og offentliggøres derefter.

## 3 RESULTAT

ECBs årsregnskab for perioden 1. januar 2004 - 31. december 2004, der findes på side 176-192, viser et nettotab på 1.636 mio. euro, efter et nettotab på 477 mio. euro i 2003. Som det også var tilfældet sidste år, skyldes tabet hovedsagelig euroens fortsatte styrkelse over for andre valutaer, der har medført, at ECBs beholdning af aktiver i amerikanske dollar opgjort i euro er blevet nedskrevet. Nettotabet fremkommer, efter at der er taget højde for alle ECBs indtægter, herunder også indtægten på 733 mio. euro fra eurosedler i omløb. ECBs renteindtægter blev også i 2004 påvirket af det historisk lave renteniveau både i og uden for euroområdet.

Da hovedparten af ECBs aktiver og passiver regelmæssigt revalueres til gældende valuta- og værdipapirkurser, er ECBs lønsomhed kraftigt afhængig af valutakursændringer og – i mindre omfang – rentefølsomhed. Valutakurseksponeringerne og rentefølsomheden stammer hovedsagelig fra den store officielle beholdning af Eurosystemets valutareserveaktiver, som er placeret i rentebærende instrumenter.

ECBs og eurosystemets harmoniserede regnskabsprincipper (se beskrivelsen i noterne til årsregnskabet) blev udviklet for at tage højde for disse betydelige risici, og de tager udgangspunkt i forsigtighedsprincippet. De har bl.a. til formål at sikre, at urealiserede gevinster, der er opstået som følge af revalueringen af aktiver og passi-

ver, ikke indtægtsføres over resultatopgørelsen og udloddes som overskud. Omvendt udgiftsføres urealiserede tab, der stammer fra revalueringer, i resultatopgørelsen ved regnskabsårets afslutning.

Langt den største del af ECBs valutareserveaktiver holdes i amerikanske dollar, men de omfatter også japanske yen, guld og SDR. Euroen apprecierede over for den amerikanske dollar, fra 1,2630 USD den 31. december 2003 til 1,3621 USD den 31. december 2004 (ca. 8 pct.), og – i mindre grad – over for den japanske yen. Revalueringen af nettobeholdningerne af disse valutaer bevirkede derfor et fald på 2,1 mia. euro i deres værdi i euro.

Ved udgangen af 2004 beskæftigede ECB 1.309 medarbejdere (hvoraf 131 var ledende medarbejdere) mod 1.213 et år tidligere. Stigningen i 2004 var primært en følge af EU-udvidelsen. Nærmere oplysninger findes i Årsberetningens kapitel 8, i andet afsnit "Organisatorisk udvikling", og i årsregnskabet "Noter til resultatopgørelsen".

ECBs samlede administrationsomkostninger, inkl. afskrivninger, steg med 18 pct. fra 316 mio. euro i 2003 til 374 mio. euro i 2004. Den væsentligste grund hertil var stigningen i ECBs forpligtelser vedrørende pensionsfonden i henhold til aktuariens beregninger. Denne stigning bidrog i betydelig grad til stigningen i personaleomkostningerne fra 130 mio. euro til 161 mio. euro. I 2004 beløb lønnen til medlemmerne af ECBs direktion sig til i alt 2,1 mio. euro (2003: 2,0 mio. euro).

Ca. 90 mio. euro blev investeret i materielle anlægsaktiver. Den største post (ca. 61 mio. euro) var aktiveringen af omkostningerne til købet af grunden, hvor ECBs permanente hovedsæde skal opføres, efter betalingen af det sidste afdrag.

### *Finansiering af ECBs tab i 2004*

Den 11. marts 2005 besluttede Styrelsesrådet at udligne tabet i 2004 (a) ved at anvende hele det resterende beløb på 296 mio. euro i den almindelige reservefond og (b) i overensstemmelse med artikel 33.2 i ESCB-statutten at anvende 1.340

mio. euro af NCBernes monetære indtægter. Dette beløb svarer til ca. 15 pct. af eurosystemets samlede monetære indtægter. Styrelsesrådet godkendte principielt metoden for fordeling af tabet, før de nationale centralbanker afsluttede deres årsregnskab for 2004, med det resultat at også NCBernes resultat for regnskabsåret 2004 blev påvirket. Hver enkelt NCB bidrog med en andel af dens monetære indtægter, der svarer til dens vægt i ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud.

#### **4 ÆNDRINGER I ECBs KAPITALSTRUKTUR I 2004**

I henhold til artikel 29.3 i ESCB-statuttens skal fordelingsnøglen for NCBernes kapitalindskud justeres hvert femte år. Den 1. januar 2004 blev fordelingsnøglen justeret for første gang efter ECBs oprettelse. Den 1. maj 2004 blev den justeret for anden gang som følge af de ti nye medlemslandes indtræden i EU. Samlet set har disse to foranstaltninger haft følgende effekt:

- (a) en nedjustering af de samlede vægte, som NCBerne i euroområdet er tildelt i ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud
- (b) en tilsvarende nedjustering af de fordringer, som NCBerne i euroområdet har på ECB, og som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB efter deres indtræden i euroområdet
- (c) en stigning i den kapital, som er indbetalt af NCBerne uden for euroområdet efter de ti nye medlemslandes tiltrædelse. Heri er også afspejlet den stigning fra 5 pct. til 7 pct. i minimumsprocentdelen af den tegnede kapital, som de 13 NCBer uden for euroområdet skal indbetale.

Nærmere oplysninger om disse ændringer findes i note 15 til årsregnskabet.

#### **5 INVESTERINGSAKTIVITETER OG RISIKOSTYRING**

ECBs valutareserve består af valutareserveaktiver, der er overført fra NCBerne i Eurosyste- met til ECB i henhold til bestemmelserne i artikel 30 i ESCB-statutten, samt forrentningen heraf. Valutareserven skal finansiere ECBs operationer på valutamarkedet til de formål, der fremgår af trak- taten.

ECBs egenportefølje afspejler investeringen af den indbetalte kapital, den almindelige reserve- fond og de porteføljeindtægter, der er akkumule- ret hidtil. Egenporteføljen fungerer som reserve- fond til imødegåelse af tab.

ECBs investeringsaktiviteter og risikostyring i forbindelse hermed beskrives nærmere i kapitel 2 i Årsberetningen.

#### **6 ECBs CORPORATE GOVERNANCE**

ECBs corporate governance gennemgås i kapitel 8 i Årsberetningen.

#### **7 MEDARBEJDERE**

ECBs personalestrategi samt yderligere oplys- ninger om antallet af medarbejdere beskrives i kapitel 8 i Årsberetningen.



## BALANCE PR. 31. DECEMBER 2004

AKTIVER	NOTE	2004 €	2003 €
<b>Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>1</b>	<b>7.928.308.842</b>	<b>8.145.320.117</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet</b>	<b>2</b>		
Tilgodehavender hos IMF		163.794.845	211.651.948
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		26.938.993.980	28.593.384.857
		<b>27.102.788.825</b>	<b>28.805.036.805</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet</b>	<b>2</b>	<b>2.552.016.565</b>	<b>2.799.472.504</b>
<b>Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet</b>	<b>3</b>		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		<b>87.660.507</b>	<b>474.743.402</b>
<b>Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>4</b>	<b>25.000</b>	<b>25.000</b>
<b>Eurosystem-interne tilgodehavender</b>	<b>5</b>		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		40.100.852.165	34.899.471.205
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto		3.410.918.324	4.599.894.403
		<b>43.511.770.489</b>	<b>39.499.365.608</b>
<b>Andre aktiver</b>	<b>6</b>		
Materielle anlægsaktiver		187.318.304	128.911.950
Andre finansielle aktiver		6.428.319.567	5.573.756.258
Periodeafgrænsningsposter		770.894.480	590.646.023
Øvrige poster		6.933.022	37.791.421
		<b>7.393.465.373</b>	<b>6.331.105.652</b>
<b>Årets tab</b>		<b>1.636.028.702</b>	<b>476.688.785</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

PASSIVER	NOTE	2004 €	2003 €
<b>Seddelomløb</b>	<b>7</b>	<b>40.100.852.165</b>	<b>34.899.471.205</b>
<b>Forpligtelser i euro over for andre residenter i euroområdet</b>	<b>8</b>	<b>1.050.000.000</b>	<b>1.065.000.000</b>
<b>Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet</b>	<b>9</b>	<b>137.462.706</b>	<b>146.867.501</b>
<b>Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter i euroområdet</b>	<b>10</b>	<b>4.967.080</b>	<b>0</b>
<b>Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter uden for euroområdet</b>	<b>10</b>		
Indlån og andre forpligtelser		<b>1.254.905.957</b>	<b>1.452.432.822</b>
<b>Eurosystem-interne forpligtelser</b>	<b>11</b>		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver		<b>39.782.265.622</b>	<b>40.497.150.000</b>
<b>Andre forpligtelser</b>	<b>12</b>		
Periodeafgrænsningsposter		1.136.708.542	1.162.299.071
Øvrige poster		327.802.782	174.890.973
		<b>1.464.511.324</b>	<b>1.337.190.044</b>
<b>Hensættelser</b>	<b>13</b>	<b>110.636.285</b>	<b>87.195.777</b>
<b>Revalueringskonti</b>	<b>14</b>	<b>1.921.117.190</b>	<b>2.176.464.065</b>
<b>Kapital og reserver</b>	<b>15</b>		
Kapital		4.089.277.550	4.097.229.250
Reserver		296.068.424	772.757.209
		<b>4.385.345.974</b>	<b>4.869.986.459</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

## RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2004 TIL 31. DECEMBER 2004

	NOTE	2004 €	2003 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver		422.418.698	541.294.375
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler i eurosystemet		733.134.472	698.245.187
Andre renteindtægter		1.456.650.188	1.449.963.923
<i>Renteindtægter</i>		<i>2.612.203.358</i>	<i>2.689.503.485</i>
Forrentning af NCBernes tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-693.060.433	-807.683.148
Andre renteudgifter		-1.229.369.015	-1.166.693.660
<i>Renteudgifter</i>		<i>-1.922.429.448</i>	<i>-1.974.376.808</i>
<b>Nettorenteindtægter</b>	<b>18</b>	<b>689.773.910</b>	<b>715.126.677</b>
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	<b>19</b>	136.045.810	525.260.622
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	<b>20</b>	-2.093.285.109	-3.972.689.560
Hensættelser til dækning af valutakurs- og prisrisici		0	2.568.708.838
<b>Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser</b>		<b>-1.957.239.299</b>	<b>-878.720.100</b>
<b>Gebyrer og provisioner, netto</b>	<b>21</b>	<b>-261.517</b>	<b>-63.466</b>
<b>Andre indtægter</b>	<b>22</b>	<b>5.956.577</b>	<b>2.911.280</b>
<b>Nettoindtægter i alt</b>		<b>-1.261.770.329</b>	<b>-160.745.609</b>
Personaleomkostninger	<b>23 &amp; 24</b>	-161.192.939	-129.886.988
Administrationsomkostninger	<b>25</b>	-176.287.651	-153.549.282
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver		-33.655.824	-30.410.140
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	<b>26</b>	-3.121.959	-2.096.766
<b>Årets resultat</b>		<b>-1.636.028.702</b>	<b>-476.688.785</b>

Frankfurt am Main, den 4. marts 2005

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Jean-Claude Trichet  
Formand

# ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS<sup>1</sup>

## 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 regnskabsprincipper<sup>2</sup>, 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.

## REGNSKABSGRUNDLAG

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsesværdi reguleret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskabet 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 europaprisen pr. ounce finguld, som er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2004.

## VÆRDIPAPIRER

Omsættelige værdipapirer og lignende aktiver værdiansættes til den på balancedagen gældende

middelkurs for de enkelte værdipapirer. For regnskabsåret 2004 er anvendt middelkurser pr. 30. december 2004. 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.

## 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. Værdipapirer, der sælges i forbindelse med en genkøbsforretning, forbliver i ECBs balance.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i eurosystemet.

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 2004 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. Daglige marginændringer indregnes 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 konti mellem 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 eurosistem-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 residerter uden for euroområdet".

#### ANLÆGSAKTIVER

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde værdiansættes til anskaffelsesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede 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, inden ECB flytter til sit endelige hovedsæde.

## ECBs PENSIONSORDNING

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 NCB'er i euroområdet, som tilsammen udgør eurosystemet, udsteder eurosedler.<sup>3</sup> Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned i henhold til seddelfordelingsnøglen.<sup>4</sup> 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 NCB'erne. Disse tilgodehavender, der er rentebærende<sup>5</sup>, 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 NCB'erne i form af en foreløbig fordeling efter udgangen af hvert kvartal.<sup>6</sup> 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 regnskabsbrugere 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 til og med regnskabsåret 2007.

3 ECBs afgørelse af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler (ECB/2001/15), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 52-54, som ændret ved ECB/2003/23, EUT L 9 af 15.1.2004, s. 40-41, og ECB/2004/9, EUT L 205 af 9.6.2004, s. 17-18.

4 "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECBs andel af summen af udstedte eurosedler, og anvende kapitalindskudsnøglen på NCB'ernes 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, som ændret ved ECB/2003/22, EUT L 9 af 15.1.2004, s.39.

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 (2003: 24,7 millioner ounces). Der var ingen transaktioner i guld i 2004. Bevægelsen på balancen i forhold til 2003 skyldes revalueringen af disse beholdninger ultimo året (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

### 2 TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

#### *Tilgodehavender hos IMF*

I denne post indregnes ECBs beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2004. 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 fremmed 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 residerter i euroområdet*

I denne post indregnes tilgodehavender hos banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen, som det fremgår af nedenstående:

<i>Tilgodehavender hos residerter uden for euroområdet</i>	2004 €	2003 €	Udvikling €
Anfordringskonti	2.682.171.017	1.365.187.080	1.316.983.937
Pengemarkedsindskud	848.227.002	1.197.220.582	-348.993.580
Omvendte genkøbsforretninger	2.408.046.989	3.834.025.154	-1.425.978.165
Værdipapirer	21.000.548.972	22.196.952.041	-1.196.403.069
I alt	26.938.993.980	28.593.384.857	-1.654.390.877

<i>Tilgodehavender hos residerter i euroområdet</i>	2004 €	2003 €	Udvikling €
Anfordringskonti	26.506	26.740	-234
Pengemarkedsindskud	2.547.022.979	2.799.445.764	-252.422.785
Omvendte genkøbsforretninger	4.967.080	0	4.967.080
I alt	2.552.016.565	2.799.472.504	-247.455.939

Faldet i disse positioner i 2004 skyldes hovedsagelig revalueringen af ECBs aktiver i amerikanske dollar ultimo året. Den amerikanske dollars og i mindre grad den japanske yens fald over for euroen medførte 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 2004 bestod disse tilgodehavender af bankindskud hos residerter uden for euroområdet.

#### 4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2004 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 2004 var udeståendet hos euroområdets NCBER vedrørende indtægter fra seddelomløbet 536 mio. euro. Det svarer til de foreløbige fordelinger af indtægterne til euroområdets NCBER i årets tre første kvartaler. Disse fordelinger er efterfølgende blev kaldt tilbage (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis og note 18 i "Noter til resultatopførelsen").

	2004 €	2003 €
Target-tilgodehavender hos NCBER i euroområdet	64.024.554.579	49.646.309.854
Target-forpligtelser over for NCBER i euroområdet	-61.149.859.140	-45.579.175.620
Target-nettostilling	2.874.695.439	4.067.134.234
Tilgodehavender hos/forpligtelser over for NCBER i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECBs indtægter fra seddelomløbet	536.222.885	532.760.169
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto	3.410.918.324	4.599.894.403

#### 6 ANDRE AKTIVER

##### *Materielle anlægsaktiver*

Pr. 31. december 2004 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	Resultatført nettoværdi pr. 31.12.2004 €	Resultatført nettoværdi pr. 31.12.2003 €	Udvikling €
Grunde og bygninger	135.997.016	54.929.962	81.067.054
Computere	43.089.388	45.407.622	-2.318.234
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	3.809.292	2.149.813	1.659.479
Anlægsaktiver under udførelse	3.215.050	23.259.861	-20.044.811
Øvrige anlægsaktiver	1.207.558	3.164.692	-1.957.134
I alt	187.318.304	128.911.950	58.406.354

Den største stigning findes i posten "Grunde og bygninger" og skyldes:

- Køb af grunden til ECBs endelige hovedsæde. Baseret på et på forhånd aftalt byggeareal blev mindsteprisen fastsat til 61,4 mio. euro, som skulle betales i rater, hvoraf den sidste skulle falde 31. december 2004, hvor ejendomsretten overgik til ECB. Hele beløbet er nu betalt og indgår derfor i "Grunde og bygninger".
- Overførsel efter endt indflytning af aktive-rede installationsomkostninger fra "Anlægsaktiver under udførelse" forbundet med indflytningen i ECBs tredje kontorbygning.



### Andre finansielle aktiver

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

	2004 €	2003 €	Udvikling €
Værdipapirer i euro	5.399.222.333	5.276.052.927	123.169.406
Omvendte genkøbsforretninger i euro	869.977.933	167.100.400	702.877.533
Tilgodehavender vedrørende ECBs pensionsfond	120.243.662	91.727.194	28.516.468
Andre finansielle aktiver	38.875.639	38.875.737	-98
I alt	6.428.319.567	5.573.756.258	854.563.309

(a) ECBs egenkapital er investeret i euroværdipapirer og omvendte genkøbsforretninger (se også note 12).

(b) Investeringsporteføljer vedrørende ECBs pensionsfond er værdiansat til 120,2 mio. euro (2003: 91,7 mio. euro). Aktiverne repræsenterer ECBs og ECBs personales akkumulerede investerede pensionsbidrag pr. 31. december 2004, og de forvaltes af en eksternt 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 2004 indregnet påløbne renter på 197 mio. euro (2003: 165 mio. euro) på ECBs tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler i eurosystemet for årets sid-

ste kvartal (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

Resten af posten udgøres hovedsagelig af påløbne renter på værdipapirer og andre finansielle aktiver.

### Øvrige poster

I 2004 var den vigtigste komponent i denne post et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre afgifter. Sådanne afgifter kan refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Det Europæiske Fællesskabs privilegier og immuniteter, som ifølge artikel 40 i ESCB-statutten også gælder for ECB.

## 7 SEDDELOMLØB

I denne post indregnes ECBs andel af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

## 8 FORPLIGTELSER 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 FORPLIGTELSER 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 FORPLIGTELSER I FREMME VALUTA OVER FOR RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

Disse forpligtelser består af genkøbsforretninger med resider i og uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserver.

Forpligtelser over for resider i euroområdet	2004 €	2003 €	Udvikling €
Genkøbsforretninger	4.967.080	0	4.967.080

Forpligtelser over for resider uden for euroområdet	2004 €	2003 €	Udvikling €
Genkøbsforretninger	1.254.905.957	1.452.432.822	-197.526.865

## 11 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSER

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 eurosistemets primære markedsoperationer, korrigeret så den tager højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 18 i "Noter til resultatopgørelsen").

På grund af nedjusteringen pr. 1. januar 2004 af den vægt, som de enkelte NCBER i euroområdet er tildelt, og den deraf følgende ændring af ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud pr. 1. maj 2004 (se note 15) besluttede Styrelsesrådet i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 30.3 at reducere den oprindelige fordring på 40.497.150.000 euro i to omgange til 39.782.265.622 euro. Justeringen blev foretaget for at give de NCBER, der indtræder i eurosistemet på et senere tidspunkt, mulighed for at foretage en fuld overførsel af valutareserveaktiver i henhold til deres gældende andel af ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud. Faldet i forpligtelser i euro medførte ingen tilbageførsel af valutareserveaktiver mellem ECB og NCBERne.

	Indtil 31.12.2003 €	Fra 1.1.2004 til 30.4.2004 €	Fra 1.5.2004 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.432.900.000	1.414.850.000	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	12.246.750.000	11.702.000.000	11.761.707.508
Bank of Greece	1.028.200.000	1.080.700.000	1.055.840.343
Banco de España	4.446.750.000	4.390.050.000	4.326.975.513
Banque de France	8.416.850.000	8.258.750.000	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424.800.000	512.700.000	513.006.858
Banca d'Italia	7.447.500.000	7.286.300.000	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	74.600.000	85.400.000	87.254.014
De Nederlandsche Bank	2.139.000.000	2.216.150.000	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	1.179.700.000	1.150.950.000	1.157.451.203
Banco de Portugal	961.600.000	1.006.450.000	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698.500.000	714.900.000	717.118.926
<b>I alt</b>	<b>40.497.150.000</b>	<b>39.819.200.000</b>	<b>39.782.265.622</b>

## 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 aktuaens beregninger (se note 13), beløber sig til 148,8 mio. euro (2003: 100,6 mio. euro). Denne post indeholder herudover andre periodeafgrænsningsposter og udestående genkøbsfor-

retninger til en værdi af 200 mio. euro vedrørende forvaltningen af ECBs egenkapital (se note 6).

### 13 HENSÆTTELSER

I posten indregnes hensættelser til pension samt udgifter til varer og tjenesteydelser samt 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 revalueringsreserver som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver.

	2004 €	2003 €	Udvikling €
Guld	1.853.957.106	2.070.968.381	-217.011.275
Valuta	0	1.901	-1.901
Værdipapirer	67.160.084	105.493.783	-38.333.699
I alt	1.921.117.190	2.176.464.065	-255.346.875

### 15 KAPITAL OG RESERVER

#### Kapital

#### (a) Ændring af ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud

I henhold til ESCB-statuttens artikel 29.3 skal fordelingsnøglen for NCBernes kapitalindskud justeres hvert femte år. Den 1. januar 2004 blev fordelingsnøglen justeret for første gang efter ECBs oprettelse. Den 1. maj 2004 blev den justeret for anden gang som følge af de ti nye medlemslandes indtræden i EU. På baggrund af Rådets afgørelse af 15. juli 2003 om brug af statistiske data til fastsættelse af fordelingsnøglen for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank blev NCBernes fordelingsnøgle justeret pr. 1. januar 2004 og 1. maj 2004 som følger:

	Indtil 31.12.2003 Pct.	Fra 1.1.2004 til 30.4.2004 Pct.	Fra 1.5.2004 Pct.
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Bank of Greece	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
<b>NCBer i euroområdet i alt</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>	<b>71,4908</b>
Ceská národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Central Bank of Cyprus	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Central Bank of Malta/ Bank entrali ta' Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
<b>NCBer uden for euroområdet i alt</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>	<b>28,5092</b>
<b>NCBer i alt</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### *(b) 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 på 5 mia. euro, faldt disse NCBers andel af den tegnede kapital pr. 1. januar 2004 fra 4.049.715.000 euro til i alt 3.981.920.000. Den 1. maj 2004 faldt andelen yderligere til 3.978.226.562 euro som følge af de ti nye medlemslandes indtræden i EU.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 49.3, som blev tilføjet statuten i forbindelse med vedtagelsen af tiltrædelsestraktaten, vil ECBs tegnede kapital i fremtiden automatisk blive udvidet, når et nyt land bliver medlem af EU, og dets nationale centralbank bliver en del af ESCB. Udvidelsen fastsættes ved at gange det gældende beløb (dvs. 5 mia. euro) med forholdet i den udvidede fordelingsnøgle mellem de nye nationale centralbankers vægt og vægten af de nationale centralbanker, der allerede er medlem af ESCB. Den 1. maj 2004 blev ECBs tegnede kapital derfor udvidet til 5,565 mia. euro.

De 13 NCBer uden for euroområdet skal indbetale en minimumsprocentdel af deres andel i den tegnede kapital som bidrag til ECBs driftsudgifter. Pr. 1. maj 2004 blev denne procentdel hævet fra 5 pct. til 7 pct. Inklusive beløbene fra de ti nye NCBer uden for euroområdet beløb bidraget pr. 1. maj 2004 sig til i alt 111.050.988 euro. 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 dækningen af eventuelle tab i ECB.

Samlet set betød ovenstående, som det også fremgår af tabellen nedenfor, at den indbetalte kapital faldt fra 4.097.229.250 euro pr. 31. december 2003 til 4.032.824.000 euro pr. 1. januar 2004 for derefter at stige til 4.089.277.550 euro pr. 1. maj 2004.

	Tegnet kapital indtil 31.12.2003 €	Indbetalt kapital indtil 31.12.2003 €	Tegnet kapital fra 1.1.2004 til 30.4. 2004 €	Indbetalt kapital fra 1.1.2004 til 30.4.2004 €	Tegnet kapital fra 1.5.2004 <sup>1)</sup> €	Indbetalt kapital fra 1.5.2004 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	143.290.000	143.290.000	141.485.000	141.485.000	141.910.195	141.910.195
Deutsche Bundesbank	1.224.675.000	1.224.675.000	1.170.200.000	1.170.200.000	1.176.170.751	1.176.170.751
Bank of Greece	102.820.000	102.820.000	108.070.000	108.070.000	105.584.034	105.584.034
Banco de España	444.675.000	444.675.000	439.005.000	439.005.000	432.697.551	432.697.551
Banque de France	841.685.000	841.685.000	825.875.000	825.875.000	827.533.093	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42.480.000	42.480.000	51.270.000	51.270.000	51.300.686	51.300.686
Banca d'Italia	744.750.000	744.750.000	728.630.000	728.630.000	726.278.371	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	7.460.000	7.460.000	8.540.000	8.540.000	8.725.401	8.725.401
De Nederlandsche Bank	213.900.000	213.900.000	221.615.000	221.615.000	222.336.360	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	117.970.000	117.970.000	115.095.000	115.095.000	115.745.120	115.745.120
Banco de Portugal	96.160.000	96.160.000	100.645.000	100.645.000	98.233.106	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69.850.000	69.850.000	71.490.000	71.490.000	71.711.893	71.711.893
<b>NCBer i euroområdet i alt</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.978.226.562</b>	<b>3.978.226.562</b>
Ceská národní banka	0	0	0	0	81.155.136	5.680.860
Danmarks Nationalbank	83.545.000	4.177.250	86.080.000	4.304.000	87.159.414	6.101.159
Eesti Pank	0	0	0	0	9.927.370	694.916
Central Bank of Cyprus	0	0	0	0	7.234.070	506.385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16.571.585	1.160.011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24.623.661	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77.259.868	5.408.191
Central Bank of Malta/ Bank entrali ta' Malta	0	0	0	0	3.600.341	252.024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285.912.706	20.013.889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18.613.819	1.302.967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39.770.691	2.783.948
Sveriges Riksbank	132.685.000	6.634.250	133.180.000	6.659.000	134.292.163	9.400.451
Bank of England	734.055.000	36.702.750	798.820.000	39.941.000	800.321.860	56.022.530
<b>NCBer uden for euroområdet i alt</b>	<b>950.285.000</b>	<b>47.514.250</b>	<b>1.018.080.000</b>	<b>50.904.000</b>	<b>1.586.442.685</b>	<b>111.050.988</b>
<b>NCBer i alt</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.097.229.250</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.032.824.000</b>	<b>5.564.669.247</b>	<b>4.089.277.550</b>

1) De enkelte beløb er oprundet til nærmeste euro. På grund af afrunding stemmer totalerne ikke nødvendigvis.

### **Reserver**

Denne post består af ECBs almindelige reservefond, der er oprettet i henhold til artikel 33 i ESCB-statutten.

## **IKKE-BALANCEFØRTE POSTER**

### **16 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 2004 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 1 mia. euro (2003: 0,4 mia. euro) (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

### **17 RENTE FUTURES**

I 2004 blev rentefutures i fremmed valuta anvendt til styring af ECBs valutareserver. Pr. 31. december 2004 var følgende transaktioner udestående, opført til nominel værdi:

Rentefutures i fremmed valuta	Kontraktværdi €
Erhvervet	1.077.349.366
Afhændet	91.770.061

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

### 18 NETTORENTEINDTÆGTER

#### *Renteindtægter fra valutareserveaktiver*

I denne post indregnes renteindtægter og netto-renteudgifter på tilgodehavender og gæld i frem-med valuta:

	2004 €	2003 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	3.744.188	3.679.287	64.901
Indtægter fra pen-gemarkedsindsud	49.854.512	45.699.455	4.155.057
Omvendte gen-købsforretninger	63.759.141	66.206.740	-2.447.599
Nettoindtægter på værdipapirer	317.073.827	445.357.205	-128.283.378
<b>Renteindtægter fra valutareserve-aktiver i alt</b>	<b>434.431.668</b>	<b>560.942.687</b>	<b>-126.511.019</b>
Renteudgifter på anfordringskonti	-32.020	-73.292	41.272
Genkøbs-forretninger	-11.947.990	-19.575.020	7.627.030
Andre nettorente-udgifter	-32.960	0	-32.960
<b>Nettorenteindtæg-ter fra valuta-reserveaktiver</b>	<b>422.418.698</b>	<b>541.294.375</b>	<b>-118.875.677</b>

#### *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 tilgodeha-vende svarende til andelen af seddelomløbet for-rentes 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 regnskabsre-sultat for regnskabsåret 2004 besluttede Styrel-sesrådet i december 2004:

(a) at tilbagekalde de tre foreløbige kvartalsvise fordelinger, der allerede var udbetalt til NCBerne i løbet af året, og som i alt udgjorde 536 mio. euro

(b) at tilbageholde årets sidste foreløbige kvar-talsvise fordeling på 197 mio. euro.

#### *Forrentning af NCBernes tilgodehavende vedrørende overførte valutareserveaktiver*

I denne post indregnes renter udbetalt til NCB-erne 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 -udgif-ter, der hidrører fra mellemværender i Target og andre aktiver og passiver i euro.

I 2004 blev nettorenteindtægterne fortsat påvir-ket af det lave renteniveau både i og uden for euroområdet.

### 19 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

I 2004 fordelte de realiserede nettogevinster på finansielle operationer sig som følger:

	2004 €	2003 €	Udvikling €
Realiserede børskurs-gevinster på værdi-papirer, netto	94.643.135	528.606.147	-433.963.012
Realiserede valuta-kursgevinster/(-tab), netto	41.402.675	-3.345.525	44.748.200
Realiserede gevinster på finansielle operationer	136.045.810	525.260.622	-389.214.812

## 20 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2004 €	2003 €	Udvikling €
Urealiserede kursstab på værdipapirer	-28.485.006	-10.349.709	-18.135.297
Urealiserede valutakursstab	-2.064.800.103	-3.962.339.851	1.897.539.748
I alt	-2.093.285.109	-3.972.689.560	1.879.404.451

Den negative kursregulering kan primært henføres til ECBs beholdning af amerikanske dollar, som blev nedskrevet til markedskursen pr. 31. december 2004.

## 21 GEBYRER OG PROVISIONER, NETTO

	2004 €	2003 €	Udvikling €
Indtægt fra gebyrer og provisioner	297.964	700.271	-402.307
Udgift til gebyrer og provisioner	-559.481	-763.737	204.256
Gebyrer og provisioner, netto	-261.517	-63.466	-198.051

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 17 i "Noter til balancen").

## 22 ANDRE INDTÆGTER

Årets diverse indtægter stammer primært fra tilbageførsel af tidligere års administrative hensættelser. Fra og med 2004 omfatter denne post også det beløb, som NCBerne i de ti nye medlemslande efter deres tiltrædelse årligt skal betale i servicegebyr for deres lokale tilslutning til ESCBs sikrede IT-infrastruktur. Disse omkostninger dækkes i første omgang centralt af ECB.

NCBernes bidrag ophører, når de optages i euroområdet.

## 23 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post omfatter udgifter til lønninger mv. og personaleforsikringer på 120,0 mio. euro (2003: 108,2 mio. euro) samt arbejdsgiverbidrag til ECBs pensionsfond. Løn til medlemmerne af ECBs direktion udgjorde i alt 2,1 mio. euro (2003: 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.

Stigningen i denne post i 2004 skyldes primært en stigning i ECBs forpligtelser vedrørende pensionsfonden i henhold til aktuares beregninger (se også note 24).

Pr. 31. december 2004 udgjorde antallet af medarbejdere 1.309, heraf 131 ledende medarbejdere. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2004:

	2004	2003
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.213	1.105
Ansættelser	137	149
Fratrædelser	41	41
Antal medarbejdere pr. 31. december	1.309	1.213
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.261	1.160

## 24 ECBs PENSIONSORDNING

I overensstemmelse med reglerne for ECBs pensionsordning foretages en fuld aktuarmæssig beregning hvert tredje år. Den seneste fulde aktuarmæssige beregning blev udført pr. 31. december 2003 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 41,1 mio. euro (2003: 21,7 mio. euro). Omkostningerne omfatter pension til medlemmerne af Direktionen svarende til 1,8 mio. euro (2003: 1,9 mio. euro) samt supplerende bidrag. ECBs arbejdsgiverbidrag udgør fremover 16,5 pct. af alle medarbejderes pensionsgivende indkomst.

## **25 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.

## **26 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDELPRODUKTION**

Som det også var tilfældet i 2003, vedrørte disse udgifter i 2004 udgifter til transport af eurosedler mellem NCBerne, således at uventede udsving i efterspørgslen kunne imødegås. Omkostningerne dækkes centralt af ECB.

## NOTE OM FORDELING AF TAB

Denne note er ikke en del af ECBs årsregnskab for 2004. Den er udelukkende medtaget i Årsberetningen til orientering.

### INDTÆGT FRA ECBs SEDDELUDSTEDELSE

Styrelsesrådet har besluttet at tilbageholde 733 mio. euro for at sikre, at den samlede resultatfordeling for året ikke overstiger ECBs nettooverskud for året. Beløbet svarer til hele indtægten fra ECBs andel af det samlede seddelomløb i 2004.

### 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.<sup>1</sup>

ECBs styrelsesråd besluttede den 11. marts 2005 at dække tabet for regnskabsåret 2004 på følgende måde:

	2004 €	2003 €
Årets resultat	-1.636.028.702	-476.688.785
Overførsel fra den almindelige reservefond	296.068.424	476.688.785
Overførsel fra de samlede monetære indtægter	1.339.960.278	0
I alt	0	0

<sup>1</sup> 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.





Marie-Curie-Straße 30  
D-60439 Frankfurt am Main

Postfach 50 05 20  
D-60394 Frankfurt am Main

Telefon (0 69) 95 87-0  
Telefax (0 69) 95 87-10 50

## Revisionspåtegning

Formanden og Styrelsesrådet  
for Den Europæiske Centralbank

Frankfurt am Main

Vi har revideret Den Europæiske Centralbanks årsregnskab for regnskabsåret afsluttet den 31. december 2004. 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 2004 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2004 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som er beskrevet under anvendt regnskabspraksis.

Frankfurt am Main, den 4. marts 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstetter  
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer  
Wirtschaftsprüfer



KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Mitglied von KPMG International

Aufsichtsvorsitzender  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Gerhard Brackett

Vorstand:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Axel Berger  
WP RA StB  
Dr. Bernd Erle  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Gerd Geb  
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 (und  
Frankfurt am Main)  
(HRB 14345)  
Bankverbindung  
Deutsche Bank AG  
Frankfurt a. M., (BLZ 500 700 10)  
USt.-IdNr. DE 1:

## 5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2004

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2004	31.12.2003
<b>1 Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>125.730</b>	<b>130.344</b>
<b>2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet</b>	<b>153.856</b>	<b>175.579</b>
2.1 Tilgodehavender hos IMF	23.948	29.130
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	129.908	146.449
<b>3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet</b>	<b>16.974</b>	<b>17.415</b>
<b>4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet</b>	<b>6.849</b>	<b>6.049</b>
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	6.849	6.049
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
<b>5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>345.112</b>	<b>298.163</b>
5.1 Primære markedsoperationer	270.000	253.001
5.2 Langfristede markedsoperationer	75.000	45.000
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	109	134
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	3	28
<b>6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>3.763</b>	<b>729</b>
<b>7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet</b>	<b>70.244</b>	<b>54.466</b>
<b>8 Den offentlige gæld i euro</b>	<b>41.317</b>	<b>42.686</b>
<b>9 Andre aktiver</b>	<b>120.479</b>	<b>109.365</b>
 <b>Aktiver i alt</b>	 <b>884.324</b>	 <b>834.796</b>

Evt. uoverensstemmelse i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

PASSIVER	31.12.2004	31.12.2003
<b>1 Seddelomløb</b>	<b>501.256</b>	<b>436.128</b>
<b>2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>138.735</b>	<b>147.328</b>
2.1 Løbende poster (dækker reservekravssystemet)	138.624	147.247
2.2 Indlånsfacilitet	106	80
2.3 Indskud med fast løbetid	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	5	1
<b>3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>126</b>	<b>257</b>
<b>4 Udstedte gældsbeviser</b>	<b>0</b>	<b>1.054</b>
<b>Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet</b>	<b>42.187</b>	<b>39.865</b>
5.1 Offentlig forvaltning og service	35.968	34.106
5.2 Andre forpligtelser	6.219	5.759
<b>6 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>10.912</b>	<b>10.279</b>
<b>7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet</b>	<b>247</b>	<b>499</b>
<b>Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet</b>	<b>10.679</b>	<b>11.205</b>
8.1 Indlån og andre forpligtelser	10.679	11.205
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten i ERM2	0	0
<b>9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF</b>	<b>5.573</b>	<b>5.761</b>
<b>10 Andre forpligtelser</b>	<b>51.791</b>	<b>54.757</b>
<b>11 Revalueringskonti</b>	<b>64.581</b>	<b>67.819</b>
<b>12 Kapital og reserver</b>	<b>58.237</b>	<b>59.844</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>



# BILAG



## RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2004 og begyndelsen af 2005 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 findes en oversigt over alle retlige instrumenter vedtaget af ECB siden ECBs etablering og offentliggjort i EUT.

Nummer	Titel	EUT-henvisning
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, s. 29
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
ECB/2004/3	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 4. marts 2004 om aktindsigt i Den Europæiske Centralbanks dokumenter	EUT L 80, 18.3.2004, s. 42
ECB/2004/4	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. april 2004 om ændring af retningslinje ECB/2001/3 om et Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET)	EUT L 205, 9.6.2004, s. 1
ECB/2004/5	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 22. april 2004 om de nationale centralbankers fordelingsnøgle for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank	EUT L 205, 9.6.2004, s. 5
ECB/2004/6	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 22. april 2004 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for de deltagende nationale centralbankers indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital	EUT L 205, 9.6.2004, s. 7
ECB/2004/7	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 22. april 2004 om de nærmere vilkår for omfordelinger af Den Europæiske Centralbanks kapitalandele mellem de nationale centralbanker og justering af den indbetalte kapital	EUT L 205, 9.6.2004, s. 9

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2004/8	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 22. april 2004 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for bidraget til den akkumulerede værdi af Den Europæiske Centralbanks egenkapital, for justeringen af de nationale centralbankers fordringer svarende til de overførte valutareserveaktiver og for tilknyttede finansielle anliggender	EUT L 205, 9.6.2004, s. 13
ECB/2004/9	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 22. april 2004 om ændring af afgørelse ECB/2001/15 af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler	EUT L 205, 9.6.2004, s. 17
ECB/2004/10	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 23. april 2004 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for de ikke-deltagende nationale centralbankers indbetaling af Den Europæiske Centralbanks kapital	EUT L 205, 9.6.2004, s. 19
ECB/2004/11	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 3. juni 2004 om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser, og om ændring af ansættelsesvilkårene for Den Europæiske Centralbanks ansatte	EUT L 230, 30.6.2004, s. 56
ECB/2004/12	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 17. juni 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd	EUT L 230, 30.6.2004, s. 61
ECB/2004/13	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 1. juli 2004 om Eurosystemets levering af tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutareserver i euro til centralbanker uden for Den Europæiske Union, lande uden for Den Europæiske Union og internationale organisationer	EUT L 241, 13.7.2004, s. 68
ECB/2004/14	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 9. juli 2004 om ændring af beslutning ECB/2003/15 af 28. november 2003 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2004	EUT L 248, 22.7.2004, s. 14
ECB/2004/15	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 16. juli 2004 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet samt opgørelse af internationale valutareserver	EUT L 354, 30.11.2004, s. 34

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2004/16	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 16. juli 2004 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet samt opgørelse af internationale valutaeserver	EUT C 292, 30.11.2004, s. 21
ECB/2004/17	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 30. juli 2004 til Rådet for Den Europæiske Union om de eksterne revisorer for Banca d'Italia	EUT C 202, 10.8.2004, s. 1
ECB/2004/18	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 16. september 2004 om offentligt udbud vedrørende eurosedler	EUT L 320, 21.10.2004, s. 21
ECB/2004/19	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 14. december 2004 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2005	EUT L 379, 24.12.2004, s. 107
ECB/2004/20	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 16. december 2004 om ændring af retningslinje ECB/2004/13 af 1. juli 2004 om Eurosystemets levering af tjenesteydelser vedrørende forvaltning af valutaeserver i euro til centralbanker uden for Den Europæiske Union, lande uden for Den Europæiske Union og internationale organisationer	EUT L 385, 29.12.2004, s. 85
ECB/2004/21	Den Europæiske Centralbanks forordning af 16. december 2004 om ændring af forordning ECB/2001/13 om den konsoliderede balance i monetære finansielle institutioner og forordning ECB/2001/18 vedrørende statistik over de monetære finansielle institutioners rentesatser på indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	EUT L 371, 18.12.2004, s. 42
ECB/2005/1	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. januar 2005 om ændring af retningslinje ECB/2001/3 om et Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer-system ("TARGET")	EUT L 30, 3.2.2005, s. 21
ECB/2005/2	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 3. februar 2005 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	Endnu ikke offentliggjort i EUT

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2005/3	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 11. februar 2005 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banco de Portugal	EUT C 50, 26.2.2005, s. 6
ECB/2005/4	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 15. februar 2005 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	Endnu ikke offentliggjort
ECB/2005/5	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 17. februar 2005 om krav fra Den Europæiske Centralbank til statistiske indberetninger samt procedurerne for udveksling af statistiske oplysninger inden for Det Europæiske System af Centralbanker i forbindelse med statistik over offentlige finanser	Endnu ikke offentliggjort

## UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder udtalelserne vedtaget af ECB i 2004 og begyndelsen af 2005 i henhold til artikel 105, stk. 4, i traktaten og artikel 4 i ESCB-statutten, artikel 112, stk. 2, litra b, i trak-

taten og artikel 11.2 i ESCB-statutten. På ECBs websted findes en oversigt over udtalelserne vedtaget af ECB siden ECBs etablering.

### (a) ECBs udtalelser efter høring i et medlemsland<sup>1</sup>

Nummer <sup>2</sup>	Forslags- stiller	Emne
CON/2004/1	Finland	Foranstaltninger, der påvirker Suomen Pankkis finansielle stilling, og bestemmelser vedrørende dens beføjelser til at udstede standarder
CON/2004/2	Sverige	MFIers indberetning af penge- og bankstatistik
CON/2004/3	Luxembourg	Etablering af en specifik retlig ramme for securitiseringstransaktioner
CON/2004/5	Østrig	Supplerende tilsyn i et finansielt konglomerat
CON/2004/6	Frankrig	Dækning for Banque de Frances tab på valuta
CON/2004/8	Frankrig	Det retlige grundlag for recirkulering af eurosedler og -mønter
CON/2004/9	Belgien	Kreditinstitutters, clearinginstitutioners og investeringsselskabers insolvens- og konkursbehandling
CON/2004/15	Frankrig	Omsættelige gældspapirer
CON/2004/16	Italien	Beskyttelse af opsparing
CON/2004/17	Sverige	Gamle pengesedler og mønter, som ophører med at være lovligt betalingsmiddel
CON/2004/18	Portugal	Sanering og likvidation af kreditinstitutter
CON/2004/20	Frankrig	Indekslån fra kreditinstitutter
CON/2004/21	Holland	Tilsyn med den finansielle sektor
CON/2004/22	Frankrig	Overførsel af ejendomsretten til finansielle instrumenter
CON/2004/23	Tyskland	Statistisk indberetning i forbindelse med grænseoverskridende transaktioner mellem residenter og ikke-residenter
CON/2004/24	Østrig	Indsamling af statistik om import og eksport af tjenesteydelser
CON/2004/25	Estland	Tilsynsmyndigheder for institutioner med elektroniske penge
CON/2004/26	Østrig	Indberetning af betalingsbalanceoplysninger med undtagelse af tjenester og overførsler

1 I december 2004 besluttede Styrelsesrådet, at ECBs udtalelser udarbejdet på anmodning fra de nationale myndigheder som hovedregel offentliggøres umiddelbart efter, at de er vedtaget og efterfølgende videregives til den rådgivende myndighed.

2 Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer <sup>2</sup>	Forslags- stiller	Emne
CON/2004/27	Belgien	Finansielle sikkerhedsordninger
CON/2004/28	Sverige	Sedler og mønter i omløb
CON/2004/29	Malta	Fritagelse vedrørende den maltesiske reservekravsordning
CON/2004/30	Frankrig	Færdiggørelse af den retlige ramme for securitiseringstransaktioner
CON/2004/31	Slovakiet	Národná banka Slovenskas udøvelse af tilsyn med det finansielle marked
CON/2004/33	Ungarn	Statistiske indberetningskrav for centralbankens informations-system
CON/2004/34	Belgien	Skat på valutatransaktioner
CON/2004/35	Ungarn	Pengepolitisk beslutningstagning
CON/2004/36	Tjekkiet	Program for statistiske undersøgelser for 2005
CON/2004/37	Tjekkiet	Indførelse af institutioner med elektroniske penge
CON/2004/38	Danmark	Oprettelse af et særligt retligt og tilsynsmæssigt grundlag for hedgeforeninger
CON/2004/39	Spanien	Ny ledelsesstruktur for clearingsystemet vedrørende detailbetalinger
CON/2005/3	Ungarn	Håndtering og distribution af kontanter
CON/2005/5	Malta	Central Bank of Maltas statistiske indberetningskrav for kreditinstitutter

**(b) ECBs udtalelser efter en høring i en europæisk institution<sup>3</sup>**

<b>Nummer<sup>4</sup></b>	<b>Forslags- stiller</b>	<b>Emne</b>	<b>EUT- henvisning</b>
CON/2004/4	Rådet	Udarbejdelse af ikke-finansielle kvartalsregnskaber efter institutionelle sektorer	EUT C 42, 18.2.2004, s. 23
CON/2004/7	Rådet	Ny organisationsstruktur for udvalg inden for finansielle tjenesteydelser, hvorved Lamfalussy-proceduren udvides til at omfatte alle finansielle sektorer	EUT C 58, 6.3.2004, s. 23
CON/2004/10	Rådet	Omregningskurser mellem euroen og valutaerne i de medlemsstater, der indfører euroen	EUT C 88, 8.4.2004, s. 20
CON/2004/11	Rådet	Udnævnelse af et medlem af ECBs direktion	EUT C 87, 7.4.2004, s. 37
CON/2004/12	Rådet	Aftale om de monetære relationer med Andorra	EUT C 88, 8.4.2004, s. 18
CON/2004/13	Rådet	Medaljer og møntefterligninger, der ligner euromønter	EUT C 134, 12.5.2004, s. 11
CON/2004/14	Rådet	Udarbejdelse og indberetning af data vedrørende den kvartårlige offentlige gæld	EUT C 134, 12.5.2004, s. 14
CON/2004/19	Rådet	Konjunkturstatistik	EUT C 158, 15.6.2004, s. 3
CON/2004/32	Rådet	Indledning af forhandlinger om en aftale om de monetære relationer med Andorra	EUT C 256, 16.10.2004, s. 9
CON/2005/2	Rådet	Forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme	EUT C 40, 17.2.2005, s. 9
CON/2005/4	Rådet	Kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag	EUT C 52, 2.3.2005, s. 37

<sup>3</sup> Også udgivet på ECBs websted.

<sup>4</sup> Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

# DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN JANUAR 2004

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank siden januar 2004. Hvad angår Working Papers, viser oversigten kun publikationer udgivet december 2004 og februar 2005. 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](http://www.ecb.int)).

## ÅRSBERETNING

"Årsberetning 2003", april 2004

## ARTIKLER I MÅNEDSOVERSIGTEN

"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.

"Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices", april 2004.

"Future developments in the TARGET system", april 2004.

"The Barcelona partner countries and their relations with the euro area", april 2004.

"The EU economy following the accession of the new member states", maj 2004.

"The natural real interest rate in the euro area", maj 2004.

"Risk mitigation methods in Eurosystem credit operations", maj 2004.

"Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns", juli 2004.

"Accounting for the resilience of the EU banking sector since 2000", juli 2004.

"The European Constitution and the ECB", august 2004.

"Properties and use of general government quarterly accounts", august 2004.

"Euro banknotes: first years of experience", august 2004.

"Monetary analysis in real time", oktober 2004.

"Economic integration in selected regions outside the European Union", oktober 2004.

"Oil prices and the euro area economy", november 2004.

"Extracting information from financial asset prices", november 2004.

"Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability", november 2004.

"The new Basel Capital Accord: main features and implications", januar 2005.

"Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments", januar 2005.

"Bank market discipline", februar 2005.

"Initial experience with the changes to the eurosystem's operational framework for monetary policy implementation", februar 2005.

"Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts", februar 2005.



### STATISTICS POCKET BOOK.

Tilgængelig hver måned siden august 2003.

### OCCASIONAL PAPERS

- 9 "Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications" af M. G. Briotti," februar 2004.
- 10 "The acceding countries' strategies towards EMU 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 og C. Nerdich, februar 2004.
- 11 "Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases" af A. Winckler, F. Mazzaferro, C. Nerlich og C. Thimann, februar 2004.
- 12 "Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages" af R. Anderton, F. di Mauro og F. Moneta, april 2004.
- 13 "Fair value accounting and financial stability" af en gruppe bestående af L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittine, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires og P. Poloni. Gruppen er ledet af A. Enria, april 2004.
- 14 "Measuring financial integration in the euro area", af L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova og C. Monnet, april 2004.
- 15 "Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics" af H. Ahnert og G. Kenny, maj 2004.
- 16 "Market dynamics associated with credit ratings: a literature review" af F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland og C. Zins, juni 2004.
- 17 "Corporate 'excesses' and financial market dynamics" af Maddaloni og D. Pain, juli 2004.
- 18 "The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents" af A. Geis, A. Mehl og S. Wredenberg, juli 2004.
- 19 "Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective" af MPC task force of the ESCB, juli 2004.
- 20 "The supervision of mixed financial services groups in Europe", af F. Dierick, august 2004.
- 21 "Governance of securities clearing and settlement systems" af D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti og C. Papathanassiou, oktober 2004.
- 22 "Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective" af A. Musso og T. Westermann, januar 2005.
- 23 "The bank lending survey for the euro area", af J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt og S. Scopel, februar 2005.
- 24 "Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries" af V. Genre, D. Momferatou og G. Mourre, februar 2005.

### WORKING PAPERS

- 419 "The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries" af M. Halberberg, R. Strauch og J. von Hagen, december 2004.
- 420 "On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union" af C. Detken, V. Gaspar og B. Winkler, december 2004.
- 421 "EU fiscal rules: issues and lessons from political economy" af L. Schuknecht, december 2004.
- 422 "What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances" af M. Tujula og G. Wolswijk, december 2004.

- 423 "Price setting in France: new evidence from survey data" af C. Loupias og R. Ricart, december 2004.
- 424 "An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates" af F. Breedon og P. Vitale, december 2004.
- 425 "Geographic versus industry diversification: constraints matter" af P. Ehling og S. Brito Ramos, januar 2005.
- 426 "Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds" af D.P. Miller og J.J. Puthenpurackal, januar 2005.
- 427 "Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?" af K. Kauko, januar 2005.
- 428 "Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings" af V. Pons-Sanz, januar 2005.
- 429 "Cross-border diversification in bank asset portfolios" af C.M. Buch, J. C. Driscoll og C. Ostergaard, januar 2005.
- 430 "Public policy and the creation of active venture capital markets, af M. Da Rin, G. Nicodano og A. Sembenelli, januar 2005.
- 431 "Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry" af G. Calzolari og G. Loranth, januar 2005.
- 432 "Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms" af Y. Chung Cheung, F. de Jong og B. Rindi, januar 2005.
- 433 "Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility" af R. Beetsma og X. Debrun, januar 2005.
- 434 "Interest rates and output in the long run" af Y. Aksoy og M. León-Ledesma, januar 2005.
- 435 "Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?" af L. Schuknecht og V. Tanzi, februar 2005.
- 436 "Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany" af L. Cappiello og S. Guéné, februar 2005.
- 437 "What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants" af E. Papaioannou, februar 2005.
- 438 "Quality of public finances and growth" af A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht og M. Thöne, februar 2005.
- 439 "A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market" af V. Boousseau og A. Manzanares, februar 2005.
- 440 "Estimating and analysing currency option's implied risk-neutral density functions for the largest new EU Member States" af O. Castrén, februar 2005.
- 441 "The Philips curve and long-term unemployment", af R. Llaudes, februar 2005.
- 442 "Why do financial systems differ? History matters" af C. Monnet og E. Quintin, februar 2005.
- 443 "Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data" af S. Rosati og S. Secola, februar 2005.
- 444 "Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy" af L. Straca og A. al-Nowaihi, februar 2005.
- 445 "Welfare implications of joining a common currency" af M. Ca'Zorzi, R. A. De Santis og F. Zampolli, februar 2005.
- 446 "Trade effects of the euro: evidence from sectoral data" af R. E. Baldwin, F. Skudelny og D. Taglioni, februar 2005.
- 447 "Foreign exchange option and returns-based on correlation forecasts: evaluation and two applications" af O. Castrén og S. Mazotta, februar 2005.

## ANDRE PUBLIKATIONER

- "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.
- "Foreign direct investment trade force report", marts 2004.
- "External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank", april 2004.
- "Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures" ("Blue Book"), april 2004.
- "Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures" ("Blue Book"), april 2004.
- "TARGET compensation claim form", april 2004.
- "Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe", april 2004.
- "The use of central bank money for settling securities transactions", maj 2004.
- "TARGET Annual Report 2003", maj 2004.
- "Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles", maj 2004.
- "Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management", maj 2004.
- "Risk management for central bank foreign reserves", maj 2004.
- "Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan", juni 2004.
- "The development of statistics for Economic and Monetary Union" af P. Bull, juli 2004.
- "The European Constitution and the ECB Properties and use of general government quarterly accounts", august 2004.
- "Euro banknotes: first years of experience", august 2004.
- "ECB staff macroeconomic projections for the euro area", september 2004.
- "Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 - the fair value option", september 2004.
- "Institutional provisions: Statute of the ESCB and the ECB; Rules of Procedure", oktober 2004.
- "Convergence Report 2004", oktober 2004.
- "Standards for securities clearing and settlement in the European Union", oktober 2004.
- "The European Central Bank - History, role and functions", oktober 2004.
- "E-payments without frontiers", oktober 2004.
- "European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2004.
- "Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries", november 2004.
- "Report on EU banking structure 2004", november 2004.
- "Eu banking sector stability 2004", november 2004.
- "Letter from the ECB President to the President of the European Parliament", november 2004.
- "Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Popnicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs", november 2004.
- "Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area", december 2004.

"Towards a single euro payments area – third progress report", december 2004.  
"The euro bond market study 2004", december 2004.  
"Financial Stability Review", december 2004.  
"Review of the requirements in the field of general economics statistics", december 2004.  
"Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years", december 2004.  
"Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers" januar 2005.  
"Review of the international role of the euro", januar 2005.  
"Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", januar 2005.  
"Banking structures in the new EU Member States", januar 2005.  
"Progress report on TARGET2" februar 2005.  
"The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures", februar 2005.  
"Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation", februar 2005.  
"Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures" ("Blue Book"), februar 2005.

#### **INFORMATIONSBROCHURER**

"Information guide for credit institutions using TARGET", juli 2003.  
"TARGET2 – the future TARGET system", september 2004.  
"TARGET – the current system", september 2004.



# KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG<sup>1</sup>

## 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.

## 10. MARTS 2004

I overensstemmelse med Styrelsesrådets beslutning af 23. januar 2003 nedsættes løbetiden for eurosystemets primære markedsoperationer fra to uger til en uge, og eurosystemets reservekravsperiode korrigeres til at begynde på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor den månedlige vurdering af pengepolitikens stramhedsgrad er på dagsordenen, i stedet for den 24. i måneden.

## 1. APRIL, 6. MAJ, 3. JUNI, 1. JULI, 5. AUGUST, 2. SEPTEMBER, 7. OKTOBER, 4. NOVEMBER, 2. DECEMBER 2004 OG 13. JANUAR 2005

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 2,0 pct., 3,0 pct. og 1,0 pct.

## 14. JANUAR 2005

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje tildelingsbeløbet for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2005, fra 25 mia. euro til 30 mia. euro. Sidstnævnte beløb tager højde for det forventede øgede likviditetsbehov i euroområdet banksektor i 2005. Eurosystemet vil dog fortsat tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet kan beslutte at justere tildelingsbeløbet igen i begyndelsen af 2006.

## 3. FEBRUAR, 3. MARTS 2005

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.

<sup>1</sup> Den kronologiske oversigt over Eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2003 findes i henholdsvis ECB Årsberetning 1999, s. 169-173, ECB Årsberetning 2000, s. 207-210, ECB Årsberetning 2001, s. 207-208, ECB Årsberetning 2002, s. 230-231, ECB Årsberetning 2003, s. 213-214.



## ORDLISTE

*Denne ordliste indeholder udvalgte begreber, der anvendes i Årsberetningen. En mere udførlig og detaljeret ordliste findes på ECBs websted.*

**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 **ejerandelsbeviser** udstedes og handles.

**Benchmarkportefølje:** I forbindelse med investeringer er en benchmarkportefølje en referenceportefølje eller et referenceindeks udarbejdet på baggrund af målene for investeringernes likviditet, risiko og afkast. Benchmarkporteføljen fungerer som sammenligningsgrundlag for udviklingen i den faktiske portefølje.

**Betalingsbalancen:** En statistisk opgørelse, der for en specifik tidsperiode viser en økonomis økonomiske transaktioner med resten af verden. De omfatter transaktioner vedrørende varer, tjenesteydelser samt løn- og formueindkomst, transaktioner vedrørende finansielle krav og passiver over for resten af verden samt transaktioner (fx gældsreturnering), der klassificeres som overførsler.

**Central modpart:** En enhed, der fungerer som mellemmand for **modparterne** i en handel, dvs. som køber for alle sælgere og sælger for alle købere.

**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.

**Direkte investeringer:** Grænseoverskridende investeringer med det formål at opnå en varig kapitalinteresse i en virksomhed i en anden økonomi (i praksis en andel svarende til mindst 10 pct. af de ordinære aktier eller stemmerettighederne).

**Direktionen:** Et af **Den Europæiske Centralbanks** besluttende organer. Den omfatter formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst af stats- og regeringscheferne i de lande, der har indført euroen.

**Ecofin-Rådet:** EU-Rådet i sammensætningen økonomi- og finansministre.

**Effektive eurokurser (EER) (nominelle/reale):** Vægtede gennemsnit af bilaterale eurokurser over for **euroområdet** vigtige handelspartners valutaer. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for to grupper handelspartnere, nemlig EER-23 (der omfatter de 13 EU-lande uden for euroområdet og 10 vigtige handelspartnere uden for EU) og EER-42 (som består af EER-23 og 19 andre lande). De anvendte vægte afspejler den enkelte handelspartners andel af euroområdets handel og konkurrencen på tredjemarkeder. Reale effektive eurokurser er nominelle effektive eurokurser deflateret med et vægtet gennemsnit af udenlandske priser eller omkostninger i forhold til de indenlandske. De er således udtryk for pris- og omkostningsmæssig konkurrenceevne.



**Ejerandelsbeviser:** Værdipapirer, der repræsenterer ejerskab af en interesse i en virksomhed. Omfatter aktier, der handles på børsen (børsnoterede aktier), unoterede aktier og andre former for ejerandelsbeviser. Ejerandelsbeviser giver normalt en indtægt i form af udbytte.

**Eonia (euro overnight index average):** Et mål for den effektive rente på dag-til-dag eurointerbankmarkedet. Eonia beregnes som et vægtet gennemsnit af renterne for usikrede dag-til-dag udlån i euro, som et panel af deltagende banker har indberettet.

**ERM2 (exchange rate mechanism II):** Valutakursmekanisme, som fastlægger rammerne for det valutakurspolitiske samarbejde mellem eurolandene og de EU-lande, som ikke deltager i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union**.

**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.

**Euroområdet:** Euroområdet består af de medlemslande, der i overensstemmelse med **traktaten** har indført euro som fælles valuta, og som fører en fælles pengepolitik under **Den Europæiske Centralbanks styrelsesråds** ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig.

**Europæiske Centralbank, Den (ECB):** ECB er kernen i **eurosystemet** og **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)** 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 de nationale centralbankers aktiviteter i henhold til statuten for ESCB. ECB er underlagt **Styrelsesrådet** og **Direktionen** og, som et tredje besluttende organ, **Det Generelle Råd**.

**Europæiske Monetære Institut, Det (EMI):** En midlertidig institution, som blev etableret ved starten af anden fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** 1. januar 1994. EMI ophørte med at eksistere, da **Den Europæiske Centralbank** blev oprettet 1. juni 1998.

**Europæiske nationalregnskabssystem 1995, det (ENS95):** Et 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 System af Centralbanker, Det (ESCB):** Består af **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og NCBerne i alle 25 EU-lande, 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**.

**Eurosystemet: Euroområdets** centralbanksystem. Omfatter **Den Europæiske Centralbank** og NCBerne i de medlemslande, der har indført euroen i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union**.

**Finjusterende operation:** En ikke-regelmæssig **markedsoperation**, som udføres af **eurosystemet**, primært for at klare uventede likviditetsudsving i markedet.

**Fremskrivninger:** Resultatet af undersøgelser, der udføres fire gange om året med henblik på at forudsige den fremtidige makroøkonomiske udvikling i **eurområdet**. **Eurosystemets** stabs makroøkonomiske fremskrivninger offentliggøres i juni og december, mens ECBs stabs fremskrivninger offentliggøres i marts og september. De indgår i den **økonomiske analyse** i **Den Europæiske Centralbanks** pengepolitiske strategi og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af truslerne mod **prisstabiliteten**.

**Generelle Råd, Det:** Et af **Den Europæiske Centralbanks (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.

**Gældsinstrument:** Udsteders (dvs. låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændebarer (långiver) på et eller flere givne tidspunkter i fremtiden. De forrentes normalt til en bestemt sats (kuponrente) og/eller sælges til et lavere beløb end det, som tilbagebetales ved forfald (underkurs).

**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**).

**Kapitalbalancen over for resten af verden:** Værdien og sammensætningen af en økonomis finansielle nettofordringer på (eller finansielle passiver over for) resten af verden.

**Konsoliderede balance, MFI-sektorens:** Balance, der fås ved at modregne inter-MFI-positioner (fx ud- og indlån mellem MFier) på den aggregerede MFI-balance. Den giver statistisk information om MFI-sektorens aktiver og passiver over for resider i **eurområdet**, som ikke hører til denne sektor (dvs. **den offentlige sektor** og andre resider i eurområdet) og over for resider uden for eurområdet. Balancen er den vigtigste statistikkilde til beregning af pengemængdemål, og den danner grundlag for den regelmæssige analyse af **M3s** modposter.

**Kreditinstitut:** (i) Et foretagende, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning, eller (ii) et foretagende og enhver anden juridisk person, der udsteder betalingsmidler i form af elektroniske penge, 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. Kreditrisiko omfatter genplaceringsrisiko og hovedstolsrisiko samt risikoen for, at afviklingsbanken ikke overholder sine forpligtelser.

**Langfristet markedsoperation:** En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. Langfristede markedsoperationer udføres som månedlige standardauktioner, normalt med en løbetid på 3 måneder.

**Likviditetsrisiko:** Risikoen for, at en **modpart** ikke afvikler en forpligtelse til fuld værdi, når den forfalder, men på et senere ikke nærmere angivet tidspunkt derefter.

**M1:** Det snævre pengemængdemål, som omfatter seddel- og møntomløbet plus indlån på anfordring hos **MFIerne** og **staten** (fx postvæsenet eller finansministeriet).

**M2:** Det mellembrede pengemængdemål, som omfatter **M1** plus indlån med et opsigelsesvarsel på til og med 3 måneder (dvs. kortfristede opsparingsindskud) samt tidsindskud med en løbetid på til og med 2 år (dvs. kortfristede tidsindskud) hos **MFIerne** og **staten**.

**M3:** Det brede pengemængdemål, som omfatter **M2** plus omsættelige instrumenter, især **genkøbsforretninger**, andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af **MFIer**.

**Marginale udlånsfacilitet, den:** En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparterne** kan anvende til at opnå dag-til-dag kredit fra en NCB til en på forhånd fastsat rentesats mod belånbare aktiver (se **ECBs officielle renter**).

**Markedsoperation:** En operation, der udføres på centralbankens initiativ på de finansielle markeder. Med hensyn til formål, hyppighed og procedurer kan **eurosystemets** markedsoperationer inddeles i fire kategorier: **primære markedsoperationer**, **langfristede markedsoperationer**, **finjusterende markedsoperationer** og strukturelle operationer. Som instrument i forbindelse med markedsoperationerne anvender eurosystemet primært **tilbageførselsforretninger**, som kan benyttes til alle fire kategorier. Desuden kan udstedelse af gældsbeviser og egentlige købs- eller salgsforretninger benyttes til strukturelle operationer, mens egentlige købs- eller salgsforretninger, **valutaswaps** og modtagelse af tidsindskud fra modparter benyttes til finjusterende markedsoperationer.

**MFIer (monetære finansielle institutioner):** De finansielle institutioner, der udgør **euroområdets** pengeudstedende sektor. De omfatter **Den Europæiske Centralbank (ECB)**, NCBerne i eurolandene samt euroområdets **kreditinstitutter** og pengemarkedsforeninger.

**MFIernes kreditgivning til residerter i euroområdet:** MFIernes udlån til residerter i **euroområdet** (herunder **den offentlige sektor** og den private sektor) og MFIernes beholdninger af værdipapirer (aktier, andre ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter**) udstedt af ikke-MFIer i euroområdet.

**MFIernes langfristede finansielle passiver:** Tidsindskud med en løbetid på over 2 år, indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder, **gældsinstrumenter** med en oprindelig løbetid på over 2 år udstedt af **MFIer** i **euroområdet** samt euroområdets MFI-sektors kapital og reserver.

**MFIernes nettofordringer på udlandet:** **Euroområdets MFIers** fordringer på udlandet (fx guld, beholdninger af pengesedler og mønter i fremmed valuta, beholdninger af værdipapirer udstedt af residerter uden for euroområdet og udlån til residerter uden for euroområdet) minus euroområdets MFI-sektors eksterne passiver (fx indskud fra residen-

ter uden for euroområdet, deres **genkøbsforretninger** samt deres andele i pengemarkedsforeninger og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af MFier).

**MFernes rentesatser:** De rentesatser, som residente **MFier**, ekskl. centralbanker og pengemarkedsforeninger, anvender for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, der er residerende i **euroområdet**.

**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 finansiel transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

**Monetær analyse:** En af søjlerne i **Den Europæiske Centralbanks** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den monetære analyse hjælper med at vurdere tendenserne i inflationsudviklingen på mellemlangt til langt sigt i lyset af den tætte sammenhæng mellem pengemængde og prisniveau over længere tidshorisoner. Den monetære analyse tager højde for udviklingen i en lang række monetære indikatorer, herunder **M3** og dets komponenter og modposter, især udlån, og forskellige mål for overskudslikviditet (se også **økonomisk analyse**).

**Monetær indkomst:** De indtægter, som 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**.

**Offentlige sektor, den (offentlig forvaltning og service):** En sektor, der er defineret i **det europæiske nationalregnskabsystem 1995 (ENS95)**, og omfatter residente enheder, der hovedsagelig beskæftiger sig med produktion af ikke-markedsmæssige varer og tjenester bestemt for individuelt og kollektivt konsum og/eller omfordeling af nationalindkomst og -formue. Sektoren består af statslig forvaltning og service, offentlig forvaltning og service på delstatsniveau, kommunal forvaltning og service samt sociale kasser og fonde. Offentligt ejede enheder, der driver erhvervsvirksomhed, fx offentlige virksomheder, indgår ikke i den offentlige sektor.

**Officielle renter, ECBs:** De renter, der afspejler **Den Europæiske Centralbanks** pengepolitik, og som fastsættes af **Styrelsesrådet**. ECBs officielle renter er **minimumsbudrenten** for de **primære markedsoperationer**, renten for den **marginale udlånsfacilitet** og renten for **indlånsfaciliteten**.

**Option:** Et finansielt instrument, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et specifikt aktiv (fx en obligation eller en aktie) til en på forhånd aftalt pris (strike-pris) på eller indtil et aftalt tidspunkt (forfaldsdato).

**Pengemarked:** Det marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt til og med 1 år.

**Porteføljeinvesteringer:** Euroområdet residents nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residerter uden for euroområdet ("aktiver") og disses nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residerter i euroområdet ("passiver"). Omfatter ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter** (obligationer og pengemarkedsinstrumenter) ekskl. beløb bogført under **direkte investeringer** eller reserveaktiver.

**Primær markedsoperation:** En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. Fra 10. marts 2004 udføres primære markedsoperationer som egentlige standardauktioner, normalt med en løbetid på en uge.

**Primær saldo:** Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

**Prisstabilitet:** Eurosystemets hovedmål er at fastholde prisstabilitet. **Styrelsesrådet** definerer prisstabilitet som en år-til-år stigning på under 2 pct. i det **harmoniserede forbrugerprisindeks** 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.

**Realtidsbruttoafviklingsystem (RTGS-system):** Et afviklingsystem, hvor betalingsinstrukser behandles, efterhånden som de opstår (uden netting), og afvikles i realtid (kontinuerligt). Se også **Target**.

**Referenceværdi for M3-vækst:** Den årlige vækst i **M3** på mellemlangt sigt, der er i overensstemmelse med fastholdelse af **prisstabilitet**. Referenceværdien for den årlige M3-vækst er p.t. 4½ pct.

**Reservekrav:** De mindstereserver, som et **kreditinstitut** skal holde på konti hos **eurosystemet**. Opfyldelse af reservekravet vurderes på grundlag af den gennemsnitlige daglige saldo i løbet af en **reservekravsperiode** på ca. en 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**. Koefficienten bruges til beregning af **reservekravene**.

**Reservekravsperiode:** Den periode, for hvilken **kreditinstitutternes** overholdelse af **reservekravene** beregnes. 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 to rådsforordninger, nemlig (i) forordning (EF) nr. 1466/97 af 7. juli 1997 om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker 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** 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.

**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**).

**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: Den Europæiske Centralbanks (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 institutions manglende evne til at opfylde sine forpligtelser rettidigt vil medføre, at andre institutioner ikke er i stand til at opfylde deres forpligtelser rettidigt. Det kan medføre betydelige likviditets- eller kreditproblemer og som følge heraf true de finansielle markeders stabilitet eller tilliden til markederne.

**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**.

**Tiltrædende lande:** De 10 lande, som undertegnede EU-tiltrædelsestraktaten i 2003, inden de tiltrådte EU 1. maj 2004, nemlig Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn.

**Traktaten:** Refererer til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab ("Rom-traktaten"). Traktaten er blevet ændret ved flere lejligheder, navnlig ved traktaten om Den Europæiske Union ("Maastricht-traktaten"), som dannede grundlaget for **Den Økonomiske og Monetære Union** og indeholdt statuten for **ESCB**.

**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**.

**Valutaswap:** En samtidig spot- og terminsforretning, hvor én valuta handles mod en anden.

**Værdipapirafviklingssystem:** Et system, hvor værdipapirer kan opbevares eller overføres uden betaling, mod betaling (DvP – Delivery versus Payment) eller mod et andet aktiv (delivery versus delivery). Systemet omfatter alle institutionelle og tekniske rammer for afvikling af værdipapirhandlinger og opbevaring af værdipapirer og kan være baseret på realtidsbruttoafvikling, bruttoafvikling eller nettoafvikling. Et afviklingssystem giver mulighed for beregning (clearing) af deltagernes forpligtelser.

**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. Udvalgets opgaver 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. Tredje fase startede 1. januar 1999 med afgivelse af den pengepolitiske kompetence til **Den Europæiske Centralbank** og indførelse af euroen. Med indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002 blev ØMUen fuldblyndet.

