



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET

ÅRSBERETNING 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

ÅRSBERETNING
2008

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK





DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

EUROSYSTEMET



ÅRSBERETNING 2008

I 2009
vil alle
publikationer
bære et motiv
taget fra
en 200 euro-
seddel

© Den Europæiske Centralbank, 2009

Adresse

Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Tyskland

Postadresse

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main
Tyskland

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

Foto:

*Martin Joppen
Walter Vorjohann*

*Skæringsdato for statistik i denne
årsberetning var den 27. februar 2009*

ISSN 1725-2830 (online)

INDHOLD

FORORD	9		
KAPITEL 1 DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN	15		
1 PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER	16		
2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING	22		
2.1 De globale makroøkonomiske forhold	22		
2.2 Den monetære og finansielle udvikling	26		
2.3 Udviklingen i priser og omkostninger	52		
2.4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	61		
2.5 Udviklingen i de offentlige finansier	68		
2.6 Udviklingen i valutakurser og betalingsbalancen	77		
3 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET	85		
KAPITEL 2 CENTRALBANKOPERATIONER OG -AKTIVITETER	95		
1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER	96		
1.1 Pengepolitiske operationer	96		
1.2 Valutaoperationer	107		
1.3 Investeringsaktiviteter	107		
2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER	110		
2.1 Target-systemet	110		
2.2 Target2-Securities	112		
2.3 Afviklingsprocedurer for sikkerhed	113		
3 SEDLER OG MØNTER	115		
3.1 Udviklingen i cirkulerende eurosedler og -mønter og håndteringen deraf	115		
		3.2 Forfalskning af eurosedler og beskyttelse mod forfalskning	116
		3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler	118
		4 STATISTIK	120
		4.1 Nye eller forbedrede statistikker for euroområdet	120
		4.2 Øvrig statistisk udvikling	121
		4.3 Det mellemfristede arbejds- program for ECBs statistik- funktion	122
		5 ØKONOMISK FORSKNING	124
		5.1 Forskningsprioriteter og -resultater	124
		5.2 Formidling af forskning: publikationer og konferencer	125
		6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER	127
		6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	127
		6.2 Rådgivende funktioner	127
		6.3 Forvaltning af fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	131
		6.4 Eurosystemets forvaltning af valutareserver	131
		KAPITEL 3 SLOVAKIETS INDTRÆDEN I EUROOMRÅDET	135
		1 DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I SLOVAKIET	136
		2 JURIDISKE ASPEKTER AF NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKEAS INTEGRATION I EUROSISTEMET	140
		3 OPERATIONELLE ASPEKTER AF NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKEAS INTEGRATION I EUROSISTEMET	141
		3.1 Pengepolitiske operationer	141
		3.2 Bidrag til ECBs kapital, reserver og valutareserveaktiver	141

4 OVERGANGEN TIL EUROSEDLER OG -MØNTER I SLOVAKIET	143	2.2 Samarbejde med lande uden for EU	178
KAPITEL 4 FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION	147	KAPITEL 6 ANSVARLIGHED	181
I FINANSIEL STABILITET	148	I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA- PARLAMENTET	182
1.1 Overvågning af finansiell stabilitet	148	2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET	183
1.2 Initiativer vedrørende finansiell stabilitet	150	KAPITEL 7 EKSTERN KOMMUNIKATION	187
2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN	152	I KOMMUNIKATIONSPOLITIK	188
2.1 Generelle emner	152	2 KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER	189
2.2 Bankvirksomhed	153	KAPITEL 8 INSTITUTIONELLE RAMMER, ORGANISATION OG ÅRSREGNSKAB	193
2.3 Værdipapirer	154	I ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE	194
3 FINANSIEL INTEGRATION	155	1.1 Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	194
4 OVERVÅGNING AF BETALINGS- SYSTEMER OG MARKEDETS INFRASTRUKTUR	160	1.2 Styrelsesrådet	195
4.1 Systemer for store betalinger og infrastrukturudbydere	160	1.3 Direktionen	198
4.2 Detailbetalingssystemer og -instrumenter	162	1.4 Det Generelle Råd	200
4.3 Clearing og afvikling af værdipapirer og derivater	163	1.5 Eurosystem-/ESCB-komiteer, budgetkomiteen, Personalechefkredsen (HRC) og Eurosystemets IT-styringskomite	201
4.4 Andre aktiviteter	165	1.6 Corporate governance	202
KAPITEL 5 EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER	169	2 ORGANISATORISK UDVIKLING	205
I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL	170	2.1 Human resources	205
1.1 Politikspørgsmål	170	2.2 Personalechefkredsen (HRC)	207
1.2 Institutionelle spørgsmål	173	2.3 ECBs nye hovedsæde	207
1.3 Udviklingen i og forbindelserne med kandidatlandene	173	2.4 Eurosystemets kontor til koordinering af indkøb	208
2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL	175		
2.1 Vigtige tendenser i det internationale monetære og finansielle system	175		

3 ESCBs SOCIALE DIALOG	209	Figur C Månedlige strømme af udlån til andre finansielle formidlere, MFIernes køb af gældsinstrumenter og MFI-lån, der ikke længere indregnes	29
4 ÅRSREGNSKAB FOR ECB	210	Figur D Kreditinstitutternes aktivbeholdninger og udlån til den private sektor	29
Ledelsens beretning for regnskabsåret 2008	211		
Balance pr. 31. december 2008	214		
Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2008 til 31. december 2008	216	2 Udviklingen på euroområdet i lyset af den finansielle uro	31
Anvendt regnskabspraksis	217	Figur A ECBs renter og dag-til-dag renten	31
Noter til balancen	222	Figur B Implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter med udløb i marts 2009	34
Noter til resultatopgørelsen	235	3 Volatilitet og likviditet på aktie- og statsobligationsmarkederne	42
Note om fordeling af overskud og tab	239	Figur A Realiseret volatilitet i ugentligt afkast på aktier og obligationer	43
Revisionspåtegning	240	Figur B Korrelation mellem ugentligt afkast på aktier og obligationer	43
		Figur C Handelsmængder, statsobligationsfutures	44
5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2008	242	Figur D Handelsmængder på aktiemarkederne	44
		4 Råvarepriser og HICP-inflation	54
BILAG	245	Figur A Råvarepriser	54
		Figur B HICP-inflation	55
RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF ECB	246	Figur C Udvalgte delkomponenter af HICP-komponenten tjenesteydelser	55
		Figur D Langsigtede inflationsforventninger fra undersøgelser og "break even"-inflationen	56
UDTALELSER VEDTAGET AF ECB	250	5 Arbejdsmarkedernes udvikling i euroområdet i 2008	65
		Figur A Vækst i realt BNP og vækst i den samlede beskæftigelse i euroområdet	66
KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSISTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG	259	Figur B Fordeling af væksten i antal arbejdstimer i euroområdet	66
		Figur C Fordeling af beskæftigelsesvæksten på kontrakttype	67
OVERSIGT OVER ECBs KOMMUNIKATION VEDRØRENDE TILFØRSEL AF LIKVIDITET I EURO	262	Figur D Deltidsarbejde i euroområdet	67
ECBs PUBLIKATIONER	271		
ORDLISTE	277		
BOKSE			
1 Hvordan spændingerne på de finansielle markeder påvirker den monetære udvikling	27		
Figur A Månedlig indstrømning til/udstrømning fra andele i pengemarkedsforeninger og kortfristede MFI-gældsinstrumenter	27		
Figur B Månedlig vækst/fald i seddel- og møntomløbet og indlån på anfordring	28		

6	Udviklingen i udstedelsen af og rentespændene i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet	12	10 år med ØMUen	172
	Tabel A Årlig vækst i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene	70		
	Tabel B Udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene	70		
	Figur A Dekomponering af ændringen i rentebetalinger i perioden 1999-2008	71		
	Figur B Rentespænd for statsobligationer over for Tyskland	71		
	Figur C Udviklingen i statslige "credit default swaps"	71		
7	Statistiske konsekvenser af den finansielle krise for det offentlige underskud og den offentlige gæld	73		
8	Den finansielle krise og finanspolitikken	75		
9	Den seneste udvikling i euroområdets konkurrenceevne	79		
	Figur A Nominelle og reale effektive eurokurser	80		
	Figur B Ændringer i de harmoniserede indikatorer for eurolandenes konkurrenceevne	80		
	Figur C Udviklingen i de harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne inden for og uden for euroområdet	81		
10	Pengepolitiske operationer under den seneste tids volatilitet på de finansielle markeder	97		
	Figur A Likviditetstilførsel via markedsoperationer og brug af stående faciliteter	99		
	Figur B Spændet mellem Eonia og renten ved de primære markedsoperationer	99		
11	Statistiske konsekvenser af udvidelsen af euroområdet med Slovakiet	138		
	69 TABELLER			
	1 Prsudviklingen			52
	2 Indikatorer for arbejdskrafts-omkostninger			58
	3 Sammensætningen af vækst i realt BNP			61
	4 Udviklingen på arbejdsmarkedet			64
	5 Budgetstillinger i euroområdet og i eurolandene			69
	6 Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet			85
	7 HICP-inflation i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet			86
	8 Budgetstillinger i EU-landene uden for euroområdet og i euroområdet			87
	9 Betalingsbalancen for EU-landene uden for euroområdet og euroområdet			88
	10 Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet			92
	11 Betalinger i Target			111
	12 Fordeling af euroseddelproduktionen i 2008			118
	13 De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Slovakiet			137
	FIGURER			
	1 ECB-renter og pengemarkedsrenter			17
	2a Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier			22
	2b Hovedtendenser i vigtige vækstøkonomier			24
	3 Hovedtendenser på råvaremarkederne			25
	4 M3 og udlån til den private sektor			26
	5 M3s hovedkomponenter			35
	6 MFI-renter for kortfristede indskud og en pengemarkedsrente			35
	7 Sektorfordelte indskud			36
	8 Kreditgivning til residenter i euroområdet			37
	9 Usikrede pengemarkedsrenter			39
	10 3-måneders Eurepo, Euribor og dag-til-dag indeksswap			39
	11 Lange statsobligationsrenter			40

12 Nulkupon "break-even"-inflation i euroområdet	42	37 Kapitalbalancen over for resten af verden, netto	84
13 Væsentlige aktieindeks	45	38 Udviklingen i ERM2	89
14 Implicit volatilitet for aktiemarkedene	46	39 Udviklingen i EU-valutaer uden for ERM2	90
15 MFI-lån til husholdningerne	47	40 ECBs officielle renter og Eonia	96
16 Renter på udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	47	41 Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2008	102
17 Husholdningernes gæld og rentebetalinger	48	42 Seddelomløb	102
18 Reale omkostninger ved euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering	49	43 Belånbare aktiver fordelt efter type	105
19 Fordeling af den årlige realvækst i eksternt finansiering til ikke-finansielle selskaber	50	44 Sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer og udestående operationer	106
20 Profitmål for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet	50	45 Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type	106
21 De ikke-finansielle selskabers finansieringsgab og dets hovedkomponenter	51	46 Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2008	115
22 De ikke-finansielle selskabers gældskvoter	52	47 Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2008	115
23 De vigtigste komponenter i HICP-inflationen	53	48 Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2008	116
24 De vigtigste komponenters bidrag til HICP-inflationen	57	49 Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2008	117
25 De enkelte komponenter i producentpriser i industrien	58	50 Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2008	117
26 Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor	59		
27 Boligprisudviklingen i euroområdet	60		
28 Euroområdets forbrugeres kvalitative inflationsopfattelse og -forventninger	60		
29 Bidrag til kvartalsvis vækst i reelt BNP	62		
30 Konjunkturbarometre	63		
31 Ledighed	65		
32 Udviklingen i de offentlige finanser, 1999-2009	74		
33 Betalingsbalancens løbende poster	79		
34 Euroområdets eksportmængder til udvalgte handelspartnere	79		
35 Priser på import fra lande uden for euroområdet	83		
36 Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet	83		

FORKORTELSER

LANDE

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

ANDRE FORKORTELSER

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

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

FORORD



I 2008 fejrede Den Europæiske Centralbank sit tiårsjubilæum. Med en årlig gennemsnitlig inflation i euroområdet på lige godt 2 pct., har vi oplevet et tiår med relativt stabile priser, hvilket er i overensstemmelse med ECBs mandat, nemlig at sørge for prisstabilitet. Det har også været ti år, hvor de langsigtede inflationsforventninger har været forankret på et niveau, der stort set har været i overensstemmelse med prisstabilitet, og har afspejlet den store troværdighed, som ECBs pengepolitik har vundet. Succesen er samtidig et klart bevis på eurosystemets institutionelle robusthed, sammenhængskraft og sammenhold, og på dets evne til at handle i en ægte europæisk ånd ud fra fælles værdier, høje standarder og fælles principper. Euroen har været en stabil valuta lige fra starten. 329 millioner europæere i de 16 eurolande bruger nu euroen, som også i vid udstrækning accepteres på de internationale finansielle markeder. Jeg vil gerne benytte denne lejlighed til at hilse indbyggerne i Slovakiet velkommen til euroområdet. Efter Cyperns og Maltas indførelse af euroen i 2008 blev Slovakiet 1. januar 2009 det 16. land i euroområdet.

2008 var et usædvanligt år, der blev kendetegnet af en ekstraordinær økonomisk og finansiell udvikling. Grundet kraftige prisstigninger på råvarer steg inflationen markant i 1. halvår 2008, og de opadrettede risici, der fandtes i tilknytning til prisstabiliteten, steg i løbet af denne periode. Midt på året toppede den årlige HICP-inflation med 4,0 pct. i både juni og juli. Især tegnene på et stigende lønpres blev tydeligere. Den monetære analyse bekræftede vurderingen af, at de risici, der fandtes i tilknytning til prisstabiliteten, primært var opadrettede. For at forhindre bredt funderede anden runde-effekter og bevare den solide forankring af inflationsforventningerne, forhøjede ECBs styrelsesråd de officielle renter i juli 2008. Fra midten af september spidsede de finansielle spændinger kraftigt til og bredte sig over hele verden mere og mere til realøkonomien. Sammen med kraftige prisfald på energi og andre råvarer førte dette til et aftagende inflationspres både i euroområdet og globalt. Samtidig steg usikkerheden til et exceptionelt højt niveau, hvilket påvirkede likviditeten, aktivpriserne og balancerne. Samlet set indebar denne udvikling markant større nedadrettede risici for væksten og en betydelig reduktion af inflationspresset på mellemlangt sigt.

Den 8. oktober 2008 nedsatte ECB den pengepolitiske rente i et tiltag koordineret med andre større centralbanker. Mellem oktober 2008 og marts 2009 har Styrelsesrådet nedsat ECBs officielle renter med i alt 275 basispoint. I takt med ECBs markante forøgelse af likviditetstilførslen til euroområdet pengestituturter faldt dag-til-dag pengemarkedsrenten endda endnu kraftigere i løbet af perioden. Disse beslutninger var uden fortilfælde, men set i lyset af det aftagende inflationspres og de aftagende inflationsrisici, var de fuldt ud på linje med ECBs mandat til at fastholde prisstabilitet. Den monetære analyse viste især i 2. halvår 2008, at de opadrettede risici i tilknytning til prisstabiliteten gradvist aftog i takt med opbremsningen i den underliggende pengemængdevækst. Væksten i udlånet til den ikke-finansielle private sektor aftog også i løbet af året som følge af de strammere finansieringsvilkår og den svagere økonomiske aktivitet.

På trods af en klar opbremsning i inflationen fra og med medio-2008 nåede den gennemsnitlige årlige HICP-inflation i 2008 3,3 pct., hvilket er det højeste niveau siden indførelsen af euroen. Til sammenligning havde inflationen de foregående år været omkring 2 pct. På trods af de store udsving i den samlede inflation havde ECB med sin pengepolitik gennem hele 2008 held til at holde inflationsforventningerne på mellemlangt og langt sigt fast forankrede på et niveau, der stort set var i overensstemmelse med prisstabilitet. Samtidig faldt væksten i realt BNP i euroområdet til 0,8 pct. i 2008 efter solide vækstrater på 2,7 pct. i 2007 og 3,0 pct. i 2006. Selv om den økonomiske vækst i euroområdet havde været forholdsvis robust i begyndelsen af 2008, faldt den hurtigt senere på året i forbindelse med den markante afmatning i den økonomiske aktivitet på verdensplan.

For så vidt angår finanspolitikken, vendte udviklingen i 2008 efter nogle år med forholdsvis gunstige finanspolitiske resultater, i takt med at den finansielle krise spredte sig, og de makroøkonomiske forhold hurtigt forværredes. I henhold til Europa-Kommissionens foreløbige prognose fra januar 2009 steg det gennemsnitlige offentlige underskud i euroområdet fra 0,6 pct. af BNP i 2007 til 1,7 pct. i 2008, og der ventes endnu en betydelig stigning til 4,0 pct. af BNP i 2009. I oktober 2008 vedtog eurolandene en række koordinerede tiltag til at stabilisere banksystemet, herunder rekapitalisering af finansielle institutioner samt garantier for indlån og optagelsen af lån. I december 2008 vedtog Det Europæiske Råd en europæisk økonomisk genopretningsplan, som skal fremme økonomisk genopretning ved at styrke den samlede efterspørgsel og forøge bestræbelserne på at gennemføre de strukturreformer, som er indeholdt i Lissabon-strategien. Det stigende budgetunderskud, de stigende gældskvoter og de yderst usikre udsigter er en stor finanspolitisk udfordring for euroområdet. For at understøtte offentlighedens tillid til de offentlige financers holdbarhed er en troværdig konsolideringsforpligtelse med det formål igen at opnå en sund budgetstilling, som respekterer bestemmelserne i stabilitets- og vækstpagten fuldt ud, helt afgørende.

Hvad angår strukturpolitikken, er der i den aktuelle situation med svag økonomisk aktivitet og stor usikkerhed om de økonomiske udsigter behov for stor modstandsdygtighed i euroområdets økonomi. På nuværende tidspunkt er det afgørende, at de økonomiske politikker føres i overensstemmelse med princippet om en åben markedsøkonomi med fri konkurrence, samt at alle former for protektionistisk pres modstås. Reformen af produkt- og servicemarkederne skulle endvidere øge konkurrencen. Arbejdsmarkedsreformer skulle bidrage til at fremme en hensigtsmæssig løndannelse, hvorved beskæftigelsen bevares, og arbejdskraftens bevægelighed på tværs af sektorer og regioner øges. Det er især vigtigt for de områder og sektorer, der er kraftigt ramt af det negative efterspørgselsstød. I flere lande er det også afgørende, at der træffes foranstaltninger til at imødegå den forværing af konkurrenceevnen, som er akkumuleret i løbet af de senere år.

I løbet af 2008 voksede udfordringerne på de finansielle markeder betydeligt. Europengemarkedet var fortsat præget af høje kreditspænd og meget lav omsætning på trods af den stabiliserende effekt, som de særlige tiltag, ECB begyndte at indføre i 2007, og som blev udvidet i 2008, havde haft for disse variabler. Tiltagene bestod hovedsagelig af forhåndstilførsel ("front-loading") af likviditet til banksektoren inden for reservekravsperioderne, forøgelse af den gennemsnitlige løbetid på eurosystemets markedsoperationer og, i samarbejde med Federal Reserve, tilførsel af likviditet i amerikanske dollar.

Da spændingerne spidsede kraftigt til i alle pengemarkedssegmenter og -løbetider midt i september 2008, tog eurosystemet yderligere skridt i likviditetsstyringen for at sikre, at pengeinstitutterne fortsat havde mulighed for refinansiering. For de primære og alle langfristede markedsoperationer blev der således indført auktioner til fast rente med fuld tildeling, og listen over belånbar sikkerhed, der accepteres ved markedsoperationerne, blev midlertidigt udvidet. Korri-

doren mellem renterne på de to stående faciliteter blev desuden midlertidigt indsnævret. Det betød, at pengeinstitutterne generelt fortsatte med at have bred adgang til eurolikviditet, selv om der stadig var spændinger, især for så vidt angik de længere løbetider.

ECB bidrog aktivt til de vigtigste politiske og lovgivningsmæssige tiltag, som blev vedtaget i 2008 for at imødegå den finansielle krise og styrke det finansielle system. På globalt plan deltog ECB i drøftelserne, som førte til Financial Stability Forums anbefalinger til G7-landenes finansministre og centralbankchefer i april 2008. Hensigten med anbefalingerne var at styrke de tilsynsmæssige krav, rammerne for gennemsigtighed og værdiansættelse samt forbedre anvendelsen af kreditvurderinger, myndighedernes reaktion på risici samt foranstaltninger til håndtering af stress i det finansielle system. ECB bidrog også til andre vigtige globale politiske tiltag; nemlig den handlingsplan, som G20-landene vedtog den 15. november 2008.

På europæisk plan rådgav ECB offentlige myndigheder om forslag til forbedring af banksektorens funktion. Eurolandenes Paris-deklaration af 12. oktober 2008 – som efterfølgende blev godkendt af Det Europæiske Råd den 16. oktober – indeholdt en handlingsplan med koordinerede foranstaltninger, der skulle genskabe tilliden og forbedre finansieringsforholdene i økonomien. Foranstaltningerne omfattede muligheden for at yde statsgaranti i forbindelse med udstedelse af bankgæld og rekapitalisering af pengeinstitutter. Styrelsesrådet udstedte henstillinger om hovedtræk for og prisfastsættelsen på statsgarantier og rekapitaliseringsinstrumenter. Formålet med henstillingerne var at bevare lige konkurrencevilkår for de finansielle institutioner, fremme stabiliteten i det finansielle system, muliggøre en tilbagevenden til normale markedsforhold og sikre en passende finansiering af økonomien. Der er taget højde for henstillingerne i medlemslandenes tiltag, og de er blevet afspejlet i Europa-Kommissionens vejledning om overholdelse af traktatens statsstøtteregler.

I begyndelsen af 2009 var ECB med til at definere hovedprincipperne for foranstaltninger på aktivsiden, som sigtede mod at fjerne usikkerheden om værdifastsættelsen af visse securitiserede aktiver på de finansielle institutioners balance. ECBs bidrag blev afspejlet i Europa-Kommissionens vejledning om disse tiltag.

I løbet af 2008 fortsatte ECB med aktivt at støtte den finansielle integrationsproces i Europa. ECB rådgav bl.a. om finansiell regulering og tilsyn samt om værdipapirclearing og værdipapirafviklings- og betalingsystemer. ECB fortsatte desuden med at fungere som katalysator for aktiviteter i den private sektor ved at muliggøre kollektiv handling. Det fælles eurobetalingsområde, SEPA, som ECB har støttet kraftigt fra første dag, nåede den første vigtige milepæl med lanceringen af SEPA-rammerne for konto-til-kontooverførsler og betalingskort i januar 2008. Siden da har pengeinstitutterne oplevet de første reelle fordele ved SEPA, og hvad der er vigtigere, disse fordele er begyndt at nå frem til betalingsstjernerne slutbrugere.

For så vidt angår centralbankopgaver, der også skaber finansiell integration, blev eurosystemets system til store betalinger, det decentraliserede førstegenerations Target-system, i maj 2008 erstattet af Target2, et andengenerations enkeltplatformssystem. Target2 er den første del af markedsinfrastrukturen, der bliver fuldstændig integreret og harmoniseret på europæisk plan. I juli 2008 besluttede Styrelsesrådet endvidere at oprette en ny værdipapirafviklingsplatform, Target2-Securities (T2S). T2S bliver ensbetydende med harmoniserede, grænseoverskridende og neutrale afviklingstjenester i euro og andre valutaer og bliver derfor et stort skridt fremad mod et integreret værdipapirmarked i Europa. I juli 2008 besluttede Styrelsesrådet også at oprette én fælles platform (CCBM2) til mobilisering af sikkerhed med likviditets- og sikkerhedsstyringsfaciliteter for eurosystemets modparter.

Ved udgangen af 2008 havde ECB en vedtaget øvre grænse for det samlede antal beskæftigede på 1.357,5 fuldtidsstillinger mod 1.346 ved udgangen af 2007. ECBs medarbejdere kommer fra alle EUs 27 medlemslande, og de ansættes – efter en åben udvælgelseskampagne – i ledige stillinger, som bliver opslået på ECBs websted. I overensstemmelse med ECBs mobilitetspolitik flyttede 165 medarbejdere i 2008 til andre stillinger internt i organisationen, mens 23 medarbejdere blev udstationeret i andre organisationer, og 30 fik bevilget orlov uden løn. De fleste i den sidste gruppe havde fået arbejde i en anden organisation. En af hjørnestenene i ECBs personalestrategi er en stadig udvidelse og udvikling af alle medarbejders, herunder også ledende medarbejders, kvalifikationer og kompetencer.

I 2008 begyndte ECB en gennemgang af pensionsordningen for de ansatte, så ordningen tager højde for den seneste udvikling med hensyn til forventet øget levetid og finansiel holdbarhed. Resultatet af denne gennemgang ventes at blive implementeret i foråret 2009.

Året 2008 bragte nye udfordringer, for så vidt angår byggeprojektet til opførelse af ECBs nye hovedsæde, idet det offentlige udbud vedrørende en hovedentreprenør ikke førte til et tilfredsstillende økonomisk resultat. Derfor blev alle muligheder gennemgået meget grundigt hen over sommeren, og omkostningsberegningerne og udbudsstrategien gennemgået på ny. På baggrund af denne analyse besluttede Styrelsesrådet at opdele udbuddet i forbindelse med byggearbejdet i adskilte fag og delleverancer samt at relancere det offentlige udbud i overensstemmelse hermed. På baggrund af yderligere undersøgelser af forholdene inden for byggesektoren er ECB stadig overbevist om, at det kan lade sig gøre at fuldende projektet inden for den vedtagne budgetramme.

I 2008 havde ECBs et overskud på 2,66 mia. euro. Til sammenligning var overskuddet på 0,29

mia. euro i 2007. Styrelsesrådet besluttede pr. 31. december 2008 at hensætte 1,34 mia. euro til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici. Størrelsen af denne hensættelse, der nu samlet er på 4,01 mia. euro, tages hvert år op til fornyet vurdering. ECBs nettoresultat efter hensættelser var i 2008 1,32 mia. euro. Dette beløb blev fordelt til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital.

Frankfurt am Main, marts 2009



Jean-Claude Trichet



Den Europæiske Centralbanks første Styrelsesråd i 1998



Den Europæiske Centralbanks Styrelsesråd i 2008

Bemærk: Mario Draghi og Athanasios Orphanides var ikke til stede, da billedet blev taget



KAPITEL I

**DEN ØKONOMISKE
UDVIKLING OG
PENGEPOLITIKKEN**

I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER

I 2008 udførte ECB sin pengepolitik i en situation præget af uroen på de finansielle markeder, som havde gjort sig gældende siden august 2007. Styrelsesrådet fastholdt ECBs officielle renter i 1. halvår 2008 for derefter at forhøje dem med 25 basispoint i juli og senere nedsætte dem ad tre omgange med i alt 175 basispoint i 4. kvartal. Udviklingen i ECBs officielle renter i 2008 afspejlede udviklingen i risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt, som var stærkt påvirket af to globale fænomener, nemlig udviklingen i de internationale råvarepriser, især energi- og fødevarepriserne, og de økonomiske virkninger af den fortsatte finansielle uro, der intensiveredes medio september.

I 1. halvår 2008 øgedes inflationspresset i euroområdet, primært på grund af en meget hurtig stigning i de internationale råvarepriser. Den årlige HICP-inflation forblev et godt stykke over 2 pct. i denne periode, idet den steg fra 3,2 pct. i januar til et toppunkt på 4,0 pct. i juni og juli, hovedsagelig som følge af udviklingen i energi- og fødevarepriserne. Et stigende inflationspres sammen med forholdsvis stramme arbejdsmarkeder betød øget risiko for anden runde-effekter. Ydermere var den underliggende vækst i den brede pengemængde fortsat stærk, selv om den gradvis aftog fra toppunkterne i 2. halvår 2007. For at holde de opadrettede risici for prisstabiliteten under kontrol og sikre, at de langsigtede inflationsforventninger forblev fast forankrede i overensstemmelse med ECBs definition på prisstabilitet, forhøjede Styrelsesrådet i juli 2008 minimumsbudrenten i de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 4,25 pct.

Hvis man ser på 3. kvartal, tydede de foreliggende observationer frem til medio september på, at risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt fortsat var opadrettede. Der var stadig betydelig usikkerhed omkring udsigterne for den økonomiske aktivitet, bl.a. på grund af de meget høje og volatile råvarepriser og de vedvarende spændinger på de finansielle markeder. Alt i alt var risiciene for de økonomiske udsigter nedadrettede.

Fra medio september intensiveredes den finansielle uro markant, hvilket førte til alvorlige for-

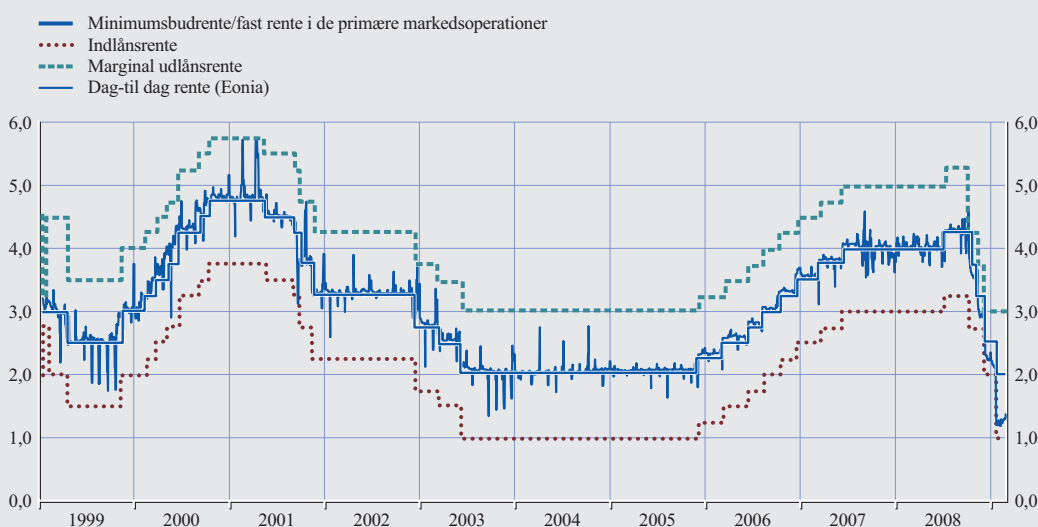
styrrelser og likviditetsknaphed inden for mange finansielle delmarkeder og til en væsentlig forværring af de globale økonomiske udsigter. Der skete også et brat fald i inflationen i årets sidste måneder, og inflationspresset aftog. Som følge af fald i råvarepriserne, især oliepriserne, faldt den årlige HICP-inflation i 2. halvår, til 1,6 pct. i december. De monetære tendenser, som fortsat var aftagende i 2. halvår 2008, pegede også på, at inflationspresset lettede. Derfor blev renten ved de primære markedsoperationer den 8. oktober nedsat med 50 basispoint til 3,75 pct. i et tiltag, der var koordineret med andre større centralbanker. Renten ved de primære markedsoperationer blev sænket med endnu 50 basispoint i november og yderligere 75 basispoint i december og var således på 2,50 pct. ultimo året (se figur 1).

Væksten i realt BNP i euroområdet var vedvarende i 1. halvår 2008, men lå noget under trenden, selv om effekten af usædvanlige vejrforhold på byggeriet skabte volatilitet i den kvartalsvise vækst. De økonomiske forhold forværredes i 2. halvår 2008, især da spændingerne på de finansielle markeder tog til medio september. Den finansielle krise bredte sig til realøkonomien og blev mere omfattende end tidligere forventet. I 3. kvartal aftog realt BNP i euroområdet med 0,2 pct. kvartal-til-kvartal, primært på grund af et stort negativt nettobidrag fra handel, der kunne tilskrives en svag eksportvækst kombineret med et stærkt opsving i importen. I 4. kvartal sås en bredt funderet økonomisk nedgang på baggrund af en større usikkerhed, idet realt BNP aftog med yderligere 1,5 pct. Alt i alt steg realt BNP i euroområdet med 0,8 pct. i 2008, hvilket var betydeligt lavere end væksten på 2,7 pct. i 2007.

Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation var i 2008 på hele 3,3 pct., det højeste niveau siden euroen blev indført. I de foregående år havde den ligget tæt på 2 pct. (fx 2,1 pct. i 2007). Inflationen steg fra 3,2 pct. i januar og toppede på 4,0 pct. i juni og juli for derefter at falde til 1,6 pct. i december. Denne udvikling skyldtes hovedsagelig den globale udvikling i råvarepriserne, især energi- og fødevarepriserne. Navnlig steg oliepriserne fra ca. 100 dollar pr. tønde i januar til et toppunkt på næsten 150 dollar i juli for derefter

Figur 1. ECB-renter og pengemarkedsrenter

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



Kilde: ECB.

Anm.: Den seneste observation vedrører 27. februar 2009.

at falde til omkring 40 dollar pr. tønde i december. I størstedelen af 2008 lå inflationen væsentligt over ECBs definition på prisstabilitet, primært på grund af den nævnte udvikling i råvarepriserne. Væksten i enhedslønoms-kostninger var fortsat stærk og var drevet af stærkere lønstigninger i en situation med strammere arbejdsmarkeder og visse anden runde-effekter, men også en konjunkturedgang i væksten i arbejdskraftsproduktivitet senere på året. Hen mod midten af året var der tegn på en stigende tendens i de langsigtede inflationsforventninger udledt af instrumenter på de finansielle markeder, men disse tegn forsvandt efter rentestigningen i juli og vendingen i råvarepriserne, især oliepriserne, som dæmpede bekymringerne for, at der skulle opstå anden runde-effekter. På trods af de kraftige udsving i inflationen, som skyldtes store ændringer i råvarepriserne, var undersøgelsesbase-rede mål for de langsigtede inflationsforventninger stort set forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med prisstabilitet og med ECBs mellemlange pengepolitiske sigte.

Den underliggende pengemængdevækst aftog i løbet af 2008, men var fortsat kraftig. Mens væksten i M3 havde en tendens til at overvurdere tendensen i pengemængdevæksten på grund af effekten af den flade rentekurve og andre midlertidige faktorer, især i 1. halvår, bekræftede en bredt funderet vurdering af M3s komponenter og modposter, at den underliggende pengemængdevækst fortsat var stærk. Væksten i lån til den ikke-finansielle private sektor aftog også i løbet af året i lyset af de strammere finansieringsforhold og den svagere økonomiske aktivitet. Det øgede stress i det finansielle system som følge af de voksende finansielle spændinger i september fremgik af de monetære observationer mod slutningen af året. Med hensyn til pengemængdemålene udløste dette øgede stress primært skift mellem M3s komponenter, snarere end det påvirkede selve M3. Den afdæmpede udvikling i udlån ultimo året bekræftede, at udlån til virksomheder var faldet markant efter en lang periode med dynamisk vækst. Udviklingen afspejlede først og fremmest nedgangen i den real-økonomiske aktivitet, selv om udbudsforholdene

også kan have spillet en rolle, som det antydes i eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån. Samlet set understøttede monetære tendenser den opfattelse, at inflationspresset aftog mod slutningen af 2008.

INFLATIONSPRESSET FØRTE TIL FORHØJELSE AF ECBs OFFICIELLE RENTER I JULI 2008

Hvad angår de pengepolitiske beslutninger i 2008, kan året opdeles i to perioder, nemlig perioden frem til sommeren 2008, hvor de foreliggende tal tydede på voksende opadrettede risici for prisstabiliteten, og perioden efter sommeren, hvor nye informationer indikerede, at den aktuelle finansielle uro og den globale økonomiske afmatning havde en stærkere effekt på aktiviteten i euroområdet, samt at inflationspresset var ved at aftage.

I 1. halvår var de økonomiske forhold præget af stor usikkerhed med hensyn til den igangværende revurdering af risici på de finansielle markeder og dens potentielle effekt på realøkonomien. Den kvartalsvise vækst var begyndt at aftage i løbet af 2007. Indikatorerne for virksomheds- og forbrugertilliden var også begyndt at falde, men var primo 2008 stadig på et niveau, der tydede på fortsat vækst. Udsigterne for økonomisk vækst var aftaget noget, men var stadig forholdsvis gunstige i begyndelsen af 2008. Den indenlandske og udenlandske efterspørgsel forventedes at aftage, men fortsat at støtte vedvarende vækst. Selv om de højere råvarepriser havde en afdæmpende effekt, forventedes forbrugsvæksten at bidrage til økonomisk vækst, samtidig med at beskæftigelsen steg, idet arbejdsløsheden var faldet til det laveste niveau i 25 år. Opfattelsen var, at en robust økonomisk aktivitet i vækstøkonomierne ville dæmpe effekten af den økonomiske afmatning i USA på den udenlandske efterspørgsel i euroområdet og dermed løbende understøtte eksporten fra euroområdet.

I 1. halvår 2008 tydede nye makroøkonomiske tal på, at væksten i realt BNP ville aftage, men kun en smule. I de makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet udarbejdet af eurosystemets stab i juni 2008 forventedes en gennemsnit-

lig årlig vækst i realt BNP på mellem 1,5 pct. og 2,1 pct. i 2008 og mellem 1,0 pct. og 2,0 pct. i 2009. Mens fremskrivningerne for 2008 stadig lå i den lave ende af det interval, der blev offentliggjort i december 2007, blev fremskrivningerne for 2009 nedrevideret noget. Udsigterne for den økonomiske vækst var forbundet med betydelig usikkerhed, og risiciene blev anset for at være nedadrettede. Disse risici vedrørte hovedsagelig muligheden for, at udviklingen på de finansielle markeder ville have en mere vidtgående virkning på finansieringsforholdene og den økonomiske stemning end forventet med en negativ effekt på væksten på verdensplan og i euroområdet til følge. Andre nedadrettede risici knyttede sig til potentielle yderligere stigninger i priserne på olie og andre råvarer, bekymring for protektionistisk pres og muligheden for en ukontrolleret udvikling på grund af globale balanceproblemer.

Samtidig oplevede euroområdet en periode med en tiltagende årlig inflation, som hovedsagelig skyldtes markante stigninger i energi- og fødevarerpriserne på globalt plan. Den årlige HICP-inflation var over 3 pct. primo 2008 og steg fra 3,2 pct. i januar til 3,7 pct. i maj med et stærkt opadrettet pres på den samlede inflation på kort sigt. I juni bemærkede Styrelsesrådet derfor, at risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt var vokset yderligere. HICP-inflationen forventedes at forblive høj i en længere periode end tidligere antaget. Der var også tegn på en opadrettet tendens i de langsigtede inflationsforventninger. Ifølge fremskrivningerne udarbejdet af eurosystemets stab i juni 2008 forventedes en gennemsnitlig årlig HICP-inflation på mellem 3,2 pct. og 3,6 pct. i 2008 og mellem 1,8 pct. og 3,0 pct. i 2009. Fremskrivningernes intervaller for inflationen i 2008 og 2009 var således markant højere end i tidligere fremskrivninger, primært som følge af højere olie- og fødevarerpriser og et stigende inflationspres i servicesektoren. Der herskede også bekymring for, at lønstigningerne ville blive stærkere end forventet på baggrund af den høje kapacitetsudnyttelse, de stramme arbejdsmarkedsforhold og risikoen for anden runde-effekter.

Selv om den årlige vækst i pengemængdemålet M3 var aftagende, var den stadig stærk. En række midlertidige faktorer, især den forholdsvis flade rentekurve, tydede på, at M3-væksten overvurderede den underliggende pengemængdevækst. Selv når der tages højde for denne effekt, bekræftede en bredt funderet vurdering af de monetære observationer, at den underliggende vækst i pengemængden og kreditgivningen fortsat var kraftig. Væksten i husholdningernes låntagning var aftaget noget, hvilket afspejlede stigningerne i ECBs officielle renter fra december 2005 og afkølingen af boligmarkedet i flere dele af euroområdet. Væksten i udlån til ikke-finansielle selskaber var imidlertid forblevet robust.

På denne baggrund anså Styrelsesrådet risiciene for prisstabiliteten for stadig at være klart opadrettede og for at være øget yderligere. Risiciene var især forbundet med muligheden for anden runde-effekter på løn- og prisdannelsen, men også muligheden for yderligere stigninger i olie- og fødevarerpriserne. Potentielle stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter ud over de stigninger, som var forudsat på det pågældende tidspunkt, udgjorde også en opadrettet risiko for inflationsudsigterne. Denne vurdering blev understøttet ved at krydstjekke med observationer vedrørende vækst i pengemængden og kreditgivningen. På baggrund af den stærke vækst i pengemængde- og kreditmålene bekræftede den monetære analyse den økonomiske analyses indikationer af, at risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt var opadrettede. Styrelsesrådet understregede, at det var fast besluttet på at holde inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt fast forankrede i overensstemmelse med prisstabilitet.

For at forhindre bredt funderede anden runde-effekter og modvirke de voksende opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt besluttede Styrelsesrådet at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint den 3. juli 2008, efter at renten havde været holdt uændret siden juni 2007 på baggrund af den store usikkerhed i forbindelse med den fortsatte finansielle uro. Styrelsesrådet understregede, at det var fast besluttet

på at holde inflationsforventningerne på mellemlangt og langt sigt fast forankrede i overensstemmelse med prisstabilitet. Dette ville fastholde købekraften på mellemlangt sigt og fortsat understøtte en holdbar vækst og beskæftigelse i euroområdet.

I 3. kvartal 2008 forventedes det, at tallene for væksten i realt BNP i 2. kvartal 2008 ville være betydeligt svagere end tallene for 1. kvartal. Dette var delvis en teknisk reaktion på den stærke vækst i årets første måneder, men afspejlede desuden en nedgang i BNP-væksten, som skyldtes en langsommere vækst på verdensplan og de afdæmpende virkninger af høje, volatile olie- og fødevarerpriser. Der var fortsat betydelig usikkerhed vedrørende udsigterne for den økonomiske aktivitet, bl.a. på grund af de meget høje og volatile råvarepriser og de vedvarende spændinger på de finansielle markeder. Samlet set var risiciene stadig nedadrettede.

Samtidig bekræftede oplysninger, der forelå i august og september, at den årlige inflation sandsynligvis ville forblive et godt stykke over det niveau, der er foreneligt med prisstabilitet, i en længere periode. Tallene tydede desuden på, at der på mellemlangt sigt stadig var en række opadrettede risici for prisstabiliteten. Inflationen var nået op på 4,0 pct. i juni og lå fortsat på 4,0 pct. i juli og på 3,8 pct. i august, hvilket hovedsagelig kunne tilskrives både direkte og indirekte virkninger af tidligere stærke globale stigninger i energi- og fødevarerpriserne. Det blev desuden bekræftet, at der havde været en betydelig acceleration i lønvæksten. Sammen med en aftagende vækst i arbejdskraftsproduktiviteten medførte dette markante stigninger i enhedsløn-omkostningerne.

ET AFTAGENDE INFLATIONSPRES FØRTE TIL LEMPELSE AF PENGEPOLITIKKEN I DEN SIDSTE DEL AF 2008

De finansielle spændinger spidsede til i september, hvor begivenheder på amerikanske markeder, især efter Lehman Brothers' konkurs den 15. september, var fremtrædende. Det medførte en betydelig volatilitet i alle segmenter af de finansielle markeder, lav likviditet i en række mar-

kedssegmenter, en væsentlig omstrukturering af flere større finansielle institutioner, finanskrisen i Island med afsmitning på andre lande og statslige politiktiltag, som var uden fortilfælde. Uroen på de finansielle markeder medførte også en markant stigning i risikoaversionen. Det gav sig bl.a. udslag i en kraftig udvidelse af rentespændet for erhvervs- og statsobligationer, hvilket havde en betydelig nedadrettet effekt på realøkonomien. På Styrelsesrådets møde den 2. oktober blev den seneste intensivering af uroen på de finansielle markeder og den mulige effekt på den økonomiske aktivitet og inflationen drøftet indgående, og Styrelsesrådet anerkendte den usædvanligt høje usikkerhed på grund af den seneste udvikling. Da verdensøkonomien som helhed mærkede de negative effekter af denne langvarige periode med intens uro på finansmarkederne, medførte det også lavere økonomisk aktivitet i euroområdet.

Inflationspresset var begyndt at aftage i euroområdet samt i en række andre større lande i verdensøkonomien, hvilket hovedsagelig afspejlede en markant nedgang i priserne på energi og andre råvarer. Inflationsforventningerne var faldet og var nu igen på et niveau, der var i overensstemmelse med ECBs definition på prisstabilitet. Ved at øge de nedadrettede risici for væksten havde intensiveringen af den finansielle krise også mindsket de opadrettede risici for prisstabiliteten.

I et koordineret tiltag meddelte Bank of Canada, Bank of England, ECB, Federal Reserve System, Sveriges Riksbank og Schweizerische Nationalbank den 8. oktober nedsættelser af den pengepolitiske rente. Styrelsesrådet nedsatte derfor ECBs officielle rente med 50 basispoint i anerkendelse af, at de opadrettede inflationsrisici i euroområdet i den seneste tid var mindsket, og at inflationspresset var begyndt at aftage. Desuden vedtog Styrelsesrådet to midlertidige foranstaltninger for at støtte gennemførelsen af pengepolitikken, idet det indsnævrede korridoren mellem renterne på de stående faciliteter og annoncerede fuld tildeling til fast rente i sine auktioner.

Spændingerne i den finansielle sektor smittede i stigende grad af på realøkonomien og bredte sig fra de udviklede økonomier til de nye vækstøkonomier. Udsigterne for den globale vækst forventedes betydeligt, hvilket betød en nedgang i den udenlandske efterspørgsel, som ville påvirke aktiviteten i euroområdet negativt. Konjunkturbarometrene for erhvervslivet, der siden medio 2007 havde været dalende, begyndte at falde hurtigere og nåede hver måned nye rekordlave niveauer. 4. kvartal var præget af en bredt funderet økonomisk afmatning kombineret med stor usikkerhed, og regeringerne lancerede omfattende økonomiske vækstpakker. Nye informationer om den aktuelle økonomiske udvikling dannede grundlag for mere pessimistiske udsigter, primært fordi tidligere identificerede risici som følge af spændingerne på det finansielle marked materialiserede sig. Den globale økonomiske svaghed og den meget træge indenlandske efterspørgsel forventedes at fortsætte i de næste kvartaler. Faktisk indikerede de makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet udarbejdet af eurosystemets stab i december 2008, at udsigterne var væsentligt forværret. Ifølge fremskrivningerne ville den årlige reale BNP-vækst være på mellem -1,0 pct. og 0,0 pct. for 2009 og mellem 0,5 pct. og 1,5 pct. for 2010. Der var tale om væsentlige nedjusteringer i forhold til de tidligere fremskrivninger. De økonomiske udsigter var stadig omgærdet af særdeles stor usikkerhed, og risiciene for den økonomiske vækst var fortsat nedadrettede.

Med hensyn til prisudviklingen var den årlige HICP-inflation faldet væsentligt, nemlig til 2,1 pct. i november fra 3,2 pct. i oktober og 3,6 pct. i september. Inflationen forventedes at fortsætte med at falde i de kommende måneder. Intensiveringen og den øgede udbredelse af uroen på de finansielle markeder forventedes at dæmpe den globale efterspørgsel og efterspørgslen i euroområdet i en længere periode. På denne baggrund og i betragtning af de seneste måneders kraftige fald i råvarepriserne forventedes pris-, omkostnings- og lønpresset i euroområdet også at aftage. Ifølge fremskrivningerne udarbejdet af eurosystemets stab i december 2008 forventedes en HICP-inflation på mellem 1,1 pct. og 1,7 pct.

for 2009 og mellem 1,5 pct. og 2,1 pct. for 2010. Fremskrivningerne for 2009 var nedjusteret væsentligt i forhold til tidligere. Det skyldtes især, at råvarepriserne var faldet kraftigt, og at den aftagende efterspørgsel begyndte at slå igennem. Risiciene for frisstabiliteten på det for pengepolitikken relevante mellemlange sigte blev anset for at være mere afbalancerede end i det foregående kvartal.

Hvad angår den monetære analyse, viste de oplysninger, der forelå ultimo 2008, at den årlige vækst i de brede pengemængde- og kreditmål fortsatte med at falde, selv om den stadig var stærk. Den tiltagende uro på de finansielle markeder fra medio september blev opfattet som et muligt vendepunkt i den monetære udvikling, idet informationerne om penge- og kreditmængden for oktober tydede på en væsentlig påvirkning af markedsdeltagernes adfærd. I november var der imidlertid visse tegn på en tilbagevenden til de monetære udviklingstendenser, som sås før Lehman Brothers' konkurs. Samlet set viste både det brede pengemængdemål M3 og især de af M3s komponenter, der var tættest forbundet med de aktuelle finansielle spændinger – såsom beholdninger af andele i pengemarkedsforeninger – en betydelig volatilitet måned-til-måned i de sidste måneder af 2008. Hvis der ses bort fra volatiliteten, fortsatte den underliggende vækst i den brede pengemængde med at aftage gradvis fra toppunktet i 2007. Intensiveringen af de finansielle spændinger fra september 2008 og frem førte imidlertid til et væsentligt skift mellem M3s komponenter. Den monetære analyse tydede også på en fortsat aftagende vækst i udlån til den ikke-finansielle private sektor. Frem til december kunne dette hovedsagelig tilskrives en nedgang i udlån til husholdninger, især til boligkøb, og ved årsskiftet sås der også en klar nedgang i væksten i udlån til ikke-finansielle selskaber. Denne afdæmpede udvikling i udlån synes først og fremmest at afspejle nedgangen i den realøkonomiske aktivitet, selv om eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån tyder på, at udbudsfaktorer også kan have spillet en rolle. Det forhøjede stressniveau i det finansielle system var fortsat tydeligt i de monetære observationer

ultimo året. Alt i alt understøttede de monetære tendenser det synspunkt, at inflationspresset ville aftage yderligere.

Justeringen af udsigterne for den økonomiske aktivitet og således også for inflationen berettede derfor til en betydelig lempelse af pengepolitikken. På grundlag af de regelmæssige økonomiske og monetære analyser besluttede Styrelsesrådet på sit møde den 6. november at nedsætte ECBs officielle renter med yderligere 50 basispoint i overensstemmelse med mindskelsen af de opadrettede risici for prisstabiliteten som følge af materialiseringen af nedadrettede risici for væksten. På sit møde den 4. december besluttede Styrelsesrådet derefter at nedsætte ECBs officielle renter med yderligere 75 basispoint. Oplysninger, der var fremkommet siden Styrelsesrådets sidste møde, viste, at inflationspresset var aftaget endnu mere, og at inflationen fremover forventedes at være i overensstemmelse med prisstabilitet på det for pengepolitikken relevante sigte.

2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

2.1 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

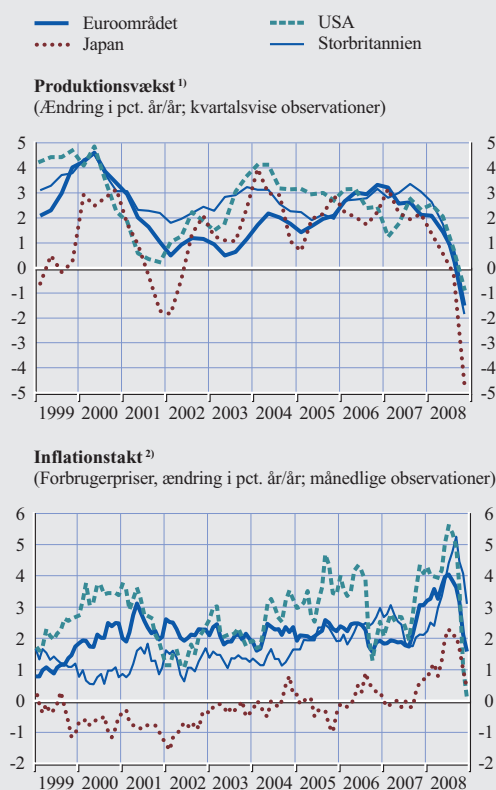
DEN GLOBALE ØKONOMISKE AKTIVITET ER PÅVIRKET AF UROEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

Uroen på de finansielle markeder forstærkedes i 2008 og nåede et omfang, der ikke er set i årtier, med alvorlige konsekvenser for realøkonomien i den sidste del af året. Den økonomiske afmatning i USA spredte sig i 1. halvår 2008 fra boligmarkedet til andre sektorer, og de globale eftervirkninger af den finansielle uro førte til faldende økonomisk vækst i større industrilande. Samlet set var den globale økonomiske aktivitet forholdsvis godt understøttet af vækstøkonomiernes robuste økonomiske forhold. Udfordringerne for økonomien blev yderligere forstærket fra medio september, hvor den finansielle krise førte til en større amerikansk investeringsbanks konkurs og afviklingen af en række store aktører i det globale finansielle system. De globale økonomiske forhold forværredes hurtigt som følge af svigtende tillid blandt forbrugere og erhvervsliv, strammere kreditforhold på verdensplan og negative formueeffekter på grund af faldende boligpriser og aktiekurser. Selv om regeringer og centralbanker verden over gennemførte vigtige og exceptionelle foranstaltninger for at begrænse de systemiske risici og genoprette den finansielle stabilitet, betød den finansielle uro, at den globale konjunkturedgang i stigende grad udviklede sig synkront og dermed forstærkede den negative sammenhæng mellem den finansielle krise og realøkonomien. De fleste udviklede økonomier befandt sig mod årets slutning allerede i eller var på kanten af recession. Den økonomiske afmatning begyndte endvidere at sprede sig med større kraft til vækstøkonomierne. Navnlig i lande med store eksterne og interne balanceproblemer forringedes de økonomiske forhold hurtigt, og den økonomiske vækst i små åbne økonomier aftog betydeligt inden for meget kort tid.

Den globale inflationsudvikling var stærkt påvirket af de pludselige udsving i råvarepriserne samt de globale økonomiske forhold. Det globale inflationspres steg i 1. halvår 2008. I OECD-landene toppede den samlede årlige in-

flation med 4,8 pct. i juli 2008, hvilket primært skyldtes stigende priser på fødevarer og energi. Den 11. juli 2008 nåede priserne på Brent-råolie et rekordhøjt niveau på 147,5 dollar pr. tønde. Vækstøkonomierne oplevede et endnu større inflationspres, eftersom fødevarerpriserne har en højere vægt i forbrugskurven. Det globale inflationspres lettede dog betydeligt i 2. halvår 2008 på grund af kraftigt faldende råvarepriser og den globale økonomiske afmatning. Oliepriserne faldt brat i 2. halvår 2008 og lå på knap 40 dollar pr. tønde ultimo 2008. Efter toppunktet i juli aftog den årlige inflation i OECD-landene således til 1,5 pct. i december. Forbrugerpriserne ekskl.

Figur 2a. Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier



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

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

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

fødevarer og energi steg med 2,0 pct. i året frem til december.

USA

I 2008 aftog den økonomiske aktivitet markant i USA. Realt BNP steg med 1,1 pct. for hele 2008. Trods en positiv vækst i 1. halvår 2008, til dels som følge af midlertidige stimulerende finanspolitiske tiltag og udenrigshandlen, bidrog tiltagende spændinger på de finansielle markeder, restriktive kreditbetingelser og en svagere udenlandsk efterspørgsel til en direkte produktionsnedgang i hele 2. halvår 2008. Det private forbrug blev negativt påvirket af svækket forbrugertillid, en forværring af arbejdsmarkedsforholdene samt en nedgang i husholdningernes formue på grund af faldende boligpriser og aktiekurser. Samtidig aftog erhvervsinvesteringerne som følge af faldende indtjening i virksomhederne, strammere kreditstandarder og svagere udsigter for efterspørgslen. Den løbende tilpasning på boligmarkedet, der blev forstærket af den finansielle uro, havde fortsat en betydelig bremsende effekt på økonomien, idet boliginvesteringerne trak 0,9 procentpoint fra væksten i BNP i 2008. Væksten kunne i høj grad tilskrives udenrigshandlen igennem det meste af 2008 på grund af den stærke udenlandske efterspørgsel tidligt på året og den forsinkede effekt af den tidligere depreciering af den amerikanske dollar. Den positive handelseffekt aftog dog noget mod slutningen af året, da en kraftig økonomisk afmatning hos en række af USAs handelspartnere lagde en dæmper på den udenlandske efterspørgsel og eksporten. Underskuddet på de løbende poster faldt dog fra 5,3 pct. af BNP i 2007 til gennemsnitligt 5,0 pct. i de første tre kvartaler af 2008, selv om forbedringen til en vis grad blev begrænset af de højere priser på olie og andre råvarer i det meste af denne periode, hvilket øgede den gennemsnitlige værdi af importerede varer i forhold til året før.

Hvad angår prisudviklingen i USA, lå den gennemsnitlige årlige ændring i forbrugerprisindekset for 2008 på 3,8 pct. mod 2,9 pct. året før. Den samlede inflation svingede inden for et større interval end sædvanlig på grund af de ustabile oliepriser og andre råvarepriser. Væksten i forbru-

gerprisindekset var høj i 1. halvår 2008 og toppede med 5,6 pct. i juli som følge af stærkt stigende energiomkostninger. Mod årets udgang aftog den årlige ændring i forbrugerprisindekset kraftigt til 0,1 pct. i december på grund af de kraftigt faldende råvarepriser og den øgede træghed i økonomien i takt med, at lavkonjunkturen blev dybere. Den årlige stigning i forbrugerprisindekset ekskl. fødevarer og energi lå på 2,3 pct. i 2008 (det samme som i 2007). Den faldende tendens i det meste af året afspejlede i et vist omfang lavere lejeværdi af egen bolig.

Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) nedsatte federal fundsrenten fra 4,25 pct. primo 2008 til mellem 0,0 og 0,25 pct. ultimo året. FOMC forudså på sit møde i december 2008, at der på grund af de svage økonomiske forhold ville være behov for en exceptionelt lav pengepolitisk rente i et godt stykke tid fremover. FOMC lancerede en række målrettede programmer for at øge likviditeten og yde støtte til de finansielle markeder i lyset af de forværede forhold.

Hvad angår finanspolitikken, øgedes underskuddet på den føderale budgetsaldo i finansåret 2008 – som startede i oktober 2007 – i forhold til året før. Det skyldtes en kombination af lavere skatteindtægter i takt med, at den økonomiske vækst aftog, og en stigning i de offentlige udgifter, der til dels skyldtes stimulerende finanspolitiske tiltag. I henhold til de skøn, Kongressens Budgetkontor har foretaget, lå underskuddet på den føderale budgetsaldo på 3,2 pct. i finansåret 2008.

JAPAN

I Japan ophørte den økonomiske vækst brat i 2008. Den lettere positive vækst i 1. kvartal blev efterfulgt af en betydelig nedgang i den samlede produktion. Kraftig udenlandsk efterspørgsel og indenlandske investeringer understøttede væksten i realt BNP i 1. kvartal. Markante fald i nettoeksporten og erhvervsinvesteringerne, der har været drivkraften bag de foregående års opsving i Japan, samt et begrænset forbrug på grund af stigende usikkerhed på arbejdsmarkedet og aftagende realindkomst har dog udlignet 1.

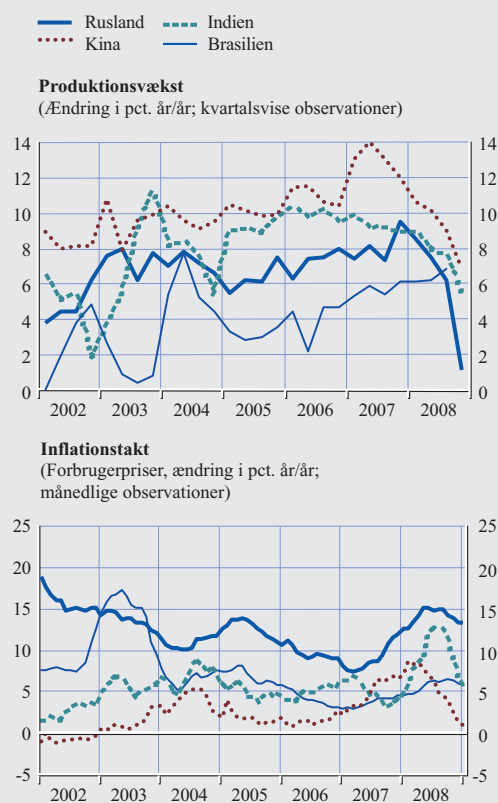
kvartals positive vækst og medført en negativ vækst i BNP i resten af året. Forbrugerprisstigningerne tiltog mærkbart i 1. halvår 2008 og toppede med 2,3 pct. i juli, men aftog til 0,4 pct. i december. Den japanske banksektor var fortsat forholdsvis modstandsdygtig over for den globale finansielle uro, men betydelige tab på aktiemarkedet og den forstærkede finansielle uro havde en negativ effekt på erhvervsinvesteringerne og forbruget i 2. halvår 2008. En kraftig appreciering af den effektive yenkurs lagde et yderligere nedadrettet pres på eksporterhvervenes lønsomhed og investeringer. I lyset af den hurtige forværring af de økonomiske forhold vedtog Bank of Japan på sine møder den 31. oktober og 19. december 2008 at nedsætte den pengepolitiske rente – uncollateralised overnight call rate – kumulativt med 40 basispoint til 0,1 pct. Renten havde været fastholdt uændret siden februar 2007.

VÆKSTØKONOMIERNE I ASIEN

I løbet af 2008 aftog den økonomiske aktivitet gradvis i vækstøkonomierne i Asien. I lyset af den tiltagende økonomiske afmatning og stramme finansielle forhold på verdensplan faldt eksportvæksten markant i 2. halvår, især i de små åbne økonomier som fx Singapore, Taiwan og Hongkong. Den generelle afmatning i den økonomiske aktivitet var desuden en følge af en mere afdæmpet indenlandsk efterspørgsel, der skyldtes faldende tillid blandt forbrugerne og erhvervslivet samt nedgangen i ejendomsinvesteringerne.

Stigende priser på råvarer og fødevarer førte til højere forbrugerprisstigninger i mange lande i 1. halvår 2008. Det har i nogle lande betydet en udhuling af forbrugernes købekraft og en vis afdæmpning af forbruget. Inflationspresset begyndte dog at lette i 2. halvår på grund af et betydeligt fald i priserne på olie og fødevarer. Da disse lande kunne udvise relativt solide makroøkonomiske resultater og kun i begrænset omfang var direkte eksponeret for derivater knyttet til subprime-realkreditlån, oplevede de indtil medio september kun en meget beskeden afsmittende virkning fra den finansielle uro på den økonomiske aktivitet. Det pludselige skift hen

Figur 2b. Hovedtendenser i vigtige vækstøkonomier



Kilder: Nationale observationer og ECBs beretninger.

imod risikoaversion og den stærke nedgearing på globalt plan har dog siden ført til brandudsalg på aktiemarkedene og en kraftig depreciering af de lokale valutaer i de fleste vækstøkonomier i Asien. Volatiliteten på de finansielle markeder har varieret landene imellem. Kina var mindre påvirket af uroen på grund af landets relativt lukkede og mindre udviklede finansielle system, mens volatiliteten på de finansielle markeder var kraftigere i Korea og Indonesien på grund af henholdsvis en høj indenlandsk gæld og faldende råvarepriser.

Hvad angår den kinesiske økonomi, faldt væksten i realt BNP fra 13 pct. i 2007 til 9 pct. i 2008. Den økonomiske opbremsning var drevet af både eksterne og indenlandske faktorer.

Valutareserverne steg fortsat og nåede op på i alt USD 1,9 billioner i 2008, hvilket kunne tilskrives handelsoverskuddet samt indstrømningen af penge på grund af forventningerne om en støt appreciering af valutakursen og et positivt rentespænd indtil september 2008. Forbrugerprisstigningerne nåede toppunktet i februar med 8,7 pct., men faldt derefter markant som følge af en stabilisering af de indenlandske fødevarepriser. I september, hvor inflationen var aftaget og den globale finansielle krise blev dybere, ændrede de kinesiske myndigheder politik over mod tiltag til at øge den økonomiske vækst. People's Bank of China påbegyndte en lempelse af pengepolitikken: De 1-årige toneangivende udlåns- og indlånsrenter blev sænket henholdsvis fem og fire gange med i alt 216 og 189 basispoint, og reservekravskoefficienten blev nedsat med 200-400 basispoint alt efter, hvilken institution det drejede sig om. Endvidere ophørte den kinesiske renminbis appreciering over for den amerikanske dollar i 4. kvartal.

LATINAMERIKA

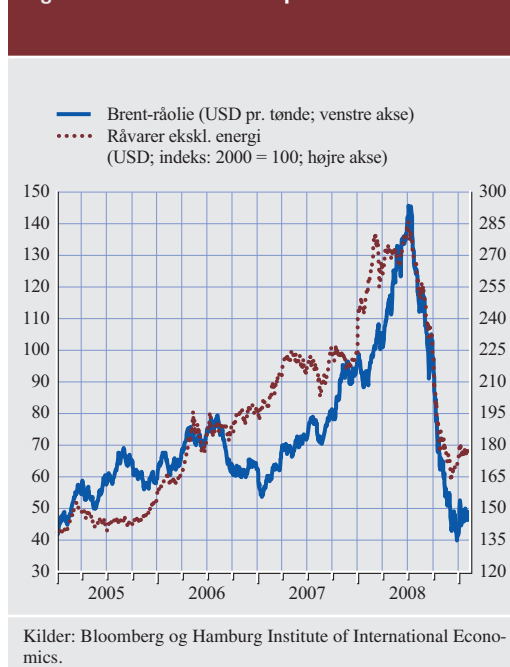
Den økonomiske vækst i Latinamerika var robust i 1. halvår 2008 (ca. 5 pct. i Sydamerika, men kun 2,1 pct. i Mexico) samtidig med, at inflationspresset var højt og steg i løbet af året, idet inflationen i regionen tiltog til 8,7 pct. i 2008 mod 6,1 pct. i 2007. Lande med en fast eller delvis fast valutakurs havde en højere inflation end de lande, der havde en inflationsmålsætning. Forbedrede makroøkonomiske nøgletal, høje råvarepriser og en stærk indenlandsk efterspørgsel bidrog fortsat til gunstige økonomiske udsigter i 1. halvår 2008, men førte også til et øget inflationspres. Fra medio september 2008 forværredes de eksterne finansielle forhold, efterhånden som den globale finansielle krise spidsede til. Navnlig udvidedes spændene betydeligt for credit default swaps på statsgælden i Latinamerika, især i Argentina og Venezuela (med henholdsvis ca. 4.000 og 3.000 basispoint ultimo året). Desuden deprecierede valutaerne i forhold til den amerikanske dollar, aktiemarkederne faldt markant med ca. 50 pct. i årets løb, og der opstod knaphed på likviditet. Brasilien og Mexico var især ramt af knaphed på likviditet, da en stor pengeudstrømning påvirkede det finansielle landskab i regionen.

KRAFTIGE FALD I RÅVAREPRISERNE I 2. HALVÅR 2008

Udviklingen i råvarepriserne var genstand for en hel del opmærksomhed i 2008. I 1. halvår tog olieprisstigningerne mere og mere fart og nåede et toppunkt på 147,5 dollar pr. tønde Brent-råolie den 11. juli (se figur 3). Priserne begyndte derefter at falde, og den nedadgående tendens blev forstærket af den finansielle uro. Ultimo 2008 lå priserne på 39,5 dollar pr. tønde. I euro svarer det omtrent til niveauet fra december 2004. For 2008 som helhed lå prisen på Brent-råolie i gennemsnit på 98,3 dollar, dvs. 35 pct. højere end gennemsnittet for 2007.

Markedsforholdene var meget stramme i 1. halvår 2008. På udbudssiden skuffede tallene for produktionen uden for OPEC gentagne gange forventningerne. Denne udvikling tvang OPEC til at øge sin produktion for at imødekomme efterspørgslen. Det førte så til en ekstraordinært lav reservekapacitet hos OPEC-landene, hvilket gav yderligere grobund for bekymringer med hensyn til eventuelle forstyrrelser i olieforsyningen på grund af geopolitiske hændelser. Efter-

Figur 3. Hovedtendenser på råvaremarkederne



spørgslen fortsatte dog med at stige betragteligt. Mens de stigende priser fik efterspørgslen til at aftage i OECD-landene, skete dette ikke i vækstøkonomierne, hvor olieimporten var betydelig på grund af stærk økonomisk vækst og offentlige tilskud. Lagrene i OECD-landene faldt således, og det viste sig, at priserne reagerede meget hurtigt på enhver nyhed eller ethvert rygte om mørkere udsigter for forholdet mellem udbud og efterspørgsel.

Medio juli begyndte lagrene i USA at stige ekstraordinært for årstiden, hvilket affødte den efterfølgende priskorrektion. Faldet blev forværret af den finansielle uro og dens indvirkning på de globale økonomiske udsigter. Det førte til en kraftig nedjustering af fremskrivningerne for efterspørgslen bl.a. for vækstøkonomierne. OPEC tog i lyset heraf skridt til at stabilisere priserne gennem betydelige produktionsnedsættelser.

Råvarepriserne ekskl. energi har også været yderst volatile hele året (se figur 3). Indekset steg markant i 1. kvartal 2008 primært drevet af landbrugsvarer og udviklede sig derefter sidelæns. Da energipriserne begyndte at falde, fulgte priserne på andre råvarer efter. Især metalpriserne blev påvirket af den efterfølgende finansielle uro. Samlet set steg priserne på råvarer ekskl. energi (i amerikanske dollar) gennemsnitligt med 14 pct. i 2008 i forhold til året før.

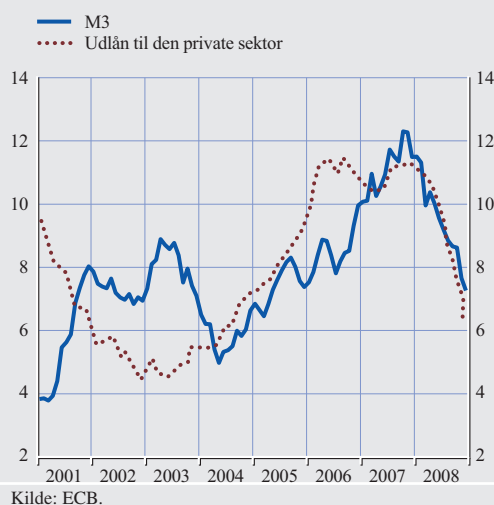
2.2 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

DEN UNDERLIGGENDE VÆKST I DET BREDE PENGEMÆNGDEMÅL AFTOG I ÅRETS LØB, MEN FORBLEV DOG ROBUST

Efter et toppunkt i 4. kvartal 2007 aftog den underliggende vækst i det brede pengemængdemål og kreditgivning i euroområdet i løbet af 2008. Det afspejles i den faldende årlige vækst i både det brede pengemængdemål, M3, og i MFIernes udlån til den private sektor, der faldt til henholdsvis 7,3 pct. og 5,8 pct. i december 2008, hvilket var et godt stykke under niveauet et år tidligere, hvor den var 11,5 pct. og 11,2 pct. (se figur 4).

Figur 4. M3 og udlån til den private sektor

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



Væksten i M3 dæmpedes støt, men forblev robust i 2008. Det afspejlede delvis en stimulerende effekt fra den forholdsvis flade rentekurve i euroområdet, som tilskyndede til skift fra langfristede aktiver til kortfristede monetære instrumenter (især MFI-tidsindsud), der gav en tilsvarende forrentning, men indebar mindre risiko. Det vil næppe fortsætte, når først hældningen på rentekurven normaliseres. Når disse og andre midlertidige effekter tages i betragtning ved en bredt funderet analyse af de monetære observationer, var trendvæksten for det brede pengemængdemål stadig robust ved årets udgang, som det fx ses af den kraftige vækst i husholdningernes indskud.

Afdæmpningen af væksten i det brede pengemængdemål og kreditgivningen i løbet af 2008 afspejlede i det store og hele virkningen af tidligere rentestigninger, generelt strammere finansieringsforhold og nedgangen i den økonomiske aktivitet. Selv om de herskende finansielle spændinger til tider havde en væsentlig effekt på de specifikke M3-komponenter og -modposter, som var tættest forbundet med kilden til uroen (fx beholdninger af andele i pengemarkedsforeninger), gav den finansielle uro samlet set ikke anledning

til markante brud i den nedadgående tendens i væksten i den brede pengemængde og kreditgivningen. Imidlertid tyder eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån på en øget stramning af

kreditstandarderne i årets løb. En mere detaljeret analyse af virkningen af den finansielle uro på den monetære analyse i euroområdet findes i boks 1.

Boks 1

HVORDAN SPÆNDINGERNE PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER PÅVIRKER DEN MONETÆRE UDVIKLING

De finansielle spændinger, der opstod i august 2007, har haft en markant indvirkning på den kortsigtede udvikling i visse poster på MFIernes balancer, og i en række tilfælde har det ført til betydeligt højere volatilitet og ændrede vækstmønstre. Denne boks giver eksempler på synlige effekter på forskellige stadier af spændingerne. Der opereres med tre groft definerede faser: den indledende fase, der dækker perioden fra august 2007 til februar 2008 (herunder usikkerheden i slutningen af 2007), fasen fra marts til medio september 2008 og endelig fasen fra medio september 2008 og frem, hvor spændingerne for alvor tog til.

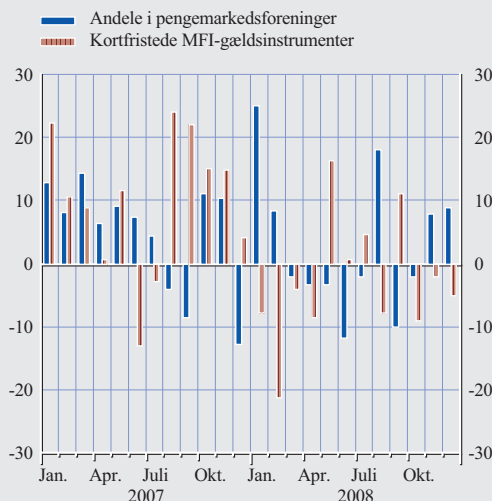
Synlige effekter på M3s komponenter

Et eksempel på, at de finansielle spændinger har haft en synlig indvirkning på komponenterne i pengemængdemålet M3, er effekten på omsættelige instrumenter såsom andele i pengemarkedsforeninger og kortfristede MFI-gældsinstrumenter. Volatiliteten i den månedlige indstrømning til/udstrømning fra disse instrumenter er steget, selv om der i perioder har været en tydelig tendens i den ene eller den anden retning (se figur A). Samtidig er den årlige vækst i disse instrumenter aftaget markant.

Den øgede usikkerhed i den indledende fase afspejledes i en betydelig udstrømning fra andele i pengemarkedsforeninger, lige da spændingerne satte ind i august 2007, og så igen i december samme år som følge af bekymringer vedrørende visse af euroområdet pengemarkedsforeningers eksponering over for asset-backed securities. Strømmen ser dog ud til at være vendt i de efterfølgende måneder, og indstrømningen i januar 2008 var den største siden den monetære unions oprettelse. I anden fase var de månedlige strømme overvejende negative, men små, og den akkumulerede udstrømning blev mere eller mindre opvejet af en stærk indstrømning i august, umiddelbart inden situationen virkelig spidsede til. I tredje fase sås en udstrømning i september og oktober, som var drevet af øget risikoaversion over for pengemarkedsforeninger generelt efter Lehman Brothers' konkurs og amerikanske pengemarkedsforeningers tab på investeringer i commercial paper. Disse faktorer gjorde sig ikke gældende i den

Figur A. Månedlig indstrømning til/udstrømning fra andele i pengemarkedsforeninger og kortfristede MFI-gældsinstrumenter

(Milliarder euro; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

indledende fase. Tendensen blev forstærket af bankernes finansieringsadfærd, der medførte kanalisering af midler fra pengemarkedsforeninger over til bankinds kud til en høj rente. Selv om de udvidede statslige indskydergarantiordninger ikke dækker pengemarkedsforeninger, kunne disse dog i årets to sidste måneder igen notere sig en positiv udvikling i strømmene, hvilket kunne tyde på, at euroområdet residerer ikke længere var så bekymrede for, om foreningerne måtte lukke.

Udviklingen i kortfristede gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år var i nogen grad spejlvendt i forhold til udviklingen for pengemarkedsforeninger, så den samlede effekt på den kortsigtede udvikling i de brede pengemængdemål var begrænset. Dette kan tilskrives attraktive renter på kortfristede gældsinstrumenter, der kan have fået navnlig de institutionelle investorer til at vælge disse instrumenter som alternativ på et tidspunkt, hvor andele i pengemarkedsforeninger efter investorernes opfattelse kunne indebære en modpartsrisiko. I anden fase blev modpartsrisikoen i stigende grad forbundet med kreditinstitutter, og den pengeholdende sektor havde derfor en tendens til at købe langt færre kortfristede MFI-gældsinstrumenter. I tredje fase var der en kraftig indstrømning til gældsinstrumenter i september, men de månedlige strømme blev negative i de sidste tre måneder af 2008 som følge af den pengeholdende sektors samlede modvilje mod at investere i disse instrumenter.

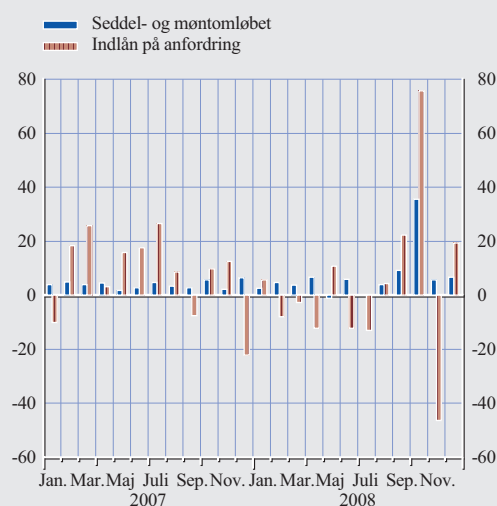
I modsætning til de omsættelige instrumenter har M3s øvrige komponenter kun i ringe grad været påvirket. Der sås kun en effekt på M1 i tredje fase, hvor Lehman Brothers' konkurs affødte omfattende frygt for banksystemernes stabilitet og førte til, at kunderne i stor stil hævdede kontanter i bankerne i euroområdet (se figur B). I oktober 2008 var seddel- og møntomløbet ca. 35 mia. euro højere end i de foregående måneder. Situationen normaliserede sig i november og december, selv om der ikke var tale om et fald til niveauet fra før oktober, hvilket kunne tyde på, at stigningen i seddel- og møntomløb i vidt omfang skyldtes efterspørgsel fra residerer uden for euroområdet. For indlån på anfordring tegnede der sig et lignende mønster med en kraftig indstrømning i oktober, hvor den store usikkerhed fik mange til at søge mod meget likvide indskud. I den forbindelse er indlån på anfordring blevet anvendt til midlertidig placering af midler fra andre typer indskud eller fortjenesten fra salg af langfristede gældsinstrumenter samt aktier og andre kapitalandele. Strømmen vendte i november i takt med annonceringen af diverse statslige bankredningspakker, hvorved forrentningen igen kom i fokus ved placeringen af overskydende midler. I december sås der på ny en indstrømning, men det kan ganske enkelt være udtryk for, at investorerne – navnlig ikke-monetære finansielle formidlere undtagen forsikringselskaber og pensionskasser (dvs. andre finansielle formidlere) – gerne vil have likviditet i forbindelse med årsskiftet.

Synlige effekter på M3s modposter

Hvad angår M3s modposter, ændrede væksten i den samlede kreditgivning til den private sektor

Figur B. Månedlig vækst/fald i seddel- og møntomløbet og indlån på anfordring

(Milliarder euro; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

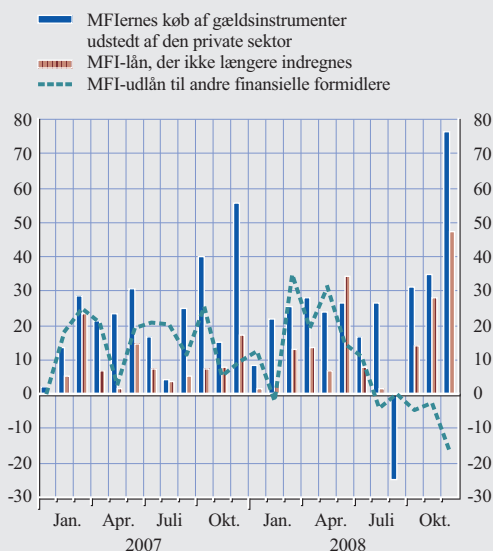
sig ikke væsentligt som følge af de finansielle spændinger. Ændringerne var dog mere synlige på de disaggregerede niveauer.

Navnlig var væksten i udlån til andre finansielle formidlere kraftig i den indledende fase, idet conduits, der var oprettet af banker og klassificeret som andre finansielle formidlere, oplevede vanskeligheder ved at tiltrække investorer og derfor måtte trække på de kredittilsagn, deres moderbanker havde givet (se figur C). Långivningen forblev betydelig i det meste af anden fase, men det kan muligvis i stigende grad tilskrives investeringsforeningernes behov for kortfristet finansiering og likviditetsstødpuder. I den indledende fase finansierede MFierne deres conduits i sektoren andre finansielle formidlere gennem direkte lån, men i anden fase gik de mere over til at købe disse enheders gældsinstrumenter. Det skete i stigende grad i form af "tilbageholdte securitisation-aktiviteter", hvorved MFier solgte en del af deres udlånsportefølje til special purpose vehicles og tilbagekøbte de underliggende værdipapirer for at kunne belåne dem i eurosystemets markedsoperationer. Det betød, at der var et mindre bidrag fra udlån til væksten i MFernes samlede kreditgivning og et tilsvarende større bidrag fra gældsinstrumenter. I tredje fase blev tilbageholdte securitisation-aktiviteter og deres betydning for MFernes balance endnu vigtigere, idet MFierne i stigende udstrækning anvendte gældsinstrumenter til at skaffe likviditet fra eurosystemet. Samtidig sås en nedgang i udlånet til andre finansielle formidlere som følge af faldende formidlingsaktivitet, efterhånden som den realøkonomiske aktivitet aftog.

Det store antal securitisation-aktiviteter, navnlig i anden og tredje fase, påvirkede også væksten i udlån til den private sektor (især til husholdningerne), da fjernelsen af securitiserede lån reducerede den registrerede nettostrøm af lån med op til 35 mia. euro pr. måned. Samlet set peger det på en kraftigere nedgang i den ikke-finansielle private sektors adgang til finansiering, end det faktisk var tilfældet. På trods af den aftagende vækst i långivningen til den private sektor har bidraget herfra

Figur C. Månedlige strømme af udlån til andre finansielle formidlere, MFernes køb af gældsinstrumenter og MFI-lån, der ikke længere indregnes

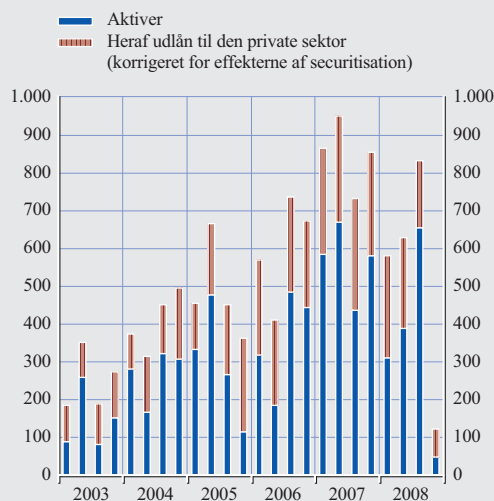
(Milliarder euro; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

Figur D. Kreditinstitutternes aktivbeholdninger og udlån til den private sektor

(Kvartalsvise strømme; milliarder euro; sæsonkorrigeret)



Kilde: ECB.

til indstrømningen til og udstrømningen fra MFI-aktiver typisk ligget stabilt. Volatiliteten i strømme af MFI-aktiver stammede overvejende fra andre aktiver end långivning til den private sektor (se figur D). Det ændrede sig imidlertid i årets sidste to måneder, hvor der observeredes en udstrømning af aktiver fra kreditinstitutterne, mens der i december var en negativ strøm af udlån til den private sektor – også efter justering for effekten af securitisation-aktiviteter. Det kan muligvis forklares ved øget nedgearing mod slutningen af året for at "pynte på" balancen.

Konklusion

Perioden med finansielle spændinger har på kort sigt medført betydelige bevægelser i specifikke underkomponenter af de brede pengemængde- og kreditmål. Det har gjort det vanskeligere at udlede de pengepolitisk relevante underliggende tendenser i den monetære udvikling, men samtidig har det givet et vigtigt indblik i forholdene i den finansielle sektor samt den ikke-finansielle sektors adgang til finansiering.

DE TILTAGENDE FINANSIELLE SPÆNDINGER FRA MEDIO SEPTEMBER PÅVIRKEDE DEN MONETÆRE UDVIKLING

Udviklingen på de finansielle markeder efter Lehman Brothers' konkurs medio september førte til en ændret adfærd i banksektoren og den pengeholdende sektor. Eftersom den tilspidsede situation kan have betydning for aktivpriser, former, finansielle institutioner og tillid, må forskellige områder af MFIernes balance forventes at blive påvirket i varierende grad og med en større eller mindre forsinkelse. Således kan de tiltagende spændinger på de finansielle markeder udløse porteføljeskift mellem monetære og ikke-monetære aktiver og mellem de forskellige monetære instrumenter. Den samlede effekt er derfor svær at forudsige.

Observationer frem til december 2008 peger på, at der, efterhånden som spændingerne forstærkedes, er sket betydelige skift mellem de forskellige komponenter i det brede pengemængdemål. Indstrømningen til M1 tiltog således betragteligt i september og oktober, hvilket afspejlede en øget præference for likvide aktiver i en periode med finansiell usikkerhed (herunder usikkerhed vedrørende banksektorens sundhed), hvorved den generelle nedadgående tendens i M1 vendte. Alt i alt var virkningen på det samlede M3 dog forholdsvis lille, især når der ses bort fra volatiliteten måned-til-måned. Mens bankerne måtte

ty til forskellige finansieringsformer (som det fremgår af deres udstedelse og beholdning af gældsinstrumenter), er der ikke meget, der tyder på et markant brud i forsyningen af banklån efter medio september – hvilket ville være tegn på, at långivningen til den ikke-finansielle private sektor var tørret ind – selv om den månedlige vækst er aftaget siden da. Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån peger dog på en løbende stramning af kreditstandarderne for udlån.

UDVIKLINGEN I M3s KOMPONENTER VAR ISÆR PÅVIRKET AF DEN FLADE RENTEKURVE

På komponentsiden vedblev den årlige vækst i M1 med at aftage frem mod 3. kvartal 2008 og var i august på 0,2 pct., hvilket er markant lavere end niveauet på ca. 6 pct. i 4. kvartal 2007. Afdæmpningen skyldtes især udviklingen i indlån på anfordring, hvor der sås en negativ årlig strøm i 3. kvartal. Samlet set var væksten i M1 i 2008 fortsat hovedsagelig påvirket af den moderende effekt af de stigende alternativomkostninger ved at holde M1 som følge af de højere renter fra december 2005. Denne effekt blev sandsynligvis delvis opvejet af ønsket om at holde M1 som stødpude i lyset af uroen på de finansielle markeder. Fra medio september sås der imidlertid igen et vist opsving i beholdningerne af M1 som følge af de øgede finansielle spændinger (se boks 2).

UDVIKLINGEN PÅ EUROOMRÅDETS PENGEMARKED I LYSET AF DEN FINANSIELLE URO

Den finansielle uro, der begyndte i august 2007, fortsatte ind i 2008 og intensiveredes i efteråret. Det skabte store udfordringer på interbankmarkedet og i eurosystemets likviditetsstyring. Denne boks beskriver udviklingen i de væsentligste segmenter af euroområdet pengemarked i 2008, relaterer udviklingen til de underliggende faktorer på de globale finansielle markeder og redegør for eurosystemets likviditetsstyring som reaktion på spændingerne.

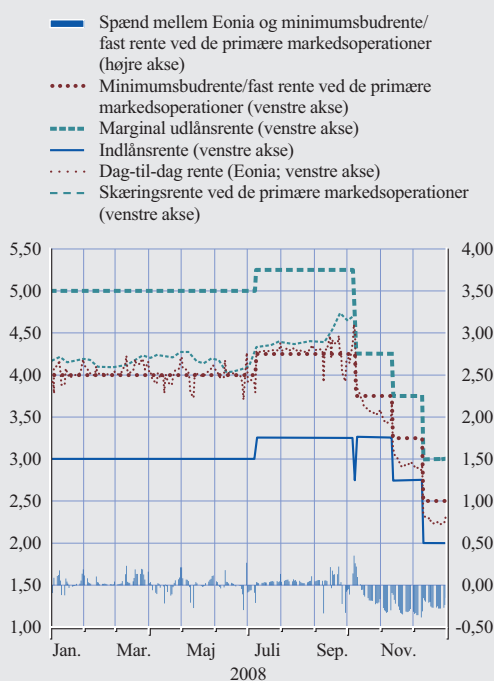
Krisens oprindelse

I august 2007 gik det globale finansielle system ind i en periode med betydelig turbulens, der primært var affødt af stigende misligholdelse af amerikanske subprime-realkreditlån, hvilket påvirkede en bred vifte af værdipapirer, der var baseret på realkreditlån. Eftersom de strukturerede produkter var komplekse og uigennemskuelige og i mange tilfælde ikke havde en markedskurs, var de vanskelige at værdiansætte. Det havde en negativ indvirkning på vurderingen af bankernes samlede balance. Nærmere bestemt trak investorerne sig ud af structured investment vehicles (SIV) og conduits baseret på asset-backed securities, der stammede fra securitisation af amerikanske subprime-realkreditlån, og tøvede med at investere i eller forlænge asset-backed commercial paper (ABCP) udstedt af sådanne enheder. Derfor risikerede bankerne at måtte formidle sådanne SIV tilbage på balancen og/eller at måtte yde finansiering til SIV og conduits, som udstedte ABCP. Bankernes stigende nervøsitet med hensyn til deres likviditet og balance gav sig udslag i manglende villighed til at låne ud til andre banker. Eftersom mange af disse produkter var komplekse og uigennemskuelige, steg bankernes modvilje mod at deltage i interbanktransaktioner, både fordi bankerne nærede tvivl om de potentielle modparters kreditværdighed, og fordi de var usikre på deres egen (kapital- og likviditets-) eksponering over for conduits og SIV. Bankerne begyndte at holde på likviditeten. Det betød, at likviditeten på interbankmarkedet faldt, hvilket virkede som en bremseklods på navnlig de lange usikrede indlånsmarkeder (fordi bankerne var meget optaget af modparternes eventuelle risikoeksponering), ikke-statslige repomarkeder, commercial papermarkeder og valutawapmarkeder.

Der er efterfølgende gjort betydelige fremskridt med hensyn til at identificere og vurdere eksponeringen over for turbulensens epicenter, dvs. komplekse værdipapirer, men der hersker stadig stor usikkerhed om, hvor store tab investorer og finansielle institutioner rundt om i verden i sidste ende vil lide. Pengemarkederne var derfor under pres i resten af 2007 og hele 2008.

Figur A. ECBs renter og dag-til-dag renten

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



Kilder: ECB, Bloomberg og Reuters.

Krisens udvikling i 2008

Udviklingen på pengemarkedet i 2008 kan i brede træk inddeles i fire perioder, nemlig januar-februar, marts-juni, juni-september og fra september og frem. For hver af disse perioder beskrives de udløsende faktorer, markedets reaktioner og ECBs tiltag.

Perioden fra januar til februar 2008

Denne periode dækker årets to første måneder, hvor der ikke var nogen større begivenheder, der virkede forstyrrende på pengemarkedet i euroområdet. De usikrede pengemarkeder forblev dog volatile, og renterne faldt generelt fra toppunkterne ultimo 2007, efterhånden som årsafslutnings-effekterne aftog (se figur 9). De sikrede renter lå i det store og hele stabilt, da ECB ikke ændrede sin pengepolitik. Spændet mellem de sikrede og usikrede pengemarkedsrenter indsnævredes derfor overordnet set (se figur 10).

I 2008 lagde ECB fortsat vægt på adskillelsen af pengepolitiske beslutninger og den likviditetsstyring, der skal til for at sikre, at markederne fungerede smidigt. ECB fortsatte med at tildele likviditet over benchmarkbeløbet i sine primære markedsoperationer, men sigtede stadig mod at afbalancere forholdene ved reservekravsperiodens afslutning. Desuden forlængede ECB løbetiden for sine operationer ved at øge tildelingsbeløbene i de langfristede markedsoperationer på bekostning af de primære markedsoperationer for at udjævne forholdene på de lange pengemarkeder. I slutningen af reservekravsperiodens blev der udført finjusterende operationer for at udligne likviditetsubalancer. Alt i alt gjorde ECB god brug af fleksibiliteten i rammerne for sin likviditetsstyring. Likviditetsrammerne forblev uændrede indtil september. Det betød, at Eonia blev liggende ganske tæt på minimumsbudrenten ved de primære markedsoperationer, om end den var forholdsvis volatil (se figur A).

Perioden fra marts til juni 2008

Medio marts kollapsede Bear Stearns, en af de største investeringsbanker og værdipapirhandels- og mæglervirksomheder i USA, og det var starten på en ny periode med spændinger på markedet, der var præget af bekymringer vedrørende yderligere tab for bankerne, en forværring af de makro-økonomiske forhold og stigende oliepriser. I denne periode, som varede til omkring medio juni, steg de usikrede pengemarkedsrenter markant, navnlig for de længere løbetider. Udviklingen afspejlede til dels øget spænding på pengemarkedet. Markedsdeltagerne forventede, at ECBs officielle renter ville stige, navnlig i den sidste del af 2008, og derfor blev især de lange renter påvirket. De sikrede renter lå stadig stort set stabilt, og spændet mellem de usikrede og sikrede renter bestemte således endnu en gang udviklingen i de usikrede renter. I denne periode var Eonia mere volatil, og der var øget behov for likviditet fra eurosystemet, som det fremgår af de højere skærringsrenter ved de primære markedsoperationer. Fastholdelsen af eurosystemets likviditetsmål var i høj grad med til at afhjælpe behovet.

Perioden fra juni til september 2008

Perioden fra medio juni til medio september 2008 var overordnet set en stabil periode for markederne. Begivenheder, der påvirkede den finansielle stabilitet i andre større økonomier (såsom den amerikanske stats overtagelse af de statsstøttede virksomheder Fannie Mae og Freddie Mac den 7. september), udløste ikke nogen voldsomme reaktioner på pengemarkederne. De usikrede markeder

var stadig under pres, men lå dog mere stabilt, mens der sås en tendens til en lille stigning i renten på de sikrede markeder. Det var ved overensstemmelse med Styrelsesrådets beslutning om at forhøje minimumsbudrenten ved de primære markedsoperationer til 4,25 pct. den 3. juli. Som følge heraf indsnævredes spændet mellem usikrede og sikrede renter i 3-måneders segmentet, selv om det ikke kom ned på det lave niveau fra januar og februar. Volatiliteten i Eonia var lav fra juli og frem til primo september, hvor der kom fornyet uro frem mod begivenhederne medio september.

Perioden fra september 2008 og frem

Medio september begyndte en mere turbulent periode, der havde stor betydning for adfærden på pengemarkederne året ud. Spændingerne steg til et hidtil uset niveau medio september som følge af en række begivenheder inden for få dage, nemlig salget af Merrill Lynch og konkursbegæringen fra Lehman Brothers (to af de fire tilbageværende globale investeringsbanker), den amerikanske regerings tildeling af nødlødvind til AIG (USAs største forsikringselskab) og myndighedernes overtagelse af Washington Mutual (USAs største sparekasse). I oktober ramte dønningerne i højere grad euroområdet, og samtidig blev pengemarkederne ramt af spændinger som følge af et brat fald på aktiemarkederne i forbindelse med, at den makroøkonomiske situation forværredes.

Spændingerne på markedet intensiveredes betydeligt, og kreditrisikopræmierne steg til et niveau, der var højere end på noget tidligere tidspunkt under uroen. De usikrede markedsrenter, især for de korte løbetider, steg markant efter Lehman Brothers' konkurs og de deraf affødte effekter på bank-systemet i euroområdet. Den implicite volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter, der havde udvist en langvarig nedadgående tendens fra marts til september, steg igen voldsomt medio september og nåede i oktober op på et hidtil uset niveau (se figur B).

Eurosystemet reagerede hurtigt og beslutsomt på den akutte tilspidsning af situationen. Styrelsesrådet indførte en række midlertidige ændringer i sine likviditetsrammer, navnlig for at styrke sin formidlerfunktion og berolige markederne med hensyn til likviditetsrisici. Den 8. oktober tog eurosystemet en usædvanlig beslutning om midlertidigt at gennemføre sine primære markedsoperationer som fastrenteauktioner til renten ved de primære markedsoperationer med fuld tildeling og at indsnævre korridoren mellem de stående faciliteter fra 200 til 100 basispoint omkring renten ved de primære markedsoperationer (sidstnævnte beslutning blev reverseret den 18. december med virkning fra 21. januar 2009). Endelig besluttede eurosystemet den 15. oktober at tilbyde forbedrede muligheder for langfristet refinansiering frem til 1. kvartal 2009 og at udvide rammerne for sikkerhedsstillelse. Samtidig iværksatte regeringerne i hele euroområdet en koordineret indsats for at understøtte bankernes solvens.

Som følge heraf faldt de usikrede renter igen fra oktober 2008, og de faldt siden til et niveau, der lå under niveauet tidligere på året. Nedgangen blev understøttet af markedsforventninger om, at ECB ville nedsætte sine officielle renter yderligere i de kommende måneder. Den implicite volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter udviste også en nedadgående tendens, om end den stadig lå meget højere end i perioden før september.

Der sås en betydelig og hidtil uset stigning i spændet mellem den usikrede og sikrede 3-måneders markedsrente i ugerne efter Lehman Brothers' konkurs. I den periode udviklede de sikrede og usikrede markedsrenter sig i hver sin retning, idet de sikrede renter faldt kraftigt på baggrund af forventninger om, at de pengepolitiske renter ville blive sat ned. Denne stejle nedadgående tendens fortsatte fra slutningen af oktober og året ud i takt med, at ECB nedsatte sine officielle renter og markedet forventede yderligere nedsættelser. Det, at både de sikrede og usikrede markedsrenter

faldt fra slutningen af oktober betyder, at spændet er blevet fastholdt på et ganske bredt og volatilt niveau.

Hvad angår renterne på de meget korte løbetider, øgede uroen i perioden fra september til oktober bankernes likviditets efterspørgsel drastisk, hvilket resulterede i et betydeligt spænd mellem skæringsrenten og minimumsbudrenten ved de primære markedsoperationer. Eurosystemet tildelte derfor rigelig likviditet, så Eonia havde en tendens til at ligge under renten ved de primære markedsoperationer. Inden de nye rammer blev indført, blev der i slutningen af hver reservekravsperiode rettet op på faldet. Efter ændringerne medio oktober og i november havde Eonia en tendens til at ligge lavere end den faste rente ved de primære markedsoperationer. Det stemmer overens med den rigelige likviditetstilførsel i markedet.

Samlet set var euroområdet pengemarkeder forholdsvis volatile i 2008, hvor de også stod over for store udfordringer. Navnlige i 4. kvartal steg spændingerne på de finansielle markeder betydeligt sammenlignet med situationen i 2007, efterhånden som banksektoren og det finansielle system tog imod det ene stød efter det andet. Samtidig forværredes de makroøkonomiske forhold støt, hvilket var en stor belastning for de i forvejen skrøbelige finansielle markeder. Spændingerne på pengemarkederne i 4. kvartal 2008 var således meget kraftigere og havde en mere langvarig indvirkning på pengemarkedsrenterne. Ikke desto mindre styrkede eurosystemet sin indsats for at sikre, at markedsdeltagerne havde adgang til likviditet, og sammen med regeringsindgreb var det med til at afværge en yderligere forværring af situationen i banksektoren. ECB gjorde igennem hele året god brug af fleksibiliteten i rammerne for sin likviditetsstyring og understregede i sin kommunikation gang på gang vigtigheden af at adskille pengepolitiske beslutninger og gennemførelsen af likviditetspolitikken for at sikre, at markederne fungerede smidigt. Pengepolitikken var møntet på at overholde målet om prisstabilitet, mens likviditetsstyringen havde til formål løbende at bidrage til pengemarkedernes smidige funktion.

I 2008 var kortfristede indskud undtagen indlån på anfordring (dvs. M2-M1) stadig den mest dynamiske komponent i M3. Den vedvarende styrkelse af den årlige vækst i kortfristede indskud undtagen indlån på anfordring fra medio 2004,

Figur B. Implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter med udløb i marts 2009

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



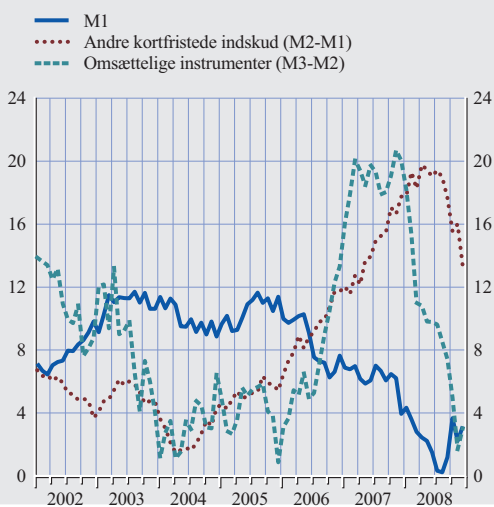
Kilder: Bloomberg, Reuters og ECBs beregninger.

Anm.: Basispoint måles som produktet af den implicitte volatilitet i pct. og den tilsvarende rente (se også boksen "Mål for implicit volatilitet afledt af optioner på korte rentefutures" i Månedsoversigten for maj 2002).

fortsatte, om end i et mere adstadigt tempo, i 1. halvår 2008. Den blev afløst af et fald i 2. halvår til 13,3 pct. i december 2008 (se figur 5). Bidraget fra disse indskud til den årlige vækst i M3 vedblev at stige i hele 2008 og nåede op på 7,4 procent-

Figur 5. M3s hovedkomponenter

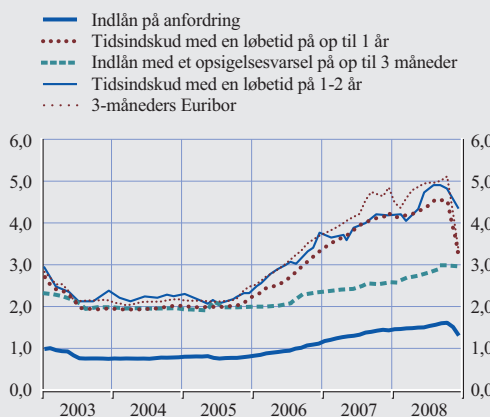
(Ændring i pct. år/år; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalender-effekter)



Kilde: ECB.

Figur 6. MFI-renter for kortfristede indskud og en pengemarkedsrente

(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

point i 3. kvartal, hvorved det i nogen grad opvejede nedgangen i andre komponenter af M3. Der sås dog en afmatning i 4. kvartal i takt med vækstdedgangen. Den solide vækst dækker imidlertid over uensartede mønstre for de forskellige underkomponenter, idet den stadig kraftige indstrømning til kortfristede tidsindskud (dvs. tidsindskud med en løbetid på op til 2 år), som udviste en årlig vækst på ca. 40 pct. i 2008, gik hånd i hånd med en fortsat nedgang i beholdningen af indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder, der i gennemsnit faldt med over 2 pct. i årets løb.

Indtil 4. kvartal fulgte forrentningen af kortfristede tidsindskud i det store og hele stigningen i de korte pengemarkedsrenter. Spændet i forhold til kortfristede opsparingsindskud og indlån på anfordring har således udvidet sig, idet forrentningen af disse indskud generelt er steget i et langsommere tempo og i mere begrænset omfang (se figur 6). Det understøtter skift inden for M3, nemlig fra M1 og opsparingsindskud til tidsindskud. Samtidig betyder den forholdsvis flade rentekurve, at kortfristede tidsindskud forrentes med nogenlunde det samme som mere langfri-

stede aktiver. Eftersom sidstnævnte er mindre likvide og typisk forbundet med noget større risiko, er der en tendens til, at en flad rentekurve gør det mere attraktivt at skifte over i monetære aktiver i M3. De voksende finansielle spændinger i 4. kvartal har gjort tidsindskud endnu mere attraktive, da bankerne har gjort en ekstra indsats for at tiltrække disse som følge af de begrænsede finansieringsmuligheder på engrospengemarkederne og de forhøjede indskydergarantier.

Efter en vedvarende stigning i 2007 aftog den årlige vækst i omsættelige instrumenter (dvs. M3-M2) betydeligt i løbet af 2008 og nåede helt ned på 1,7 pct. i november, inden der igen sås en lille stigning til 3,0 pct. i december. Til sammenligning var den på 20,0 pct. i december 2007. Udviklingen i disse instrumenter skyldtes navnlig et markant fald i den årlige vækst i andele i pengemarkedsforeninger og gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år. Som følge heraf faldt omsættelige instrumenters bidrag til den årlige vækst i M3 og lå på 0,6 procentpoint i 4. kvartal 2008 sammenholdt med 2,7 procentpoint i 4. kvartal 2007.

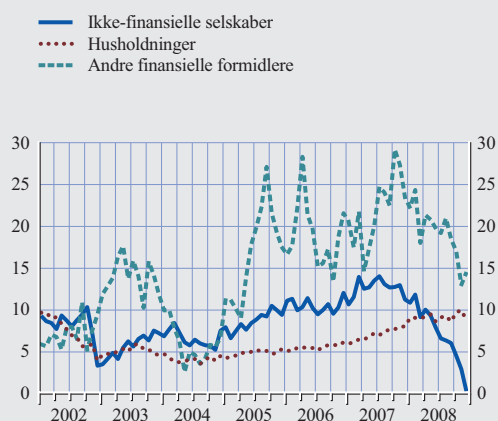
FORTSAT KRAFTIG VÆKST I HUSHOLDNINGERNES PENGBEHOLDNINGER

Den bredeste aggregering af M3-komponenter, for hvilken der findes pålidelige sektorfordelte investeringsoplysninger, er kortfristede indskud og genkøbsforretninger (herefter benævnt M3-indskud). Den årlige vækst i husholdningernes M3-indskud nåede op på 8,8 pct. i december 2008 (se figur 7) og udgjorde dermed det største bidrag til den samlede vækst i M3-indskud. Den opadgående tendens i væksten i husholdningernes M3-indskud, der havde gjort sig gældende siden medio 2004, fortsatte således i 2008, trods tegn på stabilisering i overensstemmelse med svækkelsen af den økonomiske aktivitet. Den stadig robuste vækst i husholdningernes M3-indskud – den sektorkomponent, som fanger størstedelen af de traditionelle bankindskud, dvs. dem, der er mindst påvirket af finansiel innovation – peger også på, at den underliggende vækst i den brede pengemængde fortsat var stærk i slutningen af 2008.

Omvendt gik det med den årlige vækst i M3-indskud hos ikke-finansielle selskaber, der var fladet ud medio 2007 og aftaget noget i 2. halvår. Der sås en yderligere nedgang i løbet af 2008, til 0,3 pct. i december fra et niveau på 11,3 pct. ultimo 2007. Den kan afspejle en vedvarende markant forværring af pengestrømmene hos de ikke-finansielle selskaber, eftersom denne sektors behov for penge er konjunkturbestemt. Den kan også indikere, at de ikke-finansielle selskaber anvender deres pengestrømme som kompensation for en nedgang i lånvæksten. På samme måde udviste væksten i M3-indskud hos andre finansielle formidlere høj volatilitet i årets løb og faldt med over 5 procentpoint i 2008 til 17,5 pct. på årsbasis i december. Den årlige vækst i M3-indskud hos andre finansielle formidlere var dog fortsat væsentligt kraftigere end væksten i andre sektorer. Årsagen er formodentlig, at investeringsforeninger i det aktuelle finansielle klima har behov for likviditetsreserver til brug for eventuelle indfrielse. Reserverne kan være øget gennem lån fra moderselskabet i MFI-sektoren.

Figur 7. Sektorfordelte indskud

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



Kilde: ECB.

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

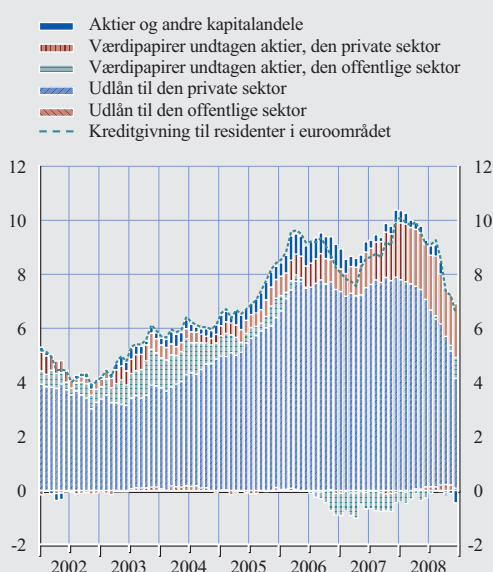
VÆKSTEN I KREDITGIVNINGEN TIL DEN PRIVATE SEKTOR AFTOG

Efter en styrkelse i 2007 aftog den årlige vækst i MFIernes kreditgivning til euroområdet i 2008, nemlig fra 10,1 pct. i december 2007 til 6,5 pct. i december 2008 (se figur 8). Der var først og fremmest tale om en markant nedgang i den årlige vækst i kreditgivningen til den private sektor, mens den årlige vækst i kreditgivningen til den offentlige sektor blev positiv. 3-måneders væksten på årsbasis, der er et udtryk for udviklingen på kort sigt, faldt kraftigere, nemlig fra 12,0 pct. i december 2007 til 6,9 pct. i september 2008 og 3,9 pct. i december 2008.

Især MFIernes udlån til den offentlige sektor steg en del, navnlig i 2. halvår, og mens mængden af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i MFIernes porteføljer faldt i begyndelsen af året, voksede den kraftigt i 4. kvartal. I den forbindelse skal det også nævnes, at der sås en del volatilitet mod slutningen af året, og i september og oktober var der en nedgang i MFI-sektorens beholdning af statspapirer. Nedgangen hænger sammen med kreditinstitutternes nedgearing i lyset af likviditeten på statsobligationsmarkederne og den gunstige prisudvikling. Denne nedgang kan indikere, at kreditinstitut-

Figur 8. Kreditgivning til resider i euroområdet

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



Kilde: ECB.

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

terne har anvendt deres mere likvide aktiver som stødpude for at imødegå presset på deres kapital og finansiering med henblik på at beskytte deres kerneaktiviteter og relationsbaserede virksomhed, som er at yde lån til virksomheder og husholdninger. Omvendt tyder tallene for november og december på en betragtelig stigning i beholdningen af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor.

I fortsættelse af tendensen fra 2007 forblev den årlige vækst i MFIernes kreditgivning til den private sektor robust i begyndelsen af 2008, hvorefter den aftog i 2. halvår. Trods en kraftig opbremsning tegnede udlån til den private sektor sig fortsat for størstedelen af MFIernes kreditgivning i 2008, om end bidraget fra MFIernes køb af værdipapirer undtagen aktier steg en smule. Sidstnævnte afspejlede i det store og hele MFIernes køb af værdipapirer udstedt af andre finansielle formidlere i forbindelse med securitisation-aktiviteter.

Den årlige vækst i MFIernes udlån til den private sektor, der er den største komponent i kreditgivningen til den private sektor, faldt til 7,3 pct. i 4. kvartal 2008 og 5,8 pct. i december efter at have ligget i omegnen af 11 pct. ved årets begyndelse. Nedgangen var i overensstemmelse med den forventede effekt af stigningerne i bankernes udlånsrenter fra slutningen af 2005, afmatningen på boligmarkedet, stramningen af kreditstandarderne i årets løb og den generelle udvikling i den økonomiske aktivitet. Der sås et kraftigt dyk i 3-måneders væksten på årsbasis i slutningen af 2008, fra 6,8 pct. i september til 2,7 pct. i december, når der tages højde for effekten af securitisation.

Den generelle nedgang i udlån til den private sektor var bredt funderet på tværs af de forskellige pengeholdende sektorer, selv om graden af tilpasning varierede fra sektor til sektor. Den årlige vækst i udlån til husholdninger aftog markant og fortsatte dermed tendensen fra 2007, mens nedgangen i den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber og ikke-MFier var en anelse mindre. Den vækst, der i slutningen af 2007 havde været i udlån til ikke-finansielle selskaber og ikke-MFier, blev endda fastholdt i 1. kvartal 2008, idet der ikke registreredes nogen nedgang i udlånet til ikke-finansielle selskaber før 2. kvartal.

Afdæmpningen i den årlige vækst i udlån til husholdninger skyldtes primært lavere årlig vækst i lån til boligkøb som følge af afmatningen på boligmarkedet i en række eurolande foruden strammere finansieringsforhold og effekten af tidligere rentestigninger samt mindre gunstige udsigter for økonomien. Samtidig medførte securitisation-aktiviteter fortsat en vis skævvridning af lånvæksten. Faktisk dæmpede virkningen af securitisation-aktiviteter, som medfører et egentligt salg, på de årlige strømme den årlige vækst i MFIernes udlån til den private sektor med omkring 1,7 procentpoint i december (lidt over gennemsnittet for året). Karakteren af securitisation-aktiviteterne havde imidlertid ændret sig i forhold til tiden før den finansielle uro, idet MFIerne beholdt de securitiserede aktiver på balancen, så de kunne anvendes som sikkerhed i

eurosystemets operationer. Selv når dette tages i betragtning, aftog væksten dog tydeligt i årets løb.

Den årlige vækst i MFernes udlån til ikke-finansielle selskaber aftog i 2008, selv om den fortsat var stærk efter historisk målestok. Selskabernes efterspørgsel efter lån var stadig robust i 1. halvår, om end eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån pegede i retning af en lille afdæmpning. Den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber begyndte at aftage i 2. halvår 2008, men forblev robust. En række faktorer kan underbygge væksten i disse udlån. For det første kunne den kendsgerning, at de mere langfristede lån er den mest robuste komponent, indikere, at der er blevet optaget en del lån på forskud i forventning om, at det fremover ville blive vanskeligere at få adgang til kredit. Desuden kan den også afspejle et skift fra gældsinstrumenter til udlån i forbindelse med MFernes finansiering af ikke-finansielle selskaber. Tallene for 4. kvartal 2008 tyder på en yderligere afdæmpning af den kortsigtede vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber, hvilket stemmer overens med konjunkturf forholdene og de strammere finansieringsforhold, selv om det ikke kan udelukkes, at udbudsfaktorer også har spillet ind.

Opsummerende synes udviklingen i udlån i 2008 at afspejle en robust, men dog aftagende strøm af finansiering fra banker til ikke-finansielle selskaber og husholdninger, og der er stort set ingen tegn på, at disse sektors adgang til banklån er væsentligt forringet, selv efter intensiveringen af de finansielle spændinger medio september. Der sås dog en kraftig svækkelse af væksten i kreditgivning til virksomheder mod slutningen af året. Desuden peger eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån på en betydelig stramning af kreditstandarderne.

Blandt M3s øvrige modposter aftog den årlige vækst i MFernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) hos den pengeholdende sektor betragteligt, til 1,0 pct. i 4. kvartal 2008 og -0,1 pct. i december, mens den ultimo 2007 lå på 8,5 pct. Det er særlig relevant i forbin-

delse med to underkomponenter, nemlig langfristede indskud og MFI-gældsinstrumenter. Den observerede nedgang i væksten i beholdningerne af langfristede indskud kan afspejle et skift i retning af kortere løbetider i lyset af rentekurvens hældning og de øgede finansielle spændinger, mens udviklingen i langfristede gældsinstrumenter udstedt af MFier peger på vanskeligheder ved at opnå finansiering ad denne vej.

MFernes nettofordringer på udlandet viste to modsatrettede tendenser i løbet af 2008. Der sås en betydelig udstrømning i 1. halvår, mere end 30 mia. euro pr. måned i gennemsnit, efterfulgt af en lille indstrømning i 2. halvår. Udstrømningen var sandsynligvis i vid udstrækning drevet af, at residerer uden for euroområdet solgte aktiver udstedt i euroområdet (dvs. skift væk fra aktiver udstedt i euroområdet), mens indstrømningen afspejler, at de eksterne passiver er faldet kraftigere end de eksterne aktiver. Som følge heraf vendte den årlige indstrømning til MFernes nettofordringer på udlandet, der observeredes i løbet af 2007, og blev til en årlig udstrømning i begyndelsen af 2008. Den årlige udstrømning toppede ved næsten 300 mia. euro i juli, hvorefter den aftog. Den fortsatte udstrømning afspejler sandsynligvis løbende justeringer af internationale porteføljer, navnlig i forhold til de forværrede økonomiske udsigter for euroområdet og behovet for at skaffe likviditet. Den monetære opstilling af betalingsbalancen viser, at den årlige udstrømning i MFernes nettofordringer på udlandet primært afspejler en nedgang i nettoporteføljelinvesteringerne i aktier.

SPÆNDINGERNE PÅ PENGEMARKEDET TOG TIL I LYSET AF UROEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

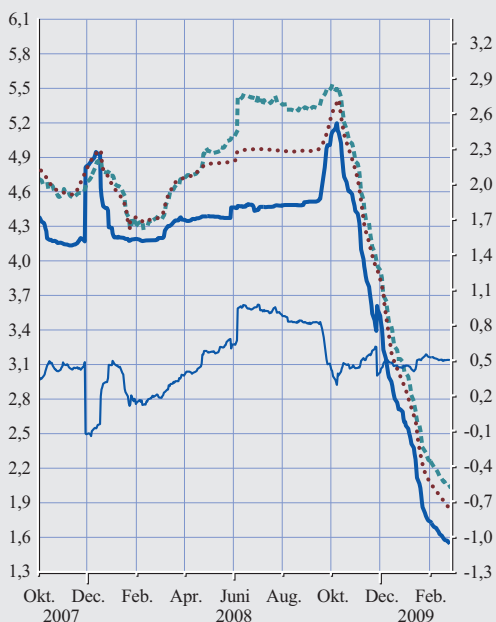
Der var store spændinger på euroområdets pengemarkeder i hele 2008, efter at den globale finansielle uro satte ind i august 2007. Interbankhandlen var meget beskeden, især for de længere løbetider, og spændet mellem sikrede og usikrede pengemarkedsrenter lå fortsat meget højt efter historisk målestok.

De usikrede pengemarkedsrenter steg for hele løbetidsspektret fra januar til begyndelsen af ok-

Figur 9. Usikrede pengemarkedsrenter

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

- 1-måneders Euribor (venstre akse)
- 3-måneders Euribor (venstre akse)
- - - 12-måneders Euribor (venstre akse)
- Spænd mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor (højre akse)

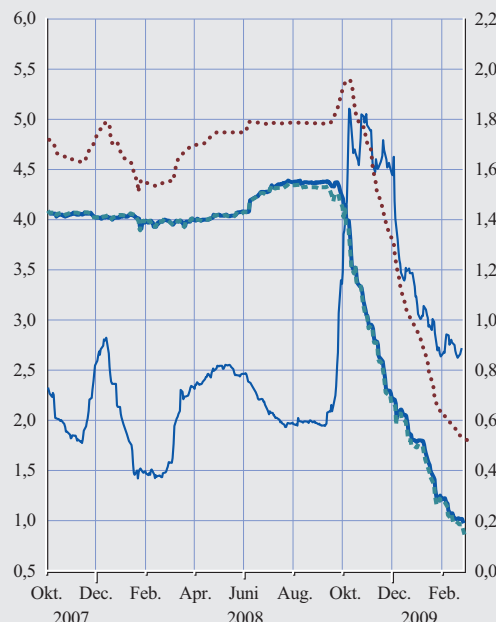


Kilder: ECB og Reuters.

Figur 10. 3-måneders Eurepo, Euribor og dag-til-dag indeksswap

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

- 3-måneders Eurepo (venstre akse)
- 3-måneders Euribor (venstre akse)
- - - 3-måneders dag-til-dag indeksswap (venstre akse)
- Spænd mellem 3-måneders Eurepo og Euribor (højre akse)



Kilder: ECB, Bloomberg og Reuters.

tober, hvorefter de faldt betydeligt. Fra et niveau lige omkring 4 pct. i januar 2008 steg 3-måneders Eurepo til et toppunkt på omkring 4,35 pct. i slutningen af juli og begyndelsen af august. Der blev den liggende til medio september, hvorefter den faldt igen. Ultimo februar 2009 lå den omkring 0,94 pct. Det afspejlede hovedsagelig udviklingen i ECBs officielle renter og markedsforventningerne til disse (se afsnit 1 i dette kapitel).

Ud over udviklingen i de pengepolitiske renter spillede både graden af spændinger på de finansielle markeder og spændingernes betydning for kredit- og likviditetspræmierne også en vigtig rolle i fastsættelsen af de usikrede pengemarkedsrenter (se boks 2). Nærmere bestemt steg 3-måneders Euribor fra et lavpunkt på 4,29 pct.

den 29. januar til et toppunkt på 5,39 pct. den 9. oktober. Stigningen var særlig markant i kølvandet på Lehman Brothers' konkurs medio september (se figur 9). 3-måneders Euribor faldt derefter til 2,89 pct. i slutningen af 2008 – ikke kun som følge af forventninger om, at de pengepolitiske renter ville blive nedsat, men også på baggrund af medlemslandenes annoncering af statslige bankredningspakker. Ultimo februar 2009 var 3-måneders Euribor 1,83 pct.

Hældningen på pengemarkedsrentekurven – målt ved spændet mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor – var ret volatil i 2008, idet spændet udvidedes fra blot 12 basispoint ultimo januar 2008 til hele 97 basispoint i juni, hvorefter det indsnævredes og stabiliseredes omkring 50 basispoint ultimo februar 2009.

Spændet mellem de sikrede og usikrede pengemarkedsrenter var også meget volatilt i 2008, og det forblev bredt efter historisk målestok på et niveau, der lå over niveauet i 2. halvår 2007 i de indledende faser af den finansielle uro. Spændet mellem 3-måneders Euribor og Eurepo voksede fra ca. 40 basispoint medio januar 2008 til ca. 70 basispoint i marts efter JPMorgan Chase' overtagelse af Bear Stearns. Det toppede ved 184 basispoint primo oktober, hvorefter det faldt til ca. 90 basispoint ultimo februar 2009 (se figur 10).

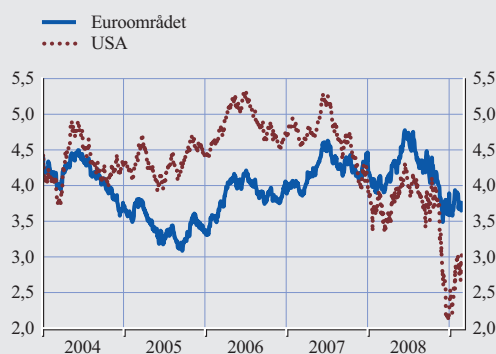
Den implicite volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter svingede også betydeligt i 2008 som reaktion på volatiliteten på pengemarkederne og usikkerheden vedrørende de makroøkonomiske udsigter og dermed den pengepolitiske kurs. Den øgede usikkerhed efter Lehman Brothers' konkurs betød, at dette mål for volatiliteten i renterne (dvs. den implicite volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter med udløb i marts 2009) toppede den 10. oktober.

STATSOBLIGATIONSRENTERNE FALDT I ET MEGET VOLATILT MARKED I 2008

I 2008 var statsobligationsmarkederne i både euroområdet og resten af verden præget af kraftige renteudsving, der skyldtes de direkte og indirekte konsekvenser af den forværrede finanskrisen. Samlet set faldt de lange statsobligationsrenter i euroområdet og USA betydeligt i 2008, men der var store udsving fra dag til dag. Faldet skyldes primært investorenes præference for sikre og likvide værdipapirer, betydelige nedsættelser af de pengepolitiske renter og i sidste ende markante nedjusteringer af markedsforventningerne til den økonomiske aktivitet og inflationen. Den ekstraordinære usikkerhed vedrørende finanskrisens indvirkning på den globale økonomi i fremtiden og de deraf følgende pengepolitiske reaktioner kom til udtryk i øget faktisk og forventet volatilitet på obligationsmarkederne. Usikkerheden blandt investorerne steg brat, navnlig mod slutningen af året, på baggrund af øgede finansielle spændinger efter Lehman Brothers' konkurs. Desuden fortsatte udvidelsen af spændet mellem lange statsobligationsrenter i

Figur 11. Lange statsobligationsrenter

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



Kilder: Bloomberg, EuroMTS, Reuters og ECB.

Anm.: Før januar 2007 vedrører den lange statsobligationsrente i euroområdet 10-årige obligationer eller den nærmeste tilsvarende løbetid for obligationer. Fra januar 2007 repræsenteres den 10-årige obligationsrente i euroområdet af den 10-årige par-rente afledt af AAA-ratede statsobligationer i euroområdet.

euroområdet og Tyskland i 2008 som følge af forskelle i kreditrisiko og likviditetspræmier (se også boks 6). Ultimo 2008 lå den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet og USA på henholdsvis ca. 3,6 pct. og ca. 2,2 pct., dvs. 75 og 184 basispoint lavere end året før (se figur 11).

Begivenhederne i forbindelse med den aktuelle finansielle uro og forværringen heraf siden september 2008 samt de realøkonomiske konsekvenser er nogle af forklaringerne på udviklingen på de vigtigste obligationsmarkeder. I løbet af 2008 vendte en række skelsættende begivenheder op og ned på det finansielle landskab. Det fik myndighederne i både USA og euroområdet til at indføre en række tiltag for at støtte den finansielle sektor, styrke forbrugertilliden, underbygge den økonomiske aktivitet og sikre adgang til kredit for husholdninger og virksomheder. I USA markerede JPMorgan Chases overtagelse af Bear Stearns i marts enden på forretningsmodellen med rene investeringsbanker. Finanskrisen tog til i styrke i løbet af sensommeren/efteråret, hvor de amerikanske myndigheder overtog kontrollen med de statsstøttede realkreditselskaber Fannie Mae og Freddie Mac, Lehman Brothers' konkurs, og Federal Reserve ydede

et ekstraordinært lån til forsikringskoncernen AIG mod at få en ejerandel på 80 pct. Ultimo september havde de alvorlige finansielle problemer spredt sig til euroområdet og sat adskillige finansielle institutioner under pres. I euroområdet blev der derfor gennemført en række regeringsindgreb for at redde banksektoren. Som Europa-Kommissionen angav i forbindelse med erklæringen om en samordnet europæisk handlingsplan fra eurolandenes topmøde den 12. oktober var formålet med disse indgreb "at samordne nationale bestræbelser på at understøtte bankerne og beskytte indskyderne samt øge kreditstrømmen. Ifølge planen skal staten i de enkelte lande opkøbe ejerandele i bankerne og dermed øge bankernes midler samt midlertidigt garantere refinansiering for bankerne for at afhjælpe kreditklemmen". På baggrund heraf og som følge af de forværrede makroøkonomiske udsigter tog både Federal Reserve og ECB en række initiativer for at øge adgangen til likviditet og støtte de finansielle markeder. Desuden nedsatte de to centralbanker gentagne gange deres pengepolitiske renter, hvilket påvirkede obligationsrenterne. Hvad angår Federal Reserve, kulminerede dette med en rentenedsættelse til et rekordlavt niveau den 16. december 2008. Målet for federal funds-renten blev holdt inden for et område på mellem 0 og 0,25 pct., frem for på et punkt. Et af Federal Reserves andre tiltag var at åbne for køb af langfristede statspapirer, hvilket også kan have bidraget til at presse obligationsrenterne ned.

Indtil det tidlige forår 2008 fortsatte de lange statsobligationsrenter på begge sider af Atlanten således den nedadgående tendens, der begyndte medio 2007 som følge af stigende bekymring over det amerikanske ejendomsmarked. Det medførte et markant fald i risikovilligheden med porteføljeomlægninger fra aktier og andre risikobetonede aktiver til statsobligationer til følge, hvilket fik obligationsrenten til at falde. Den 10-årige statsobligationsrente steg i foråret og hen over sommeren, hvorefter den faldt brat. Mens rentestigningen kan tilskrives opfattelsen af øgede globale inflationsrisici på baggrund af det kraftige opadrettede pres på råvare- og fødevarerpriserne, kan det efterfølgende fald forklares

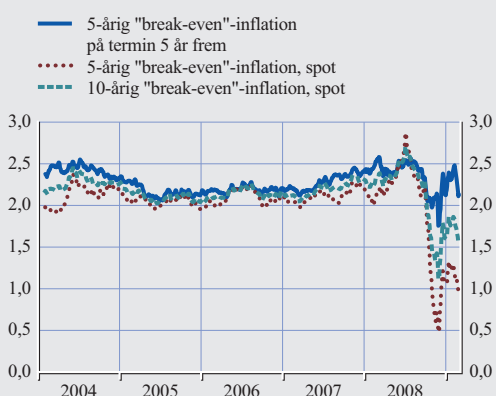
ved tilflugt til kvalitet ("flight-to-quality") og skift til mere likvide aktiver ("flight-to-liquidity") som følge af fornyede bekymringer vedrørende den finansielle sektor og forværringen af den finansielle uro. I efterårets løb må faldet i obligationsrenterne være blevet forstærket af nye makroøkonomiske tal, der viste en markant lavere global vækst og en nedjustering af den opfattede inflationsrisiko. Ikke overraskende faldt obligationsrenterne mere i USA, hvor den finansielle krise blev ret så alvorlig, end i euroområdet. På mere overordnet plan blev amerikanske statsobligationer endvidere gennemsnitligt betragtet som mere likvide end statsobligationer udstedt i euroområdet, hvilket også bidrog til et yderligere fald i statsobligationsrenten i USA.

I euroområdet lå den reale statsobligationsrente lige omkring 2 pct. fra årets begyndelse til omkring medio september. Derefter steg den indtil omkring ultimo oktober. Fra toppunktet på ca. 3 pct. i oktober faldt den 5-årige realrente på termin fem år frem, til knap 2 pct. ultimo året. Realrenten steg mellem september og oktober som følge af lav likviditet og tekniske faktorer, der gav anledning til forskydninger på markedet for indeksobligationer, men faldt efterfølgende på baggrund af bekymringer over de makroøkonomiske udsigter.

En anden indikator, som var påvirket af udviklingen på de finansielle markeder og de makroøkonomiske udsigter i 2008, er den 5-årige "break-even"-inflation på termin fem år frem. Dette mål for markedsdeltagernes langsigtede inflationsforventninger og de tilknyttede risikopræmier i euroområdet steg en smule til ca. 2,5 pct. frem til sommeren som følge af stigende pres på råvare- og fødevarerpriserne, men faldt betydeligt i løbet af efteråret (se figur 12). Ultimo 2008 lå det på ca. 2 pct. Nedgangen kan tilskrives både aftagende inflationsforventninger på baggrund af svækkede økonomiske udsigter og tekniske faktorer, som medfører en forvriddning i prisfastsættelsen af traditionelle nominelle obligationer i forhold til de ofte meget mindre likvide indeksstatsobligationer. Fortolkningen af "break-even"-inflationen som indikator for markedsdeltagernes inflationsforventninger og de

Figur 12. Nulkupon "break-even"-inflation i euroområdet

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



Kilder: Reuters og ECBs beregninger.

tilknyttede risikopræmier er således blevet alvorligt hindret af særlige markedsfaktorer, navnlig siden den finansielle krise tog til i september.

Markedsdeltagernes opfattelse af usikkerheden ved statsobligationer i euroområdet og USA, målt ved den implicite volatilitet, steg støt i årets løb, men stigningen tog fart fra september i forbindelse med den forværrede globale finansielle uro. På dette tidspunkt af året steg volatiliteten på obligationsmarkedet til et ualmindeligt

højt niveau i USA efter afviklingen af en række store aktører i den finansielle sektor og den deraf følgende tilflugt til sikre og likvide aktiver. Ultimo september tiltog volatiliteten imidlertid også på denne side af Atlanten, idet den finansielle ustabilitet i stigende grad kunne mærkes i Europa (se også boks 3).

I de første to måneder af 2009 steg de lange statsobligationsrenter i euroområdet en smule, nemlig med ca. 10 basispoint, mens der sås en mere udtalt stigning på ca. 80 basispoint i de amerikanske obligationsrenter. Den 27. februar var de 10-årige statsobligationsrenter i euroområdet og USA henholdsvis 3,7 pct. og 3,0 pct. Udviklingen i de lange statsobligationsrenter var på begge sider af Atlanten præget af de mindre gunstige økonomiske udsigter, voksende risikoaversion og investorenes tilflugt til sikre aktiver, foruden øgede bekymringer vedrørende de statslige udstederes finansieringsbehov. Mens de første to faktorer havde en tendens til at presse renterne nedad, skubbede den tredje – som tilsyneladende var dominerende, især i USA – dem gerne opad. I samme periode steg renterne på lange indeksobligationer også i euroområdet, hvilket formodentlig afspejlede fortsatte spændinger i markedet for disse.

Boks 3

VOLATILITET OG LIKVIDITET PÅ AKTIE- OG STATSOBLIGATIONSMARKEDERNE

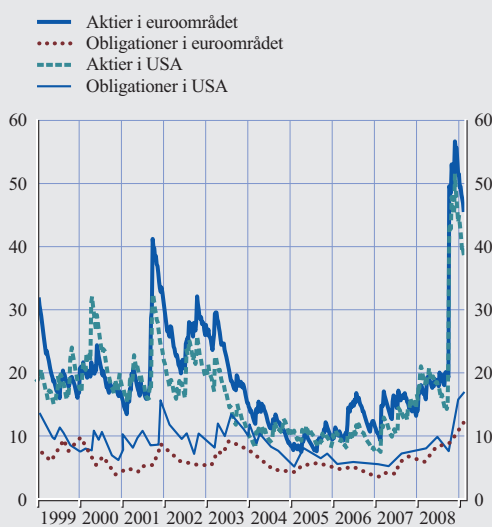
Volatiliteten på aktie- og obligationsmarkederne er tiltaget i takt med den finansielle krise som vist i figur A.¹ Den markante volatilitet på markederne kan tilskrives en kombination af afvikling af gearede positioner, mange informationsstød til markedet, stor usikkerhed og forhøjet risikoaversion blandt markedsdeltagerne. Den øgede risikoaversion har sandsynligvis forstærket virkningen af informationsstødene og usikkerheden på kurserne, hvilket har medført kraftigere prisudsving, end hvis risikoaversionen havde været mindre.

I lange perioder under krisen har der været en udpræget negativ korrelation mellem afkastet på aktier og obligationer (se figur B). Det kan være udtryk for en flugt fra aktiemarkederne til de sikre og mest likvide segmenter af markederne for statsobligationer. En så udpræget negativ korrelation er ikke set siden 2003, hvor aktiemarkedet nåede et lavpunkt. I de sidste måneder af 2008 mind-

¹ Se boksen "Abnormal volatility in global stock markets" i Månedsoversigten for november 2008.

Figur A. Realiseret volatilitet i ugentligt afkast på aktier og obligationer

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

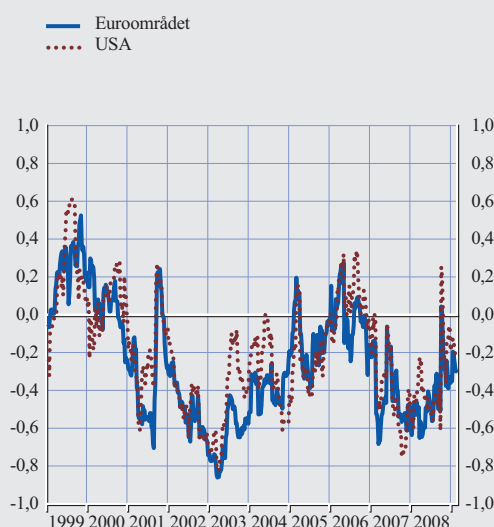


Kilder: Bloomberg og ECBs beregninger.

Anm.: Aktieafkastet er beregnet på basis af Dow Jones Euro Stoxx-indekset for euroområdet og Standard & Poor's 500-indekset for USA. Obligationsafkastet er beregnet på basis af amerikanske og tyske nul kuponrenter fra Bloomberg. Volatiliteten er beregnet ved hjælp af eksponentielt vægtede glidende gennemsnit.

Figur B. Korrelation mellem ugentligt afkast på aktier og obligationer

(Ugentlige observationer)



Kilder: Bloomberg og ECBs beregninger.

Anm.: Afkast er beregnet som angivet i figur A. Korrelationer er beregnet ved hjælp af eksponentielt vægtede glidende gennemsnit.

skedes den negative korrelation mellem disse markeder, idet obligationsmarkederne også blev mere volatile på baggrund af stadig tydeligere beviser for, at udviklingen på de finansielle markeder havde haft reeløkonomiske konsekvenser. Ud over de større udsving i inflationsforventningerne og risikopræmierne kan den øgede volatilitet i de lange obligationsrenter også tilskrives omfattende justeringer af markedsdeltageres forventninger til udviklingen i de pengepolitiske renter.

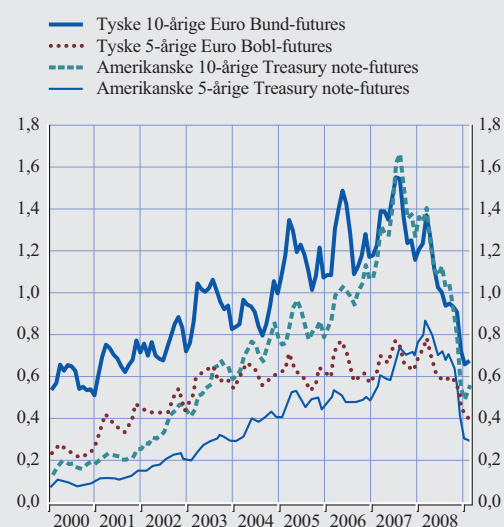
Som følge af den øgede volatilitet på markedet for statsobligationer er markedsdeltagerne generelt blevet mere tilbageholdende med at stille løbende likviditet til rådighed for hinanden ved at stille handlebare priser for store beløb på markeder med limiterede ordrer. Selv om de mest likvide statsobligationer, fx amerikanske eller tyske, har fungeret som tilflugtssted for investorerne under den finansielle krise, har likviditeten været under pres også i denne aktivklasse.² Til forskel fra aktier handles statsobligationer ofte uden for børserne, hvilket betyder, at handlen er mere fragmenteret. Observationer fra elektroniske handelsplatforme for europæiske statsobligationer peger i retning af en betydelig nedgang i både mængde og dybde, endda for de mest likvide papirer. Den betydelige udvidelse af bid-ask-spændet tyder ligeledes på en forværring af markedslikviditeten. Som ved tidligere episoder med likviditetsspændinger, fx i 1998, er de forværrede likviditetsforhold gået værst ud over værdipapirer, som allerede var forholdsvis illikvide, før den finansielle krise begyndte. Renten på indeksobligationer synes fx at være kraftigt påvirket af likviditetspræmier på visse markeder.³

2 En nærmere analyse af, hvordan tilflugten til sikre aktiver har påvirket statsobligationsmarkederne i euroområdet, findes i boks 6.

3 Se boksen "Recent increases in real yields and their implications for the analysis of inflation expectations" i Månedsoversigten for november 2008.

Figur C. Handelsmængder, statsobligations-futures

(Mio. kontrakter; 3-måneders glidende gennemsnit af daglige observationer)

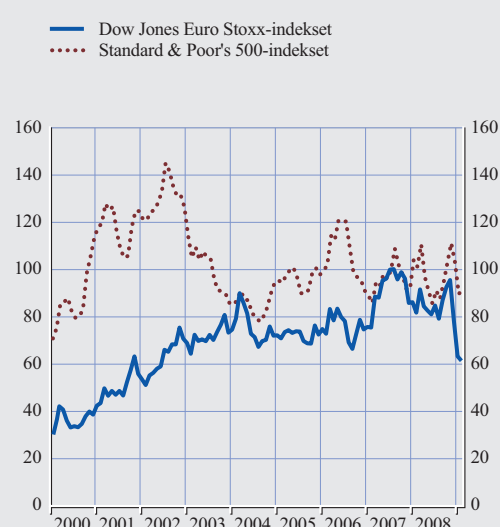


Kilder: Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade, Eurex Deutschland.

Anm.: For Euro Bobl- og Euro Bund-futures har kontrakterne en fiktiv størrelse på 100.000 euro, mens de for de 5-årige og 10-årige Treasury note-futures har en fiktiv størrelse på 100.000 dollar.

Figur D. Handelsmængder på aktiemarkederne

(Indeks: juli 2007 = 100; 3-måneders glidende gennemsnit af månedlige observationer)



Kilder: Bloomberg og ECBs beregninger.

Anm.: Mængderne måles som det samlede antal handlede aktier i virksomheder i indekse.

Ifølge markedsdeltagerne bliver især store handler i stigende omfang varetaget af "inter-dealer brokers", således at nedgangen i antal handler på de elektroniske platforme ofte overvurderer nedgangen i den samlede handelsaktivitet. Handelsaktiviteten på markedet for statsobligationer i euroområdet kan også måles ud fra futuresmarkedet. Statsobligationsfutures er nogle af de mest handlede instrumenter på verdensplan og udgør et af de få markeder, hvor likviditeten er forholdsvis intakt. Som mål for markedets aktivitet har futures den klare fordel, at de handles på børser, så der er nem adgang til oplysninger om den samlede aktivitet.

Der er tegn på, at obligationshandlerne har slanket deres balance betydeligt som reaktion på den øgede rentevolatilitet og de højere finansieringsomkostninger. Eftersom futureskontrakter tit anvendes til afdækning af renterisikoen på obligationsporteføljer, kan antallet af futures, der handles med dette formål, være faldet. Figur C viser, at handlen med futureskontrakter virkelig er faldet, siden den finansielle uro begyndte medio 2007. For det hyppigst handlede instrument, 10-årige statsobligationsfutures, er antallet af handler faldet med mere end to tredjedele i USA og mere end halveret i Tyskland siden medio 2007. Handlen med 5-årige obligationsfutures har vist en lidt mindre nedgang.

Figur D viser, at handelsmængderne på aktiemarkedet – målt som det gennemsnitlige antal handlede aktier pr. måned – har været forholdsvis robuste i både euroområdet og USA, selv om de navnlig for euroområdets vedkommende faldt noget i begyndelsen af 2009. Som nævnt kan de relativt robuste handelsmængder på aktiemarkederne afspejle de mange informationsstød, som påvirker markederne. Alt andet lige bør markedskurserne tilpasse sig, når der foreligger nye informationer. Derfor handles instrumenterne hyppigere, når markedet rammes af flere informationsstød. Hvad

angår aktiemarkedene, kan sådanne informationsstød både afspejle reviderede forventninger vedrørende udbytte og ændringer i diskonteringsfaktoren. For statsobligationer af standardtypen er pengestrømmen derimod fastsat nominelt, så værdiansættelserne reagerer kun på ændringer i diskonteringsfaktoren.

Den betydelige stigning i den makroøkonomiske usikkerhed i løbet af 2008, kombineret med markedsdeltagernes slankning af balancen, har medført store udsving i volatiliteten og en alvorlig forværring af markedslikviditeten i mange segmenter af de finansielle markeder. Det har endda påvirket markeder, som normalt betragtes som meget likvide og typisk er kendetegnet ved minimal risiko, fx statsobligationsmarkederne i euroområdet. Volatiliteten bør falde, når den makroøkonomiske usikkerhed er aftaget og nedgearingsfasen er overstået, hvorefter der må forventes en vis normalisering af markedslikviditeten.

AKTIEKURSERNE DYKKEDE I 2008

2008 var præget af kraftig volatilitet og aktiekursdyk over hele verden som følge af en række begivenheder, som har ændret det finansielle landskab, navnlig i USA, samt forværrede makroøkonomiske forhold. Alt i alt var aktiekurserne i euroområdet, USA og Japan, målt ved henholdsvis Dow Jones Euro Stoxx-, Standard & Poor's 500- og Nikkei 225-indekset, ultimo året ca. 46 pct., 39 pct. og 42 pct. lavere end ultimo 2007 (se figur 13). Aktiekurserne viste særligt store udsving i marts og fra september og frem som følge af den globale finansielle uro. Aktiekurserne var også negativt påvirket af faldende faktisk og forventet indtjeningsvækst på begge sider af Atlanten. Denne udvikling fandt sted på baggrund af kraftig volatilitet, som steg til usædvanlige højder i oktober og november.

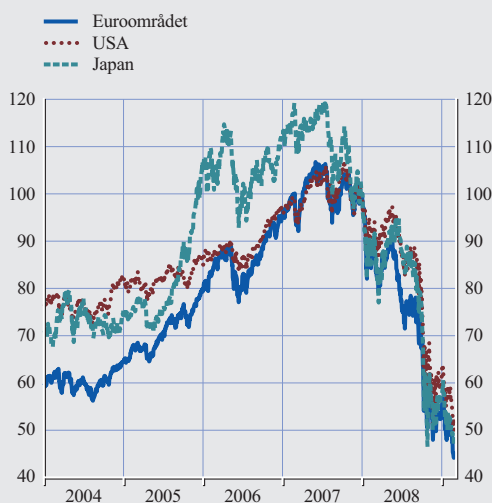
I euroområdet, USA og Japan faldt aktiekurserne fra årets begyndelse til medio marts. Denne tendens vendte delvis, da JPMorgan Chase overtog Bear Stearns efter at have fået tilført kapital i form af et lån fra Federal Reserve. Redningspakken for Bear Stearns blev positivt modtaget af markedsdeltagerne, som ændrede deres risikopfattelse, hvilket understøttede aktiemarkedene. På baggrund heraf steg Dow Jones Euro Stoxx med næsten 10 pct. fra medio marts til primo juni, mens Standard & Poor's 500 steg med ca. 8,5 pct. og Nikkei 225 med 22,5 pct.

I sommerens løb faldt aktiekurserne imidlertid betydeligt som følge af fornyede bekymringer

vedrørende den finansielle sektor og udsigterne for den globale økonomi. I løbet af perioden kom de amerikanske statsstøttede selskaber Fannie Mae og Freddie Mac samt obligationsforsikringsselskaberne under stigende pres. Endvidere steg råvarepriserne hurtigt i de første sommermåneder, hvilket bidrog til forværringen af de globale økonomiske udsigter. I september tog begivenhederne på de finansielle markeder yderligere fart, idet den amerikanske stat overtog

Figur 13. Væsentlige aktieindeks

(Indeks: 31. december 2007 = 100; daglige observationer)



Kilder: Reuters og Thomson Financial Datastream.

Anm.: De anvendte indeks er det brede Dow Jones Euro Stoxx for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan.

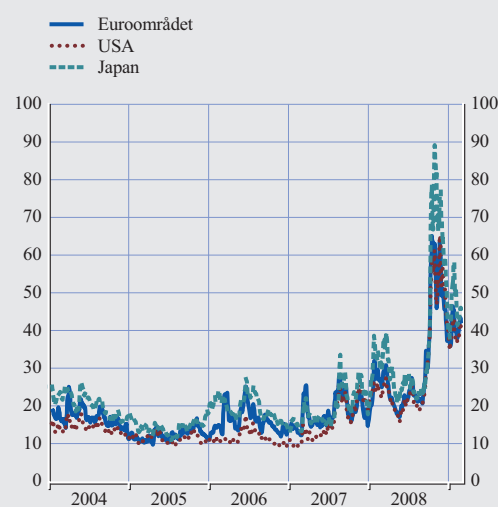
kontrollen med Fannie Mae og Freddie Mac, forsikringskoncernen AIG blev reddet af Federal Reserve og det amerikanske finansministerium i fællesskab, og rene investeringsbanker ophørte med at eksistere efter Lehman Brothers' konkurs, Bank of Americas overtagelse af Merrill Lynch og omdannelsen af Goldman Sachs og Morgan Stanley til bankholdingselskaber. I Europa blev der også iværksat statsstøttede redningsplaner for en række finansielle institutioner efter disse ekstraordinære begivenheder, og fordi den finansielle uro efterhånden bredte sig uden for den finansielle sektor i USA. På begge sider af Atlanten lancerede regeringer og offentlige institutioner en række tiltag for at stabilisere det finansielle system. Tiltagene bestod bl.a. af garantiordninger for private indskydere, muligheder for rekapitalisering af banker og foranstaltninger til at styrke bankernes likviditet. Endvidere nedsatte de vigtigste centralbanker deres pengepolitiske renter som følge af forværringen af den finansielle uro og de makroøkonomiske udsigter.

Aktiekursernes dyk blev forstærket af aftagende faktisk og forventet indtjeningsvækst på begge sider af Atlanten. Fra december 2007 til december 2008 blev den faktiske indtjeningsvækst, beregnet som indtjening pr. aktie for virksomheder i Dow Jones Euro Stoxx-indekset, negativ, idet den faldt til ca. -16 pct. Forventningerne til indtjeningen på årsbasis blev således nedjusteret kraftigt. Den forventede vækst i indtjening pr. aktie 12 måneder frem faldt fra ca. 9 pct. ultimo december 2007 til ca. 1,6 pct. ultimo december 2008. Nedgangen i euroområdet virksomheders rentabilitet i kombination med svage makroøkonomiske nøgletal har påvirket værdiansættelsen på aktiemarkedet i negativ retning.

I lyset af fortsat uro på de finansielle markeder og forværrede makroøkonomiske forhold var aktiemarkedene præget af stor usikkerhed målt ved den implicitte volatilitet udledt af aktieoptioner. Volatiliteten på aktiemarkedene var særlig udtalt i forbindelse med de begivenheder, som virkelig rystede de finansielle markeder, dvs. i marts og fra september og frem (se figur 14). Det er således sandsynligt, at risikopræmierne er ste-

Figur 14. Implicit volatilitet på aktiemarkedene

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



Kilde: Bloomberg.

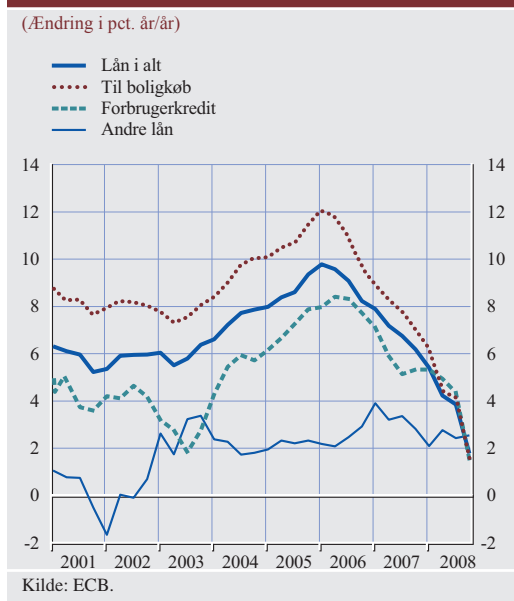
Anm.: Dataserierne for den implicitte volatilitet afspejler den forventede standardafvigelse for de procentvise ændringer i aktiekurserne over en periode på op til tre måneder implicit i priserne på optioner på aktieindeks. De aktieindeks, som den implicitte volatilitet henviser til, er Dow Jones Euro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

get på aktiemarkedet i både euroområdet og USA, hvilket har medvirket til aktiekursernes dyk.

Hvad angår de enkelte sektorer, var aktiekursfaldene fra december 2007 til december 2008 mest markante for de finansielle virksomheder i både euroområdet og USA, nemlig henholdsvis ca. 57 pct. og ca. 51 pct. I den ikke-finansielle sektor faldt aktiekurserne også betydeligt, nemlig med ca. 41 pct. i euroområdet og 36 pct. i USA.

I begyndelsen af 2009 lagde de forværrede globale økonomiske udsigter og fornyet bekymring vedrørende det finansielle systems tilstand et yderligere nedadrettet pres på aktiekurserne. Fra ultimo 2008 til 27. februar 2009 faldt Dow Jones Euro Stoxx og Standard & Poor's 500 med henholdsvis ca. 17 pct. og ca. 19 pct.

Figur 15. MFI-lån til husholdningerne



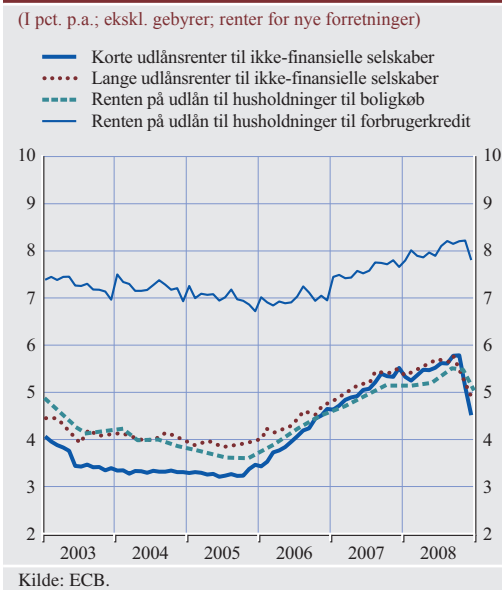
HUSHOLDNINGERNES LÅNTAGNING DÆMPEDES YDERLIGERE

Væksten i husholdningernes låntagning aftog fortsat i 2008, hvilket bl.a. afspejler strammere finansieringsforhold, svækkede økonomiske udsigter og det vigende boligmarked.

Den årlige vækst i MFIernes udlån til husholdningerne, som var den vigtigste finansieringskilde for husholdningerne i 2008, aftog til 1,8 pct. i december i forhold til 6,2 pct. ultimo 2007. Samtidig lå den årlige vækst i udlån til husholdningerne fra ikke-MFI'er (dvs. andre finansielle formidlere, forsikringsselskaber og pensionskasser) fortsat højere end den årlige vækst i MFIernes udlån til husholdningerne – 10,4 pct. i 3. kvartal 2008. Udviklingen afspejler til dels virkningen af securitisation, der medfører et egentligt salg. Det betyder, at lånene ikke længere indregnes og dermed fjernes fra MFIernes balance, hvorefter de registreres som lån fra andre finansielle formidlere.

En fordeling af MFIernes udlån til husholdningerne efter formål viser, at nedgangen primært kunne tilskrives den aftagende vækst i lån til boligkøb. Den årlige vækst i udlån til husholdningerne

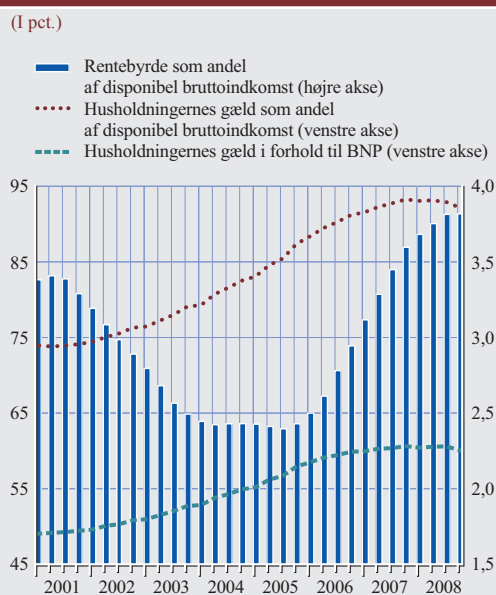
Figur 16. Renter for udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber



ger til boligkøb lå på 1,7 pct. i december 2008, sammenlignet med 7,1 pct. i december 2007 (se figur 15). Dette fald var i overensstemmelse med den lavere vækst i huspriserne og aktiviteten på boligmarkedet i en række eurolande. Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån understøtter denne vurdering, idet bankerne i løbet af 2008 pegede på de forværrede udsigter for boligmarkedet og den faldende forbrugertillid som de vigtigste faktorer, der bidrog til at dæmpe husholdningernes efterspørgsel efter boliglån. De forværrede udsigter for boligmarkedet var også en medvirkende årsag til bankernes stramning af kreditstandarderne, som i høj grad bidrog til nedgangen i udlånsvæksten.

Faldet i den årlige vækst i boliglån afspejlede også den afdæmpende virkning af ECBs renteforhøjelser siden december 2005. I forlængelse af tendensen i 2006 og 2007, men i et mere behersket tempo, steg renten på MFIernes udlån til boligkøb med 31 basispoint fra december 2007 til september/oktober 2008, hvorefter den faldt med 10 basispoint i 4. kvartal (se figur 16). Stigningen i årets tre første kvartaler var bredt fundet over hele løbetidsspektret, selv om den var

Figur 17. Husholdningernes gæld og rentebetalinger



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

lidt mere udpræget for lån med en initial rentebindingsperiode på op til 1 år og på 1-5 år.

Den årlige vækst i forbrugerkredit faldt også og lå på 1,5 pct. i december 2008, dvs. ca. 4 procentpoint lavere end ultimo 2007. I de seneste kvartaler er den årlige vækst i forbrugerkredit aftaget i takt med faldende forbrugertillid og en gradvis afdæmpning af det private forbrug i euroområdet. Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån viser også en fortsat stramning af kreditstandarderne for forbrugslån i 2008, i forlængelse af tendensen i 4. kvartal 2007, på grund af forventninger om generelt lavere økonomisk aktivitet og låntagernes forringede kreditværdighed. MFIernes renter på forbrugerkredit, som i 2008 lå et godt stykke højere end renterne på lån til boligkøb, steg med 56 basispoint mellem december 2007 og november 2008, hvorved de dæmpede efterspørgslen efter forbrugerkredit.

Derefter faldt de, så de i december 2008 lå 15 basispoint over niveauet i december 2007.

HUSHOLDNINGERNES GÆLD STABILISEREDE SIG

I 2. halvår 2008 medførte den vedvarende nedgang i væksten i udlån til husholdninger samt den aktuelle stigning i den disponible indkomst et marginalt fald i husholdningernes gæld som andel af den disponible indkomst, som skønnes at være ca. 92 pct. i 4. kvartal (se figur 17). Samme mønster ses for gælden i forhold til BNP, som faldt til ca. 60 pct. i 4. kvartal 2008 ifølge observationer fra de integrerede konti for euroområdet. Det skal dog siges, at sammenlignet med fx USA eller Storbritannien er husholdningernes gæld i euroområdet forholdsvis beskedent. Nedgangen i husholdningernes gæld i euroområdet har medvirket til at stabilisere deres sårbarhed over for ændringer i renter, indkomst og aktivpriser. Det er også værd at bemærke, at der er betydelige forskelle i husholdningernes gæld inden for euroområdet. Husholdningerne er mere udsatte i de dele af euroområdet, hvor konjunkturedgangen er mere markant, eller hvor der stadig er tegn på overvurdering på boligmarkedet.

Selv om husholdningernes gæld stabiliserede sig i 2008, medførte tidligere stigninger i udlånsrenterne til husholdninger en yderligere forøgelse af gældsbetjeningsbyrden, målt som rente- og afdragsbetalinger i forhold til disponibel indkomst. Rentebyrden skønnes at have været 3,8 pct. i 2. halvår 2008 i forhold til 3,6 pct. ultimo 2007. Det er også højere end det tidligere topunkt i 2001.

OMKOSTNINGERNE VED DE IKKE-FINANSIELLE SELSKABERS EKSTERNE FINANSIERING STEG BETYDELIGT

På grund af den finansielle uro oplevede de ikke-finansielle selskaber i euroområdet i 2008 en kraftig stigning i de reale omkostninger ved ekstern finansiering i forhold til niveauet i de seneste år. Selv om virksomhedernes rentabilitet fortsat var robust i den første del af 2008, var der tegn på en hurtig forværring senere på året, navnlig i 4. kvartal. Efter en pludselig stigning i

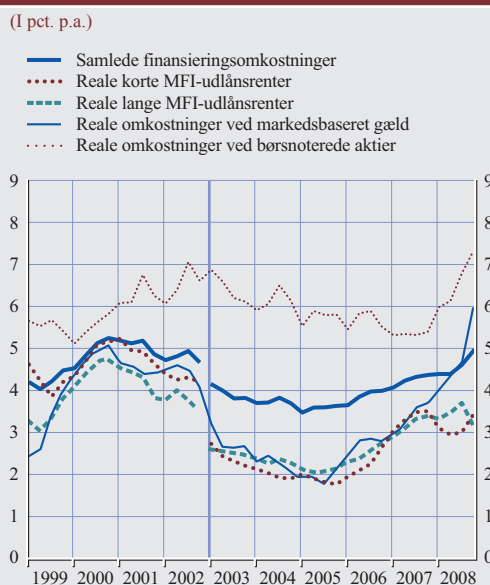
1. kvartal, der primært skyldtes den kraftige vækst i MFI-udlån, aftog væksten i de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering. De ikke-finansielle selskabers gearing forventes dog at være steget yderligere i 2008.

På baggrund af tiltagende spændinger på de finansielle markeder og kreditmarkederne steg de samlede realomkostninger ved euroområdet ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering brat i 2008 (se figur 18). Den tydelige forværring af de makroøkonomiske forhold og udsigter medvirkede i 4. kvartal 2008 til en kraftig stigning i omkostningerne ved virksomhedernes eksterne finansiering, da stigende forventninger om konkurser og nedjusteringer af indtjeningen påvirkede investorernes vurdering af kredit- og markedsrisici. I hele 2008 var stigningen hovedsagelig drevet af en brat opgang i de reale omkostninger ved markedsbaseret gæld og egenkapitalfinansiering.

Hvad angår de enkelte komponenter i virksomhedernes eksterne finansiering, faldt realrenten på MFI-udlån til ikke-finansielle selskaber i forhold til ultimo 2007 (se figur 18). Sammenligningen ultimo til ultimo dækker over udtalte svingninger inden for året. De korte nominelle renter steg generelt i det meste af året og fulgte dermed den opadgående tendens i 3-måneders Euribor tæt, selv om virkningen realt set blev dæmpet af stigningen i inflationsforventningerne på kort sigt frem til september. I november og december faldt de korte renter betydeligt, hvilket afspejlede nedsættelserne af de pengepolitiske renter og lavere pengemarkedsrenter. Som følge heraf faldt den nominelle rente på lån med variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år med 70 basispoint for små lån og 106 basispoint for store lån.

MFIernes lange udlånsrenter steg først frem til september 2008, hvorefter de faldt i årets sidste kvartal. Store lån tegnede sig for det mest markante fald. I forhold til ultimo 2007 var MFIernes lange udlånsrenter på små lån stort set uændrede, mens renterne på store lån faldt med 72 basispoint. Statsobligationsrenterne for tilsvarende løbetider viste også forskellige tendenser i

Figur 18. Reale omkostninger ved euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering



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

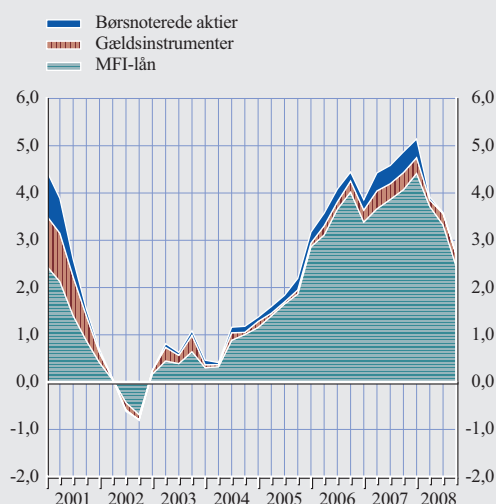
Anm.: De reale omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering beregnes som et vægtet gennemsnit af omkostningerne ved banklån, omkostningerne ved at udstede gældsinstrumenter og omkostningerne ved at udstede aktier på basis af de respektive udeståender og deflateret med inflationsforventningerne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

årets løb, idet de først steg og siden dykkede. Alt i alt var renten på 5-årige statsobligationer i december 2008 85 basispoint lavere end ultimo 2007. Det medførte i gennemsnit en udvidelse af spændet mellem bankernes lange udlånsrenter og sammenlignelige markedsrenter i 2. halvår. Udvidelsen faldt sammen med de skarpt stigende finansieringsomkostninger for bankerne på kapitalmarkederne.

De reale omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers markedsbaserede gæld steg kraftigt i 2008, hvilket forstærkede den opadgående tendens, som begyndte ultimo 2007. I december 2008 lå disse finansieringsomkostninger 200 basispoint over niveauet i det foregående år og 420 basispoint over det historiske lavpunkt i 2005. Niveauet ultimo 2008 er det højeste siden ØMUens start og et godt stykke højere end det tidligere toppunkt i 2000. Derimod faldt statsobliga-

Figur 19. Fordeling af den årlige realvækst i ekstern finansiering til ikke-finansielle selskaber¹⁾

(Ændring i pct. år/år)

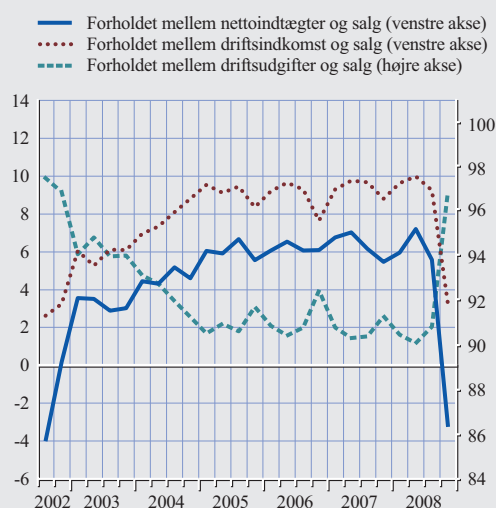


Kilde: ECB.

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

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

(Kvartalsvise observationer; i pct.)



Kilder: Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.

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

tionsrenten for tilsvarende løbetider som nævnt. Det resulterede i en betydelig udvidelse af erhvervsobligationsrentespændet i 2. halvår 2008. Udvidelsen afspejler også stramningen af kreditstandarderne og investorerens øgede risikopåfatelse.

De ikke-finansielle selskabers reale omkostninger ved børsnoterede aktier steg betydeligt i årets løb. Der sås en tydelig forværring i 2. halvår 2008, hvor aktiekurserne (fx målt ved det brede Dow Jones Euro Stoxx for euroområdet) dykkede og risikoaversionen steg til et exceptionelt højt niveau. Efter at have været bemærkelsesværdig robust i 1. halvår faldt indtjeningsvæksten i børsnoterede virksomheder også brat og blev negativ i november, målt på årsbasis.

DE IKKE-FINANSIELLE SELSKABERS EKSTERNE FINANSIERING AFTOG

De ikke-finansielle selskabers efterspørgsel efter ekstern finansiering aftog gradvis i løbet af

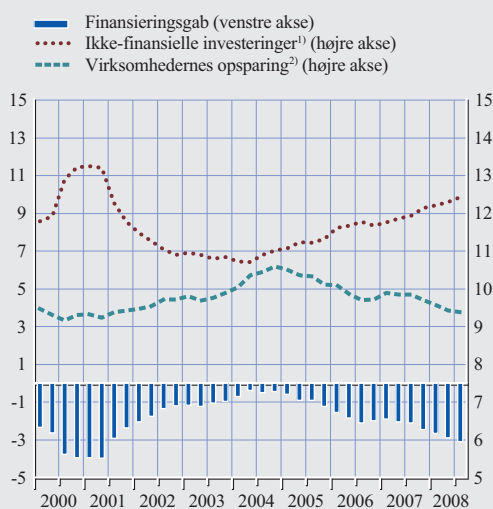
2008. I 4. kvartal 2008 var den reale årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers finansiering 2,7 pct. i forhold til 4,9 pct. i 4. kvartal 2007 og 5,1 pct. i 1. kvartal 2008. Udviklingen kunne navnlig tilskrives nedgangen – dog fra et højt niveau – i bidraget fra MFI-lån og i mindre omfang den lavere udstedelse af børsnoterede aktier, mens bidraget fra gældsinstrumenter var stort set stabilt (se figur 19).

Ifølge aggregerede regnskaber fra børsnoterede virksomheder var avancerne fortsat robuste i 1. halvår 2008 (se figur 20). Mål for virksomhedernes lønsomhed faldt dog betydeligt i 2. halvår 2008. Samtidig blev den forventede indtjening i euroområdet brat nedjusteret i 4. kvartal 2008. Antallet af nedjusteringer af forventningerne til indtjeningen i børsnoterede virksomheder i euroområdet ultimo året var det højeste nogensinde.

Væksten i MFIernes udlån til ikke-finansielle selskaber aftog i 2008 fra det nominelle toppunkt

Figur 21. De ikke-finansielle selskabers finansieringsgab og dets hovedkomponenter

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



Kilde: ECB.

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

2) Inkl. nettokapitaloverførsler.

på 15,0 pct. i marts til 9,4 pct. i december. Den fortsat robuste vækst år-til-år dækker over en svækkelse af væksten i MFIernes udlån til virksomheder, idet der var et overhæng fra den kraftige vækst i 1. halvår 2008. Som væksten på kort sigt illustrerer, tog nedgangen fart mod slutningen af året, navnlig i december, som følge af de forværrede finansieringsforhold. Nedgangen er stort set i overensstemmelse med den stramning af finansieringsforholdene, som bankerne angav i eurosystemets undersøgelser af bankernes udlån i årets løb, den reducerede aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser og den økonomiske afmatning. Der kan være flere årsager til, at væksten i MFIernes udlån var forholdsvis robust, i det mindste frem til november, selv om den aftog. Virksomhederne i euroområdet viste en forholdsvis robust udvikling i den første del af 2008 og understøttede således efterspørgslen efter lån til finansieringsformål. En anden medvirkende faktor kan have været træk på kreditfaciliteter, der var aftalt i bedre tider. Efterspørgslen efter banklån kan også være blevet understøttet af en substitutionseffekt som følge af

vanskelighederne ved at opnå finansiering på kapitalmarkederne, en reduktion af interne midler og en stramning af handelskreditter. Endvidere er det ofte vanskeligt for virksomhederne at tilpasse deres udgifter på kort sigt, fordi de ikke kan reducere produktionskapaciteten og gennemføre spareplaner fra den ene dag til den anden. Det kan være en del af forklaringen på den robuste efterspørgsel efter kredit i 2. halvår trods de svagere vækstudsigter.

Væksten i markedsbaseret finansiering – i form af både gæld og egenkapital – aftog i takt med den kraftige stigning i de relaterede omkostninger. Den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber faldt fra ca. 9,0 pct. primo året til 6,6 pct. i december 2008. Udstedelsen af kortfristede gældsinstrumenter, som steg en smule, efter den finansielle uro satte ind i sommeren 2007, aftog også gradvis. Dette mønster bekræftes af den kortsigtede udvikling i de sæsonkorrigerede tal. Udviklingen, som bidrog til udvidelsen af erhvervsobligationsrentespændene, kan desuden afspejle nedgangen i fusioner og virksomhedsovertagelser. Den årlige vækst i børsnoterede aktier udstedt af ikke-finansielle selskaber faldt markant i hele 2008 til nul i december. Det ubetydelige bidrag fra netto-udstedelsen af børsnoterede aktier til virksomhedernes nettofinansiering i euroområdet kan tilskrives de stærkt stigende reale omkostninger ved egenkapital og det meget volatile marked.

Væksten i de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering, som ganske vist er aftagende, kan hænge sammen med udvidelsen af finansieringsgabets eller nettolåntagningen – beregnet som forskellen mellem virksomhedernes bruttoopsparing og bruttoinvesteringer (se figur 21). Finansieringsgabets for de ikke-finansielle virksomheder i euroområdet i 2007 og frem til 3. kvartal 2008 skyldes virksomhedernes lavere opsparing og i mindre omfang stigninger i reale investeringer i forhold til BNP. I den første del af 2008 kunne faldet i virksomhedernes opsparing hovedsagelig tilskrives stigende rentebetalinger.

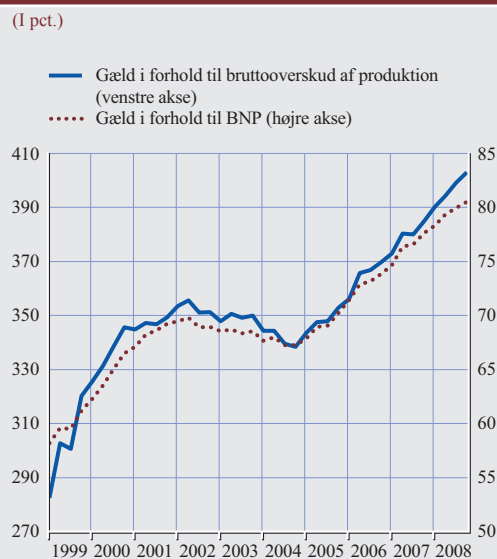
YDERLIGERE STIGNING I VIRKSOMHEDERNES GÆLD

Hvad angår balancen hos euroområdet's ikke-finansielle selskaber, medførte den langvarige vækst i gældsstiftelsen en yderligere stigning i gældskvoten (se figur 22). I 4. kvartal 2008 voksede gælden i forhold til BNP til 80,5 pct. og gælden i forhold til bruttooverskuddet af produktionen til 403 pct. Efter en periode med konsolidering fra 2002 til 2004 er de ikke-finansielle selskabers gældskvoter steget konstant i de seneste fire år. Gælden som andel af de ikke-finansielle selskabers finansielle aktiver, som havde vist en nedadgående tendens siden 1. kvartal 2003, steg en smule i det meste af 2008. Kombinationen af øget gæld og stigende renter udmøntede sig i en betydeligt større rentebyrde for de ikke-finansielle selskaber i løbet af 2008.

2.3 UDVIKLINGEN I PRISER OG OMKOSTNINGER

Den samlede HICP-inflation lå i gennemsnit på 3,3 pct. i 2008, hvilket var en stærk stigning i forhold til tidligere år – hvor den årlige inflation typisk lå omkring 2,2 pct. – og et godt stykke over ECBs definition på prisstabilitet på mellem-langt sigt (se tabel 1). Stigningen for 2008 som helhed var resultatet af to meget forskellige tendenser i udviklingen i HICP i løbet af året. Fra et

Figur 22. De ikke-finansielle selskabers gældskvoter



Kilder: ECB, Eurostat og ECBs beregninger.
Anm.: Gælden indrapporteres på grundlag af de kvartalsvise europæiske sektorkonti. Den omfatter lån, udstedte gældsinstrumenter og pensionskassereserver. Observationer frem til 4. kvartal 2008 er medtaget.

i forvejen højt niveau på 3,1 pct. ultimo 2007 steg den årlige inflation yderligere til et toppunkt på 4,0 pct. i juni og juli 2008 for derefter at falde brat i årets sidste måneder til 1,6 pct. i december.

Tabel 1. Prisudviklingen

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

	2006	2007	2008	2006 4. kvrt.	2008 1. kvrt.	2008 2. kvrt.	2008 3. kvrt.	2008 4. kvrt.	2008 Dec.	2009 Jan.
HICP og dets komponenter										
Samlet indeks	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Energi	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Uforarbejdede fødevarer	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Forarbejdede fødevarer	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Industrivarer ekskl. energi	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Tjenesteydelser	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
Andre pris- og omkostningsindikatorer										
Producentpriser i industrien ¹⁾	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	.
Oliepriser (EUR pr. tønde) ²⁾	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Råvarepriser ³⁾	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

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

Anm.: Observationerne for producentpriser i industrien vedrører euroområdet inklusive Slovakiet.

1) Ekskl. byggeri.

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

3) Ekskl. energi; i euro.

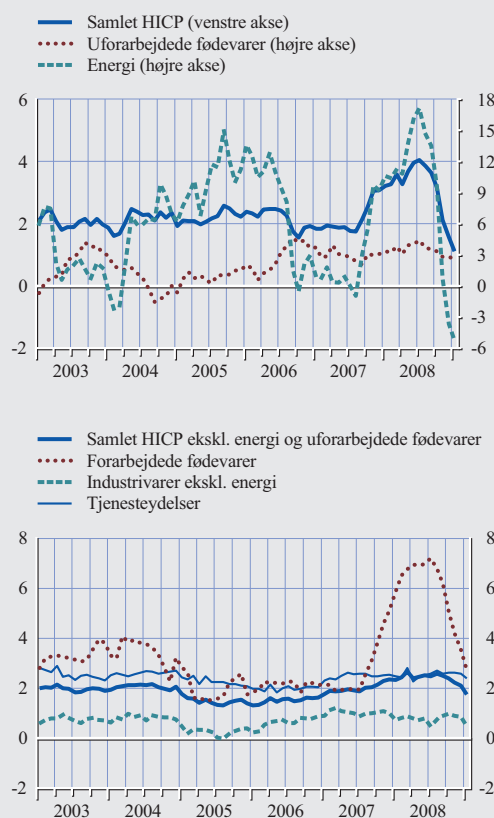
De skarpe kontraster i udviklingen i den samlede HICP-inflation i 2008 var præget af mønstre i de globale råvarepriser (energi og andre råvarer inkl. fødevareråvarer) (se figur 23). I 1. halvår fortsatte en stærk global efterspørgsel med at skubbe de globale råvarepriser opad til usædvanlig høje niveauer, mens den hurtige økonomiske afmatning i 2. halvår, som udviklede sig til en tydelig konjunkturedgang ultimo året, forårsagede bratte fald igen. Mest markant fortsatte oliepriserne med at stige voldsomt i 1. halvår 2008 efter kraftige stigninger i 2007 og nåede et historisk toppunkt primo juli på baggrund af stramme udbuds- og efterspørgselsforhold. I 2. halvår faldt oliepriserne brat til et godt stykke under priserne primo 2008. Sideløbende hermed resulterede en global mindskelse af lagrene af fødevareråvarer i begyndelsen af året i markante stigninger i priserne på forarbejdede fødevarer fra i forvejen høje niveauer ultimo 2007, hvorefter de faldt brat mod slutningen af 2008. HICP-inflationen ekskl. energi og (forarbejdede og uforarbejdede) fødevarer forblev derimod stabil (på 1,9 pct. i 2008 i forhold til 1,8 pct. i 2007).

Arbejdskraftsomkostningerne steg i 1. halvår 2008, hvor der sås et betydeligt opadrettet pres på enhedslønomkostningerne og en markant konjunkturmæssig nedgang i væksten i arbejdskraftsproduktivitet. Det gav anledning til alvorlige, voksende bekymringer med hensyn til risikoen for betydelige anden runde-effekter i euroområdet. Bekymringerne toppede omkring midten af året og aftog i efteråret, hvor økonomien gik ind i en tydelig nedgangsfase.

I overensstemmelse hermed begyndte forbrugernes inflationsopfattelse og -forventninger, der var steget markant i 1. halvår til det højeste niveau siden euroens indførelse, at aftage mod slutningen af året.

Figur 23. De vigtigste komponenter i HICP-inflationen

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



Kilde: Eurostat.

HICP-INFLATIONEN VAR BETYDELIGT PÅVIRKET AF ENERGI- OG FØDEVAREPRISUDVIKLINGEN

Volatiliteten i råvarepriserne var hovedårsagen til de betydelige bevægelser i HICP-inflationen i euroområdet i 2008. Den konstante stigning i den årlige inflation, der toppede på 4,0 pct. i juni og juli, fulgte efter helt exceptionelle stigninger i energi-, industri- og fødevareråvarepriserne (se boks 4). Det efterfølgende hurtige fald i HICP-inflationen til 1,6 pct. ultimo året var derimod resultatet af den markante nedgang i råoliepriserne og fald i priserne på en lang række andre globale råvarer, inkl. fødevarer, samt en gunstig basis-effekt sammen med en hurtigt aftagende økonomisk aktivitet.

RÅVAREPRISER OG HICP-INFLATION

Priserne på en lang række råvarer steg markant i perioden mellem primo 2005 og juli 2008 (se figur A). De er faldet hurtigt siden da i forbindelse med den markante nedgang i den globale økonomiske aktivitet. Denne udvikling – især i prisen på olie og fødevarer – har haft stor indflydelse på forbrugerpriserne i euroområdet og udgør en stor del af forklaringen på den høje samlede HICP-inflation i 2008. I denne boks gennemgås råvareprisernes effekter på inflationen i euroområdet.¹

Direkte og indirekte effekter

Stigninger i råvarepriserne påvirker HICP-inflationen direkte ved deres umiddelbare effekt på forbrugerpriserne på energi og fødevarer, som udgør næsten 30 pct. af det samlede HICP. De kan også have en indirekte virkning på forbrugerpriserne gennem producentpriserne, idet virksomheder med højere inputomkostninger overvælter disse omkostningsstigninger på salgspriserne for at bibeholde eller genoprette deres avancer.

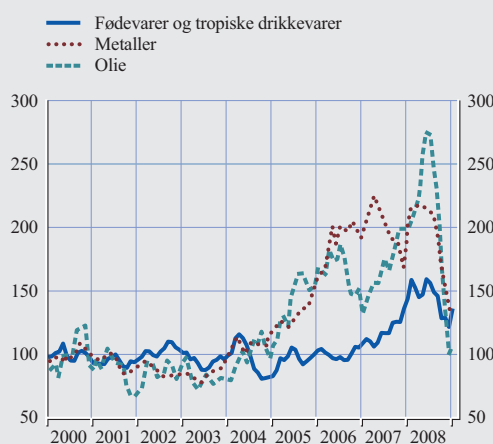
I hvilket omfang højere omkostninger overvæltes på de næste produktionsstadier og på forbrugerne, afhænger af flere faktorer, bl.a. konkurrencepres på markedet og konjunkturforhold. Da det tager tid for omkostningsstød at bevæge sig op gennem forsyningskæden, anses indirekte effekter generelt for at slå igennem med større tidsforsinkelse og at vare længere end direkte effekter.

Tallene viser, at hovedparten af stigningen i den samlede HICP-inflation fra august 2007 skyldtes direkte og indirekte effekter af råvareprisstødet. I overensstemmelse hermed steg priserne på forarbejdede og uforarbejdede fødevarer og energi – de HICP-komponenter, som er mest direkte udsat for stød – væsentligt frem til juli 2008, mens mål for inflationen ekskl. fødevarer og energi var stort set uændrede i perioden (se figur B).

Der opstod tilsyneladende også indirekte effekter i andre HICP-komponenter, der anvender olie og fødevareråvarer som produktionsinput. Inden for tjenesteydelseskomponenten steg fx priserne på transportrelaterede tjenesteydelser og charterrejser samt restaurationspriserne – der anvender olie og fødevarer som produktionsinput – betydeligt i 2008, da råvarepriserne skød i vejret (se figur C). Stigningerne kan dog også afspejle andre faktorer end stigningerne i olie- og fødevarerpriserne, fx lønudviklingen og en stærk efterspørgsel fra forbrugerne, især i 1. halvår.

Figur A. Råvarepriser

(Månedlige observationer i euro; indeks: 2000 = 100)



Kilder: Hamburg Institute of International Economics og ECBs beregninger.

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

Anden runde-effekter

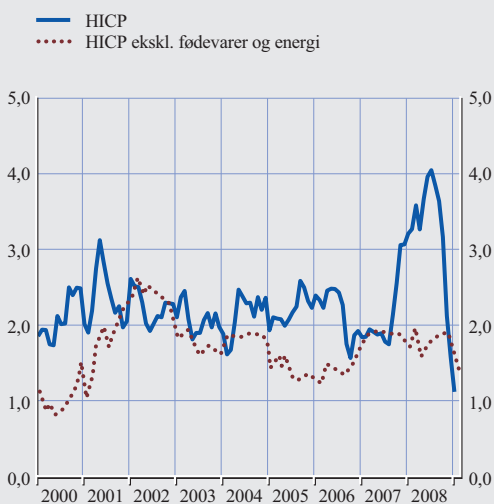
Ud over direkte og indirekte effekter, der normalt beskrives som første runde-effekter, indebærer et råvareprisstød også risikoen for anden runde-effekter, der kan lægge yderligere opadrettede pres på forbrugerpriserne. Anden runde-effekter henviser typisk til stigninger i forbrugerpriserne ud over første runde-effekter som følge af stødets indvirkning på løn- og prisdannelsen. En stigning i inflationen som følge af de direkte og indirekte effekter af et råvareprisstød kan føre til anden runde-effekter, hvis økonomiske aktører (især inden for pris- og løndannelsen) forsøger at kompensere for tabet i realindkomst som følge af tidligere inflationsstød. Dette kan igen påvirke inflationsforventningerne samt påvirke pris- og løndannelsen yderligere. Herved kan et midlertidigt inflationsstød blive rodfæstet og således dyrere at fjerne.

Sandsynligheden for, at et råvareprisstød fører til anden runde-effekter, afhænger af flere faktorer, herunder den økonomiske konjunktursituation, vare- og arbejdsmarkedets fleksibilitet (især om der er automatisk indeksregulering, der påvirker løn- og prisdannelsesprocessen), dannelsen af inflationsforventninger og, hvad der er vigtigst, centralbankens troværdighed.

Udviklingen i inflationsforventninger og arbejdskraftsomkostninger kan anvendes til at overvåge risikoen for anden runde-effekter. Der sås en vis stigning i inflationsforventningerne ifølge konjunkturbarometre i perioden fra medio 2007 til medio 2008. Forventningerne implicit i "break even"-inflationen fra obligationsrenten fulgte en klar opadgående tendens i samme periode, men med intensiveringen af den finansielle uro og det efterfølgende fald i oliepriserne er denne tendens efterfølgende vendt (se figur D). Oplysninger baseret på udviklingen i lønforhandlingerne i løbet af 2008 tyder også på en stærk lønvækst i forskellige eurolande, selv om det er vanskeligt at sige præcist, hvor meget af stigningen der kan tilskrives anden runde-effekter (se også boks 5).

Figur B. HICP-inflation

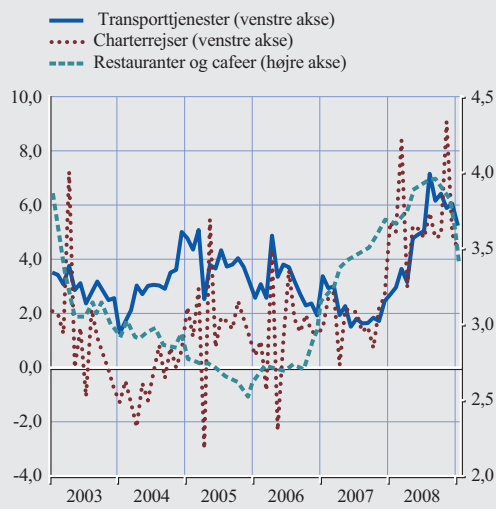
(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

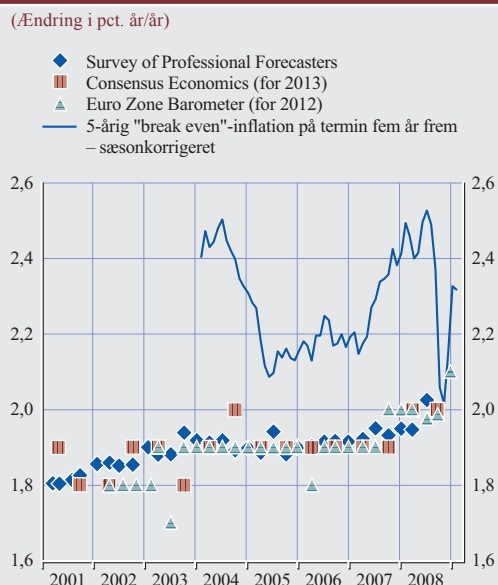
Figur C. Udvalgte delkomponenter af HICP-komponenten tjenesteydelser

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



Kilde: Eurostat.

Figur D. Langsigtede inflationsforventninger fra undersøgelser og "break even"-inflationen



Kilder: Consensus Economics; Euro Zone Barometer, ECB, Reuters og ECBs beregninger.

Anm.: De langsigtede inflationsforventninger opgøres normalt halvårligt i prognosen udarbejdet af Consensus Economics og kvartalsvis i ECBs Survey of Professional Forecasters og Euro Zone Barometer. Seneste observation: "break even"-inflation: 27. februar 2009; Survey of Professional Forecasters og Euro Zone Barometer: januar 2009; Consensus Economics: oktober 2008.

Mens de direkte, "mekaniske" effekter af et råvareprisstød på forbrugerpriserne er uudgåelige, og indirekte effekter, afhængig af transmissionen af stødet gennem priskæden, er mulige, er det afgørende, at et omfattende inflationspres forbundet med anden runde-effekter forhindres. En pengepolitik, der er orienteret mod at bevare prisstabilitet på mellemlangt sigt, har til opgave at sikre, at et råvareprisstød ikke påvirker de langsigtede inflationsforventninger og udløser bredere prispres. På baggrund af et stadig stærkere inflationspres besluttede ECB derfor at forhøje sin officielle rente i juli 2008 for at stabilisere inflationsforventningerne. Renterne blev imidlertid nedsat senere på året, da det stod klart, at inflationspresset ville lette betydeligt på grund af den bratte nedgang i råvarepriserne og den økonomiske afmatning.

De kraftige udsving i HICPs energikomponent – med en vægt på 9,8 pct. i det samlede HICP – afspejlede de bratte ændringer i priserne på flydende brændstof (fx benzin, diesel og fyringsolie) som følge af de globale oliepriser kombineret med den forsinkede reaktion fra energikomponenterne ekskl. olie (fx el og gas), der som regel følger råoliepriserne med forsinkelse (se figur 24). I juni 2008 lå oliepriserne i euro ca. 63 pct. højere end året før. I december 2008 var de 49 pct. lavere end året før og var faldet med ca. 63 pct. fra toppunktet i juni 2008. Denne markante variation i profilen inden for et enkelt år blev også forstærket af kraftige udsving i raffineringsmarginen. Ændringen år-til-år i HICP-energi-komponenten toppede på 17,0 pct. i juli 2008 i forhold til 9,1 pct. i december 2007, hvorefter den faldt brat og endda blev negativ i december, nemlig -3,6 pct.

Den årlige vækst i komponenten forarbejdede fødevarer i HICP for euroområdet viste samme mønster som energikomponenten, idet væksten steg markant i efteråret 2007, hvorefter den aftog kraftigt fra medio 2008. Den årlige ændring i priserne på forarbejdede fødevarer nåede et topunkt på 7,2 pct. i juli 2008, fra 2,0 pct. i juli 2007, hvorefter den faldt igen til 3,6 pct. i december 2008. En stor del af den kraftige stigning og den efterfølgende afdæmpning i priserne på forarbejdede fødevarer skyldtes komponenter, der er kraftigt påvirket af de globale priser på landbrugsråvarer såsom brød og kornprodukter, mejeriprodukter samt olie og fedtstoffer. For året som helhed nåede stigningen i priserne på forarbejdede fødevarer op på i gennemsnit 6,1 pct. i 2008 i forhold til 2,8 pct. i 2007. Priserne på uforarbejdede fødevarer steg derimod med 3,5 pct. i 2008 i forhold til 3,0 pct. i 2007.

Bortset fra energi og (forarbejdede og uforarbejdede) fødevarer var HICP-inflationen stort set stabil i 2008. Virkningen af betydeligt højere inputpriser som følge af høje råvarepriser (energi og andre råvarer) blev opvejet af den afdæmpende effekt af et lavere importprispress på baggrund af euroens appreciering indtil midten af året og en stærk international konkurrence, samt af de gunstige basiseffekter i forbindelse med, at den momsstigning på 3 procentpoint, der blev indført i Tyskland den 1. januar 2007, begyndte at glide ud af den årlige inflation primo 2008.

Priserne på industrivarer ekskl. energi steg med 0,8 pct. i 2008, en lille nedgang i forhold til 1,0 pct. i 2007. På trods af det pres på inputomkostningerne, som kom fra indenlandske producenter, og den høje kapacitetsudnyttelse dæmpedes prisstigningerne på industrivarer ekskl. energi i 1. halvår 2008. Der var en vis opgang fra juli, bl.a. på grund af effekten af den bratte appreciering af den amerikanske dollar i 2. halvår og ekstraordinære sæsonudsalg, som påvirkede tekstilpriserne i løbet af sommeren.

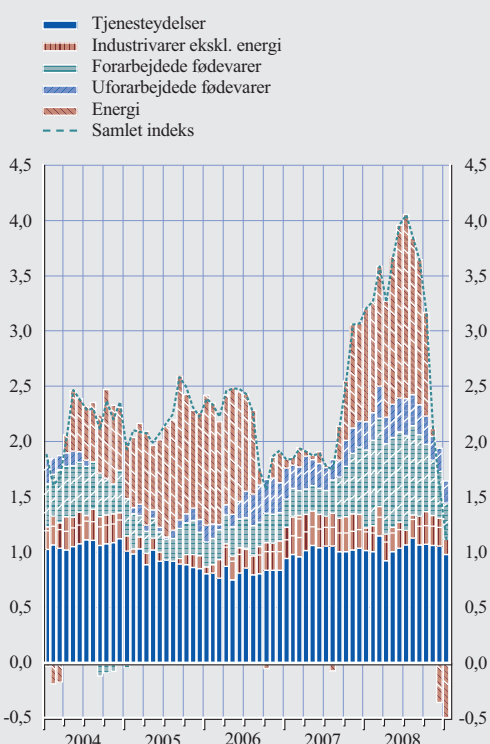
Prisstigningerne på tjenesteydelser var stort set stabile gennem det meste af 2008, selv om de fortsat lå forholdsvis højt på omkring 2,5 pct. efter en markant stigning i 2007. Mens den indirekte virkning af stigningerne i de globale råvarepriser, navnlig på olie og fødevarer, kan have bidraget til en vedvarende opadrettet effekt på visse tjenesteydelser som fx transportydelser samt restauranter og cafeer, blev dette for en stor del opvejet af markante fald for andre tjenesteydelser som fx kommunikation.

HØJERE GENNEMSNITLIGE STIGNINGER I PRODUCENTPRISERNE I 2008, MEN ET MARKANT NEDADRETET PRES MOD SLUTNINGEN AF ÅRET

Prispresset fra forsyningskæden var ekstremt højt sidst på foråret på baggrund af de høje prisstigninger på råvarer, og dette skabte øget inflationsbekymring. Presset aftog dog støt i løbet af sommeren og mere udtalt i årets sidste par måneder – med fald i indekspriserne (ekskl. energi og byggeri) fra oktober – da råvarepriserne begyndte at dykke og presset på produktionsfaktorerne (både kapital og arbejdskraft) aftog.

Figur 24. De vigtigste komponenters 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.

Den årlige gennemsnitlige ændring i producentpriserne i industrien (ekskl. byggeriet) i euroområdet var 6,2 pct. i 2008, betydeligt højere end i 2007 (2,8 pct.). Efter at have nået et historisk toppunkt på 9,2 pct. i juli 2008 aftog stigningerne år-til-år i producentpriserne hurtigt til 1,7 pct. i december, hvilket hovedsagelig skyldtes udviklingen i energi- og fødevarepriserne. Den årlige ændring i energiproducentpriserne nåede et toppunkt på 24,9 pct. i juli 2008, men var faldet til 1,6 pct. i december.

Den årlige vækst i producentpriserne i industrien ekskl. byggeriet og energi toppede i juli 2008 på 4,4 pct. for derefter at falde til 1,6 pct. i december. Dette markante fald påvirkede halvfabrikata og forbrugsgoder, om end i forskelligt omfang og på forskellige tidspunkter, men havde mindre indvirkning på kapitalgoder (se figur 25).

Tabel 2. Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger

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

	2006	2007	2008	2007 4. kvrt.	2008 1. kvrt.	2008 2. kvrt.	2008 3. kvrt.	2008 4. kvrt.
Aftalt løn	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Samlede timelønomsomkostninger	2,5	2,6	,	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Lønsum pr. ansat	2,2	2,5	,	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>Memoposter</i>								
Arbejdskraftsproduktivitet	1,3	0,8	,	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Enhedslønomkostninger	0,9	1,7	,	2,5	2,6	3,2	3,6	.

Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECBs beregninger.

Væksten i priserne på halvfabrikata accelererede i årets første otte måneder og nåede et toppunkt på 6,0 pct. i august. I 1. halvår var priserne på halvfabrikata stadig påvirket af et opadrettet pres fra stadigt stigende priser på industrielle råvarer og energi. I 2. halvår lagde energiprisernes fald på verdensmarkedet og den økonomiske afmatning en dæmper på udviklingen i outputpriserne inden for mange områder af halvfabrikatasektoren. Ved årets udgang var mange outputpriser faldende på baggrund af en stærk aktivitetsnedgang.

Ændringen i den årlige vækst i priserne på kapitalgoder var forsinket og mere afdæmpet med en svag stigning til 2,2 pct. i september (i modsætning til den faldende tendens i 2007), som fladede ud mod slutningen af året, hvor konkurrencen skærpedes på baggrund af et hurtigt fald i efterspørgslen.

Længere nede i produktionskæden fortsatte den kraftige stigning i priserne på forbrugsgoder, som sås i de sidste måneder af 2007, i 1. halvår 2008. Den årlige ændring i de samlede priser på forbrugsgoder steg til 4,7 pct. i marts 2008, hvilket er den højeste stigning siden starten på Den Monetære Union i 1999. Hovedårsagen var priserne på ikke-varige forbrugsgoder, der afspejlede det globale fødevarerprispres. Den årlige ændring i priserne på forbrugsvarer ekskl. tobak og fødevarer lå stabilt hele året.

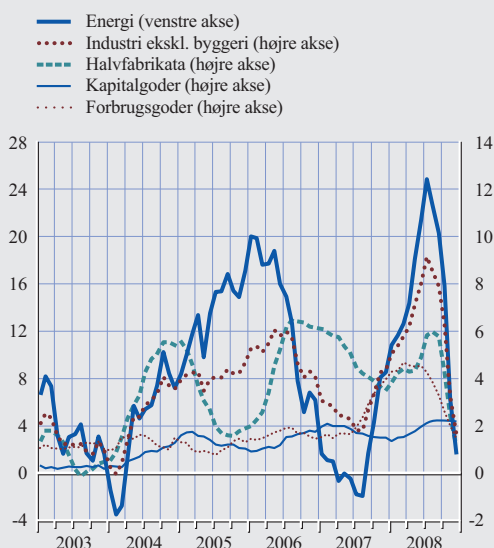
Samlet set havde den generelle afdæmpning af efterspørgslen i euroområdet ved årets udgang resulteret i langt mere konkurrenceprægede markedsforhold på forskellige produktionsstadier. Den øgede konkurrence, kombineret med faldende verdensmarkedspriser på råvarer, afspejledes i omfattende rapportering om fald (eller stabilisering) i såvel input- som outputpriser for både fremstillings- og servicesektoren.

ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGERNE STEG MARKANT

Indikatorerne for arbejdskraftsomkostningerne for euroområdet tyder på en væsentlig acceleration ca. ultimo 2007 og primo 2008 efter nogle år med en

Figur 25. De enkelte komponenter i producentpriser i industrien

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



Kilde: Eurostat.

Anm.: Observationerne vedrører euroområdet inklusive Slovakiet.

svag nedgang. Den årlige vækst i lønsum pr. ansat var 3,3 pct. i årets første tre kvartaler, hvilket er betydeligt højere end den gennemsnitlige årlige vækst i perioden 2005-07, hvor den lå mellem 1,8 pct. og 2,5 pct. (se tabel 2). Timelønnen tegner et lignende billede, selv om 1. kvartal var påvirket af den tidlige påske i 2008, hvilket førte til en kraftig stigning i serierne i dette kvartal. Aftalt løn accelererede ligeledes i løbet af 2008 fra et interval på 2,1-2,3 pct., som havde gjort sig gældende i de seneste år, og steg til 2,9 pct. i 1. halvår, 3,4 pct. i 3. kvartal og 3,5 i 4. kvartal.

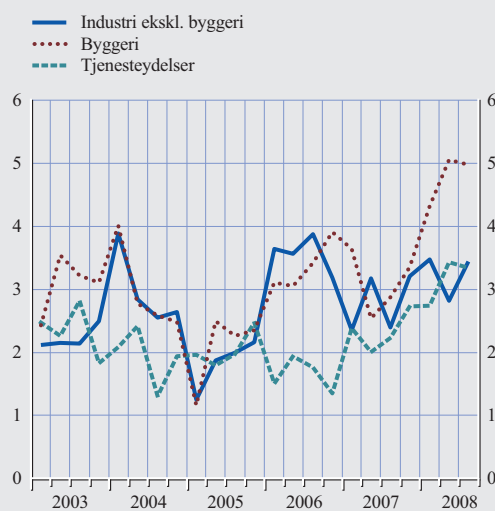
Den tiltagende lønvækst i 1. halvår har muligvis, ud over en række forskelle i beskæftigelsesvæksten mellem lønniveauer, afspejlet de stramme arbejdsmarkeder og den direkte eller indirekte virkning af tidligere udviklingstendenser i HICP. På baggrund af de betydelige stigninger i de globale råvarepriser, de meget stramme arbejdsmarkedsforhold og den store forsinkelse, der kræves, for at ændringer i den økonomiske aktivitet får afgørende virkning på arbejdskraftsomkostningerne, var der medio 2008 en betydelig risiko for, at anden runde-effekter, især fra indeksreguleringen af lønningerne til en høj inflation (selv om den var midlertidig), ville opveje eventuelle afdæmpende effekter på lønomkostningerne af den gradvise nedgang i aktiviteten, som var forudsat på det tidspunkt.

Den hurtige lettelse af det globale inflationspres, hvor HICP-inflationen faldt igen til under 2 pct. i december 2008, og den pludselige nedgang i aktiviteten i euroområdet, som var kraftigere end forventet, svækkede risikoen for bredt funderede anden runde-effekter betragteligt. Virksomhederne forventedes at gennemføre foranstaltninger for at begrænse arbejdskraftsomkostningerne på baggrund af usikkerheden omkring udsigterne for euroområdet, og den hurtige forværring af arbejdsmarkedsforholdene bidrog ligeledes til at dæmpe presset på lønomkostningerne.

Sektortal viser forskellige tendenser i de enkelte sektorer. Væksten i alle indikatorer for arbejdskraftsomkostningerne var særligt høj i byggeriet i 2008, måske som en afspejling af visse sammensætningseffekter, idet afskedigelserne var

Figur 26. Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor

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



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

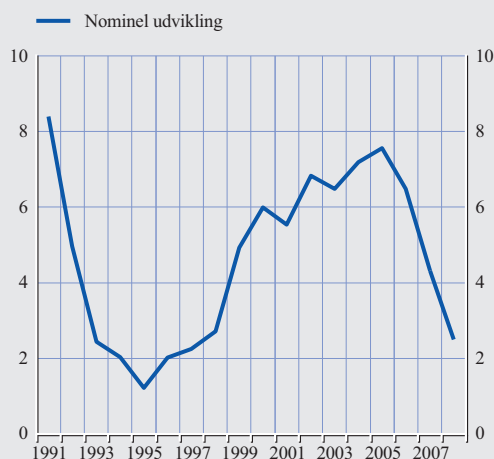
Anm.: Observationerne vedrører euroområdet inklusive Slovakiet.

koncentreret om lavtlønnede arbejdstagere, med udtalte regionale forskelle. Der var også store stigninger i lønsum pr. ansat i servicesektoren, især hvad angår ikke-markedsrelaterede ydelser (se figur 26). I industrisektoren tiltog stigningen i arbejdskraftsomkostningerne derimod kun moderat i gennemsnit og svingede markant i 2008.

På baggrund af aktivitetsnedgangen og den forventede negative konjunkturpåvirkning af arbejdskraftsproduktiviteten accelererede enhedslønomkostningerne hurtigt og mindskede virksomhedsavancerne. Den årlige vækst i arbejdskraftsproduktiviteten faldt til 0,2 pct. i gennemsnit i de første tre kvartaler af 2008 og blev endog negativ i 3. kvartal i forhold til en årlig vækst på ca. 1 pct. i gennemsnit i 2006-07. Enhedslønomkostningerne steg således fra en årlig vækst på 1,6 pct. i 3. kvartal 2007 til 3,6 pct. i 3. kvartal 2008. I de første tre kvartaler af 2008 var den årlige stigning i enhedslønomkostningerne 3,2 pct. i forhold til en gennemsnitlig vækst på 1,7 pct. og 0,9 pct. i henholdsvis 2007 og 2006. Den hurtige stigning i enhedslønomkostningerne reducerede avancerne i løbet af 2008, da virksomhederne ikke var i stand til at sende de højere

Figur 27. Boligprisudviklingen i euroområdet

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



Kilde: ECBs beregninger baseret på ikke-harmoniserede nationale observationer.
Anm.: 2008-observationer vedrører 1. halvår 2008.

omkostninger videre i fuldt omfang. En indikator for det samlede avancetillæg, målt som forskellen mellem væksten i BNP-deflatoren og enhedslønomkostningerne, tyder på en nedgang i avancerne efter flere år med stigninger. Avancetillægget faldt med i gennemsnit 0,9 procentpoint i de tre første kvartaler af 2008 sammenlignet med den tilsvarende periode af det foregående år, efter en stigning på 0,9 procentpoint i 2007.

STIGNINGERNE I BOLIGPRISERNE AFTOG YDERLIGERE

Boligpriserne, som ikke indgår i HICP, faldt i 1. halvår 2008 og fortsatte således den aftagende tendens, der havde gjort sig gældende siden 2. halvår 2005. Ifølge de seneste skøn faldt den årlige vækst i boligpriserne for euroområdet som helhed til 2,7 pct. i 1. halvår 2008 fra 3,9 pct. i 2. halvår 2007 (se figur 27). Landedata bekræfter, at den gradvise afdæmpning i boligprisstigningerne i euroområdet var forholdsvis bredt fundet i 1. halvår 2008, selv om der var en vis uensartethed mellem landene. Stigningerne i boligpriserne aftog væsentligt i Belgien, Spanien og Frankrig i forhold til perioden 2006-07. Boligpriserne begyndte at falde i Irland i 2. halvår 2007 og i Malta i 1. halvår 2008. I Italien, Holland, Portugal og Østrig svarede boligprisstigningerne i 1. halvår 2008 imidlertid stort set til stigningerne i 2007. I Tyskland viste tallene mindre stigninger i boligpriserne i 2008 efter en periode med en afdæmpet udvikling.

ningerne i 1. halvår 2008 imidlertid stort set til stigningerne i 2007. I Tyskland viste tallene mindre stigninger i boligpriserne i 2008 efter en periode med en afdæmpet udvikling.

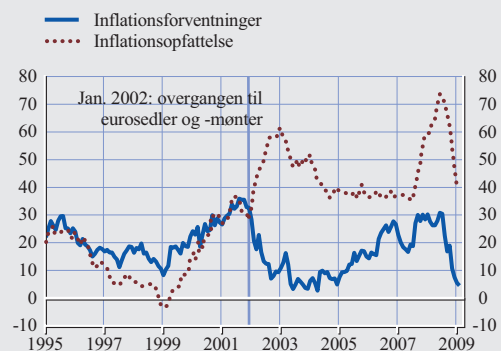
UDVIKLINGEN I INFLATIONSOPFATTELSE OG INFLATIONSFORVENTNINGER

Den bratte stigning i den samlede inflation i 1. halvår 2008 satte øget fokus på inflationsopfattelse og -forventninger i forbindelse med vurderingen af den fremtidige udvikling i inflationen. Europa-Kommissionens mål for forbrugernes kvalitative opfattelse af inflationen i de foregående 12 måneder fortsatte med at stige og nåede medio 2008 op på et niveau, som ikke er set siden tiden lige efter overgangen til eurosedler og -mønter i januar 2002 (se figur 28).

Ved årets udgang var denne inflationsopfattelse aftaget noget. På samme måde viste forbrugernes inflationsforventninger til de næste 12 måneder en stigende tendens (de forventninger, som fremgik af undersøgelsen, skal dømmes i forhold til den rapporterede opfattelse) i de første måneder af 2008 frem til sommeren, hvorefter de aftog ultimo året. Europa-Kommissionens undersøgelse er imidlertid et mål for kortsigtede forventninger, der ligger tæt op ad den observerede inflation. Den måler ikke langsigtede forventninger, som er vigtigere for de pengepolitiske beslutninger. Oplysninger fra konjunkturbarometre tyder

Figur 28. Euroområdets forbrugeres kvalitative inflationsopfattelse og -forventninger

(Nettotal i pct; sæsonkorrigeret)



Kilde: Europa-Kommissionens konjunkturbarometre.
Anm.: Observationerne vedrører euroområdet inklusive Slovakiet.

på, at de undersøgelsesbaserede langsigtede inflationsforventninger (fem år frem) stadig lå fast på 2,0 pct., selv om der medio året var tegn på en vis stigning og på øgede risici. Disse blev opvejet senere på året ifølge undersøgelingsdata fra Consensus Economics, Euro Zone Barometer og ECBs Survey of Professional Forecasters. "Break even"-inflationen ud fra inflationsindeksede obligationer og swaps i euroområdet (ved brug af den implicitte 1-årige "break even"-inflation på termin fire år frem) steg gradvis til over 2,5 pct. medio 2008 for derefter at falde i efteråret til ca. 1,8 pct. ultimo året. Disse markedsbaserede mål (navnlig obligationsbaserede mål) blev dog forvrænget på det pågældende tidspunkt af pludselige ændringer i investorenes præferencer og porteføljeskift. Samlet set pegede en række undersøgelses- og markedsbaserede indikatorer medio 2008 på en klar risiko for, at inflationsforventningerne ikke længere var forankrede, hvilket krævede et klart, men afba-

lanceret signal fra ECBs side, og ultimo året var inflationsforventningerne igen faldet til et mere tilfredsstillende niveau.

2.4 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

KRAFTIG NEDGANG I DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

Væksten i realt BNP i euroområdet aftog til 0,8 pct. i 2008 efter en solid vækst på 2,7 pct. i 2007 og 3,0 pct. i 2006 (se tabel 3). Økonomien var forholdsvis robust i begyndelsen af året, men fra medio 2008 faldt aktiviteten betydeligt som følge af en afdæmpning i den indenlandske efterspørgsel og en udtalt global økonomisk afmatning. Året sluttede med en markant nedgang i aktiviteten, hvilket afspejlede den fornyede uro på de finansielle markeder og en helt exceptionel nedgang i den globale aktivitet og efterspørgsel.

Tabel 3. Sammensætningen af vækst i realt BNP

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

	2006			2007			2008			Årlig vækst ¹⁾				Kvartalsvis vækst ²⁾			
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2008		
	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.			
Realt bruttonationalprodukt	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5				
heraf:																	
Indenlandsk efterspørgsel ³⁾	2,9	2,4	.	2,1	1,7	1,1	0,8	.	0,1	0,6	-0,3	0,4	.				
Privat forbrug	2,1	1,7	.	1,3	1,3	0,4	0,1	.	0,2	0,0	-0,2	0,1	.				
Offentligt forbrug	1,9	2,2	.	2,0	1,4	2,0	2,2	.	0,3	0,3	0,8	0,7	.				
Faste bruttoinvesteringer	5,8	4,2	.	3,2	3,7	2,6	0,9	.	1,0	1,4	-0,9	-0,6	.				
Lagerændringer ⁴⁾	0,0	0,0	.	0,2	-0,1	-0,2	0,1	.	-0,3	0,2	-0,2	0,4	.				
Nettoeksport ³⁾	0,2	0,3	.	0,1	0,4	0,4	-0,1	.	0,3	0,1	0,1	-0,6	.				
Eksport ⁵⁾	8,6	6,0	.	4,0	5,3	3,9	2,0	.	0,5	1,7	-0,1	0,0	.				
Import ⁵⁾	8,4	5,4	.	3,9	4,4	3,1	2,2	.	-0,2	1,6	-0,5	1,4	.				
Real bruttoværditilvækst:																	
heraf:																	
Industri ekskl. byggeri	3,9	3,6	.	3,3	2,7	1,3	-1,1	.	0,5	0,2	-0,6	-1,3	.				
Byggeri	3,0	3,2	.	1,7	2,8	1,6	0,4	.	0,9	2,6	-1,8	-1,2	.				
Markedsrelaterede tjenesteydelser ⁶⁾	3,6	3,2	.	2,7	2,6	1,9	1,2	.	0,4	0,6	0,2	0,0	.				

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

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

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

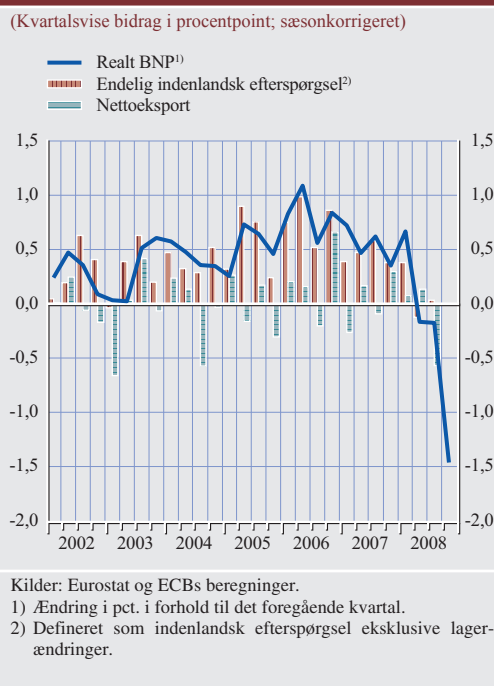
3) Bidrag til væksten i realt BNP; i procentpoint.

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

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

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

Figur 29. Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP



De kvartalsvise vækstrater blev påvirket af visse tekniske faktorer. Den stærke vækst i BNP på 0,7 pct. i 1. kvartal kunne delvis tilskrives den usædvanligt milde vinter i store dele af Europa, der satte skub i byggeriet og dermed investeringerne, samt lagerbeholdningernes positive bidrag til væksten primo året. De samme faktorer bidrog til den kvartalsvise nedgang i BNP på 0,2 pct. i 2. kvartal 2008. Trods disse tekniske faktorer pegede 1. halvår 2008 som helhed i retning af en fortsættelse af den moderate konjunkturedgang fra 2007, idet den kvartalsvise vækst i BNP faldt fra ½ pct. til ¼ pct. Kun halvdelen af væksten kvartal-til-kvartal i 1. halvår 2008 skyldtes den indenlandske efterspørgsel – i sammenhæng med et meget afdæmpet forbrug og faldende boliginvesteringer – mens den anden halvdel kunne tilskrives nettoeksporten.

Den udenlandske efterspørgsel begyndte at vise tydelige tegn på afmatning i løbet af sommeren 2008, hvor der indtrådte en fornyet svækkelse af den amerikanske økonomi samt en opbremsning

i vækstøkonomierne, som ellers blev anset for at være robuste over for virkningerne af den globale afmatning (se figur 29).

Fra september 2008 skete en brat opbremsning i euroområdetets BNP (-1,5 pct. kvartal-til-kvartal) som følge af den pludselige og ekstraordinære forværring og udbredelse af uroen på de finansielle markeder og den deraf følgende øgede usikkerhed. Virksomhederne reagerede kraftigt på den hurtige nedgang i ordrebeholdningerne ved at udskyde udvidelsesplaner og reducere lagerbeholdningerne i lyset af dyrere og begrænset adgang til finansiering, mens husholdningernes opsparing steg på grund af øget usikkerhed med hensyn til beskæftigelsesudsigterne på kort sigt og de negative formueeffekter.

NEDGANGEN I BNP-VÆKSTEN VAR BREDT FORDELT

Den mere afdæmpede efterspørgsel i 2008 var bredt fordelt på BNP-komponenterne. Den udenlandske efterspørgsel aftog i takt med, at aktiviteten i de udviklede økonomier gik ned og vækstøkonomierne i stigende grad blev påvirket af den finansielle uro. Den indenlandske efterspørgsel svækkedes også betydeligt. Stigende råvarepriser påvirkede kraftigt husholdningernes realindkomst i 1. halvår, mens afkølingen af boligmarkedet førte til et hurtigt fald i boliginvesteringerne. Et formindsket kapacitetspres, fornyet usikkerhed og strammere finansieringsvilkår betød nedskæringer i virksomhedernes investeringer.

I lyset af en afdæmpet vækst i realindkomsten, et fald i den finansielle formue, stramning af kreditforholdene og forværrede udsigter for arbejdsmarkedet svækkedes husholdningernes forbrug betydeligt i årets løb. Det private forbrug steg med ca. 0,6 pct. i 2008 som helhed – ene og alene på grund af overhænet fra 2007 i den årlige vækst, da forbruget i løbet af 2008 steg i blot et kvartal – mod 1,7 pct. i 2007. Stigningen i husholdningernes nominelle indkomst holdt rimelig stand det meste af året på grund af den solide vækst i aflønningen af ansatte (der skyldtes højere lønsum pr. ansat og fortsat robust beskæftigelse). Husholdningernes disponible realind-

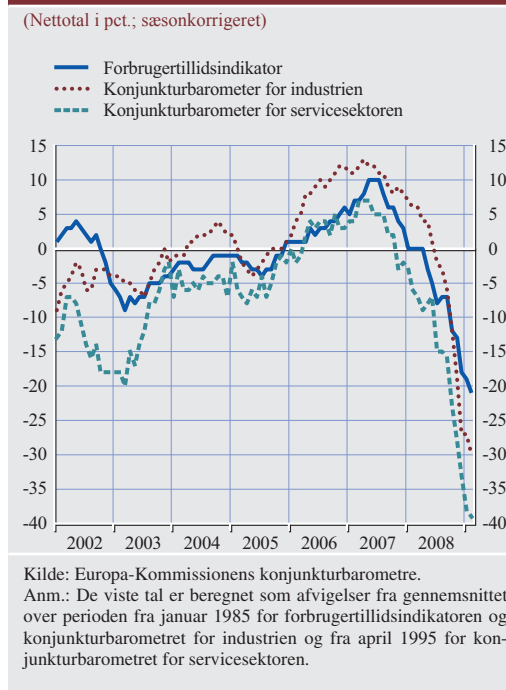
komst kom under et betydeligt nedadrettet pres fra tiltagende HICP-inflation. Kraftige stigninger i råvarepriserne hævede omkostningerne ved husholdningernes typiske forbrugskurv, og væksten år-til-år i husholdningernes disponible realindkomst faldt til det laveste niveau siden 2003 (til ca. 0,7 pct. i gennemsnit i de første tre kvartaler af 2008). Husholdningerne reagerede med forsigtighed og valgte derfor at skære ned på forbruget i stedet for at udjævne deres forbrug og reducere opsparingen.

Mens det seneste konjunkturforløb generelt har været præget af et forholdsvis afdæmpet forbrug, har den aktuelle finansielle uro sandsynligvis været medvirkende til husholdningernes tilbageholdende forbrug. Den kraftige nedgang i den finansielle formue i forbindelse med de store fald på aktiemarkederne betød – enten fordi nogle af disse fald blev opfattet som permanente, eller fordi usikkerheden med hensyn til de økonomiske udsigter øgedes – at husholdningerne begyndte at nedsætte deres udgifter og spare op af forsigtighedshensyn. De forværrede udsigter for arbejdsmarkedet bidrog også til faldende forbrugertillid. Indikatorerne for tilliden blandt forbrugerne, der toppede medio 2007, aftog til deres langsigtede gennemsnit i de første måneder af 2008 og faldt derefter brat til et meget lavt niveau ultimo året (se figur 30).

I 2008 faldt den samlede investeringsvækst markant til ca. 0,6 pct. efter to år med høj vækst (5,8 pct. i 2006 og 4,2 pct. i 2007). Nedgangen kvartal-til-kvartal i de sidste tre kvartaler udlignede det positive overhæng fra 2007 og et stærkt 1. kvartal, der nød godt af usædvanligt godt vejr (som affødte et fald i 2. kvartal). Boliginvesteringerne tegnede sig for en større del af nedgangen end andre private investeringer.

Efter afslutningen på den ekspansive fase inden for boligbyggeriet i 2007 faldt boliginvesteringerne i 2008 under indflydelse af aftagende vækst i boligpriserne. Nedgangen var generelt mere udtalt i lande, der havde oplevet en meget hurtig vækst i de foregående år. Eurosystemets undersøgelse af bankernes udlån pegede endvidere i retning af et betydeligt fald i efterspørgs-

Figur 30. Konjunkturbarometre



len efter lån til boligkøb, siden den finansielle uro satte ind i sommeren 2007, hvilket afspejlede nedturen på boligmarkedet. Der var samtidig tale om en markant kreditstramning.

Virksomhedernes investeringer, der havde oplevet kraftig vækst i 2007 som følge af solid indtjening og høj kapacitetsudnyttelse, aftog også markant i 2008 som helhed efter en dynamisk vækst i 1. halvår. Faldet i virksomhedernes investeringer skyldtes i varierende grad en mere afdæmpet efterspørgsel og dermed formindsket kapacitetspres, nedsat indtjening – da råvareprisstød i første del af året ikke var slået helt igennem og enhedslønomsomkostningerne steg kraftigt i årets løb – samt strammere kreditstandarder.

Stramningen af finansieringsforholdene, der havde gjort sig gældende, lige siden uroen på de finansielle markeder begyndte, forstærkedes brat i september 2008 og øgede betydeligt omkostningerne ved markedsbaseret finansiering samt de samlede reale finansieringsomkostninger (et aggregeret mål, der omfatter omkostningerne

ved markedsbaseret gæld, aktier og bankfinansiering). Andelen af virksomheder, der angav finansiering som en faktor, der begrænser produktionen, var dog stadig lav i 2008. Det skyldtes, at virkningen af strammere kreditforhold ofte giver sig udslag med en vis forsinkelse, da virksomhederne kan trække på tidligere afgivne kredittilsagn, og at internt generede midler holdt sig på et højt niveau. Andelen af industrivirksomheder, der angav mangel på udstyr eller plads som en faktor, der begrænser produktionen, faldt desuden kraftigt efter toppunktet i 3. kvartal 2007, mens kapacitetsudnyttelsen i industrien i oktober 2008 vendte tilbage til det langsigtede gennemsnit. Virksomhederne oplevede desuden øget usikkerhed med hensyn til de økonomiske udsigter, hvilket kom til udtryk i den exceptionelle volatilitet på de finansielle markeder, især i de sidste måneder af 2008, og den usædvanlig store spredning i prognoserne for BNP i ECBs Survey of Professional Forecasters for 4. kvartal 2008.

Euroområdet eksportvækst aftog betydeligt i 2008 til ca. 1,8 pct. på årsbasis mod 6,0 pct. i 2007 og blev negativ i årets tre sidste kvartaler. Forholdene uden for euroområdet blev kraftigt svækket i 2008 bl.a. som følge af den finansielle krise, væksten aftog i de udviklede økonomier, og vækstøkonomierne blev i stigende grad be-

rørt. I årets sidste par måneder faldt en række konjunkturbarometre for eksportordrer i industrien eller ordrebeholdninger til et historisk lavt niveau. Euroområdet import aftog ligeledes i 2008 som følge af træg indenlandsk efterspørgsel. Efter at vækstbidraget fra nettohandlen havde været positivt i to år, var det neutralt i 2008, idet de stærkt negative tal i 2. halvår opvejede de positive tal fra 1. halvår samt overhængt fra 2007.

Hvad angår sektorfordelingen, var afmatningen i aktiviteten bredt fordelt, men dog mere markant i industrisektoren, der er mere konjunkturfølsom. Aktiviteten i fremstillingssektoren faldt brat i 2. halvår, især hvad angår kapitalgoder, der led under aftagende udenlandsk efterspørgsel, en hurtig afvikling af beholdningen af ueksporterede ordrer og en drastisk aktivitetsnedgang i bilindustrien. Byggeriet var fortsat meget træt trods et midlertidigt opsving i 1. kvartal på grund af gode vejrforhold, med en fortsat svækkelse af boligsektoren, der var særlig hårdt ramt i nogle lande. Trods større robusthed oplevede service-sektoren den laveste vækst siden 2004 som følge af et afdæmpet privatforbrug og aftagende forretningsaktivitet.

Tabel 4. Udviklingen på arbejdsmarkedet

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

	2005	2006	2007	2006 2. kvrt.	2006 3. kvrt.	2006 4. kvrt.	2007 1. kvrt.	2007 2. kvrt.	2007 3. kvrt.	2007 4. kvrt.	2008 1. kvrt.	2008 2. kvrt.	2008 3. kvrt.
Arbejdsstyrke	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Beskæftigelse	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Landbrug ¹⁾	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Industri ²⁾	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
– Ekskl. byggeri	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
– Byggeri	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Tjenesteydelser ³⁾	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
Arbejdsløshedsprocent ⁴⁾													
I alt	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
Under 25 år	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
25 år og derover	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: Ledighedstal for euroområdet inklusive Slovakiet.

1) Inkl. fiskeri, jagt og skovbrug.

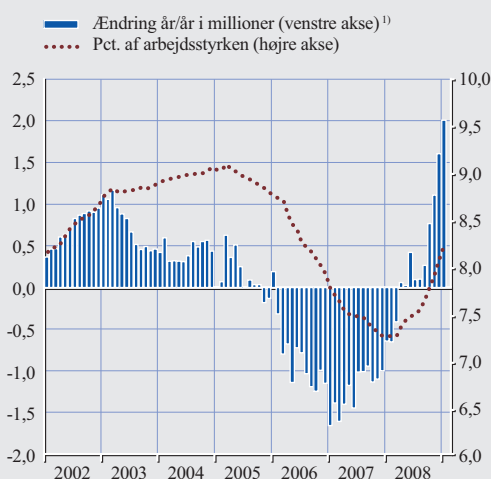
2) Inkl. fremstilling, byggeri, minedrift og brydning, el-, gas- og vandforsyning.

3) Ekskl. eksteritoriale organer og organisationer.

4) I pct. af arbejdsstyrken ifølge ILOs anbefalinger.

Figur 31. Ledighed

(Månedlige observationer; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

1) De årlige ændringer er ikke sæsonkorrigeret.

NEDGANG PÅ ARBEJDSMARKEDET

Forholdene på arbejdsmarkedet i euroområdet forværredes i 2008 efter to år med betydelig fremgang.

I de foregående år havde arbejdsmarkedene i euroområdet været inde i en meget positiv udvikling med stærkt stigende beskæftigelse, tiltagende erhvervsfrekvens og lav ledighed. Sidstnævnte lå primo 2008 på det laveste niveau siden 1980'erne (7,3 pct.). Ultimo 2007 var arbejdsmarkedene således særligt stramme, og lønpresset begyndte at stige. Denne udvikling vendte

imidlertid i løbet af 2008, idet beskæftigelsen begyndte at falde i 2. halvår og ledigheden steg fra 2. kvartal og navnlig mod årets udgang (se også boks 5).

Sektorfordelingen viser, at beskæftigelsen i byggeriet faldt 2,7 pct. på årsbasis i 3. kvartal 2008 mod en meget kraftig vækst på 3,9 pct. i 2007 (se tabel 4). Beskæftigelsen i industrien ekskl. byggeriet tiltog i 1. halvår og fortsatte dermed det usædvanlige mønster, der begyndte i 2007 efter flere år med tab af arbejdspladser, men vendte tilbage til den historisk nedadgående tendens i 2. halvår. Beskæftigelsesvæksten i servicesektoren var forholdsvis robust med en ændring kvartal-til-kvartal på 1,6 pct. på årsbasis i 1. halvår 2008.

Den gennemsnitlige månedlige stigning i antallet af ledige i 2008 var på ca. 170.000. Ledigheden var 8,1 pct. i december 2008 (se figur 31).

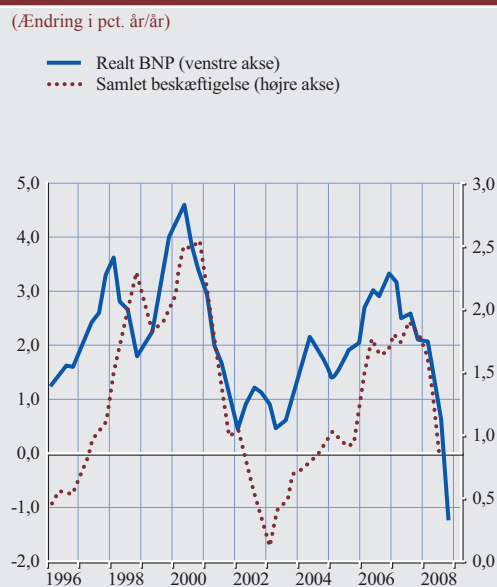
Væksten i arbejdskraftsproduktiviteten, målt som BNP divideret med den samlede beskæftigelse, faldt i 2008, navnlig i 2. halvår til et gennemsnit på næsten nul mod 1 pct. i 2007. Den kraftigt aftagende vækst i arbejdskraftsproduktiviteten kunne primært tilskrives konjunkturudviklingen. Det er dyrt for virksomhederne at ansætte og afskedige personale, især fastansatte medarbejdere, da det ofte indebærer store tab i virksomhedsspecifik humankapital. Virksomhederne vil derfor forsøge at beholde medarbejderne i begyndelsen af en konjunkturedgang, hvis de forventer, at den bliver mild eller relativt kortvarig, eller hvis de ønsker at vente for at vurdere dens omfang.

Boks 5

ARBEJDSMARKEDERNES UDVIKLING I EUROOMRÅDET I 2008

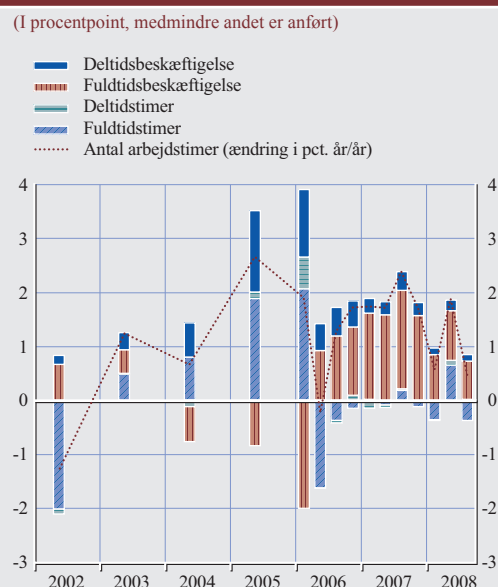
Efter tre år med stærk beskæftigelsesvækst og hurtigt faldende ledighed oplevede arbejdsmarkedene i euroområdet en klar afmatning i 2008. Ledigheden begyndte at stige i 2. kvartal og endte på 8,1 pct. ultimo 2008, mens den årlige vækst i beskæftigelsen aftog til 0,8 pct. i 3. kvartal, dvs. mere end 1 procentpoint lavere end gennemsnittet for året før. I denne boks ses nærmere på årsagerne til nedgangen på arbejdsmarkedene i euroområdet.

Figur A. Vækst i realt BNP og vækst i den samlede beskæftigelse i euroområdet



Kilde: Eurostat.

Figur B. Fordeling af væksten i antal arbejdstimer i euroområdet



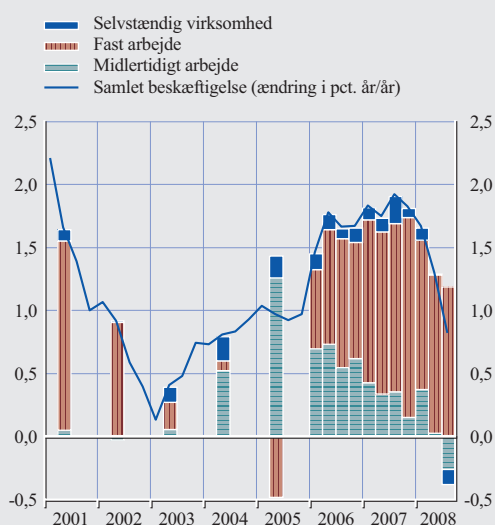
Kilde: Eurostat.

Udviklingen i arbejdsmarkedsvariabler følger generelt variable for den økonomiske aktivitet med en vis forsinkelse. Det fremgår af figur A, at beskæftigelsesvæksten klart viser sig senere end den økonomiske vækst. Når der indtræffer en nedgang i efterspørgslen, ved virksomhederne først ikke, om den er midlertidig eller kan blive mere af mere vedvarende karakter. Derfor fastholder de ofte produktions- og beskæftigelsesniveauet i første omgang, hvilket fører til en opbygning af lagre af usolgte varer. Hvis faldet i efterspørgslen over tid bliver mere vedvarende, bliver virksomhederne nødt til at ophøre med at opbygge for store lagre og skære ned på produktionen. Generelt fastholder de dog stadig beskæftigelsesniveauet. Når arbejdsgiverne er usikre på, hvor dyb eller hvor langvarig en nedgang bliver, vil de sandsynligvis tilpasse inputtet af arbejdskraft ved at ændre på arbejdstiden frem for antallet af medarbejdere. Det er der klare årsager til: I lyset af de betydelige omkostninger ved at rekruttere, uddanne og afskedige personale tøver arbejdsgiverne ganske enkelt med at "afskrive" deres investering, indtil de er overbevist om, at nedgangen i produktmarkederne varer ved. Virksomhederne foretrækker derfor at fastholde beskæftigelsesniveauet og skære ned på produktionen gennem en nedsættelse af kapacitetsudnyttelsen (fx en forkortelse af arbejdstiden eller en reduktion i produktionen pr. arbejdstager). Det ser ud til, at der har været en vis opbremsning i væksten i antal arbejdstimer i løbet af 2008 (se figur B), hvilket dog ikke umiddelbart fremgår af de seneste kvartalsvise observationer (på grund af den forvridende effekt af den tidlige påske i 2008). Det gennemsnitlige antal arbejdstimer i 1. halvår 2007 og 1. halvår 2008 viser et markant fald i væksten i det samlede antal arbejdstimer (fra ca. 1,7 pct. på årsbasis i 1. halvår 2007 til godt 1,2 pct. i 1. halvår 2008; se den prikkede linje). I 2008 ser det ud til, at arbejdstiden og ikke så meget beskæftigelsen har spillet en stadig vigtigere rolle i forhold til tidligere år med hensyn til, hvordan væksten i det samlede antal arbejdstimer har udviklet sig.

Det er kun, når nedgangen i efterspørgslen og den nødvendige nedskæring i produktionen forventes at blive stor og længerevarende, at der ses en betydelig reduktion i beskæftigelsen som følge af virksomhedernes bestræbelser på at nedsætte lønomkostningerne. En markant aftagende efterspørgsel

Figur C. Fordeling af beskæftigelsesvæksten på kontrakttype

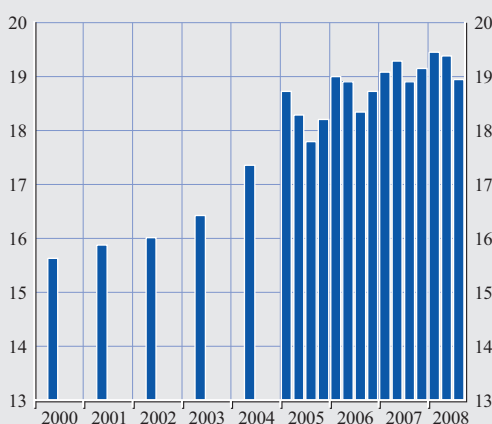
(I procentpoint, medmindre andet er anført)



Kilde: Eurostat.

Figur D. Deltidsarbejde i euroområdet

(I pct. af samlet beskæftigelse)



Kilde: Eurostat.

efter arbejdskraft vil sandsynligvis først ramme de kategorier af arbejdstagere, der har mere fleksible arbejdsforhold, fx midlertidig arbejdskraft, som er billigere at afskedige. Der foreligger adskillige empiriske undersøgelser, der viser, at udviklingen i den midlertidige beskæftigelse følger et andet mønster end det, der gælder for fast beskæftigelse, i perioder med aftagende aktivitet og konjunkturedgang.¹ Som det ofte er tilfældet i de tidlige faser af en økonomisk afmatning, faldt væksten i midlertidig beskæftigelse hurtigere i 2008 end væksten i fast beskæftigelse (se figur C).

Af flere forskellige årsager ses der også ofte en stigning i deltidsarbejde under en konjunkturedgang. For det første kan afdæmpningen af den økonomiske aktivitet føre til ændringer i økonomiens struktur, fx et skift hen imod sektorer, der typisk har en større andel af deltidsjob. For det andet kan arbejdsgiverne justere antallet af arbejdstimer i takt med, at efterspørgslen efter produktion ændrer sig, således at fuldtidsstillinger omdannes til deltidsstillinger.² For det tredje kan arbejdstagere, der foretrækker at arbejde fuld tid, blive tvunget til at overveje deltidsarbejde, fordi de ikke kan finde en fuldtidsstilling. Endelig kan der komme flere hænder på arbejdsmarkedet, når andre medlemmer af husstanden tager deltidsarbejde for at kompensere for hovedforsørgerens arbejdsløshed eller underbeskæftigelse.³ Sådanne konjunktoreffekter er dog ikke altid nemme at læse ud af tallene, da væksten i deltidsbeskæftigelse længe har vist en klart opadgående tendens i euroområdet hovedsagelig på grund af arbejdsmarkedsreformer, som har haft til formål at fremme erhvervsfrekvensen (se figur D).

Væksten i det potentielle udbud af arbejdskraft vil dog sandsynligvis være mindre under en økonomisk afmatning. Det er et velkendt fænomen, at når antallet af ledige stillinger falder, kan det

1 Se fx S. Bentolila og G. Saint-Paul "The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain", *European Economic Review*, vol. 36, 1992, s. 1013-1047; B. Holmlund og D. Storrie "Temporary work in turbulent times: the Swedish experience", *Economic Journal*, vol. 112, juni 2002, s. F245-F269.

2 Undersøgelsen af arbejdsstyrken skelner hovedsagelig mellem fuld- og deltidsbeskæftigelse på grundlag af respondenternes vurderinger.

3 Se fx H. Buddelmeyer et al. "Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis", *Working Paper Series* nr. 872, ECB, februar 2008.

afskrække nogle arbejdstagere fra at søge arbejde. Den aktuelle afmatning kan medføre en vis omallokering af arbejdstagere væk fra de sektorer, der er værst ramt af konjunkturedgangen (fx finansielle tjenesteydelser, ejendomssektoren, byggeriet og bilindustrien), og den deraf følgende "mismatch" – når folk bruger tid på at blive omskølet og omplaceret – kan resultere i et fald i udbuddet af arbejdskraft. Konjunkturedgangen kan få en langsigtet negativ effekt på væksten i udbuddet af arbejdskraft, hvis kompetencer går tabt. Problemet bliver særlig akut, hvis folk bliver langtidsledige. Jo længere de er arbejdsløse, jo mere mister de deres tilknytning til arbejdsmarkedet. Det er således sandsynligt, at langtidsledigheden vil stige i takt med, at det bliver stadig vanskeligere at finde arbejde.

For at imødegå en strukturel forværring af ledigheden og en reduktion i erhvervsfrekvensen på langt sigt er der i denne situation behov for arbejdsmarkedstiltag, bl.a. politiske tiltag, der fremmer lønflexibilitet og løntilbageholdenhed, ikke mindst gennem afskaffelse eller revision af lønindekseringsordninger. Sådanne tiltag kan dæmpe omkostningspresset på virksomhederne, øge konkurrenceevnen og understøtte beskæftigelsen. Reformen gør aktive arbejdsmarkedspolitikker mere effektive, gør det nemmere for de ledige at blive uddannet/omskølet og finde nyt arbejde. Hvad angår de beskæftigede, kan politikker, der giver større flexibilitet til at finjustere arbejdstiden, give virksomhederne et vist spillerum til at nedsætte arbejdstiden uden at miste humankapital ved afskedigelser. Arbejdsmarkedsreformer skal gennemføres med henblik på at gøre euroområdet økonomi bedre rustet til at modstå krisen og skabe gunstige vilkår for et opsving samt langsigtet økonomisk vækst og jobskabelse.

2.5 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

ÆNDRERE BUDGETSTILLINGER I 2008

Den forholdsvis gunstige udvikling i de offentlige finanser, der har kendetegnet de senere år, blev delvis vendt i 2008, i takt med at den finansielle krise udviklede sig, og de makroøkonomiske forhold hurtigt forringedes. Ifølge Europa-Kommissionens foreløbige prognose fra januar 2009 forringedes den gennemsnitlige offentlige budgetsaldo i euroområdet fra -0,6 pct. af BNP i 2007 til -1,7 pct. i 2008 (se tabel 5). Stigningen i underskuddet kan tilskrives lavere indtægter, bl.a. som følge af skattelettelser, og højere primære udgifter som følge af den økonomiske afmatning. Regeringsindgrebene for at stabilisere det finansielle system havde kun en ubetydelig effekt på underskuddet i 2008. I Irland, Grækenland, Spanien, Frankrig og Malta steg det offentlige underskud til over referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2008, mens kun Grækenland havde et underskud på over 3 pct. af BNP i 2007. Grækenlands underskud fra 2007 blev opjusteret til 3,5 pct. af BNP i Eurostats validering af efterårsmeddelelsen 2008 efter at have ligget på 2,8 pct. i forårsmeddelelsen 2008. Opjusteringen skyldtes, at EU-støtten er blevet bogført korrekt,

og dækningen af midler til poster uden for budgettet, den kommunale forvaltning samt sociale kasser og fonde er blevet forbedret. En sammenligning af tallene for 2008 med målsætningerne i de opdaterede stabilitetsprogrammer ultimo 2007 og primo 2008 viser, at det gennemsnitlige underskud for euroområdet forringedes med 0,8 procentpoint af BNP.

Som følge af de økonomiske og budgetmæssige forringelser og regeringsindgrebene for at stabilisere det finansielle system steg den gennemsnitlige offentlige gældskvotest i euroområdet fra 66,1 pct. af BNP i 2007 til 68,7 pct. af BNP i 2008. Stigningen i gælden kan vise sig at være endnu større, afhængig af hvordan Eurostat statistisk klassificerer de finansielle redningspakker – et arbejde, som endnu ikke er afsluttet (se boks 7). Navnlige steg den offentlige gæld betydeligt i lande, som foretog omfattende indgreb i finansielle institutioner, eller hvor den makroøkonomiske afmatning var stærk. Væksten i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet tiltog betydeligt i forhold til 2007, og rentespændene på statsgæld udvidedes kraftigt over for Tyskland for visse lande (se boks 6).

Tabel 5. Budgetstillinger i euroområdet og i eurolandene

(I pct. af BNP)

Offentligt overskud (+)/underskud (-)

	2006	2007	2008
Belgien	0,3	-0,3	-0,9
Tyskland	-1,5	-0,2	-0,1
Irland	3,0	0,2	-6,3
Grækenland	-2,8	-3,5	-3,4
Spanien	2,0	2,2	-3,4
Frankrig	-2,4	-2,7	-3,2
Italien	-3,4	-1,6	-2,8
Cypern	-1,2	3,4	1,0
Luxembourg	1,3	3,2	3,0
Malta	-2,3	-1,8	-3,5
Holland	0,6	0,3	1,1
Østrig	-1,5	-0,4	-0,6
Portugal	-3,9	-2,6	-2,2
Slovakiet	-3,5	-1,9	-2,2
Slovenien	-1,2	0,5	-0,9
Finland	4,1	5,3	4,5
Euroområdet	-1,3	-0,6	-1,7

Offentlig bruttogæld

	2006	2007	2008
Belgien	87,8	83,9	88,3
Tyskland	67,6	65,1	65,6
Irland	24,7	24,8	40,8
Grækenland	95,9	94,8	94,0
Spanien	39,6	36,2	39,8
Frankrig	63,6	63,9	67,1
Italien	106,9	104,1	105,7
Cypern	64,6	59,4	48,1
Luxembourg	6,6	7,0	14,4
Malta	63,8	61,9	63,3
Holland	47,4	45,7	57,3
Østrig	62,0	59,5	59,4
Portugal	64,7	63,6	64,6
Slovakiet	30,4	29,4	28,6
Slovenien	26,7	23,4	22,1
Finland	39,2	35,1	32,8
Euroområdet	68,3	66,1	68,7

Kilde: Europa-Kommissionen.

Anm.: Tallene er baseret på definitionerne i ENS95. I Kommissionens prognose er Slovakiet, som tiltrådte euroområdet den 1. januar 2009, inkluderet i gennemsnittet for euroområdet.

Boks 6**UDVIKLINGEN I UDSTEDELSE AF OG RENTESPÆNDENE I GÆLDSINSTRUMENTER UDSTEDT AF DEN OFFENTLIGE SEKTOR I EUROOMRÅDET**

Den årlige vækst i udestående værdipapirer udstedt af den offentlige sektor i euroområdet lå i 2008 på 8 pct. Væksten lå betydeligt højere end i 2007, hvor den var på 2,8 pct. (se tabel A)¹, men på samme niveau som i tidligere perioder med aftagende økonomisk vækst. Væksten i nettoudstedelsen af gældsinstrumenter i den offentlige sektor, sammen med den kraftige nedgang i væksten i BNP i 2008, fremgik også af en forringelse af forholdet mellem offentlig gæld og BNP i euroområdet, fra 66,1 pct. i 2007 til 68,7 pct. i 2008.²

1 Vækstrater beregnes på grundlag af finansielle transaktioner og omfatter derfor ikke omklassifikationer, andre værdiændringer, valutakursudsving og andre ikke-transaktionsrelaterede ændringer. Nærmere oplysninger findes i de tekniske noter til afsnit 4.3 og 4.4 i "Statistik for euroområdet" i Månedsoversigten.

2 Pr. januar 2009 blev den potentielle direkte effekt af statsstøtten til banksektoren på den offentlige gæld i euroområdet anslået til at være 284,6 mia. euro (ca. 3 pct. af BNP i euroområdet).

Tabel A. Årlig vækst i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i eurolandene

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Den offentlige sektor i alt	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8	8,0
<i>Langfristede gældsinstrumenter</i>	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3	3,6
Fastforrentede		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0	3,6
Variabelt forrentede		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
<i>Kortfristede gældsinstrumenter</i>	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4	62,6

Kilde: ECB.

Hvad angår sammensætningen af nettoudstedelsen i 2008, var aktiviteten i det primære marked for kortfristede gældsinstrumenter udstedt i euroområdet bemærkelsesværdigt stor. Det afspejler delvis, at rentekurven blev stejlere i 2008, hvorved kortfristet finansiering blev forholdsmæssigt billigere. Dette fænomen er kendt fra andre perioder med svag økonomisk vækst og faldende korte renter. Som følge heraf tegnede den langfristede gæld sig for ca. 88,7 pct. af udestående gældsinstrumenter i 2008, hvilket er det laveste niveau siden indledningen af ØMUens tredje fase (se tabel B).

I figur A opdeles ændringerne i rentebetalinger i: i) effekten af ændringen i det offentlige gæld, ii) effekten af ændringer i renterne og iii) en residual krydseffekt.³ Renteudgifterne steg med ca. 0,2 procentpoint af BNP i 2008. Dette var først og fremmest en afspejling af stigningen i gælden, mens effekten af rentenedgangen og krydseffekten var minimal.

Som konsekvens af den finansielle uro, som begyndte i august 2007, udvidedes spændet mellem andre langfristede statsobligationer udstedt i euroområdet og tyske obligationer betydeligt i 2008, navnlig i 2. halvår 2008. Det fremgår af figur B, som viser otte eurolandes spænd over for Tyskland

3 Ændringen i den nominelle rentebyrde, I, kan opdeles som følger:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Effekt via} \\ \text{ændring} \\ \text{i gæld} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{Effekt via} \\ \text{ændring} \\ \text{i renter} \end{array} \right\} \text{Krydseffekt} \\ \text{(residual)}$$

hvor B er den nominelle offentlige gældskvot, og i er den gennemsnitlige implicite rente (I/B).

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

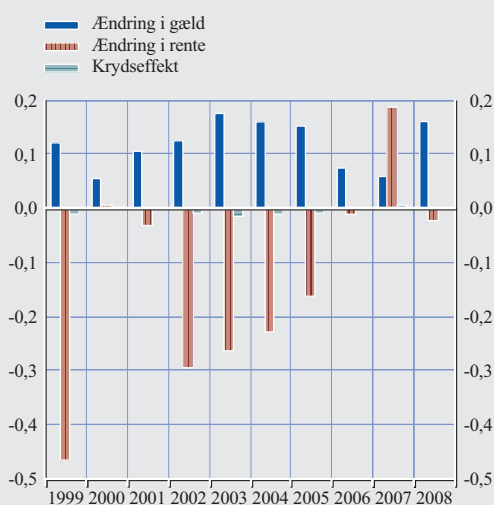
(I pct. af den offentlige sektors samlede udstedelse af gældsinstrumenter; ultimo perioden)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Staten	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
<i>Langfristede gældsinstrumenter</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
<i>Kortfristede gældsinstrumenter</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Andre dele af den offentlige sektor	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
<i>Langfristede gældsinstrumenter</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
<i>Kortfristede gældsinstrumenter</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Den offentlige sektor i alt										
<i>Langfristede gældsinstrumenter</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
Fastforrentede	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
Variabelt forrentede	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
<i>Kortfristede gældsinstrumenter</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Den offentlige sektor i alt, i milliarder euro	3.453,4	3.549,1	3.775,5	3.949,4	4.151,7	4.386,7	4.604,8	4.706,6	4.836,7	5.239,6

Kilde: ECB.

Figur A. Dekomponering af ændringen i rentebetalinger i perioden 1999-2008

(I pct. af BNP; årlige observationer)



Kilde: Europa-Kommissionen (AMECO-databasen).

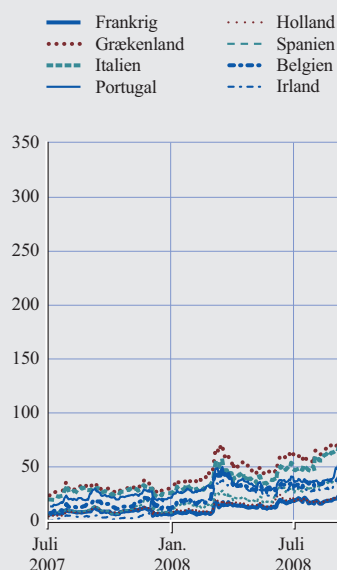
(Belgien, Irland, Frankrig, Grækenland, Spanien, Italien, Holland og Portugal). Forskellen i statsobligationsrenten eurolandene imellem afspejler i sidste instans forskelle med hensyn til kreditrisiko og likviditetspræmier.

For det første annoncerede eurolandene som reaktion på den intensiverede finansielle uro i 2. halvår 2008 koordinerede redningspakker på deres topmøde i Paris den 12. oktober, herunder garantier for bankgæld, kapitaltilførsel til banker og direkte køb af bankers risikofyldte aktiver. Den forventede budgetmæssige konsekvens af disse foranstaltninger kan have øget den opfattede sandsynlighed for misligholdelse af statsobligationer. Kreditrisikopræmierne steg i alle eurolandene, om end i varierende grad, som det fremgår af figur C, der viser udviklingen i spændene for "credit default swaps".⁴

4 Credit default swap-spænd mellem landene har den fordel, at de hverken forvrides af ændringer i de pågældende landes benchmarkobligationer eller påvirkes af en uoverensstemmelse mellem løbetider, samt at de er mere følsomme over for markedsændringer.

Figur B. Rentspænd for statsobligationer over for Tyskland

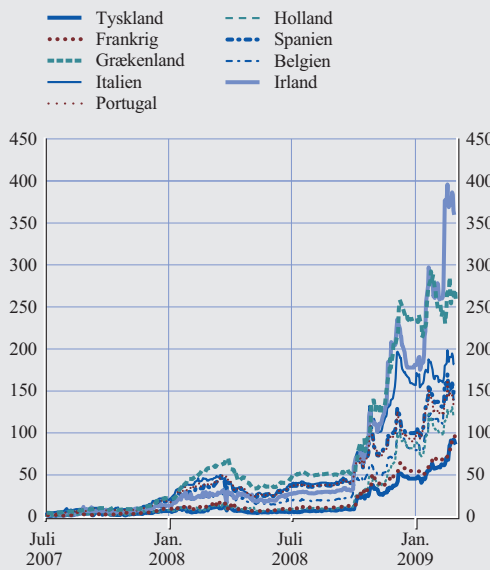
(Daglige observationer; i basispoint)



Kilde: Thomson Financial Datastream.
Anm.: Statsobligationer med en løbetid på 10 år.

Figur C. Udviklingen i statslige "credit default swaps"

(Daglige observationer; i basispoint)



Kilde: Thomson Financial Datastream.
Anm.: Credit default swaps med en løbetid på 5 år.

For det andet afspejlede ændringerne i renten på statsobligationer udstedt i euroområdet også investorerne strategi om tilflugt til kvalitet. Denne proces var også kendetegnet ved, at investorerne var mere kritiske over for kvalitetsdestinationer. Tyske obligationer anses generelt for at være de mest likvide af alle statsobligationer udstedt i euroområdet, og de var derfor genstand for den største indstrømning af kvalitetsøgende investorer, hvilket delvist forklarer udvidelsen af CDS-spændene over for Tyskland, selv i lande, hvor budgetudsigterne ellers opfattes som tilsvarende – eller endog bedre.⁵

5 Se boksen "Recent widening in euro area sovereign bond yield spreads" i Månedsoversigten for november 2008.

Europa-Kommissionen skønner, at den gennemsnitlige strukturelle budgetsaldo (den konjunkturkorrigerede budgetsaldo eksklusive engangstiltag og andre midlertidige foranstaltninger) i euroområdet forringedes med 0,7 procentpoint til -2,3 pct. af BNP i 2008. Forringelsen af den strukturelle budgetsaldo tegnede sig for mere end halvdelen af stigningen i det gennemsnitlige offentlige underskud, hvilket tyder på, at konjunkturforholdene (i gennemsnit) havde en begrænset indflydelse. Endvidere var der en gunstig "sammensætningseffekt". Væksten i højt beskattede lønninger og (nominelt) privatforbrug støttede fortsat skatteindtægterne i visse lande på trods af den generelt forværrede økonomiske situation. Det skal dog bemærkes, at skønnene over den strukturelle budgetsaldo er præget af stor usikkerhed i den nuværende situation, og at de måske vil blive revideret på et senere tidspunkt. Blandt landene i euroområdet opfyldte kun Cypern, Luxembourg, Holland og Finland deres budgetmål på mellemlangt sigt, mens Spanien og Slovenien fjernede sig fra deres.

FORANSTALTNINGER TIL IMØDEGÅELSE AF DEN FINANSIELLE KRISE OG ØKONOMISKE AFMATNING

I oktober 2008 enedes eurolandene og Storbritannien om en række koordinerede tiltag til stabilisering af den finansielle sektor, herunder en rekapitalisering af de finansielle institutioner og en garantiordning for lån og indskud, som efterfølgende blev godkendt af Det Europæiske Råd. Det er vanskeligt at vurdere, hvordan disse indgreb har påvirket de offentlige finanser i euroområdet (se også boks 7). Pr. 1. januar 2009 blev den potentielle direkte effekt af statsstøtten til

banksektoren anslået til at være 284,6 mia. euro (ca. 3 pct. af euroområdets BNP) på den offentlige gæld i euroområdet og ca. 19 pct. på statens eventualforpligtelser. Effekten af indgrebene på det offentlige underskud i euroområdet i 2008 blev vurderet til at være ubetydelig.

Som reaktion på den alvorlige økonomiske afmatning godkendte Det Europæiske Råd en europæisk økonomisk genopretningsplan på sit møde den 11. og 12. december 2008. Ifølge denne plan skal de enkelte medlemslande bidrage med 170 mia. euro til en samlet finanspolitisk vækstpakke på 200 mia. euro (1,5 pct. af EUs BNP), hvor resten finansieres via EUs budget og Den Europæiske Investeringsbank. Medlemslandenes koordinerede indsats skal sætte gang i økonomien ved at stimulere den samlede efterspørgsel og øge indsatsen for at gennemføre de strukturelle reformer i Lissabon-strategien. Alt afhængig af de nationale forhold kan foranstaltningerne bestå af en forøgelse af de offentlige udgifter, en nedsættelse af skatten eller de sociale sikringsbidrag samt hjælp til visse kategorier af virksomheder eller husholdninger. Samtidig bekræftede Det Europæiske Råd sin fulde støtte til gennemførelsen af stabilitets- og vækstpakten og til en holdbar udvikling i de offentlige finanser. Medlemslandene blev bedt om at fremlægge deres budgetmål på mellemlangt sigt så hurtigt som muligt.

Mange eurolande traf finanspolitiske foranstaltninger for at stimulere den samlede efterspørgsel. I efteråret 2008 vedtog den tyske regering en række initiativer, primært på budgettets indtægtsside, som tegnede sig for 1,3 pct. af BNP i

2009 og 2010. Primo 2009 fremlagde regeringen endnu en vækstpakke, som udgør ca. 2 pct. af BNP, med yderligere foranstaltninger i de samme to år. I Frankrig blev der ultimo 2008 iværksat tiltag til en værdi af 1,5 pct. af BNP i perioden 2009-11, herunder øgede offentlige investeringer samt støtte til små virksomheder og visse brancher. I 2008 vedtog den italienske regering finanspolitiske lempelser, som primært fokuserer på udgiftssiden, og som udgør et halvt procentpoint af BNP for 2009 og 2010. Deres effekt på nettolåntagningen forventes stort set at blive opvejet af kompenserende foranstaltninger. Spanien havde i 1. halvår 2008 taget en række skridt på indtægtssiden til at sætte gang i økonomien, og i november blev der lanceret yderligere offentlige investeringsplaner til en værdi af 3 pct. af BNP i perioden 2008-10. Mange andre lande har også iværksat betydelige finanspolitiske tiltag.

En mere dybtgående vurdering af de politiske vækstpakker må vente, indtil de faktiske tiltag og deres gennemførelse kendes, men det står klart, at regeringernes aktuelle hensigter indebærer en vis risiko (se også boks 8). Stigende underskud kan underminere tilliden til de offentlige financers holdbarhed, navnlig da det i mange tilfælde ikke fremgår klart, om der vil være mulighed for at tilbageføre foranstaltningerne, hvilket kan vise sig at være meget vanskeligt. Den kraftige stigning i statsobligationsrentespændet over for Tyskland er en advarsel om, at de finansielle markeder følger udviklingen i de potentielle risici meget nøje. Effekten af vækstpakkerne kan være tvivlsom, da der er tale om en lang række forskellige tiltag. Ikke alle foranstaltninger tager fat om roden på de aktuelle økonomiske problemer, og visse afspejler politiske kompromiser snarere end økonomiske overvejelser. Regeringsindgreb indebærer også en risiko for at forvride de økonomiske aktørers adfærd.

Boks 7

STATISTISKE KONSEKVENSER AF DEN FINANSIELLE KRISE FOR DET OFFENTLIGE UNDERSKUD OG DEN OFFENTLIGE GÆLD

Til imødegåelse af den globale finansielle krise og dens konsekvenser for de europæiske finansielle institutioner gennemfører de europæiske regeringer, centralbanker og andre offentlige myndigheder foranstaltninger, der skal stabilisere de finansielle markeder og økonomien generelt. Regeringernes tiltag omfatter (delvis) nationalisering, kapitaltilførsel (rekapitalisering), køb og/eller ombytning af finansielle aktiver og garantistillelse (for indskud og bankers udstedelse af nye gældsinstrumenter samt interbanklångivning).

Det offentlige underskud og den offentlige gæld, som er vigtige budgetvariabler, der overvåges i forbindelse med stabilitets- og vækstpagten, registreres i overensstemmelse med det europæiske nationalregnskabsystem 1995 (ENS95) og manualen om det offentlige underskud og den offentlige gæld. Europa-Kommissionen (Eurostat) har også udarbejdet en metodevejledning til registrering af ovennævnte statslige tiltag på grundlag af ENS95 og manualen for at sikre, at statistik over det offentlige underskud og gæld opgøres konsekvent og på samme måde i alle medlemslandene. I den forbindelse har Eurostat hørt Udvalget for Penge-, Kreditmarkeds- og Betalingsbalancestatistik (hvor de nationale statistikbureauer og de nationale centralbanker i medlemslandene samt Europa-Kommissionen og ECB er repræsenteret) for at få fastslået, hvordan regnskabsreglerne skal anvendes. I hvert enkelt tilfælde skal en række spørgsmål besvares for at fastlægge den korrekte registreringsmåde:

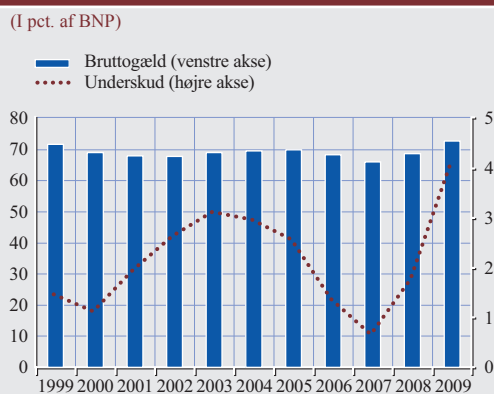
- Hører de enheder, som er oprettet med henblik på rekapitalisering af de finansielle institutioner eller på at yde garantier til finansielle institutioner, til den offentlige sektor i nationalregnska-

bet? I bekræftende fald vil deres underskud og gæld forøge det offentlige underskud og den offentlige gæld.

- Har staten købt aktier i finansielle institutioner til markedspris, hvilket tyder på, at der er erhvervet et finansielt aktiv (uden at underskuddet påvirkes), eller skal en del af det beløb, som er tilført de finansielle institutioner, betragtes som en kapitaloverførsel (et subsidie)?
- Hvis staten udlåner penge til en finansiell institution, har den finansielle institution da pligt til at betale renter og tilbagebetale lånet? I benægtende fald skal det registreres som en kapitaloverførsel og ikke som en finansiell transaktion.
- Hvis staten overtager en del af en finansiell institutions forpligtelser og som modydelse får en ejerandel i den finansielle institution, har ejerandelen da samme værdi som forpligtelserne? I benægtende fald betragtes (en del af) overtagelsen af forpligtelserne som en kapitaloverførsel, som påvirker budgetsaldoen for den offentlige sektor negativt.
- Når statsgarantien ydes, hvad er da sandsynligheden for, at den vil blive gjort gældende, så den vil påvirke underskuddet og gælden? Normalt påvirker garantier kun underskuddet og gælden på det tidspunkt, hvor de bliver gjort gældende.
- Hvis en finansiell institution fuldt ud nationaliseres, skal den da omklassificeres til den offentlige sektor? Som hovedregel bliver den en offentlig virksomhed, men ikke et offentligt organ. Opretter staten imidlertid en særlig enhed til erhvervelse af aktier i en finansiell institution, kan det være nødvendigt at klassificere denne enhed under den offentlige sektor, hvis den ikke er autonom, eller hvis den ikke anses for at være engageret i en markedsaktivitet.

Eurostat offentliggør ultimo april 2009 den foreløbige statistik over det offentlige underskud og den offentlige gæld i medlemslandene for 2008.

Figur 32. Udviklingen i de offentlige finanser, 1999-2009



Kilde: Europa-Kommissionen (AMECO-databasen).
 Anm.: Gennemsnittet for euroområdet omfatter 16 lande, dvs. euroområdet pr. 1. januar 2009. Baseret på definitionen i ENS95. Underskuddet inkluderer ikke indtægter fra salget af UMTS-lisenser.

YDERLIGERE BUDGETFORRINGELSER FORVENTES I 2009

Budgetudsigterne for eurolandene ser ud til at forringes yderligere i 2009. Ifølge Europa-Kom-

missionens foreløbige prognose, som omfatter de foreliggende opdaterede stabilitetsprogrammer fra ultimo 2008 og primo 2009, vil den gennemsnitlige offentlige underskudskvotient i euroområdet stige med 2,3 procentpoint til 4,0 pct. af BNP (se figur 32). De offentlige udgifter forventes at stige med 2,1 procentpoint af BNP, og de offentlige indtægter forventes at falde med 0,1 procentpoint af BNP. Den gennemsnitlige offentlige gældskvotient i euroområdet forventes at stige med 4,0 procentpoint til 72,7 pct. af BNP i 2009.

Ifølge Europa-Kommissionens foreløbige prognose vil den offentlige budgetsaldo falde i alle eurolandene, bortset fra Malta. Irland, Grækenland, Spanien, Frankrig, Italien, Portugal og Slovenien ser ud til at overskride eller forblive over referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2009, i visse tilfælde i betydelig grad. Underskuddet i Belgien og Østrig forventes at ligge på referenceværdien på 3 pct. af BNP, mens det i Tyskland og Slovenien forventes at ligge lige under. Der er en klar risiko for, at de faktiske resultater vil være endnu dårligere.

FOKUS PÅ DE OFFENTLIGE FINANSERS HOLDBARHED ER AFGØRENDE

Foringelsen af de offentlige finanser og de højst usikre udsigter udgør en betydelig udfordring for finanspolitikken i euroområdet. De offentlige finanser er under pres fra fire sider. For det første øges underskuddet betydeligt som følge af de automatiske stabilisatorers virke under den makroøkonomiske afmatning. For det andet kan yderligere fald i indtægterne, i tillæg til afviklingen af de senere års uventede indtægter, slå igennem, bl.a. som følge af et kraftigt fald i priserne på finansielle aktiver samt en nedgang på boligmarkedet i visse lande. For det tredje udgør reageringsindgrebene i den finansielle sektor for at forhindre en systemisk bankkrise og meget alvorligere makroøkonomiske forstyrrelser en betydelig finanspolitisk risiko. For det fjerde sætter de økonomiske vækstpakker budgetudsigterne under pres.

I denne situation er det afgørende at fastholde budgetdisciplin og det mellemlange perspektiv. En forudsætning for at bevare offentlighedens tillid til de offentlige finansers holdbarhed er at sikre EUs regelbaserede finanspolitiske rammers integritet. Det er derfor vigtigt, at alle parter

overholder deres forpligtelser i henhold til stabilitets- og vækstpakten fuldt ud, hvilket vil give den nødvendige fleksibilitet til at imødegå de ugunstige økonomiske forhold.

De finanspolitiske vækstpakker, som blev vedtaget i 2008 og primo 2009, øger budgetunderskuddene i euroområdet. Hvis ikke tilliden til de offentlige finansers holdbarhed skal svækkes, kræves der troværdige tilsagn om at ophæve disse tiltag så hurtigt som muligt. Ved gennemførelsen af vækstpakkerne bør kvaliteten af foranstaltningerne overvejes nøje for at sikre, at de er effektive. Der kræves også en målrettet indsats i eurolandene for at opnå og bevare sunde offentlige finanser, da befolkningens aldrig vil medføre et udgiftspres i de kommende årtier. Bindende nationale finanspolitiske rammer på mellemlangt sigt kan, hvis de er hensigtsmæssige og gennemføres konsekvent, være et supplement til de europæiske finanspolitiske rammer, som fremgår af stabilitets- og vækstpakten, og fremme en hurtig tilbagevenden til budgetmålene på mellemlangt sigt (se også boks 8).

Boks 8

DEN FINANSIELLE KRISE OG FINANSPOLITIKKEN

En af de største politiske udfordringer er at forhindre, at den finansielle krise og den efterfølgende økonomiske afmatning underminerer de offentlige finansers troværdighed og holdbarhed. I EU danner stabilitets- og vækstpakten en solid ramme for gennemførelse og samordning af finanspolitikken i gode såvel som mindre gode tider. Selv om ikke alle medlemslande har været lige gode til at overholde pakten i de første 10 år, har den førte finanspolitik betydet, at EU generelt har været meget bedre til at undgå store budgetunderskud og opbygning af offentlig gæld end i de foregående tiår.¹

Forpasset mulighed gør den finanspolitiske udfordring uundgåeligt stor

Mange eurolande gik ind i den finansielle krise og den økonomiske afmatning med svage budgetstillinger. Regeringerne har ikke sørget for at udnytte de seneste års uventede indtægter til at konsolidere deres budgetter. I den forbindelse holder argumenterne i ECBs årsberetning fra 2007 stadig, og de er endnu mere relevante end tidligere.² Dengang understregede ECB, at en af de vigtige finanspolitiske erfaringer fra perioden 2000-01 er, at indtægtsudsigterne kan ændres dramatisk

¹ Se artiklen "Ten years of the Stability and Growth Pact" i Månedsoversigten for oktober 2008.

² Se navnlig boksen "Vigtigt at tage ved lære af de finanspolitiske erfaringer fra 2000-01" i Årsberetning 2007.

i løbet af kort tid. Erfaringen viser, at volatiliteten i de offentlige indtægter er større end i de offentlige udgifter – og også overstiger volatiliteten i konjunkturerne. Da det er vanskeligt at forudsige vendepunkterne for væksten i BNP, er dette en vægtig grund til at udvise særlig forsigtighed i gode tider og anvende uventede indtægter til hurtigere nedbringelse af underskud og gæld frem for ekstra forbrug.³ Det giver landene mulighed for at skabe budgetmæssigt råderum som et værn mod utilstrækkelige indtægter eller ekstra udgifter, hvis forholdene skulle ændre sig. En af de finanspolitiske fejltagelser, der blev begået forud for og i 2000-01, var at fortolke budgetforbedringer i gode tider som strukturelle forbedringer, der ofte blev anvendt som begrundelse for udgiftsøgninger eller skattelettelser.

De automatiske stabilisatorers rolle

De finanspolitiske modtræk mod den økonomiske afmatning afspejler i høj grad virkningen af de automatiske stabilisatorer, som bidrager til at udjævne de økonomiske udsving. De automatiske stabilisatorer er hensigtsmæssige, da denne form for finanspolitisk reaktion er hurtig og ikke indebærer politiske risici for økonomien, der kan underminere effektiviteten af de diskretionære finanspolitiske tiltag. Navnlig forsinkes de automatiske stabilisatorer ikke af overvejelser af mulige foranstaltninger eller af den politiske beslutningsproces og gennemførelsen af beslutningerne. Endvidere gør indtægternes og i mindre omfang udgifternes automatiske reaktion på konjunkturudviklingen de automatiske stabilisatorer selvstabiliserende. Endelig er påvirkningen fra særlige interessegruppers opnåelse af gruppespecifikke fordele lav. Eurolande, som overholder stabilitets- og vækstpagten, kan drage fordel af deres forholdsvis kraftige automatiske stabilisatorer.

Risikoen ved finanspolitisk aktivisme i perioder med finansiell krise

Hvad angår brugen af diskretionære finanspolitiske foranstaltninger til stimulering af efterspørgslen, er der enighed om, at foranstaltningerne skal være rettidige og målrettede for at optimere effektiviteten samt midlertidige for at undgå at skabe yderligere risici for de offentlige finansers holdbarhed. Hvis der ikke er forventninger om, at de underskudsøgende finanspolitiske foranstaltninger vil blive tilbageført, kan resultatet være en underminering af offentlighedens tillid til de offentlige finansers holdbarhed, hvilket fører til højere opsparring af forsigtighedshensyn, eller til negative reaktioner på de finansielle markeder og højere renter, hvorved den tilsigtede ekspansive effekt modvirkes. Et skrækeksempel er den finanspolitiske aktivisme under oliekrisen i 1970'erne: I stedet for at sætte skub i efterspørgslen bidrog den i sidste instans til at destabilisere realøkonomien og øge inflationspresset og den offentlige gæld – med en ringe nettogevinst, om nogen overhovedet.

Foranstaltningerne skal være målrettet de områder, hvor elasticiteten er størst, og hvor incitamentsforvridningerne er mindst belastende. Kvaliteten af de stimulerende finanspolitiske tiltag bør overvejes, så de skaber det bedst mulige grundlag for økonomisk fremgang og langsigtet vækst. Tidsfaktoren er afgørende, da erfaringen viser, at diskretionære politiske tiltag ofte ender med at være konjunkturmedløbende, fordi de slår igennem med en betydelig forsinkelse.

Kvaliteten af finanspolitikken er vigtig på mange måder. Størrelsen af den offentlige sektor er noget, man kan diskutere⁴, men borgerne i euroområdet kunne være lige så velhavende som i dag,

3 En gennemgang af prognosenøjagtighed og vanskelighederne ved at forudsige vendepunkter findes i M. Blix, J. Wadejrd, U. Wienecke og M. Ådahl, "How good is the forecasting performance of major institutions?", *Economic Review*, 2001:3, Sveriges Riksbank, s. 38-68.

4 Der er noget, der tyder på, at den offentlige sektor i mange industrilande er blevet langt større end, hvad der kan begrundes med ønsket om at nå kernemålene. Se f.eks. A. Afonso, L. Schuknecht og V. Tanzi, "Public sector efficiency: an international comparison", *Public Choice* vol. 123 (3-4), 2005, s. 321-347 og A. Afonso og D. Furceri, "Government size, composition, volatility and economic growth", *Working Paper Series*, nr. 849, ECB, 2008.

men betale mindre i skat, hvis kvaliteten af de offentlige udgifter var bedre. Endvidere er der visse tegn på, at den tidligere tilvækst i størrelsen af den offentlige sektor kan være sket på bekostning af økonomisk vækst.⁵ Hvis eurolandenes regeringer overholder stabilitets- og vækstpagten, vil de kunne høste langsigtede økonomiske fordele, og deres borgere vil kunne nyde godt af en højere velfærd.⁶

5 Se A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht og M. Thöne, "Quality of public finances and growth," *Working Paper Series*, nr. 438, ECB, 2005.

6 Omkostningerne i forbindelse med en slankning af den offentlige sektor kan være forholdsvis små, hvis processen planlægges og gennemføres hensigtsmæssigt, se fx S. Hauptmeier, M. Heipertz og L. Schuknecht, "Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach," *Working Paper Series*, nr. 364, ECB, 2006.

2.6 UDVIKLINGEN I VALUTAKURSER OG BETALINGSBALANCEN

DEN EFFEKTIVE EUROKURS APPRECIEREDE EN SMULE I 2008

Den finansielle uro på penge- og kreditmarkederne, som begyndte i august 2007, og dens afsmittende effekt på realøkonomien i hele verden har påvirket udviklingen på valutamarkederne betydeligt i 2008. Nærmere bestemt styrkedes euroen fortsat i de fire første måneder af 2008 i overensstemmelse med den tendens, der har været fremherskende siden ultimo 2000, støttet af markedets forholdsvis optimistiske forventninger til de økonomiske udsigter for euroområdet. Efter at have nået et historisk toppunkt i april stabiliseredes den nominelle effektive eurokurs stort set indtil august. Derefter deprecierede euroen kraftigt og faldt på kun tre måneder til niveauet omkring medio 2007. Euroens kraftige depreciering kan hovedsagelig tilskrives en nedjustering af markedsforventningerne til de økonomiske udsigter for euroområdet – i takt med at den finansielle krise udviklede sig og begyndte at slå igennem på globalt plan – og fandt sted under øget markedsusikkerhed og en højere global risikoaversion. Mod årets slutning steg euroen kraftigt og nåede et nyt historisk toppunkt den 18. december 2008. Ultimo 2008 lå den nominelle effektive eurokurs ca. 2,5 pct. højere end primo året og ca. 7 pct. over gennemsnittet i 2007. En stor del af apprecieringen af den nominelle effektive eurokurs i 2008 kan tilskrives dens betydelige styrkelse over for det britiske pund, som kun delvis blev opvejet af euroens svækkelse over for den amerikanske dollar og den japanske yen.

Euroen styrkedes kraftigt over for den amerikanske dollar i de første otte måneder af året og nåede medio juli et toppunkt på USD 1,60. Denne appreciering kunne hovedsagelig tilskrives forventninger om et voksende rentespænd til fordel for aktiver i euroområdet, idet markedet forventede, at euroområdet ville blive betydeligt mindre påvirket af den aktuelle finansielle uro end USA. Fra dette tidspunkt begyndte nøgletallene imidlertid at vise, at den finansielle uro, som var opstået på det amerikanske subprime-realkreditmarked i august 2007, havde udviklet sig til en synkron økonomisk afmatning på alle de vigtigste økonomiske områder. Som følge heraf begyndte euroen i august at deprecere kraftigt over for den amerikanske dollar. I løbet af efteråret intensiverede et fornyet pres på de globale penge- og kreditmarkeder det nedadrettede pres på euroen, som lå på USD 1,25 i oktober. Den betydelige appreciering hang delvis sammen med en verdensomspændende likviditetsknaphed i amerikanske dollar, som medførte en betydelig hjemtagning af udenlandske investeringer og en koordineret pengepolitisk indsats fra en række centralbanker. Under disse forhold med stærkt forøget risikoaversion og reducere af gearingen drog den amerikanske dollar fordel af sin internationale status. Andre tekniske, og måske midlertidige, faktorer på valutamarkederne synes også at have støttet den amerikanske dollar, således som det også kan udledes af den svækkede forbindelse mellem rentespændet og bevægelserne i EUR/USD-kursen i denne periode. I december steg euroen imidlertid kraftigt, da ovennævnte ikke-konjunkturbestemte faktorer, som støttede dollaren i efteråret, aftog i styrke, og valutamarkederne på ny rettede fokus mod vækstudsigterne og rentespændet mellem

de vigtigste økonomiske områder. Den 31. december lå euroen på USD 1,39, dvs. ca. 5 pct. lavere end primo 2008 og ca. 6 pct. højere end gennemsnittet i 2007.

I lighed med EUR/USD-kursen viste euroen også udsædvanligt kraftige udsving over for den japanske yen i 2008, fra JPY 115,75 til JPY 169,75. JPY/EUR-kursens volatilitet synes at have afspejlet ikke kun skiftende markedsopfattelser af de relative økonomiske udsigter, men først og fremmest også markedets forventninger til aktivprisernes volatilitet. Sidstnævnte påvirkede den forventede indtjening på "carry trades", der består i at optage lån i en lavt forrentet valuta (fx den japanske yen) og investere i en højt forrentet valuta. Generelt gør en stigning i den japanske yens forventede volatilitet det mindre attraktivt at benytte den som funding valuta i forbindelse med "carry trade"-aktiviteter, idet der derved gerne opstår et opadrettet pres på den japanske yen og et nedadrettet pres på højt forrentede valutaer. Den implicite volatilitet i EUR/JPY-kursen – målt ud fra indikatorer baseret på optionspriser – viste kraftige udsving i 2008 og nåede et toppunkt i oktober, hvorefter den aftog igen. Euroens indledende appreciering og den efterfølgende kraftige depreciering over for yennen i 2008 kan i høj grad tilskrives de stærkt volatile forhold på valutamarkedet. Den 31. december lå euroen på JPY 126,14, dvs. 23 pct. lavere end primo året og ca. 22 pct. lavere end gennemsnittet i 2007.

Euroen fortsatte også med at appreciere over for det britiske pund i 2008 og var ultimo året styrket med hele 28,5 pct. efter at være apprecieret med 9 pct. i 2007. Den 29. december lå euroen på GBP 0,98, hvilket er det højeste niveau siden euroens indførelse i 1999. Det britiske punds markante svækkelse, navnlig i de sidste måneder af 2008, kan tilskrives den kraftige afmatning i den økonomiske aktivitet i Storbritannien, som udløste en væsentlig lempelse af pengepolitikken og et dermed forbundet fald i de lange renter.

Euroen apprecierede betydeligt over for en række af EUs vigtigste handelspartneres økonomier mellem primo januar og 31. december, fx

med 15,3 pct. over for den svenske krone, 15,3 pct. over for den polske zloty, 12,3 pct. over for den rumænske leu, 5,3 pct. over for den ungarske forint og 1,9 pct. over for den tjekkiske koruna. Euroen styrkedes også markant over for den koreanske won (33,6 pct.), den norske krone (22,1 pct.) og den australske og den canadiske dollar (henholdsvis 21 pct. og 17,1 pct.). Euroens appreciering over for disse valutaer blev delvis opvejet af dens svækkelse over for en række asiatiske handelspartneres valutaer, som er knyttet til den amerikanske dollar, nemlig den kinesiske renminbi (11,4 pct.) samt Singapore-dollaren og Hongkong-dollaren (henholdsvis 5,2 pct. og 6 pct.). Euroen tabte også terræn til schweizerfrancen (10,2 pct.) som følge af køb og salg af denne valuta i forbindelse med "carry trade"-aktiviteter, da schweizerfrancen, ligesom den japanske yen, blev benyttet som fundingvaluta i disse finansielle transaktioner.

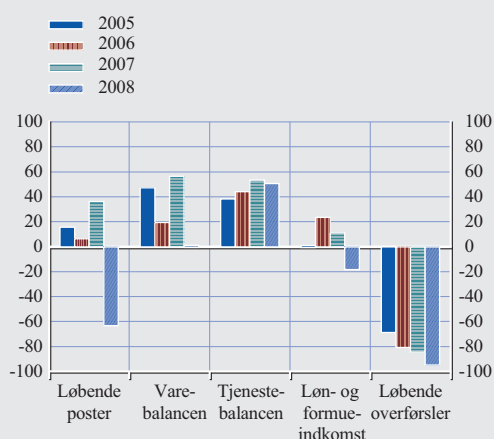
Den reale effektive eurokurs baseret på forskellige omkostnings- og prismål apprecierede i de fire første måneder af 2008, hvorefter den stabiliseredes indtil august. Efter at være faldet indtil november steg den igen en smule i december 2008. I 4. kvartal 2008 lå den reale effektive eurokurs baseret på forbrugerpriserne 2 pct. under gennemsnittet i 2007 og 4 pct. under gennemsnittet i det tilsvarende kvartal i 2007.

UNDERSKUD PÅ DE LØBENDE POSTER I 2008

I 2008 var der et underskud på euroområdet løbende poster på 63,2 mia. euro (eller 0,7 pct. af BNP i euroområdet) i forhold til et overskud på 36,3 mia. i 2007. Det kan hovedsagelig tilskrives, at varebalancen blev negativ. I 2008 var der et underskud på 0,6 mia. euro, mens der i 2007 var et overskud på 56,6 mia. euro. Faldende eksport, navnlig i 2. halvår, og en robust vækst i importpriserne i årets første otte måneder var de primære bagvedliggende årsager. Det større underskud på de løbende overførsler og et skift til underskud på løn- og formueindkomst bidrog også til den generelle forringelse af de løbende poster. Samtidig var overskuddet på tjenestebalancen, som lå på 50,6 mia. euro, kun en smule (2,6 mia. euro) lavere end i det foregående år (se figur 33).

Figur 33. Betalingsbalancens løbende poster

(Årlige observationer; milliarder euro)

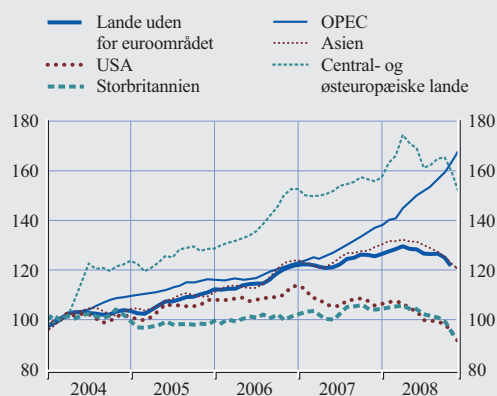


Kilde: ECB.

Anm.: Observationer for 2008 vedrører året frem til oktober.

Figur 34. Euroområdets eksportmængder til udvalgte handelspartnere

(Indeks: 1. kvrt. 2004 = 100; sæsonkorrigeret; 3-måneders glidende gennemsnit)



Kilde: ECB.

Anm.: De seneste observationer vedrører december 2008 bortset fra lande uden for euroområdet og Storbritannien (november 2008).

Nedgangen i vareeksporten i 2008 kan hovedsagelig forklares ved faldet i den globale efterspørgsel og måske en forringelse af finansieringsforholdene for handel på verdensplan. Efter en forbigående stigning i 1. kvartal faldt euroområdets eksport til USA og andre OECD-lande samt til Kina og det øvrige Asien, mens eksporten til medlemslandene, der er tiltrådt EU siden 2004, også svækkedes. Derimod var eksportvæksten til OPEC-landene fortsat robust hele året på baggrund af en stærk økonomisk vækst i disse

lande og formueeffekter fra olieindtægter (se figur 34).

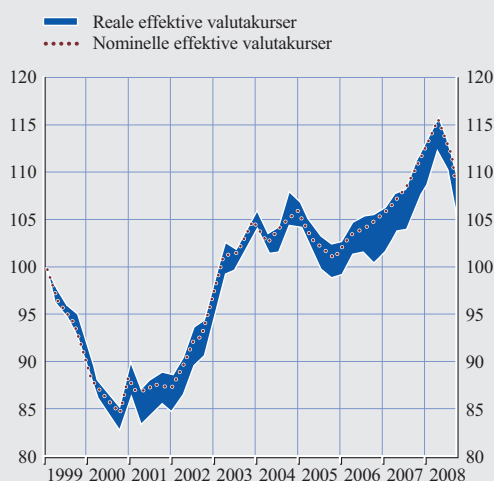
Faldet i euroområdets pris- og omkostningskonkurrenceevne siden 2001 blev delvis vendt medio 2008 som følge af euroens depreciering. Den aftagende vækst i eksportpriserne i euroområdet i 1. halvår kan være tegn på, at virksomhederne i euroområdet har tilpasset deres avancer for at udligne faldet i pris- og omkostningskonkurrenceevnen (se også boks 9).

Boks 9**DEN SENESTE UDVIKLING I EUROOMRÅDETS KONKURRENCEEVNE**

En vurdering af euroområdets internationale pris- og omkostningskonkurrenceevne – som også afspejler de enkelte eurolandes konkurrenceevne – kan give vigtige oplysninger til overvågning af euroområdets økonomi. I denne boks gennemgås derfor udviklingen i euroområdets konkurrenceevne målt ved en række reale effektive valutakurser både for euroområdet som helhed og for de enkelte medlemslande. Alt i alt viser disse indikatorer, at der har været et fald i euroområdets pris- og omkostningskonkurrenceevne i det sidste tiår, som først og fremmest kan tilskrives apprecieringen af den nominelle eurokurs i samme periode. Selv om resultatet er det samme uanset den anvendte deflator, varierer udviklingen i konkurrenceevnen betydeligt eurolandene imellem.

Figur A. Nominelle og reale effektive eurokurs

(Indeks: 1. kv. 1999 = 100; kvartalsvise observationer)



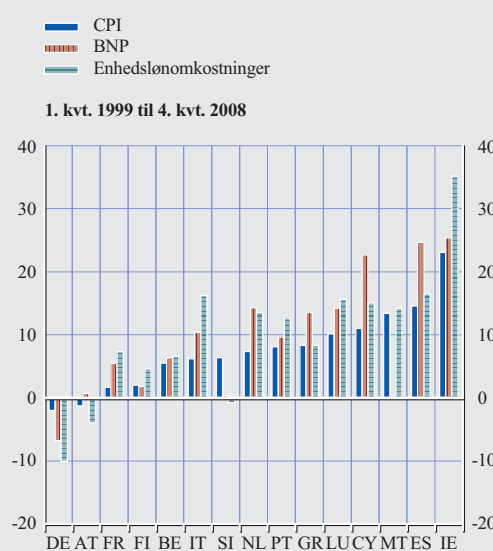
Kilde: ECBs beregninger.

Anm.: De seneste observationer vedrører 4. kvartal 2008. For det sidste kvartal i 2008 foreligger de reale effektive valutakurser kun på basis af forbrugerprisindekset og producentprisindekset.

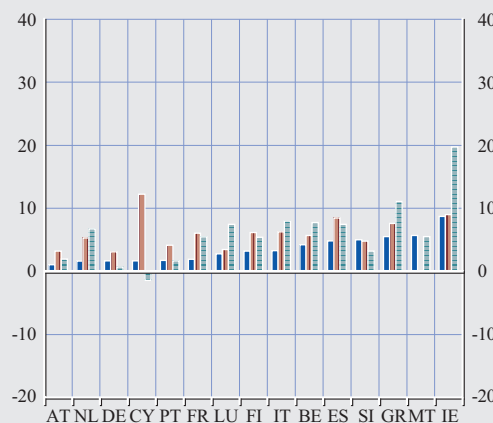
Hvad angår euroområdet som helhed, sammenlignes i figur A udviklingen i den nominelle effektive eurokurs og udviklingen i et bånd for fem reale effektive kursindeks baseret på forskellige deflatorer.¹ Samlet set viser de forskellige mål et fald i konkurrenceevnen for både reale og nominelle effektive eurokurs på ca. 5-10 pct. mellem 1999 og 2008. Udviklingen i de nominelle og de reale effektive valutakurser er således i høj grad synkron, hvilket afspejler lighedspunkter i prisudviklingen i euroområdet og hos dets handelspartnere. Den samlede nedgang i euroområdets konkurrenceevne kan derfor hovedsagelig forklares ved bevægelser i den nominelle eurokurs, som kan opdeles i en række perioder. I den første periode steg konkurrenceevnen mellem 1999 og 2001 på baggrund af euroens depreciering i perioden. Derefter fulgte et fald i konkurrenceevnen, som hovedsagelig kunne tilskrives euroens appreciering i årene 2002-04 og igen fra 2006. På det seneste er euroområdets konkurrenceevne steget som følge af euroens depreciering i 2. halvår 2008.

Figur B. Ændringer i de harmoniserede indikatorer¹⁾ for eurolandenes konkurrenceevne

(I procentpoint; kvartalsvise observationer)



1. kv. 2006 til 4. kv. 2008



Kilde: ECBs beregninger.

1) Baseret på deflatorerne forbrugerprisindeks (CPI), BNP og samlede enhedslønøkonomkostninger, inkl. handel i og uden for euroområdet.

Anm.: Et negativt (positivt) tal angiver en stigning (nedgang) i priskonkurrenceevnen. De seneste observationer vedrører 4. kvartal 2008 (baseret på CPI-deflatoren) og 3. kvartal 2008 (baseret på deflatorerne BNP og enhedslønøkonomkostningerne). For perioden 1. kvartal 2006 til 4. kvartal 2008 er de harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne nulstillet til 1. kvartal 2006 = 100. Den BNP-deflatorbaserede harmoniserede indikator for konkurrenceevne for Malta offentliggøres ikke af ECB.

1 De fem deflatorer er forbrugerprisindekset, producentpriser, BNP, enhedslønøkonomkostninger i fremstillingssektoren og enhedslønøkonomkostninger i den samlede økonomi.

Udviklingen i priskonkurrenceevnen i euroområdet som helhed kan dække over en meget forskellig udvikling i de enkelte lande. I sin analyse af denne udvikling anvender ECB en konsekvent metode ved for hvert enkelt euroland at opgøre et sæt harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne over for de øvrige eurolande og et sæt indikatorer for handelspartnere uden for euroområdet.² Tre harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne beregnes som et vægtet gennemsnit af bilaterale valutakurser baseret på handelsvægte – som afspejler den forholdsmæssige betydning af det enkelte lands største konkurrenter – deflateret med henholdsvis forbrugerprisindekset (CPI), BNP og enhedsløn-omkostningerne. Den CPI-baserede indikator synes at være den mest benyttede, dels på grund af den relativt homogene definition af CPI i alle landene, dels som følge af, at der ikke foretages nogen betydelige revisioner af tallene, og at tallene er tilgængelige med en forholdsvis kort forsinkelse. Samtidig giver BNP-deflatorerne og indikatorer baseret på enhedsløn-omkostninger et alternativt mål for konkurrenceevnen, som fokuserer mere på produktions- end forbrugssiden i økonomien.

Det er nødvendigt at tage en række forbehold ved fortolkningen af disse indikatorer. De indeksbaserede indikatorer for konkurrenceevne tager ikke højde for forskelligheder i de oprindelige priser, og det er derfor ikke muligt at drage konklusioner om, hvilket land der er mest konkurrencedygtigt i absolutte tal. Konklusioner baseret på disse indikatorer er også følsomme over for valget af start- og sluttidspunkt for den betragtede periode. Endvidere omfatter de harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne kun begrænsede aspekter af konkurrenceevnen. For at få et bredere billede kan der foretages en nærmere analyse, hvor andre faktorer betragtes, såsom branchespecialisering eller erhvervs klimaet generelt, samt i hvor høj grad priserne tilpasses til markederne, og hvor kraftigt handelspriserne reagerer på ændringer i valutakursen.³ På nuværende tidspunkt viser den metode, som anvendes til disse indikatorer, heller ikke fuldt ud forskellene landene imellem i produktivitet i servicesektoren. (Handelsmønstrene i denne sektor afspejles ikke i vægtningen af handelspartnere).

Hvad angår de tidligere bevægelser i de harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne, viser figur B, at der er betydelige forskelle i udviklingen i konkurrenceevnen i de enkelte eurolande. Hvis den CPI-baserede harmoniserede indikator for konkurrenceevne anvendes, har Irland haft den største nedgang i konkurrenceevnen siden 1999 (over 20 pct.) efterfulgt af Cypern, Malta, Luxem-

Figur C. Udviklingen i de harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne inden for og uden for euroområdet¹⁾

(Akkumulerede ændringer i procentpoint fra 1. kvrt. 1999 til 4. kvrt. 2008)

X-aksen: Ændring i den harmoniserede indikator for konkurrenceevne uden for euroområdet
Y-aksen: Ændring i den harmoniserede indikator for konkurrenceevne inden for euroområdet



Kilde: ECBs beregninger.

1) Baseret på forbrugerprisindekset.

Anm.: Et positivt (negativt) tal angiver en nedgang (stigning) i priskonkurrenceevnen. For euroområdet viser figuren den reale effektive eurokurs i forhold til 22 handelspartners reale effektive valutakurser baseret på handlen med lande uden for euroområdet.

2 De harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne er beskrevet nærmere i F. di Mauro og K. Forster, "Globalisation and the competitiveness of the euro area", *Occasional Paper Series*, nr. 97, ECB, september 2008, og i artiklen "Monitoring labour cost developments across euro area countries" i Månedsoversigten for november 2008.

3 En analyse af disse bredere aspekter af konkurrenceevnen er nærmere beskrevet af en task force under ESCBs Pengepolitiske Komite i "Competitiveness and the export performance of the euro area", *Occasional Paper Series*, nr. 30, ECB, juni 2005, og af U. Baumann og F. di Mauro i "Globalisation and euro area trade: interactions and challenges", *Occasional Paper Series*, nr. 55, ECB, marts 2007.

bourg og Spanien (10-20 pct.). Østrig, Tyskland, Finland og Frankrig udviser den mindste nedgang eller endog en lidt forbedret konkurrenceevne i denne periode. I den seneste periode, hvor euroen har apprecieret, dvs. siden begyndelsen af 2006, synes forskellene at være mindre udtalte, idet alle landene har haft en nedgang i priskonkurrenceevnen. Selv om udviklingen i konkurrenceevnen i de enkelte lande somme tider er følsom over for valget af deflator, er de kvalitative konklusioner de samme uanset målemetode.

De harmoniserede indikatorer for konkurrenceevne gør det også muligt at skelne mellem udviklingen i konkurrenceevnen inden for og uden for euroområdet på landeniveau. Denne sondring er nyttig, da bevægelserne i den nominelle eurokurs siden euroens indførelse kun er vigtige for den eksterne konkurrenceevne. Således påvirkes priskonkurrenceevnen mellem eurolandene kun af en forskellig udvikling i omkostninger og priser. Generelt er nedgangen i priskonkurrenceevnen på landeniveau mere udtalt over for handelspartnere uden for euroområdet, som det fremgår af regressionslinjen, der viser forholdet mellem indikatorerne for henholdsvis euroområdet og lande uden for euroområdet (se figur C). Det afspejler først og fremmest den nominelle appreciering af euroen mellem 1999 og 2008. Følgelig udviser lande som fx Irland, der har en forholdsvis høj andel af handel med partnere uden for euroområdet, også en forholdsmæssig større nedgang i konkurrenceevnen over for lande uden for euroområdet. Den høje korrelation mellem konkurrenceevnen over for lande inden for og uden for euroområdet indikerer imidlertid også, at de fleste landes forholdsmæssige konkurrenceevne primært afhænger af udviklingen i de indenlandske omkostninger og priser. Samlet set er Østrig det eneste land, som har forbedret sin konkurrenceevne både inden for og uden for euroområdet. Finland, Frankrig og Tyskland har også øget deres konkurrenceevne inden for euroområdet, men har haft en nedgang i forhold til deres handelspartnere uden for euroområdet. De resterende eurolande har haft en nedgang i konkurrenceevnen både inden for og uden for euroområdet.

Alt i alt har euroområdet ifølge forskellige mål for reale effektive valutakurser haft en nedgang i pris- og omkostningskonkurrenceevnen i de sidste ti år, primært som følge af euroens nominelle appreciering. Der er dog betydelige forskelle med hensyn til, hvordan konkurrenceevnen har udviklet sig i de enkelte eurolande, hvilket først og fremmest afspejler forskelle i, hvordan deres indenlandske omkostninger og priser har udviklet sig, samt den geografiske fordeling af deres udenrigshandel.

Vareimporten faldt i 2008, navnlig importen af halvfabrikata. Samtidig var der en robust stigning i importpriserne frem til 3. kvartal 2008, hvorefter den blev mere behersket i 4. kvartal. Da prisudviklingen mere end udlignede faldet i vareimporten, steg den samlede importværdi betydeligt i årets tre første kvartaler. Prisobservationerne fordelt på varekategorier antyder, at den støtte stigning i importpriserne frem til sommeren og den efterfølgende nedgang primært var drevet af udviklingen i priserne på olie og andre råvarer (se figur 35). På trods af faldet i oliepriserne fra sommeren og frem lå underskuddet på handlen med olie i 12-måneders perioden frem til november 2008 på 223,6 mia. euro, hvilket er

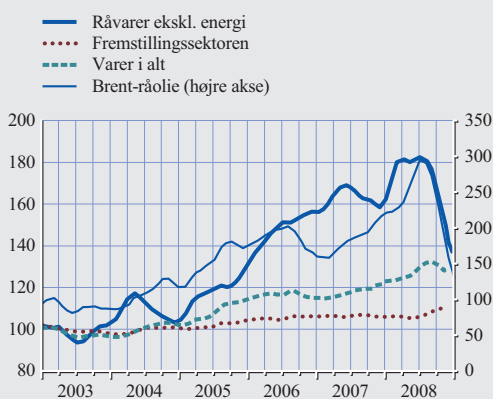
et godt stykke over det allerede høje niveau på mere end 170 mia. euro ultimo 2007.

NETTOINDSTRØMNINGEN AF DIREKTE INVESTERINGER OG PORTEFØLJEINVESTERINGER STEG I 2008

Euroområdets finansielle poster viste en nettoindstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer på 128,5 mia. euro i 2008 i forhold til en nettoindstrømning på 47,3 mia. euro i 2007. Stigningen afspejlede en øget nettoindstrømning af gældsinstrumenter og porteføljeinvesteringer i aktier. Denne udvikling blev delvis udlignet af en stigning i nettoudstrømningen i direkte investeringer (se figur 36).

Figur 35. Priser på import fra lande uden for euroområdet

(Indeks: 1. kvrt. 2003 = 100; sæsonkorrigeret; 3-måneders glidende gennemsnit)



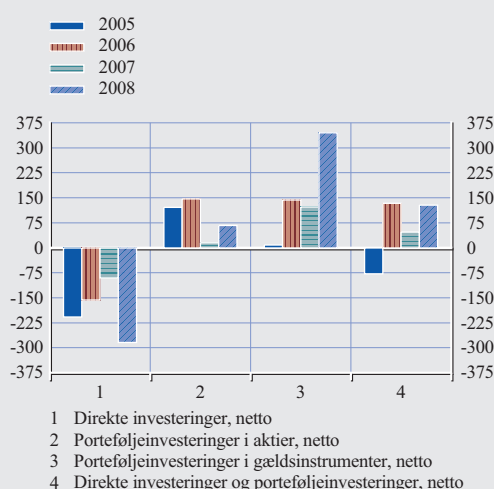
Kilde: ECB.

Den finansielle uro medførte i 2008 en højere volatilitet i alle segmenter af de finansielle markeder og som følge af den finansielle afsmitning på realøkonomien til en højere grad af usikkerhed med hensyn til de globale udsigter. I den forbindelse er de globale porteføljebeslutninger blevet påvirket af likviditetsopsugningen i vigtige markedssegmenter, og disse beslutninger har så påvirket euroområdet grænseoverskridende strømme af porteføljeinvesteringer. Nærmere bestemt var aktiemarkedet præget af, at globale investorer stod for et usædvanligt højt nettosalg af finansielle instrumenter udstedt i euroområdet, samtidig med at euroområdets investorer i vid udstrækning solgte udenlandske aktier. De globale investorer så ud til at mindske deres udenlandske investeringer, hvilket måske afspejler en mere forsigtig investeringsstrategi samt det globale fald i aktiekurserne.

I kølvandet på den finansielle uro faldt også både indstrømningen af udenlandske direkte investeringer til euroområdet og euroområdets investeringer i udlandet betydeligt i 2008, hvilket kunne tyde på, at investorerne foretrak hjemmemarkedet. Ikke-residenters afhændelse i euroområdet var større end residenters afhændelse i udlandet, hvilket førte til en samlet højere nettoudstrømning af direkte investeringer fra euroområdet.

Figur 36. Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet

(Årlige observationer; milliarder euro)



Kilde: ECB.

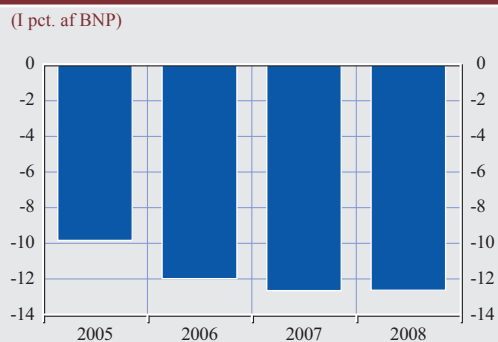
Anm.: Observationer for 2008 vedrører året frem til oktober.

Endelig bidrog nettoindstrømningen af gældsinstrumenter, der steg fra 122,8 mia. euro i 2007 til 345,6 mia. euro, til den stigende nettoindstrømning i de øvrige segmenter af de finansielle konti. En øget risikoaversion, større likviditetsbehov og forskelle i de korte renter kan have bidraget til denne udvikling. Navnlig for pengeomarkedsinstrumenternes vedkommende sås der en kraftig indstrømning, som i september og oktober nåede op på det højeste niveau siden 1999. Det afspejlede muligvis forsøg på at øge likviditeten, efterhånden som den finansielle uro spidse til.

KAPITALBALANCEN OVER FOR RESTEN AF VERDEN I 2008

Tal for euroområdets kapitalbalance over for resten af verden frem til 3. kvartal 2008 viser, at euroområdet havde nettopassiver over for resten af verden på 1.158 mia. euro (hvilket er 12,5 pct. af euroområdets BNP) i forhold til nettopassiver på 1.131 mia. euro (også 12,5 pct. af BNP) ultimo 2007 (se figur 37). Denne beskedne stigning i nettopassiverne i 2008 kunne overvejende tilskrives en stigning i nettopassivposten for an-

Figur 37. Kapitalbalancen over for resten af verden, netto



Kilde: ECB.
Anm.: Observationer ultimo året med undtagelse af 2008 (3. kvartal).

dre investeringer (på 191 mia. euro) og porteføljeinvesteringer (på 76 mia. euro), der næsten fuldstændig blev opvejet af en stigning i nettoaktivposten for euroområdet direkte investeringer i udlandet (på 182 mia. euro) og finansielle derivater (på 35 mia. euro). Reserveaktiverne steg også kun en anelse; værdiansættelseseffekter som følge af ændringer i aktivpriserne og kursbevægelser bidrog til denne udvikling.

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

DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

I de fleste EU-lande uden for euroområdet faldt den økonomiske vækst i løbet af 2008 efter flere år med et robust opsving (se tabel 6).¹ Tendensen til aftagende økonomisk aktivitet var generel for næsten alle landene, men den årlige vækst i BNP samt omfanget af nedgangen varierede betydeligt landene imellem.

De baltiske lande oplevede den største nedgang, idet den årlige vækst i Litauen mere end halveredes i forhold til året før, og der var negativ vækst i Estland og Litauen. I alle tre lande afløste denne udvikling flere års meget stærk økonomisk vækst ledsaget af en usædvanligt kraftig stigning i lønninger, kreditgivning og inflation samt meget store underskud på betalingsbalancens løbende poster. De makroøkonomiske ubalancer i de baltiske lande forblev således store i 2008 på trods af den delvise korrektion i løbet af året.

Nedgangen i BNP-vækst i de fleste andre EU-lande uden for euroområdet skyldes hovedsageligt svækkede forhold uden for euroområdet samt senere på året også den direkte effekt af den voksende finansielle krise. Strammere finansieringsvilkår og faldende aktivpriser svækkede forbruger- og

erhvervstilliden og dæmpede den indenlandske efterspørgsel.

Den aftagende økonomiske vækst i Slovakiet, fra 10,4 pct. i 2007 til 6,4 pct. i 2008, skyldes til dels en normalisering af en usædvanligt høj vækst i det foregående år. I Ungarn afspejler den meget lave årlige vækst i 2008 på 0,5 pct. den forsinkede effekt af den omfattende finanspolitiske konsolideringspakke i 2007, som økonomien i 2008 langsomt begyndte at komme sig oven på, kombineret med de økonomiske konsekvenser af den finansielle krise. I de tre EU-lande uden for euroområdet, der indtrådte i EU før 2004, var effekten af den finansielle krise lige så udtalt med en årlig BNP-vækst i 2008 på 0,7 pct. i Storbritannien, -0,2 pct. i Sverige og -1,3 pct. i Danmark. Den økonomiske aktivitet i Polen og Tjekkiet, der synes at være blevet påvirket i lidt mindre grad, faldt således i 2008 til henholdsvis 5,4 pct. og 3,2 pct. Rumænien og Bulgarien oplevede en robust vækst på henholdsvis 7,1 pct. og 6,0 pct. i 2008, men den økonomiske aktivitet i disse

1 De EU-lande uden for euroområdet, der refereres til i dette afsnit, er de 12 EU-lande uden for euroområdet i perioden til og med december 2008 (dvs. Bulgarien, Danmark, Estland, Letland, Litauen, Polen, Rumænien, Slovakiet, Sverige, Storbritannien, Tjekkiet og Ungarn).

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

(Ændring i pct. år/år)									
	2004	2005	2006	2007	2008	2008 1. kvrt.	2008 2. kvrt.	2008 3. kvrt.	2008 4. kvrt.
Bulgarien	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
Tjekkiet	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Danmark	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estland	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Letland	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Litauen	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Ungarn	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Polen	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Rumænien	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Slovakiet	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Sverige	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Storbritannien	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	.
EU9 ¹⁾	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
EU12 ²⁾	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	.
Euroområdet	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Kilder: Eurostat og nationale kilder.

Anm.: Observationerne er ikke sæsonkorrigerede for alle landene.

1) EU9 omfatter de ni EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU 1. maj 2004 og 1. januar 2007.

2) EU12 omfatter de 12 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2008.

lande aftog også mere mærkbart mod slutningen af året efter en lang periode med meget høj vækst som følge af en kraftig indenlandsk efterspørgsel, stærk vækst i kreditgivning og lønninger og en betydelig nettoindstrømning af udenlandske direkte investeringer.

PRISUDVIKLINGEN

Den gennemsnitlige årlige inflation steg i 2008 i alle EU-lande uden for euroområdet (med undtagelse af Ungarn), og i de lande, der har et inflationsmål, overskred den således markant inflationsmålet. Stigningen afspejler den generelt stigende inflation i de fleste lande i 1. halvår, som senere aftog. I december 2008 var inflationen i de fleste lande lavere end ved årets begyndelse.

De lande, der oplevede den højeste inflation, var de baltiske lande og Bulgarien, hvor den gennemsnitlige årlige HICP-inflation var mellem 10,6 pct. og 15,3 pct. I Tjekkiet, Ungarn og Rumænien var den gennemsnitlige årlige HICP-inflation mellem 6,0 pct. og 7,9 pct., mens inflationen i de øvrige lande – Danmark, Polen, Slovakiet, Storbritannien og Sverige – var mellem 3,3 pct. og 4,2 pct.

En af de vigtigste årsager til den bredt funderede inflationsstigning var fælles for næsten alle EU-landene uden for euroområdet, nemlig en stærk stigning i verdens fødevarer- og energipriser. Nogle lande gennemførte desuden markante forhøjelser af de administrativt fastsatte priser og indirekte skatter, og i en række økonomier bidrog valutakursfald også til denne stigning. Endelig har en kraftig indenlandsk efterspørgsel, stigende kapacitetsbegrænsninger samt stød til udbuddet af landbrugsvarer også i nogle tilfælde medført et kraftigt opadrettet løn- og prispress.

De faktorer, der har drevet den betydelige afmatning i inflationen senere i 2008, var også fælles for de fleste lande. For det første begyndte den årlige inflation at aftage, efterhånden som effekten af det globale råvareprisstød i 2007 og starten af 2008 aftog og verdenspriserne på olie faldt betydeligt. For det andet aftog presset fra den indenlandske efterspørgsel i takt med den faldende økonomiske vækst i de tidligere hurtigst voksende økonomier, og efterhånden også i de fleste andre EU-lande uden for euroområdet, i takt med den tiltagende finansielle krise. Lønpresset forblev dog betydeligt i en række lande, hvor væksten i reallønnen fortsat var kraftigere end pro-

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

(Ændring i pct. år/år)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 1. kvrt.	2008 2. kvrt.	2008 3. kvrt.	2008 4. kvrt.
Bulgarien	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
Tjekkiet	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Danmark	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estland	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Letland	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Litauen	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Ungarn	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Polen	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Rumænien	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Slovakiet	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Sverige	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Storbritannien	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
EU9 ¹⁾	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
EU12 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Euroområdet	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Kilde: Eurostat.

1) EU9 omfatter de ni EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU 1. maj 2004 og 1. januar 2007.

2) EU12 omfatter de 12 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2008.

duktivitetstveksten, hvilket førte til en væsentlig stigning i enhedslønomskostningerne.

FINANSPOLITIK

Den finanspolitiske situation i EU-landene uden for euroområdet udviklede sig meget forskelligt i 2008. Kun Bulgarien, Danmark og Sverige havde fortsat budgetoverskud; de øvrige lande havde – i nogle tilfælde endda store – budgetunderskud (se tabel 8). Underskudskvotienten steg til mere end 3 pct. af BNP i Letland, Rumænien

og Storbritannien og lå tæt på dette niveau i Litauen. Ungarn reducerede sit underskud fra 5,0 pct. af BNP i 2007 til 3,3 pct. i 2008. I de baltiske lande, Rumænien og Storbritannien samt i mindre grad også Sverige opfyldte budgetresultaterne for 2008 ikke målene i de opdaterede konvergensprogrammer fra slutningen af 2007 eller begyndelsen af 2008. For de baltiske lande samt for Storbritannien skyldtes dette delvis de betydeligt forværrede makroøkonomiske forhold, der har bevirket, at de planlagte fortsatte udgiftsstig-

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

(I pct. af BNP)					
Offentligt overskud (+)/underskud (-)				Observationer fra det opdaterede konvergensprogram for 2007	Prognose fra Europa-Kommissionen 2009
	2005	2006	2007	2008	2008
Bulgarien	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
Tjekkiet	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Danmark	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Estland	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Letland	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Litauen	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Ungarn	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Polen	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Rumænien	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Slovakiet	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Sverige	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Storbritannien	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
EU9 ¹⁾	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
EU12 ²⁾	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
Euroområdet	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

Offentlig bruttogæld				Observationer fra det opdaterede konvergensprogram for 2007	Prognose fra Europa-Kommissionen 2009
	2005	2006	2007	2008	2008
Bulgarien	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
Tjekkiet	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Danmark	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Estland	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Letland	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Litauen	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Ungarn	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Polen	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Rumænien	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Slovakiet	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Sverige	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Storbritannien	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
EU11 ¹⁾	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
EU14 ²⁾	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
Euroområdet	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Kilder: Europa-Kommissionens observationer (for 2005-08) fra de opdaterede konvergensprogrammer for 2007 og Europa-Kommissionens foreløbige prognose (for 2008) fra 2009 samt ECBs beregninger.

Anm.: Observationerne er baseret på definitionerne i ENS95. Tallene for 2008 i konvergensprogrammerne er de nationale regerings skøn og kan således afvige fra de faktiske tal.

1) EU9 omfatter de ni EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU 1. maj 2004 eller 1. januar 2007.

2) EU12 omfatter de 12 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2008.

ninger, og dermed budgetterne for 2008, er blevet uholdbare. I de øvrige EU-lande uden for euroområdet (dvs. Bulgarien, Danmark, Polen, Slovakiet, Tjekkiet og Ungarn) var budgetresultaterne for 2008 enten stort set i overensstemmelse med eller bedre end målene i konvergensprogrammerne.

Under de generelt forværrede økonomiske og finanspolitiske forhold planlagde eller lancerede Slovakiet, Storbritannien og Sverige stimulerende finanspolitiske pakker i slutningen 2008, mens flere andre EU-lande uden for euroområdet annoncerede deres – i nogle tilfælde ambitiøse – planer for budgetkonsolidering i 2009. Letland og Ungarn, som modtog finansiel nødhjælp fra bl.a. EU og IMF, forpligtede sig til betydelige budgetkonsolideringspakker for 2009 og frem.

Ultimo 2008 blev Ungarn og Storbritannien også underlagt proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Ecofin-Rådet indstillede proceduren for Tjekkiet og Slovakiet i juni og for Polen i juli. I juni modtog Rumænien pengepolitisk rådgivning fra Europa-Kommissionen på grund af risikoen for, at landet

ville bryde underskudsloftet på 3 pct. af BNP under forhold med stærk BNP-vækst.

Den offentlige gældskvotesteg i Danmark, Estland, Letland, Ungarn, Polen, Rumænien og Storbritannien; den faldt eller forblev stort set uændret i de øvrige lande. Stigninger i gældskvoten afspejler i de fleste af landene navnlig den lavere BNP-vækst og lavere budgetsaldi. For Storbritanniens vedkommende skyldtes stigningen i gældskvoten også i nogen grad den effekt, nødhjælp til de finansielle institutioner har haft på budgettet. For Danmarks vedkommende afspejler stigningen obligationsudstedelser, der overstiger finansieringsbehovet.

UDVIKLING I BETALINGSBALANCEN

Betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter varierede fortsat betydeligt mellem EU-landene uden for euroområdet i 2008 (se tabel 9). Mens Danmark og Sverige havde overskud,

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

(I pct. af BNP)

	Løbende poster plus kapitalposter				Nettostrome af udenlandske direkte investeringer				Nettostrome af porteføljeeinvesteringer			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulgarien	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
Tjekkiet	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Danmark	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estland	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Letland	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Litauen	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Ungarn	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Polen	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Rumænien	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Slovakiet	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Sverige	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Storbritannien	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
EU9 ¹⁾	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
EU12 ²⁾	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Euroområdet	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Kilde: ECB.

Anm.: Observationer for 2008 vedrører summen af de fire kvartaler frem til 3. kvartal 2008.

1) EU9 omfatter de 9 EU-lande uden for euroområdet, der tiltrådte EU 1. maj 2004 og 1. januar 2007.

2) EU12 omfatter de 12 EU-lande uden for euroområdet pr. 31. december 2008.

havde alle de øvrige lande underskud. I mange af de lande, som tiltrådte EU i 2004 eller senere, er underskuddet et normalt led i konvergensprocessen, i det omfang det afspejler gunstige investeringsmuligheder og en udjævning af forbruget over tid. De meget store underskud på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter i nogle EU-lande uden for euroområdet var dog også drevet af en kraftig indenlandsk efterspørgsel, gunstige globale finansieringsforhold samt kraftig vækst i kreditgivning. Den globale finansielle uro i 2008 og dens realøkonomiske konsekvenser førte til en afdæmpet eller aftagende indenlandsk efterspørgsel, hvilket bidrog til en indsnævring af underskuddet i flere EU-lande uden for euroområdet.

Blandt landene med store underskud faldt underskuddet på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter mest i Estland og Letland, som dog stadig generelt havde meget store underskud mod slutningen af 2008. Litauen oplevede et langt mindre fald i underskuddet, og i Rumænien var det stort set uændret, mens det voksede yderligere i Bulgarien. I alle de førnævnte lande undtagen Estland lå underskuddet fortsat over 10 pct. af BNP, og i Bulgarien er underskuddet over 20 pct.

Blandt landene med et lavere underskud på betalingsbalancen var det kun Storbritannien, der oplevede en reduktion af underskuddet i 2008. I Tjekkiet og Polen var underskuddet stort set uændret, mens det i Ungarn og Slovakiet steg noget. De eksterne balanceproblemer i de fleste lande skyldtes et underskud på varehandlen, bortset fra i Tjekkiet, Ungarn og Slovakiet, hvor underskuddet på løn- og formueindkomst var den vigtigste faktor. Sammenholdt med 2007 faldt nettoindstrømningen af direkte investeringer i nogle lande i 2008. I de fleste lande uden for euroområdet var der et underskud på den såkaldte "basic balance", dvs. summen af betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter samt indstrømningen af udenlandske direkte investeringer, der lå på over 4 pct. af BNP i flere økonomier. Nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer var negativ eller stort set neutral i alle EU-lande uden for euroområdet i 2008, bort-

set fra Storbritannien. Nettoindstrømningen af "andre investeringer" var stort set positiv i de fleste af de lande, der er tiltrådt EU i 2004 eller senere, hvilket hovedsagelig afspejler lån fra bankers udenlandsk ejede moderselskaber til datterselskaber i regionen.

VALUTAKURSER

Valutakursudviklingen i EU-landene uden for euroområdet var i 2008 kraftigt påvirket af de enkelte landes valutakursregimer.

Danmarks, Estlands, Letlands, Litauens og Slovakiets valutaer deltog alle i ERM2. De var underlagt et standardudsvingsbånd på ± 15 pct. omkring deres centalkurs over for euroen; for den danske krone vedkommende dog med et smalere bånd på $\pm 2,25$ pct. (se figur 38). I nogle tilfælde er deltagelsen i ERM2 forbundet med ensidige forpligtelser fra landenes side til at holde sig inden for et smallere udsvingsbånd. Disse ensidige forpligtelser giver ikke ECB yderligere forpligtelser. Særligt blev det aftalt, at den estiske kroon og den litauiske litas kunne komme

Figur 38. Udviklingen i ERM2

(Daglige observationer; afvigelse fra centalkursen i procentpoint)



Kilde: ECB.

Anm.: En positiv (negativ) afvigelse fra centalkursen over for euroen er udtryk for, at valutaen ligger på den svagere (stærkere) side af båndet. For den danske krone er udsvingsbåndet $\pm 2,25$ pct.; for alle andre valutaer gælder standardudsvingsbåndet på ± 15 pct. Som en ensidig forpligtelse er udsvingsbåndet for den lettiske lats ± 1 pct., og for både den litauiske litas og den estiske kroon fastholdes et eurobaseret currency board-regime. Centalkursen for den slovakiske koruna blev revalueret med 8,5 pct. den 16. marts 2007 og med 17,6472 pct. den 29. maj 2008.

med i ERM2, selv om de bevarede deres currency boards. De lettiske myndigheder besluttede at fastholde latsen på centralkursen over for euroen med et udsvingsbånd på ± 1 pct. For alle de lande, hvis valuta er indtrådt i ERM2 i 2004 eller senere (dvs. alle ovenstående lande undtagen Danmark), er aftalerne om deltagelse også baseret på en række andre politiske forpligtelser fra de relevante myndigheds side, bl.a. om at føre en holdbar finanspolitik, fremme en behersket lønudvikling, som modsvarer produktivtetsvæksten, føre en forsigtig kreditpolitik og gennemføre yderligere strukturreformer.

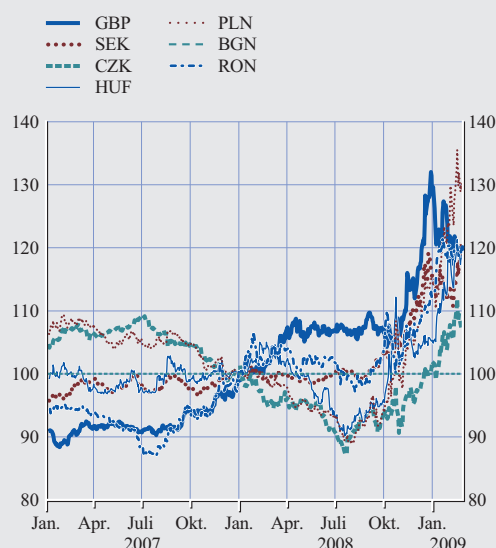
Før Lehman Brothers' konkurs i september 2008 var pengemarkedsrentespændet i de fleste af de førnævnte lande forholdsvis stabile; dog sås en del volatilitet på det lettiske marked. I 4. kvartal 2008, hvor valutakursudviklingen fortsat afspejlede de officielle valutakursregimer, bidrog den voksende globale finansielle krise, de forværrede økonomiske udsigter, investorernes bekymringer vedrørende visse landes sårbarhed samt nedjusteringer af kreditvurderingen for Letland og Litauen samt kreditvurderingsbureauernes beslutning om at sætte Estland under observation med henblik på en mulig nedgradering til en hurtig og markant udvidelse af rentespændene på obligations- og pengemarkederne i forhold til euroområdet i alle ERM2-lande bortset fra Slovakiet. I Letland, hvor udvidelsen af pengemarkedsrentespændet var særligt udtalt, samt i Danmark støttede centralbanken valutaen ved intervention på valutamarkedet og ved en udvidelse af det pengepolitiske rentespænd over for euroområdet. På baggrund af en brat opbremsning af den økonomiske aktivitet samt spændinger i det finansielle system nationaliserede Letland sin største indenlandske ejede bank og arrangerede i december 2008 et fælles internationalt finansielt hjælpeprogram på 7,5 mia. euro. Programmet omfatter tiltag til at stabilisere den finansielle sektor, omfattende reformer af den indenlandske økonomi, finanspolitisk konsolidering samt en væsentlig reduktion i offentlige lønninger og er baseret på en fastholdelse af tilknytningen til euroen med det nuværende snævre udsvingsbånd med henblik på at nå Letlands mål om at indtræde i euroområdet så snart som muligt.

Derimod har Slovakiet udsigter til at kunne indtræde i euroområdet tilsyneladende beskyttet den slovakiske koruna mod den negative effekt af den globale finansielle krise. Korunaen blev således styrket væsentligt i forhold til euroen i 1. halvår 2008. Den 29. maj blev centralkursen revalueret med 17,6472 pct. til SKK 30,1260 i forhold til euroen. Efter at Rådet i juli 2008 besluttede at lade Slovakiet indføre euroen, har den slovakiske koruna holdt sig tæt på sin nye centralkurs, som også blev benyttet ved dens konvertering til euro, da euroen blev indført i Slovakiet den 1. januar 2009.

Hvad angår valutaerne i de EU-lande uden for euroområdet, som ikke deltog i ERM2, var udviklingen meget forskellig fra land til land (se figur 39). De fleste valutaer lå fortsat stabilt i 1. halvår 2008, mens enkelte, fx den tjekkiske koruna, den ungarske forint og den polske zloty, apprecierede og nåede rekordniveauer over for euroen. Fra september medførte forværringen af den finansielle krise kombineret med en kraftig global nedgearing og alvorlige problemer med interbankmarkedernes funktion på verdensplan

Figur 39. Udviklingen i EU-valutaer uden for ERM2

(Daglige observationer; indeks: 2. januar 2008=100)



Kilde: ECB.

dog en hurtig og markant depreciering af flere valutaer, navnlig den polske zloty, den ungarske forint, den rumænske leu og i mindre grad den tjekkiske koruna.

Det fælles internationale støtteprogram for Ungarn, som skulle dæmpe spændingerne på det finansielle marked, bidrog i første omgang (i slutningen af oktober og november 2008) til at lette det nedadrettede pres på forint og andre valutaer i regionen. De forringede udsigter for den globale økonomi og investorernes bekymringer vedrørende visse landes eksterne sårbarhed sammenholdt med nedgraderingen af Bulgarien, Ungarn og Rumænien i oktober og november resulterede i en yderligere depreciering af zlotyen, forinten, leuen og i mindre omfang korunaen. Som følge af Bulgariens eurobaserede currency board-regime forblev den bulgarske lev uændret i forhold til euroen på trods af en udvidelse af rentespændet over for euroområdet. Det britiske pund svækkedes kraftigt i forhold til euroen i 4. kvartal 2008 som følge af en stigende frygt for en recession i Storbritannien og et faldende rentespænd i forhold til euroområdet. Den svenske krone deprecierede kraftigt over for euroen i løbet af 2008.

DEN FINANSIELLE UDVIKLING

I EU-landene uden for euroområdet (bortset fra Estland, hvor der ikke foreligger noget sammenligneligt langt rentespænd) var de lange statsobligationsrenter fra januar til december 2008 kraftigt påvirket af den globale finansielle krise. Porteføljeomlægninger som følge af investorernes generelt øgede risikoaversion har bidraget væsentligt til udviklingen på obligationsmarkedet i disse lande. I de fleste EU-lande uden for euroområdet viste statsobligationsrenterne i den første del af 2008 samme mønster som i euroområdet, hvor de var forholdsvis stabile. Derefter udviklede de sig i stigende grad forskelligt i de enkelte EU-lande uden for euroområdet, idet renten i nogle lande faldt som i euroområdet, mens andre oplevede pludselige stigninger. I december 2008 var de lange renter i EU-landene uden for euroområdet i gennemsnit omkring 85 basispoint højere end primo 2008, mod et fald på 34 basispoint i euroområdet. De største stignin-

ger skete i Litauen og Letland (med henholdsvis 430 og 330 basispoint), hvilket især afspejler disse landes voksende problemer med at opfylde deres finansieringsbehov som følge af en markant lavere økonomisk vækst.

Fra januar til december 2008 udvidedes rentespændet i forhold til euroområdet for statsobligationer i gennemsnit i EU-landene uden for euroområdet. I Litauen og Letland nåede de historiske toppunkter på omkring 500 basispoint i december.

Som på obligationsmarkederne var også børsindeksene i alle EU-landene uden for euroområdet i 2008 negativt påvirket som følge af større usikkerhed, negative forventninger til den fremtidige økonomiske udvikling og nyheder om vedvarende tab i den finansielle sektor. Børsmarkederne var generelt præget af høj volatilitet og en markant nedgang – i gennemsnit 50 pct. i perioden december 2007 til december 2008. Aktiekurserne faldt mest i Bulgarien og Rumænien, hvor de dykkede med over 70 pct., hvilket primært afspejler investorernes opfattelse af øget risiko på kapitalmarkederne i disse lande.

PENGEPOLITIK

Hovedmålet for pengepolitikken i alle EU-lande uden for euroområdet er prisstabilitet. De pengepolitiske strategier varierer imidlertid betydeligt fra land til land (se tabel 10).

Pengepolitikken og valutakursordningerne for de fleste EU-lande uden for euroområdet var stort set uændret i 2008. I februar erstattede Ungarn sit udsvingsbånd over for euroen med en frit flydende valutakurs og løsnede sit hidtidige inflationsmål. De pengepolitiske rammer blev finjusteret en smule i enkelte andre lande med henblik på kommende monetær integration i euroområdet.

Den voksende globale finansielle uro i efteråret 2008 medførte flere pengepolitiske udfordringer for de fleste EU-lande uden for euroområdet, da flere lande oplevede likviditetsstramninger på deres interbankmarkeder samt spændinger på deres valutamarkeder. De nationale centralbankers

Tabel 10. Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet

	Pengepolitisk strategi	Valuta	Karakteristika
Bulgarien	Valutakursmål	Lev	Valutakursmål: Tilknytning til euro med kurs på BGN 1,95583 pr. euro inden for rammerne af et currency board-regime.
Tjekkiet	Inflationsmål	Koruna	Inflationsmål: 3 pct. med en tilladt afvigelse på ± 1 procentpoint indtil ultimo 2009, derefter 2 pct. med ± 1 procentpoint. Valutakurs med styret flydning.
Danmark	Valutakursmål	Krone	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. omkring centralkurs på DKK 7,46038 pr. euro.
Estland	Valutakursmål	Kroon	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på EEK 15,6466 pr. euro. Estland fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Letland	Valutakursmål	Lats	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på LVL 0,702804 pr. euro. Letland fortsætter med et udsvingsbånd på ± 1 pct. som ensidig forpligtelse.
Litauen	Valutakursmål	Litas	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på LTL 3,45280 pr. euro. Litauen fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Ungarn	Inflationsmål	Forint	Inflationsmål: 3 pct. ± 1 procentpoint på mellemlangt sigt siden 2007. Frit flydende valutakurs.
Polen	Inflationsmål	Zloty	Inflationsmål: 2,5 pct. ± 1 procentpoint (12-måneders stigning i CPI). Frit flydende valutakurs.
Rumænien	Inflationsmål	Leu	Inflationsmål: 3,8 pct. og 3,5 pct. med en tilladt afvigelse på ± 1 procentpoint for henholdsvis ultimo 2008 og 2009. Valutakurs med styret flydning.
Slovakiet	Inflationsmål inden for rammerne af ERM2	Koruna	Deltog i ERM2 med udsvingsbånd på ± 15 pct. omkring centralkurs på SKK 35,4424 pr. euro og fra 29. maj en centralkurs på SKK 30,1260 pr. euro. Inflationsmålet blev sat til under 2 pct. ultimo 2008. Indførte euroen pr. 1. januar 2009.
Sverige	Inflationsmål	Krone	Inflationsmål: Stigning på 2 pct. i CPI med en margin på ± 1 procentpoint. Frit flydende valutakurs.
Storbritannien	Inflationsmål	Pund	Inflationsmål: 2 pct. (12-måneders stigning i CPI) ¹ . Ved afvigelser på over 1 procentpoint forventes det, at Den Pengepolitiske Komite skriver et åbent brev til finansministeren. Frit flydende valutakurs.

Kilde: ESCB.

1) CPI svarer til HICP.

svar på disse udfordringer varerede afhængigt af de økonomiske forhold og de pengepolitiske rammer.

Hvad angår de pengepolitiske beslutninger i 2008, vedtog de fleste centralbanker i ERM2 pengepolitiske tiltag, der afspejlede ECBs træk. I juli hævede ECB minimumsbudrenten ved eurosystemets primære markedsoperationer med 25 basispoint, hvorefter den i 4. kvartal nedsatte den pengepolitiske rente ad tre omgange med i alt 175 basispoint.

Eftersom de opererer med currency boards, følger Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Lietuvos bankas og Eesti Pank, der

ikke har nogen pengepolitiske renter, automatisk ændringerne i ECBs renter. I lyset af faldende tillid blandt indenlandske banker samt likviditetspres på interbankmarkederne har de to centralbanker sænket deres minimumsreservekrav for at løse de stramme likviditetsforhold.

Hvad angår de lande, der deltager i ERM2 og ikke opererer med currency boards, fastholdt Latvijas Banka, som holder et udsvingsbånd på ± 1 pct. i forhold til latsens centralkurs som en ensidig forpligtelse, sin officielle rente på 6 pct. i årets løb. Den hævede dog renten for indlånsfaciliteten med 100 basispoint til 3 pct. og opererede med forskellige renter for den marginale udlånsfacilitet afhængig af, hvor mange

dage udlånsfaciliteten havde været benyttet inden for den foregående 30-dages periode. Latvijas Banka nedsatte også reservekravskoefficienten for bankforpligtelser, der løber mere end to år, ad fem omgange med samlet 500 basispoint til 3 pct. og for andre forpligtelser med i alt 300 basispoint til 5 pct. for at lette de stramme likviditetsforhold i banksektoren. I december indgik den en swaftale med Sveriges Riksbank og Danmarks Nationalbank, der gjorde det muligt for den at låne op til 500 mio. euro som kortfristet finansiering med henblik på at opretholde den makroøkonomiske og finansielle stabilitet.

Danmarks Nationalbank forhøjede den pengepolitiske rente ad fire omgange med i alt 125 basispoint mellem maj og oktober 2008. Den ene beslutning (i juli) fulgte efter ECBs renteforhøjelse på 25 basispoint, mens de andre tiltag blev foretaget, mens renten på eurosystemets primære markedsoperationer var uændret eller endda faldt, og havde til formål at udvide det pengepolitiske rentespænd over for euroområdet. Danmarks Nationalbanks renteforhøjelser skulle støtte den svækkede krone i perioder med spændinger på valutamarkedene. I oktober annoncerede Danmarks Nationalbank og ECB etableringen af en swaftale til 12 mia. euro med henblik på at forbedre eurolikviditeten på de korte pengemarkeder i euroområdet. Danmarks Nationalbank havde indgået en lignende aftale med Federal Reserve System i september. Efter at spændingerne på de danske finansielle markeder var aftaget en del, fulgte Danmarks Nationalbank i november og december 2008 ECB og nedsatte den toneangivende pengepolitiske rente ad to omgange med i alt 125 basispoint.

I lyset af den kommende indførelse af euroen i Slovakiet fulgte Národná banka Slovenska ECBs pengepolitiske beslutninger fra oktober 2008 og nedsatte reponenten ad tre omgange med i alt 175 basispoint til 2,5 pct. Den indsnævrede korridoren for dag-til-dag renten omkring reponenten til 100 basispoint.

De fleste nationale centralbanker med inflationsmål, som ikke deltager i ERM2, strammede pengepolitikken i begyndelsen af 2008 for at be-

grænse det inflationspres, der primært skyldtes stigninger i fødevarer- og energipriser og i nogle lande også en robust lønvækst. I de første tre kvartaler af 2008 hævede Sveriges Riksbank, Magyar Nemzeti Bank og Narodowy Bank Polski deres pengepolitiske renter med i alt 100 basispoint ad flere omgange, mens Banca Națională a României hævede sin officielle rente ad seks omgange med 275 basispoint. Česká národní banka hævede kun én gang den pengepolitiske rente, nemlig med 25 basispoint i februar. Denne stigning blev dog udlignet i august. Bank of England, der allerede var begyndt at nedsætte den pengepolitiske rente i december 2007, fortsatte med rentenedsættelser i de første tre kvartaler af 2008.

Da inflationspresset aftog som følge af faldende råvarepriser, svækkede økonomiske udsigter og en forværring af den globale finansielle krise, nedsatte de fleste nationale centralbanker med inflationsmål deres renter i 4. kvartal 2008. Den 8. oktober nedsatte Bank of England og Sveriges Riksbank renten med 50 basispoint i en koordineret indsats med ECB og centralbanker uden for EU. Den 22. oktober hævede Magyar Nemzeti Bank dog den pengepolitiske rente med 300 basispoint på baggrund af udviklingen på de finansielle markeder. Derimod fortsatte Bank of England og Sveriges Riksbank med rentenedsættelse ad flere omgange, med i alt henholdsvis 300 basispoint og 275 basispoint, i 4. kvartal 2008. Centralbankerne i Tjekkiet, Polen og Ungarn foretog med en række rentenedsættelser en reduktion i de pengepolitiske renter med i alt henholdsvis 125, 100 og 150 basispoint i november og december.



Tidligere ECB-formand Willem F. Duisenberg og fru Gretta ankommer sammen med daværende forbundskansler Helmut Kohl til den officielle indvielse af ECB den 30. juni 1998

KAPITEL 2

**CENTRALBANK-
OPERATIONER
OG -AKTIVITETER**

I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTA OPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

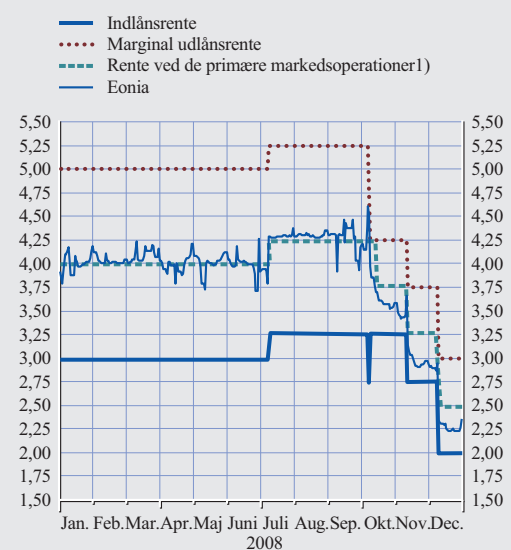
I.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Eurosystemets pengepolitiske operationer omfatter på den ene side markedsoperationer, fx primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer og finjusterende operationer, og på den anden side stående faciliteter. Inden for de operationelle rammer for gennemførelsen af pengepolitikken – der er baseret på reservekravssystemet – anvendes disse instrumenter til at styre likviditetsforholdene på interbankpenge-markedet. Formålet er at holde de meget korte renter tæt på ECBs pengepolitiske rente.

I løbet af 2008 blev der i Styrelsesrådet fire gange truffet beslutninger, der påvirkede ECBs officielle renter. Styrelsesrådet vedtog den 3. juli at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint til 4,25 pct., og den 8. oktober, 6. november og 4. december blev det besluttet at nedsætte ECBs officielle renter til henholdsvis 3,75 pct., 3,25 pct. og 2,50 pct. Styrelsesrådet vedtog derudover den 8. oktober at indsnævre rentekorridoren mellem de stående faciliteter fra 200 til 100 basispoint omkring renten ved de primære markedsoperationer med virkning fra den 9. oktober. Renten på den marginale udlånsfacilitet blev derfor sat til 50 basispoint over renten på de primære markedsoperationer og renten på indlånsfaciliteten til 50 basispoint under renten på de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet vedtog den 18. december, at korridoren skulle vende tilbage til niveauet fra før oktober med virkning fra den 21. januar 2009.

Gennemførelsen af pengepolitikken i 2008 afspejlede eurosystemets indsats for at imødegå spændingerne på pengemarkederne i forbindelse med den finansielle uro. Under den første bølge af pengepolitiske tiltag i perioden indtil september øgede eurosystemet likviditetstilførslen ved begyndelsen af reservekravsperioden ("frontloading"), hvorved bankerne fik mulighed for at opfylde deres reservekrav noget tidligere i reservekravsperioden, men reducerede den senere, så den samlede likviditetstilførsel i reservekravsperioden var uændret. Den gennemsnitlige løbetid for markedsoperationer blev samtidig forlæn-

Figur 40. ECBs officielle renter og Eonia



Kilde: ECB.

1) Minimumsbudrente indtil 14. oktober 2008; fast rente fra 15. oktober 2008.

get gennem en forøgelse af andelen af likviditet, der blev tilført via langfristede operationer.

På baggrund af den betydelige forværring af forholdene på de finansielle markeder efter Lehman Brothers' konkurs iværksatte ECB i oktober 2008 den anden bølge af tiltag. De omfattede indførelse af fastrenteauktioner med fuld tildelelse for de primære markedsoperationer, indsnævring af korridoren mellem de stående faciliteter fra 200 til 100 basispoint samt en udvidelse af listen over aktiver, der kan anvendes som sikkerhed i eurosystemets kreditoperationer.

Formålet med alle disse tiltag var at sikre, at solvente banker fortsat havde adgang til likviditet, og de var således med til at hjælpe det trængte pengemarked og samtidig styre de korte renter (se også boks 10).

PENGEPOLITISKE OPERATIONER UNDER DEN SENESTE TIDS VOLATILITET PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

Uroen på de finansielle markeder påvirkede de pengepolitiske operationer i hele 2008. I denne boks belyses ECBs pengepolitiske operationer i forbindelse med uroen. Boksen sætter fokus på likviditetsstyringen i både euro og fremmed valuta og redegør for, hvordan rammerne for sikkerhedsstillelse har understøttet gennemførelsen af pengepolitikken i denne periode.

Der var to faser i likviditetsstyringen i 2008. Den første fase var perioden fra januar til september, hvor ECB i det store og hele fortsatte de tiltag, der var indført i 2. halvår 2007. Den anden fase begyndte med Lehman Brothers' konkurs i september, som resulterede i tiltagende spændinger på pengemarkedet og udløste en ny bølge af tiltag til likviditetsstyring.

Likviditetsstyring fra januar til september 2008

ECBs tiltag for at imødegå spændingerne på pengemarkedet i perioden fra januar til september 2008 kan grupperes under tre overskrifter:

1 Likviditetstilførsel tidligere i reservekravsperioden

ECB øgede i denne periode tilførslen af likviditet ved begyndelsen af reservekravsperioden og reducerede den mod slutningen. Denne forhåndstilførsel ("frontloading") af likviditet gjorde det muligt for modparterne at opfylde deres reservekrav noget tidligere i reservekravsperioden, men ændrede ikke den gennemsnitlige likviditetstilførsel i hele reservekravsperioden. Det så ud til, at kreditinstitutterne foretrak at opfylde reservekravet tidligt i perioden i en situation med stor usikkerhed og faldende omsætning, især i de mere langfristede segmenter af pengemarkedet. ECB udførte nogle gange finjusterende operationer i løbet af en reservekravsperiode for at holde de korte renter tæt på den pengepolitiske rente.

2 Supplerende langfristede markedsoperationer

Den udestående refinansiering via langfristede operationer, der var tiltaget fra ca. 30 pct., inden uroen satte ind i juli 2007, til ca. 60 pct. i januar 2008, var stort set uændret i denne periode. Styrelsesrådet vedtog¹ den 7. februar 2008 at forny de to supplerende 3-måneders operationer, der var blevet indført i 2007, med henblik på at støtte normaliseringen af pengemarkedet (oprindeligt til et beløb på 60 mia. euro og derpå til et reduceret beløb på 50 mia. euro). Samtidig blev den gennemsnitlige løbetid for den udestående refinansiering yderligere forlænget gennem indførelsen af supplerende langfristede operationer med tre og seks måneders løbetid. Den 28. marts 2008 besluttede Styrelsesrådet at indføre supplerende 3-måneders operationer for 50 mia. euro samt 6-måneders operationer. De første 6-måneders operationer blev afviklet den 3. april og 10. juli for 25 mia. euro hver. I 2008 blev alle disse operationer fornyet ved udløb.

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

3 Operationer i forbindelse med USD Term Auction Facility

Med henblik på at imødegå problemerne på det europæiske marked for finansiering i amerikanske dollar, der var udløst af den finansielle uro i 2007, indgik ECB en gensidig swapaftale med Federal Reserve System. I forbindelse med Federal Reserve Systems USD Term Auction Facility og i tæt samarbejde med andre centralbanker tilførte eurosystemet de dollarbeløb, det modtog via denne swapaftale, til sine modparter mod sikkerhed, der var godkendt til eurosystemets kreditoperationer.

I december 2007 tilførte eurosystemet for første gang likviditet i dollar i to operationer, der blev fornyet i januar 2008. I lyset af den mindre dollarefterspørgsel efter disse operationer ophørte eurosystemet midlertidigt med sine likviditetstilførende operationer i dollar i februar. Likviditetspresset på finansieringsmarkederne tiltog imidlertid igen i februar og primo marts, hvilket tilskyndede en række centralbanker til en koordineret indsats for at imødegå de nye spændinger. Som led i denne koordinerede indsats besluttede Styrelsesrådet den 11. marts at genoptage likviditetstilførslen i dollar til eurosystemets modparter.

Hver anden uge blev der tilført dollarbeløb med en løbetid på 28 dage og med 15 mia. dollar i hver auktion. Beløbet blev i den enkelte auktion dog hævet til 25 mia. dollar den 2. maj som følge af de vedvarende pengemarkedsspændinger på nogle finansieringsmarkeder, som kom til udtryk i høje renter på indlån, der var længere end dag-til-dag (fx en uge), i forskellige valutaer; den usædvanligt høje dollarkurs, som afspejledes i renten på valutaswaps; samt den kraftige efterspørgsel i eurosystemets operationer i dollar.

Eurosystemets eksisterende finansieringsfaciliteter i dollar blev yderligere forbedret den 30. juli for i endnu højere grad at tilgodese bankernes finansieringsbehov i dollar. Sammen med Federal Reserve System meddelte ECB, at der ville blive indført en 84-dages Term Auction Facility som supplement til den eksisterende finansiering i dollar på 28 dage. Det samlede udestående lå dog uændret på 50 mia. dollar.

Likviditetsstyring fra oktober til december 2008

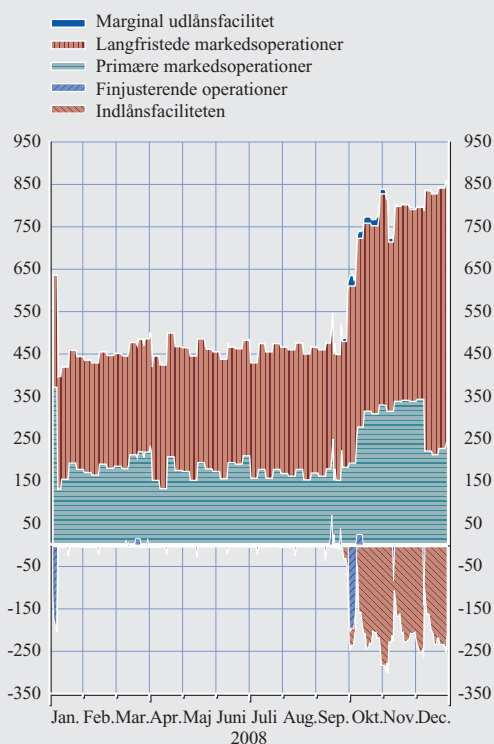
Da spændingerne øgedes i alle segmenter af pengemarkedet medio september 2008, tog ECB fem yderligere tiltag med hensyn til likviditetsstyring.

1 Fastrenteauktioner med fuld tildeling

Det stigende pres på de finansielle markeder i sidste halvdel af september og primo oktober 2008 forværrede situationen yderligere på pengemarkederne, og det blev stadig vanskeligere for kreditinstitutterne at opnå finansiering. I lyset af denne udvikling vedtog Styrelsesrådet den 8. oktober, at fra den 15. oktober og mindst indtil udgangen af den reservekravsperiode, der sluttede den 20. januar 2009, skulle alle primære markedsoperationer udføres som auktioner til en fast rente med fuld tildeling. Formålet var at signalere til markedsdeltagerne, at ECB var indstillet på at tilføre den likviditet, der var nødvendig for at undgå en likviditetskrise. Det førte til en betydelig stigning i det samlede antal udestående markedsoperationer i euro, eftersom likviditetstilførslen nu var bestemt af det samlede beløb, som modparterne havde afgivet bud på (se figur A). Politikken med fuld tildeling blev reelt gennemført den 9. oktober via en likviditetstilførende finjusterende operation, hvor alle bud blev tilgodeset.

Figur A. Likviditetstilførsel via markedsoperationer og brug af stående faciliteter

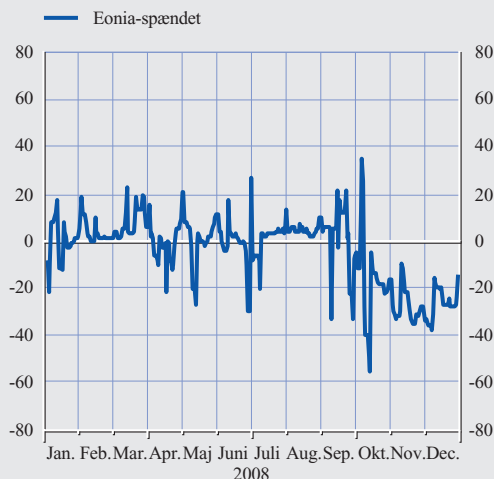
(Millarder euro)



Kilde: ECB.

Figur B. Spændet mellem Eonia og renten ved de primære markedsoperationer

(Indtil 14. oktober: minimumsbudrente; fra 15. oktober: fast rente)



Kilde: ECB.

Styrelsesrådet besluttede endvidere den 15. oktober også at anvende fastrenteauktioner med fuld tildeling på langfristede operationer (og supplerende langfristede operationer) med virkning fra den 30. oktober og mindst indtil udgangen af 1. kvartal 2009.

Den øgede likviditetstilførsel medførte en markant lettelse af spændingerne i den korte ende af pengemarkedet og et generelt fald i Eonia fra den dag, hvor politikken blev annonceret (se figur B). Eonia lå konsekvent under renten ved de primære markedsoperationer fra medio oktober til ultimo 2008. Eonia faldt desuden inden for hver reservekravsperiode i takt med modparternes gradvise opfyldelse af reservekravene og den stigende anvendelse af indlånsfaciliteten generelt.

2 Indsnævring af rentekorridoren mellem de stående faciliteter

Den 8. oktober vedtog Styrelsesrådet også at indsnævre korridoren mellem de to stående faciliteter (den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten) fra 200 til 100 basispoint. Renten på den marginale udlånsfacilitet blev sat til 50 basispoint over renten på de primære markedsoperationer, og renten på indlånsfaciliteten blev sat til 50 basispoint under renten på de primære markedsoperationer. Formålet med indsnævringen af korridoren var at lette bankernes likviditetsstyring yderligere via billigere formidling fra centralbankerne til banksektoren. Reduktionen trådte i kraft den 9. oktober og fortsatte indtil den 20. januar 2009, hvor korridoren igen blev udvidet til 200 basispoint.

3 Supplerende langfristede markedsoperationer

Styrelsesrådet besluttede den 15. oktober at øge antallet af langfristede markedsoperationer ved at forlænge de eksisterende operationer og indføre nye operationer. Der blev således udført fire langfristede operationer i hver reservekravsperiode: Den ene med en løbetid svarende til reservekravsperioden (en markedsoperation med særlig løbetid), to med en løbetid på tre

måneder og den sidste med en løbetid på seks måneder. Ultimo 2008 var de primære markedsoperationers andel i den samlede refinansiering således faldet til ca. 28 pct., mens de langfristede markedsoperationer, de supplerende langfristede markedsoperationer og markedsoperationen med særlig løbetid tegnede sig for de resterende 72 pct. (se figur A).

4 Yderligere likviditetstilførende operationer i dollar og schweizerfranc

Eurosystemets likviditetstilførende operationer i dollar

Spændingerne på dollarpengemarkederne forværredes markant fra medio september 2008. Især de renter, der noteredes for indlån i dollar i de tidlige handelstimer i USA samt i Asien og Europa, var meget høje og nåede til tider op over 10 pct. Likviditeten på markedet for valutaswaps var også usædvanlig lav som følge af det øgede pres og markedssegmentering, hvilket betød, at det blev yderst vanskeligt for institutioner uden for USA at få adgang til dollar. Eurosystemet styrkede derfor sin likviditetstilførsel i dollar til eurosystemets modparter ved at supplere de eksisterende 28-dages og 84-dages operationer med operationer, der havde en løbetid på syv dage og derefter en løbetid på en dag. Eurosystemet øgede endvidere ad to omgange de beløb, modparterne fik tilbudt via de likviditetstilførende operationer i dollar, og udvidede begge gange også den gensidige swapaftale med Federal Reserve System. I begyndelsen af oktober nåede maksimumbeløbene i eurosystemets likviditetstilførende operationer i dollar op på 50 mia. dollar i dag-til-dag operationerne, 40 mia. dollar i 28-dages operationerne og 20 mia. dollar i 84-dages operationerne.

I lyset af den store usikkerhed, der herskede i banksektoren, forpligtede ECB sig den 15. oktober til sammen med Federal Reserve System at opfylde alle bud til en fast rente for 7-dages, 28-dages og 84-dages operationerne, mens dag-til-dag operationerne ophørte.

Med henblik på at forebygge mangel på belånbare aktiver til sikkerhedsstillelse som følge af proceduren med fuld tildeling i de likviditetstilførende operationer i både euro og dollar meddelte ECB den 15. oktober 2008, at eurosystemet også ville udføre likviditetstilførende operationer i dollar i form af EUR/USD valutaswaps. Disse valutaswapoperationer, der udførtes sideløbende med de eksisterende sikrede genkøbsforretninger i dollar, blev også finansieret via swapaftalen med Federal Reserve System, der var blevet forlænget til den 30. april 2009.

Der var fortsat ret stor efterspørgsel efter eurosystemets genkøbsoperationer i dollar med store budbeløb og et stort antal budgivere, mens både budmængde og antal deltagere generelt forblev meget begrænset i valutaswapoperationerne i dollar.

Eurosystemets likviditetstilførende operationer i schweizerfranc

De stigende spændinger på de internationale pengemarkeder i oktober 2008 førte også til et opadrettet pres på de korte pengemarkedsrenter i schweizerfranc. Samtidig tiltog finansieringsbehovet i schweizerfranc for de banker, der ikke havde direkte adgang til Schweizerische Nationalbanks operationer, især i euroområdet. Schweizerische Nationalbank og ECB meddelte derfor i fællesskab den 15. oktober, at der ville blive indført foranstaltninger til forbedring af likviditeten på de korte pengemarkeder i schweizerfranc, idet eurosystemet via en swapaftale med Schweizerische Nationalbank ville tilføre sine modparter schweizerfranc.

Eurosystemets likviditetstilførsel i schweizerfranc skete i form af EUR/CHF valutaswaps til en fast pris med et maksimalt tildelingsbeløb fastsat af ECB sammen med Schweizerische Nationalbank. Disse swaps blev oprindeligt indført med en løbetid på kun syv dage, men blev senere sup-

pleret af swaps med en løbetid på tre måneder i bestræbelserne på at nedsætte spændingerne i dette segment af pengemarkederne i schweizerfranc.

Maksimumbeløbet for hver af disse auktioner blev sat til 20 mia. euro i 7-dages operationerne og 5 mia. euro i 84-dages operationerne. Efterspørgslen efter EUR/CHF valutaswaps var ret beskednen med en budmængde under maksimumbeløbet i alle operationer. Budkvotienten lå stabilt på ca. 0,6 i 7-dages operationerne og på ca. 0,1 i 84-dages operationerne.

ECBs likviditetstilførsel i euro til visse centralbanker i EU

I oktober og november 2008 indgik ECB aftaler om at tilføre likviditet i euro til en række EU-centralbanker uden for euroområdet. ECBs hensigt med at indgå disse aftaler var at støtte centralbankernes tiltag for at forbedre likviditeten i euro på deres respektive indenlandske finansielle markeder.

Støtten udmøntede sig i genkøbsaftaler på op til 5 mia. euro med den ungarske centralbank, Magyar Nemzeti Bank, og op til 10 mia. euro med den polske centralbank, Narodowy Bank Polski. ECB og Danmarks Nationalbank indgik en gensidig swapaftale på 12 mia. euro.

5 Udvidelse af listen over belånbare aktiver

Styrelsesrådet vedtog den 15. oktober at udvide listen over belånbare aktiver midlertidigt indtil ultimo 2009. Tilgængeligheden af sikkerhed udgjorde ikke nogen begrænsende faktor i det meste af 2008 på grund af bredden i eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse. I lyset af ydelsen af likviditet til forskellige løbetider i euro og dollar samt indførelsen af fastrenteauktioner med fuld tildeling blev rammerne for sikkerhedsstillelse dog midlertidigt udvidet som følger:

- Fra den 22. oktober 2008 blev kreditgrænsen for omsættelige og ikke-omsættelige aktiver sænket fra "A-" til "BBB-", med undtagelse af asset-backed securities, hvor grænseværdien for kreditkvaliteten fortsat er "A-". Siden den 22. oktober 2008 har eurosystemet endvidere godkendt gældsinstrumenter udstedt af kreditinstitutter, bl.a. indlånsbeviser, som ikke er noteret på et reguleret marked, men handles på visse ikke-regulerede markeder, som ECB anser for acceptable. Efterstillede omsættelige gældsinstrumenter, der er beskyttet af en passende garanti, og som opfylder alle andre belånbarhedskriterier, kan også benyttes som sikkerhed.
- Siden den 14. november har eurosystemet også godkendt omsættelige gældsinstrumenter udstedt i euroområdet i amerikanske dollar, britiske pund og japanske yen, såfremt udstederen er etableret inden for EØS.

Den udvidede liste over belånbare aktiver underlægges risikostyring med henblik på at opfylde eurosystemets lovbestemte forpligtelse til at sikre, at dets balance ikke er eksponeret for finansiell risiko. Udvidelsen af belånbarhedskriterierne kombineres således med nøje overvågning af rammernes anvendelse.

BANKSEKTORENS LIKVIDITETSBEHOV

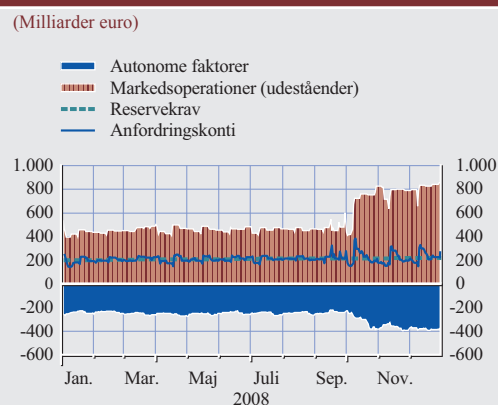
Ved de likviditetstilførende operationer tager eurosystemet udgangspunkt i en daglig vurdering af likviditetsbehovet i hele euroområdet banksektor. Likviditetsbehovet fastsættes som summen af reservekravene, den del af kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti i eurosystemet, som overstiger reservekravet (reserveoverskuddet), samt de autonome faktorer. De autonome faktorer er poster på eurosystemets balance som fx seddelomløbet og statslige indskud, der påvirker kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti, men som ikke kontrolleres direkte af eurosystemets likviditetsstyring.

I 2008 var det gennemsnitlige daglige likviditetsbehov i euroområdet banksektor 487,1 mia. euro, dvs. 10,3 pct. højere end i 2007 (se figur 41). En af årsagerne til stigningen var den fortsatte vækst i reservekravene, med 12,5 pct. til 210,8 mia. euro. En anden vigtig årsag var den usædvanligt store ikke-sæsonbestemte efterspørgsel efter pengesedler. Det fremgår af figur 42, at seddelomløbet voksede markant – med over 6 pct. mellem september og primo november 2008 – og det bidrog til den samlede stigning i likviditetsbehovet. I 2008 steg de autonome faktorer samlet set med 8,9 pct. til 274,5 mia. euro. Selv om det gennemsnitlige reserveoverskud for reservekravsperioderne, der sluttede i 2008, steg i forhold til 2007, med 0,2 mia. euro til 1,1 mia. euro, var det relativt set stadig ubetydeligt, svarende til 0,5 pct. af reservekravene.

RESERVEKRAVSSYSTEMET

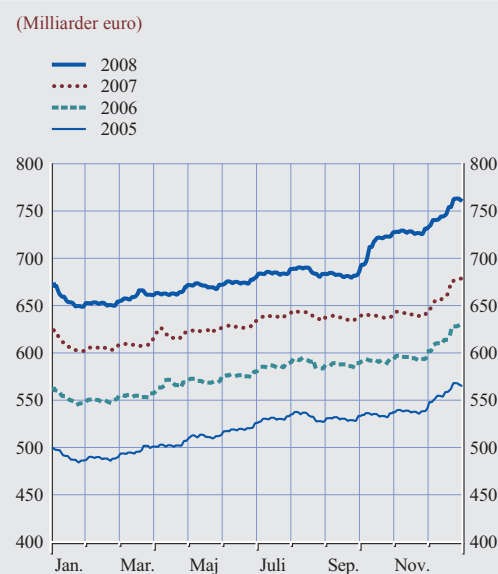
Kreditinstitutterne i euroområdet er forpligtet til at have mindstereserver på anfordringskonti i eurosystemet. Som det har været tilfældet siden 1999, svarede reservekravene til 2 pct. af kreditinstitutternes reservekravsgrundlag i 2008 og androg i gennemsnit 210,8 mia. euro. Ovennævnte stigning på 12,5 pct. i de samlede reservekrav i løbet af 2008 kan tilskrives væksten i reservekravsgrundlaget, der bestemmes af visse kortfristede passiver på kreditinstitutternes balancer. Eftersom eurosystemet i hver reservekravsperiode forrenter reservebeholdningerne med en rente, der svarer til gennemsnittet af skæringsrenten ved de primære markedsoperationer (hvis

Figur 41. Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2008



Kilde: ECB.

Figur 42. Seddelomløb



Kilde: ECB.

de udføres som auktioner til variabel rente) eller den faste rente ved de primære markedsoperationer (i tilfælde af auktioner til en fast rente), påfører reservekravssystemet ikke banksektoren betydelige omkostninger. Samtidig opfylder systemet to vigtige funktioner i de operationelle rammer for gennemførelsen af eurosystemets

pengepolitik. For det første stabiliserer det de korte pengemarkedsrenter, idet reservekravene kun skal opfyldes i gennemsnit i løbet af reservekravsperioden, så kreditinstitutterne kan udjævne midlertidig og uventet indstrømning og udstrømning af likviditet. For det andet øger det likviditetsunderskuddet i banksektoren, dvs. bankernes samlede behov for refinansiering fra eurosystemet.

MARKEDSOPERATIONER

Eurosystemet anvender primære markedsoperationer, langfristede markedsoperationer samt finjusterende operationer til at styre likviditetsforholdene på pengemarkedet. Alle likviditetstilførende operationer kræver fuld sikkerhedsstillelse. De primære markedsoperationer er løbende ugentlige operationer normalt med en løbetid på en uge. De er det vigtigste instrument til at sende signaler om pengepolitikens stilling.

Indtil den 8. oktober 2008 blev de primære markedsoperationer udført som auktioner til variabel rente med en minimumsbudrente og fra den 15. oktober som fastrenteauktioner, hvor alle bud blev tilgodeset. Antallet af modparter steg fra 1.693 til 2.099 i 2008. Stigningen skete hovedsagelig i oktober og november, hvor nogle banker besluttede at ansøge om godkendelse på grund af lånebegrensninger på pengemarkedet. I gennemsnit deltog 443 modpartner i de primære markedsoperationer i 2008, hvilket er 31 pct. flere end i 2007, hvor 338 modpartner i gennemsnit deltog. Også denne stigning kunne tilskrives det øgede pres på pengemarkedet, der betød, at mange modpartner blev nødt til at opfylde deres likviditetsbehov gennem lån hos ECB i stedet for på markedet. Da ECB gik over til fastrenteauktioner med fuld tildeling i oktober, tiltog antallet af afgivne bud i de primære markedsoperationer yderligere fra i gennemsnit 354 i auktionerne til variabel rente til 747 i fastrenteauktionerne.

Frem til den 8. oktober tildelte eurosystemet i gennemsnit 175 mia. euro i primære markedsoperationer udført som auktioner til variabel rente. Tildelingsbeløbet varierede betydeligt i denne periode på grund af "frontloading"-politikken, der resulterede i faldende tildelingsbeløb i løbet

af reservekravsperioden samt stigende likviditetstilførsel via de langfristede markedsoperationer. Da fastrenteauktionerne med fuld tildeling blev indført for de primære markedsoperationer den 15. oktober 2008, steg tildelingsbeløbene markant til 291 mia. euro i gennemsnit. Ultimo 2008 udgjorde likviditeten tilført via de primære markedsoperationer 28 pct. af den samlede refinansiering, hvilket var betydeligt mindre end i de foregående år, hvor den udgjorde ca. 65-75 pct.

De langfristede markedsoperationer er månedlige likviditetstilførende operationer med en løbetid på tre måneder. Ud over disse operationer blev der gradvist indført en række yderligere supplerende langfristede operationer i løbet af 2008. Der blev ultimo året udført to supplerende langfristede operationer i hver reservekravsperiode, en med en løbetid på tre måneder, en med en løbetid på seks måneder og en markedsoperation med særlig løbetid, hvor løbetiden svarede til reservekravsperiodens længde. Indtil medio oktober blev de langfristede markedsoperationer og de supplerende langfristede markedsoperationer udført udelukkende som auktioner til variabel rente (dvs. uden en minimumsbudrente). Tildelingsbeløbet i de langfristede markedsoperationer og de supplerende langfristede operationer med en løbetid på tre måneder udgjorde i denne periode 50 mia. euro (med undtagelse af to supplerende langfristede operationer, der blev afviklet den 21. februar og 13. marts med et tildelingsbeløb på 60 mia. euro hver). I to af de langfristede markedsoperationer med en løbetid på seks måneder var beløbet 25 mia. euro (den 2. april og 9. juli), og i en var det 50 mia. euro (den 8. oktober).

Fra 30. oktober 2008 blev de langfristede markedsoperationer også udført som fastrenteauktioner med fuld tildeling. Den rente, der blev anvendt i alle disse operationer, var renten ved de primære markedsoperationer. Skiftet til fastrenteauktioner medførte også for de langfristede operationer en generel stigning i tildelingsbeløbene. I lyset af den stærke forventning om en nedsættelse af ECBs officielle renter, især mod slutningen af 2008, resulterede den faste rente, der blev anvendt ved disse auktioner, dog kun i

en beskedent stigning i tildelingsbeløbene for supplerende langfristede markedsoperationer med en løbetid på 3 eller 6 måneder. Ultimo 2008 udgjorde alle udestående langfristede markedsoperationer (langfristede markedsoperationer, supplerende langfristede markedsoperationer og markedsoperationer med særlig løbetid) tilsammen 617 mia. euro, hvilket var den største andel af ECBs refinansiering til banksektoren nogensinde med ca. 72 pct. af alle markedsoperationer.

De langfristede markedsoperationer er åbne for de samme modparter som de primære markedsoperationer. I 2008 deltog i gennemsnit 157 af disse modparter mod 145 i 2007. Indførelsen af fastrenteauktioner førte til et fald i det gennemsnitlige antal afgivne bud i de langfristede markedsoperationer fra 161 (i auktionerne til variabel rente) til 146 (i fastrenteauktionerne). I markedsoperationerne med særlig løbetid, der også er åbne for de samme modparter, deltog 210 modparter i auktionen til variabel rente afviklet den 30. september, mens gennemsnitligt 97 modparter deltog i de efterfølgende to fastrenteauktioner.

ECB kan udføre likviditetstilførende og likviditetsopsugende finjusterende operationer på ad hoc-basis for at styre likviditetsforholdene på markedet samt renterne. Indtil den 5. oktober udvalgte eurosystemet et begrænset antal af de modparter, der var mest aktive på pengemarkedet, til disse operationer (136 den 30. september 2008). På grundlag af en beslutning, som Styrelsesrådet traf den 6. oktober 2008, blev adgangen til finjusterende operationer udvidet ved, at der blev givet tilladelse til alle modparter, der var godkendt til at deltage i eurosystemets markedsoperationer på basis af standardauktioner, og som derudover opfyldte visse udvælgelseskriterier, der var nærmere fastlagt af de respektive nationale centralbanker.

ECB udførte 25 finjusterende operationer i 2008. Praksis med at gennemføre finjusterende operationer ultimo perioden blev fortsat i hele 2008, og 12 af disse operationer blev udført den sidste dag i reservekravsperioden. De resterende 13

blev udført som reaktion på de aktuelle likviditetsforhold og de korte pengemarkedsrenter. Den 2. og 3. januar, hvor spændingerne i forbindelse med årsafslutningen lettede, blev der udført likviditetsopsugende finjusterende operationer i en situation med overskydende likviditet. Den 20. og 31. marts blev der tilført likviditet i finjusterende operationer som følge af spændinger på pengemarkedet i forbindelse med påsken og Bear Stearns' konkurs. Med henblik på at imødegå det øgede pres på pengemarkederne i september udførte ECB ni finjusterende operationer mellem den 15. september og 9. oktober. Fem af operationerne var likviditetstilførende og fire var likviditetsopsugende.

STÅENDE FACILITETER

Modparterne kan anvende de to stående faciliteter på eget initiativ for at få adgang til dag-til-dag likviditet mod belånbare aktiver som sikkerhed eller for at foretage indlån på anfordring hos eurosystemet. Ved udgangen af 2008 havde 2.267 modparter adgang til den marginale udlånsfacilitet, og 2.802 modparter havde adgang til indlånsfaciliteten. Renten for disse faciliteter udgør i princippet en øvre og nedre grænse for dag-til-dag renten og er derfor af stor betydning for gennemførelsen af pengepolitikken.

I oktober 2008 besluttede Styrelsesrådet symmetrisk at indsnævre korridoren mellem de to renter fra 200 til 100 basispoint omkring renten ved de primære markedsoperationer med det formål at lette spændingerne på pengemarkedet. Sammen med de regelmæssige tildelinger i markedsoperationerne til fast rente førte dette tiltag til en betydelig stigning i anvendelsen af indlånsfaciliteten (se boks 10, figur A). Indtil den 8. oktober udgjorde den daglige anvendelse af indlånsfaciliteten i gennemsnit 2,5 mia. euro mod 0,5 mia. euro i 2007. I perioden fra 9. oktober indtil ultimo 2008 steg dette tal drastisk til 208,5 mia. euro. I denne periode fulgte anvendelsen af indlånsfaciliteten stort set det samme mønster i hver reservekravsperiode: Beløbene var forholdsvis beskedne i begyndelsen af perioden, men tiltog derpå, efterhånden som flere modparter opfyldte deres reservekrav.

Indtil den 8. oktober 2008 udgjorde den gennemsnitlige daglige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet 0,9 mia. euro (mod 0,2 mia. euro i 2007), hvorefter den steg til 6,7 mia. euro. Stigningen afspejler den relativt lavere rente på denne facilitet som følge af den indsnævrede korridor, men kan også til en vis grad hænge sammen med den øgede usikkerhed med hensyn til de enkelte bankers likviditetsbehov.

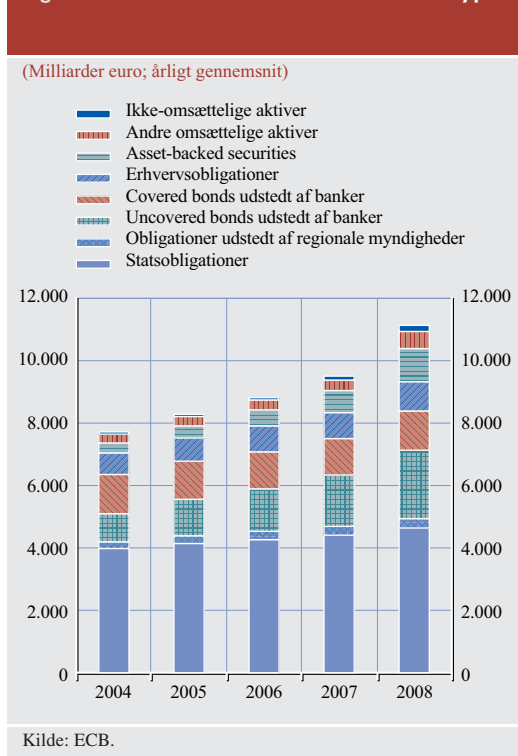
BELÅNBARE AKTIVER I PENGEPOLITISKE OPERATIONER

I overensstemmelse med den praksis, der anvendes af centralbanker verden over, skal alle eurosystemets kreditoperationer være dækket af passende sikkerhed. Begrebet passende indebærer for det første, at eurosystemet i vid udstrækning er beskyttet mod tab i sine kreditoperationer, og for det andet, at en lang række modparter bør have mulighed for at stille tilstrækkelig sikkerhed, således at eurosystemet kan tilføre den likviditet, det skønner nødvendigt, gennem pengepolitikken og betalingssystemet. Eurosyste­met accepterer derfor en lang række aktiver som sikkerhed i alle dets kreditoperationer. Dette kendetegn ved eurosystemets rammer for sikkerheds­stillelse samt det forhold, at en lang række modparter har adgang til eurosystemets markedsoperationer, har været afgørende for pengepolitik­kens gennemførelse i en vanskelig tid. De operationelle rammers indbyggede fleksibilitet gjorde det muligt for eurosystemet at tilføre den nødvendige likviditet til det trængte pengemarked uden at være begrænset af en udbredt mangel på sikkerhed i det meste af 2008. Eftersom refinansieringen blev udvidet ud over dag-til-dag i euro og amerikanske dollar og der skete en tilbagevenden til fastrenteauktioner med fuld til­deling, besluttede Styrelsesrådet mod årets udgang midlertidigt at udvide listen over belånbare, aktiver indtil ultimo 2009 (se boks 10).

I 2008 steg gennemsnitsværdien af de belånbare aktiver med 17,2 pct. i forhold til 2007 til i alt 11,1 billioner euro (se figur 43). Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor, som udgjorde 4,9 billioner euro, tegnede sig for 44 pct. af den samlede værdi, mens resten af de omsættelige belånbare aktiver var uncovered bonds (2,2 billi-

oner euro eller 20 pct.) eller covered bonds udstedt af banker (1,2 billioner euro eller 11 pct.), asset-backed securities (1,1 billioner euro eller 9 pct.), erhvervsobligationer (0,9 billioner euro eller 8 pct.) og andre obligationer, fx udstedt af overnationale organisationer (0,6 billioner euro eller 5 pct.). Den samlede mængde omsættelige aktiver, der kunne stilles som sikkerhed under de midlertidige foranstaltninger med en udvidet liste over belånbare aktiver, androg ca. 870 mia. euro ultimo 2008. Listen over belånbare aktiver omfatter også ikke-omsættelige aktiver, hovedsagelig gældsfordringer (også benævnt banklån). I modsætning til omsættelige aktiver vurderes ikke-omsættelige aktivers belånbarhed kun ved godkendelsen. Mængden af mulige belånbare ikke-omsættelige aktiver er således ikke let at måle. Mængden af ikke-omsættelige aktiver, som modparterne anvendte til sikkerheds­stillelse i eurosystemets kreditoperationer, nåede op på 0,2 billioner euro i 2008, dvs. 2 pct. af de samlede belånbare aktiver i eurosystemet. Den lavere kreditgrænse, der midlertidigt blev indført

Figur 43. Belånbare aktiver fordelt efter type



for at øge listen over belånbare aktiver (se boks 10), blev også anvendt på ikke-omsættelige aktiver.

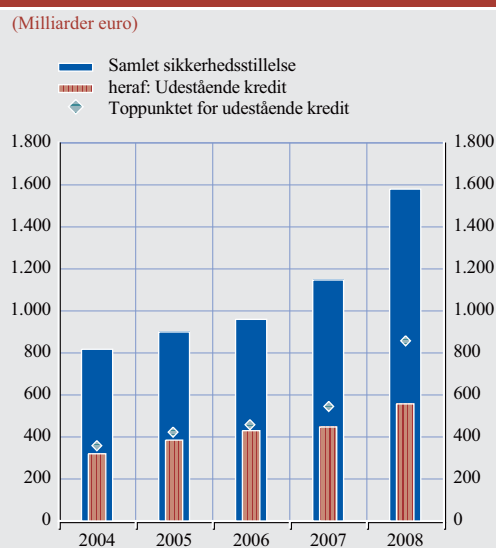
Den gennemsnitlige værdi af omsættelige og ikke-omsættelige aktiver, som modparterne anvendte til sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer, steg markant fra 1.148 mia. euro i 2007 (opjusteret fra 1.101 mia. euro) til 1.579 mia. euro i 2008. Den primære årsag til stigningen var, at modparterne stillede sikkerhed for store ekstra beløb over for eurosystemet som følge af uroen på de finansielle markeder (se figur 44). Som sammenligningen af sikkerhedsstillelsen med udestående hos eurosystemets modparter viser, var andelen af sikkerhedsstillelse, der ikke blev anvendt til at dække udestående i forbindelse med de pengepolitiske operationer, samlet set steget marginalt. Det tyder på, at mangel på sikkerhedsstillelse ikke har udgjort en systemisk begrænsende faktor for eurosystemets modparter trods den stigende likviditetstilbagegang i markedsoperationerne.

Hvad angår sammensætningen af den faktiske sikkerhedsstillelse, steg den gennemsnitlige andel af asset-backed securities fra 16 pct. i 2007 til 28 pct. i 2008 og overhalede dermed uncovered bonds udstedt af banker som den aktivtype, der udgjorde den største andel af sikkerhedsstillelsen i eurosystemet. Uncovered bonds udstedt af banker tegnede sig i gennemsnit for lidt under 28 pct. af den faktiske sikkerhedsstillelse i 2008. Den gennemsnitlige andel af ikke-omsættelige aktiver steg fra 10 pct. i 2007 til 12 pct. i 2008. Omvendt faldt den gennemsnitlige andel af statsobligationer fra 15 pct. i 2007 til 10 pct. i 2008. De nye aktivtyper, der midlertidigt var belånbare, tegnede sig for ca. 3 pct. af den samlede faktiske omsættelige sikkerhedsstillelse.

RISIKOSTYRING

Eurosystemet afbøder risikoen for modparter misligholdelse i en kreditoperation ved at kræve, at modparterne stiller passende sikkerhed. Eurosystemet er imidlertid stadig udsat for en række finansielle risici, herunder kredit-, markeds- og likviditetsrisici, hvis en modpart misligholder sine forpligtelser. Eurosystemet er desuden udsat

Figur 44. Sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer og udestående kredit i de pengepolitiske operationer

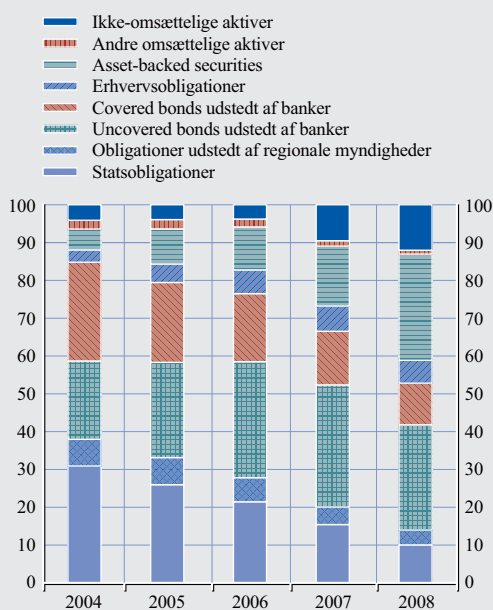


Kilde: ECB.

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

Figur 45. Aktiver (herunder gældsfordringer) til sikkerhedsstillelse, fordelt efter type

(I pct.; årligt gennemsnit)



Kilde: ECB.

for valutarisiko i forbindelse med likviditetstilførende operationer i fremmed valuta mod sikkerhedsstillelse i euro i lighed med dem, der blev udført i 2008. Med henblik på at reducere disse risici til et acceptabelt niveau fastholder eurosyste- met høje kreditstandarder for aktiver, der er godkendt som sikkerhed, vurderer dagligt sikkerheden og benytter sig af passende risikostyring. Eurosystemet har af forsigtighedshensyn etableret en stødpude mod potentielle tab i forbindelse med endelig afvikling af sikkerhed fra fem specifikke modparter, der misligholdt deres forpligtelser i 2008. Omfanget heraf gennemgås årligt indtil endelig afhændelse af sikkerheden og på baggrund af udsigterne til inddrivelse.¹ Mere generelt kvantificeres og rapporteres de finansielle risici i kreditoperationer løbende til ECBs besluttende organer.

Hvert andet år gennemgås risikostyringen af eurosystemets kreditoperationer. De aktiver, som eurosystemets modparter anvender som sikkerhed for den kredit, eurosystemet yder via sine markedsoperationer og den marginale udlånsfacilitet samt i form af kredit inden for dagen i forbindelse med betalingsformidling, underlægges risikostyring. Gennemgangen i 2008 førte til nogle tekniske finjusteringer af rammerne for risikostyring af eurosystemets kreditoperationer, men principperne om accept af en bred vifte af sikkerhedsstillelse blev helt og fuldt fastholdt. Finjusteringerne afspejler bl.a. forbedringer i metodikken, vurdering af markeds- og likviditetsrisici ved belånbare aktiver, modparternes faktiske anvendelse af belånbare aktiver samt nye finansielle instrumenter. De blev annonceret den 4. september 2008 og trådte i kraft den 1. februar 2009.

Haircuts for asset-backed securities og uncovered bonds udstedt af banker er blevet revideret i forbindelse med disse finjusteringer. Forbuddet mod at stille sikkerhed, der er udstedt eller garanteret af enheder, som er tæt knyttet til den modpart, der anvender aktivet som sikkerhed, er desuden blevet udvidet til også at omfatte specielle former for tætte forbindelser, der kan opstå, når asset-backed securities anvendes som sikkerhed. Pr. 1. februar 2009 kræves der større

gennemsigthed ved kreditvurdering af asset-backed securities, der er udstedt af et eksternt kreditvurderingsbureau.

Endelig har eurosystemet mulighed for om nødvendigt at begrænse eller udelukke anvendelsen af visse aktiver som sikkerhed ved sine kreditoperationer, også i forbindelse med de enkelte modparter, for at sikre, at eurosystemet er tilstrækkeligt beskyttet mod risiko i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 18.1.

1.2 VALUTAOPERATIONER

I 2008 foretog eurosystemet ingen interventioner på valutamarkedet af hensyn til politikformål. ECBs valutatransaktioner var udelukkende forbundet med investeringsaktiviteter. Desuden udførte ECB ingen valutaoperationer i valutaer fra lande, 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 17 tilfælde i 2008.

I lyset af den fortsatte volatilitet på de finansielle markeder i 2008 gennemførte eurosystemet også 73 operationer i forbindelse med Federal Reserve Systems USD Term Auction Facility (57 tilbageførselsforretninger mod belånbare aktiver som sikkerhed og 16 via EUR/USD valuta-swaps), og tilførte dermed likviditet i dollar til eurosystemets modparter, samt 15 likviditetstilførende operationer i schweizerfranc i samarbejde med Schweizerische Nationalbank (se også boks 10).

1.3 INVESTERINGSAKTIVITETER

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

¹ Se også pressemeddelelse af 5. marts 2009.

deltager i de operationelle investeringsaktiviteter, fra andre forretningsenheder.

FORVALTNING AF VALUTARESERVER

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

ECBs valutareserveportefølje består af amerikanske dollar, japanske yen, guld og SDR. Dollar- og yenreserverne forvaltes aktivt af ECB og de nationale centralbanker i euroområdet på vegne af ECB. Siden januar 2006 har der været en "currency specialisation model" for at forbedre effektiviteten af eurosystemets investeringsoperationer. Det betyder, at de enkelte nationale centralbanker som hovedregel kun får tildelt én andel i enten dollar- eller yenporteføljen, om end to nationale centralbanker for øjeblikket forvalter to.² I 2008 blev der indgået to aftaler, som gør det muligt for nogle nationale centralbanker at deles om forvaltningen af deres andel i ECBs valutareserver: Central Bank of Cyprus er gået sammen med Bank of Greece, og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta er gået sammen med Central Bank and Financial Services Authority of Ireland siden januar 2008. Fra og med januar 2009 forvalter Národná banka Slovenska en dollarportefølje på vegne af ECB.

I 2008 solgte ECB i alt 30 tons guld. Dette salg var i fuld overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 27. september 2004, som ECB har undertegnet. Provenuet fra salget af guld blev tillagt dollarporteføljen.

Værdien af ECBs valutareserveaktiver³ til aktuelle kurser og markedspriser steg fra 42,8 mia. euro ultimo 2007 til 49,5 mia. euro ultimo 2008,

hvoraf 38,5 mia. euro var i fremmed valuta – japanske yen og amerikanske dollar – og 11 mia. euro var i guld og SDR. Baseret på valutakurserne ultimo 2008 tegnede aktiver i amerikanske dollar sig for 77,5 pct. af valutareserverne, mens aktiver i japanske yen tegnede sig for 22,5 pct. Stigningen på 19,9 pct. i valutaporteføljens værdi kunne primært tilskrives kapitalgevinster og renteindtægter fra aktiviteter i forbindelse med porteføljeforvaltning, især hvad angår aktiver i amerikanske dollar. Apprecieringen af den japanske yen (med 30,8 pct.) og amerikanske dollar (med 5,8 pct.) over for euroen bidrog også til stigningen i valutaporteføljens værdi. Endelig tiltog ECBs valutareserver også som følge af investering af det ovennævnte provenu fra guldsalget. Værdien af beholdningerne af både guld og SDR steg med ca. 2,6 pct. i 2008 til trods for salget af 30 tons guld i årets løb. Værdiforøgelsen skyldtes hovedsagelig, at prisen på guld målt i euro steg med ca. 9,4 pct. i 2008. ECB havde ingen tab i valutareserverne som følge af investeringsmodparters misligholdelse.

Listen over instrumenter til investering af ECBs valutareserver blev ikke ændret i 2008. Renteswaps, der blev indført ultimo 2007, blev løbende anvendt i 2008. Det forberedende arbejde med at etablere automatisk værdipapirudlån for ECBs dollarportefølje blev færdiggjort i 2008. Planen er, at programmet starter i 2009, selv om det vil afhænge af markedsforholdene.

FORVALTNING AF EGENPORTEFØLJE

ECBs egenportefølje består af den investerede modpost til ECBs indbetalte kapital og det til enhver tid indestående i den almindelige reservefond samt hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldpri risici. Formålet med denne portefølje er at sikre ECB indtægter, som kan bidrage til at dække driftsudgifterne. Forvaltningen heraf skal maksimere den forventede

² Nærmere oplysninger findes i artiklen "Portfolio management at the ECB" i Månedsoversigten for april 2006.

³ Valutareserveaktiverne beregnes som officielle reserveaktiver ekskl. nettomarkedsværdien af valutaswaps, plus indeståender i fremmed valuta hos resider, minus på forhånd aftalte nettotæk på valutabeholdningen på et senere tidspunkt på grund af genkøbsforretninger og terminsforretninger. Mere detaljerede oplysninger om datakilder findes på <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

indtjening i henhold til en "nulunderskudsbe- grænsning" på et bestemt konfidensniveau. Por- teføljen investeres i eurodenominerede fastfor- rentede aktiver.

Markedsværdien af porteføljen steg fra 9,3 mia. euro ultimo 2007 til 10,2 mia. euro ultimo 2008. Stigningen kan tilskrives, at ECBs hensættelser i 2005 til dækning af valutakurs-, rente- og guld- prisisici samt afkast af investeringer og bidrag fra Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta til ECBs egenkapi- tal efter euroens indførelse i Cypern og Malta blev investeret i egenporteføljen.

Listen over godkendte udstedere af covered bonds og senior uncovered bonds blev udvidet en smule i 2008. Der var ingen tab som følge af investeringsmodparters misligholdelse.

RISIKOSTYRING

De finansielle risici, som ECB er eksponeret over for i forbindelse med sine investeringsakti- viteter, overvåges og måles nøje for at holde dem inden for de rammer, som ECBs besluttende or- ganer har fastlagt. Der er til dette formål etable- ret en detaljeret grænsestruktur og daglig over- vågning af, at grænserne overholdes. Løbende rapportering sikrer, at alle interessenter er til- strækkeligt informeret om omfanget af sådanne risici.

I 2008 styrkede ECB yderligere rammerne for ri- sikostyring i forbindelse med investeringsopera- tioner gennem en opgradering af it-systemerne og finjustering af metoderne til vurdering af kre- ditrisiko. De overordnede rammer viste sig at være robuste over for den finansielle krise, og der opstod ingen tab som følge af en modparts el- ler udsteders misligholdelse. Som led i bestræ- belserne på at fremme udviklingen af avancerede metoder til strategisk allokering af aktiver i cen- tralbankerne afholdt ECB sammen med Ver- densbanken og BIS desuden den første konfe- rence om strategisk aktivallokering for central- banker og statslige investeringsfonde i Frankfurt den 24. og 25. november 2008.

En af de indikatorer, der benyttes til at overvåge markedsrisici, er Value-at-Risk (VaR), som er et skøn over det maksimale tab på en aktivpor- tefølge, der med en given sandsynlighed kan for- ventes inden for en nærmere angivet periode. Denne indikators værdi afhænger af en række parametre, der benyttes til beregningen, især konfidensniveau, tidshorisont og den tidsperi- ode, der anvendes til at estimere volatiliteten i aktivpriserne. Det kan illustreres ved følgende eksempel: Hvis man til beregning af denne indi- kator for ECBs investeringsportefølge den 31. december 2008 anvender et konfidensniveau på 95 pct., en horisont på et år og en tidsperiode på et år som grundlag for volatiliteten i aktivpri- serne, er resultatet en VaR på 9.185 mio. euro. Hvis den samme indikator beregnes med en tids- periode på fem år i stedet for et, er resultatet en VaR på 5.823 mio. euro. Hovedparten af denne markedsrisiko skyldes valuta- og guldprisisici. Den lave renterisiko afspejler den fortsat for- holdsvis lave modificerede varighed på ECBs in- vesteringsporteføljer i 2008.

2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Det er eurosystemets lovbestemte opgave at fremme betalingssystemernes smidige funktion. Det vigtigste instrument til at udføre denne opgave – ud over overvågningsfunktionen (se afsnit 4 i kapitel 4) – er betalings- og værdipapirafviklingsfaciliteter. Derfor har eurosystemet etableret Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system, kaldet Target, til store, tidskritiske betalinger i euro. Det teknisk decentraliserede førstegenerations-system blev gradvis afløst af et andengenerations-system (Target2), som bygger på en fælles teknisk infrastruktur, den fælles platform (Single Shared Platform, SSP). Tre centralbanker i eurosystemet – Banca d'Italia, Banque de France og Deutsche Bundesbank – driver i fællesskab platformen på vegne af eurosystemet. Migreringen til Target2 begyndte i november 2007 og afsluttedes i maj 2008.

Hvad angår sikkerhedsstillelse, tilbyder eurosystemet og markedet en række kanaler, der gør det lettere at stille sikkerhed på tværs af landegrænser. I 2008 fortsatte eurosystemet med at arbejde sammen med markedsdeltagerne om udviklingen af Target2-Securities (T2S) med henblik på værdipapirafvikling i centralbankpenge via en fælleseuropæisk teknisk platform med harmoniserede processer og procedurer. Projektet blev godkendt af Styrelsesrådet i juli 2008, og de tekniske specifikationer er nu ved at blive fastlagt. Med T2S harmoniseres den indenlandske og grænseoverskridende afvikling af værdipapirtransaktioner i centralbankpenge inden for euroområdet.

2.1 TARGET-SYSTEMET

Target spiller en vigtig rolle i gennemførelsen af den fælles pengepolitik og i forhold til pengemarkedet i euroområdet. Target-systemet kan tilbyde reeltidsafvikling i centralbankpenge og har en bred markedsdækning. Det håndterer store, tidskritiske transaktioner og tiltrækker også en lang række andre betalinger. Target er tilgængeligt for betalinger i euro mellem de deltagende banker uden øvre eller nedre grænser med hensyn til værdi. Betalinger afvikles mellem banker

inden for et EU-land (indenlandske betalinger) og mellem banker i forskellige EU-lande (grænseoverskridende betalinger).

MIGRERINGEN TIL TARGET2

Target-systemet blev sat i drift den 4. januar 1999 i forbindelse med euroens indførelse. Det bestod oprindeligt af 15 nationale reeltidsbruttoafviklingssystemer (RTGS-systemer) samt ECBs betalingsmekanisme (EPM). Selv om systemet var en succes, havde Target en række mangler som følge af den uensartede tekniske udformning og den decentrale struktur. For at udbedre disse mangler og tage højde for den fremtidige udvikling, herunder yderligere udvikelse af euroområdet, lancerede eurosystemet Target2-projektet i oktober 2002.

Formålet med Target2 var at skabe en strømnet version af det oprindelige Target-system, der bedre ville kunne opfylde brugernes behov. Systemet skulle tilbyde harmoniserede ydelser og en ensartet prisstruktur og samtidig være omkostningseffektivt. Target2 er også udviklet med henblik på at kunne reagere fleksibelt og hurtigt på fremtidige ændringer såsom udvidelse af euroområdet og EU.

Target2-systemet blev sat i drift den 19. november 2007, hvor den første landegruppe (Tyskland, Cypern, Letland, Litauen, Luxembourg, Malta, Østrig og Slovenien) migrerede til SSP. Overgangen forløb gnidningsløst, og det blev bekræftet, at Target2 var en stabil platform. Allerede efter første migreringsbølge blev ca. 50 pct. af de samlede Target-transaktioner antalsmæssigt og 30 pct. værdimæssigt afviklet på Target2.

Den 18. februar 2008 overgik den anden landegruppe (Belgien, Irland, Spanien, Frankrig, Holland, Portugal og Finland) uden problemer til SSP, og den 19. maj fulgte den sidste gruppe (Danmark, Estland, Grækenland, Italien, Polen og ECB) trop. Centralbankerne havde på forhånd sikret, at alle brugergrupper havde afsluttet de relevante testaktiviteter til tiden. Fra november 2007 til maj 2008 var der iværksat en række procedurer til sikring af, at brugere, der migrerede senere (og derfor stadig benyttede første genera-

tion af Target), kunne kommunikere effektivt med dem, der allerede benyttede den fælles Target2-plattform. Den seks måneder lange migreringsproces gik glat og medførte ingen driftsforstyrrelser.

TARGET-OPERATIONER

Target fungerede smidigt i 2008 og fortsatte med at afvikle stadig flere betalinger i euro. Systemets markedsandel lå stabilt, idet 90 pct. af den samlede omsætning i systemerne for store betalinger i euro blev afviklet via Target. Det gennemsnitlige antal betalinger behandlet i Target hver dag steg med 1 pct., til 369.966, mens den gennemsnitlige værdi steg med 10 pct., til 2.667 euro. Den 22. december 2008 nåede Target et toppunkt på 576.324 transaktioner, det højeste antal nogensinde. Tabel 11 viser en oversigt over betalinger i Target i 2008 i forhold til året før.

Target-systemets samlede tilgængelighed, dvs. deltagernes mulighed for at anvende Target i åbningstiden, uden at der sker fejl, nåede i 2008 op på 99,79 pct. Det er værd at bemærke, at det er den højeste opetid siden Targets begyndelse i 1999, og at migreringen til Target2 ikke havde nogen negativ indvirkning på systemets tilgængelighed. Over 99,76 pct. af betalingerne på den fælles Target2-plattform blev behandlet inden for 5 minutter. Tilbagemeldingerne fra Target2-brugerne om systemets performance har været meget positive.

I december 2008 havde 900 direkte deltagere en RTGS-konto på den fælles Target2-plattform. Nedgangen i forhold til de 1.072 direkte deltagere, der havde konto i det oprindelige Target-system, da migreringen begyndte, har to hovedårsager. For det første genovervejede en række kreditinstitutter deres direkte deltagelse i forbindelse med migreringen og valgte i stedet at koble sig på indirekte via en direkte deltager. For det andet gav Target2 banker et stærkt incitament til at rationalisere deres likviditetsstyring i euro og centralisere den på færre RTGS-konti. Det samlede antal banker (inkl. filialer og datterselskaber), der på verdensplan kan nås gennem Target2, har ligget stabilt på omkring 52.000.

Tabel 11. Betalinger i Target¹⁾

Mængde (antal transaktioner)	2007	2008	Ændring (i pct.)
Samlet			
I alt	93.375.701	94.711.380	
Dagligt gennemsnit	366.179	369.966	1,03
Indenlandske betalinger²⁾			
I alt	72.574.446	69.212.880	
Dagligt gennemsnit	284.606	270.363	-5,00
Grænseoverskridende betalinger			
I alt	20.801.255	25.498.500	
Dagligt gennemsnit	81.574	99.604	22,10
Værdi (milliarder euro)	2007	2008	Ændring (i pct.)
Samlet			
I alt	616.731	682.780	
Dagligt gennemsnit	2.419	2.667	10,28
Indenlandske betalinger²⁾			
I alt	395.412	466.572	
Dagligt gennemsnit	1.551	1.823	17,54
Grænseoverskridende betalinger			
I alt	221.319	216.208	
Dagligt gennemsnit	868	845	-2,69

Kilde: ECB.

1) Der var 255 åbningdage i 2007 og 256 i 2008.

2) Herunder betalinger for fjemdeltagere.

FORHOLDET TIL TARGET2-BRUGERNE

Det aktive samarbejde mellem eurosystemet og de fremtidige brugere om udviklingen af Target2 var en stor fordel. Det gav en meget bedre forståelse for markedskravene og var med til at sikre en gnidningsløs migrering og en høj grad af accept blandt systemets brugere.

Samarbejdet fortsatte også efter migreringen. Eurosyste­met holder tæt kontakt til Target2-brugerne, og der blev afholdt regelmæssige møder mellem de nationale centralbanker i euroområdet og de nationale Target2-brugergrupper i 2008. Desuden var der regelmæssige fællesmøder mellem eurosyste­mets Working Group on Target2 og den europæiske banksektors Target Working Group, hvor de driftsmæssige aspekter af Target2 blev drøftet. De strategiske aspekter blev behandlet i Contact Group on Euro Payments Strategy, som består af repræsentanter



fra bankernes og centralbankernes øverste ledelse.

TILSLUTNINGEN TIL TARGET FOR LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET

Alle lande i euroområdet deltager i Target, da alle eurotransaktioner med eurosystemet skal afvikles over denne platform. EU-lande uden for euroområdet har mulighed for frivilligt at tilslutte sig Target i forbindelse med afvikling af transaktioner i euro i disse lande.⁴ Da Cypern og Malta indførte euroen den 1. januar 2008, benyttede Central Bank of Cyprus, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta og deres respektive nationale brugere allerede Target-systemet. I forbindelse med Slovakiets indtræden i euroområdet den 1. januar 2009 tilsluttede Národná banka Slovenska sig også systemet.

DEN FREMTIDIGE UDVIKLING

Det forventes, at Target2-brugerne hvert år får adgang til en opdateret version af SSP med en række forbedringer og nye funktioner. Indholdet vil blive defineret i samarbejde med en bred gruppe brugere. Den første opdatering af SSP gik i luften den 17. november 2008. Indholdet byggede hovedsaglig på den nye SWIFT-standard, som blev lanceret samme dag. Undtagelsesvis er der planlagt to opdateringer i 2009. Den første, der kommer i maj, skal forbedre grænsefladen til tilknyttede systemer, navnlig ved at tilbyde afvikling på tværs af værdipapircentraler. Den anden opdatering – i november – vil indeholde en række forbedringer, som brugerne har ønsket.

2.2 TARGET2-SECURITIES

Det europæiske værdipapirafviklingsmarked er stadig meget fragmenteret, selv om der ses en positiv udvikling i form af øget konsolidering og samarbejde. Det store antal afviklingssystemer er en af årsagerne til, at afviklingsomkostningerne er langt højere for grænseoverskridende transaktioner inden for EU end for indenlandske transaktioner eller transaktioner inden for USA. Samtidig efterspørges der i stigende grad en in-

tegreret infrastruktur til værdipapirafvikling i Europa.

I 2006 foreslog eurosystemet T2S som et modtræk mod den fragmenterede afviklingsinfrastruktur. T2S er en platform til afvikling i flere valutaer, der ejes og drives af eurosystemet og vil give europæiske værdipapircentraler mulighed for at afvikle værdipapirtransaktioner i centralbankpenge. Der vil fortsat bestå et juridisk forhold mellem de deltagende værdipapircentraler og deres kunder, ligesom værdipapircentralerne vil have depot- og notarfunktioner. T2S leverer en fælles teknisk platform, hvor alle EU-værdipapirer kan udveksles mod euro og andre deltagende valutaer gennem standardiserede processer og kommunikationsmidler. Desuden vil T2S mindske deltagernes likviditetsbehov og finansielle risici betydeligt i kraft af funktioner såsom automatisk sikkerhedsstillelse (dvs. automatisk generering af kredit i centralbankpenge inden for dagen mod sikkerhedsstillelse, når køber ikke har tilstrækkelige likvide midler til at afvikle værdipapirtransaktioner), løbende optimering, recirkulationsmekanismer og natlig afvikling. Desuden vil muligheden for at afvikle alle EU-værdipapirtransaktioner i centralbankpenge på én platform fjerne den potentielle finansielle risiko, som deltagerne løber i forbindelse med afvikling på tværs af værdipapircentraler. T2S sikrer således mere effektiv forvaltning af sikkerhedsstillelsen, så brugerne kan optimere deres finansiering på tværs af EU-aktiver, og bidrage dermed til et stabilt finansielt system.

I december 2007 færdiggjorde den rådgivende T2S-gruppe⁵ første udkast til T2S-brugerkravene, der beskriver værdipapircentralernes og markedsdeltagernes ønsker til T2S-funktioner. ECB koordinerede processen og spillede en hovedrolle i forbindelse med udarbejdelsen af udkastet. Den 18. december 2007 sendte eurosystemet de definerede brugerkrav og metoden til

4 I hele 2008 var følgende lande uden for euroområdet tilsluttet Target: Danmark, Estland, Letland, Litauen og Polen.

5 "T2S Advisory Group" består af repræsentanter fra de nationale centralbanker og fra værdipapircentralerne samt markedsdeltagere.

analyse af den økonomiske virkning i offentlig høring.

Den rådgivende gruppe færdiggjorde brugerkravene på grundlag af de modtagne høringssvar. Den 23. maj 2008 inviterede Styrelsesrådet alle europæiske værdipapircentraler til at deltage i T2S-initiativet og gav dem detaljerede oplysninger om det hidtidige arbejde.

Alle værdipapircentraler i euroområdet bortset fra én mindre central tilkendegav, at de under visse betingelser er villige til at benytte T2S-plattformen, når den sættes i drift. Desuden angav VP i Danmark og Danmarks Nationalbank, at de ville benytte T2S til afvikling af værdipapirtransaktioner i både danske kroner og euro. Yderligere har værdipapircentralerne i Sverige, Schweiz og Storbritannien tilkendegivet, at de ønsker at deltage i forbindelse med afvikling i euro. På baggrund af denne brede tilslutning fra værdipapircentralerne i Europa lancerede Styrelsesrådet officielt T2S-projektet den 17. juli 2008, og platformen ventes at være på plads senest i 2013. Styrelsesrådet godkendte også den endelige version af brugerkravene og overdrog den tekniske udvikling og drift af T2S til Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France og Banca d'Italia.

Som angivet i styringsrammen for specifikationsfasen blev der efterfølgende nedsat en ny "Advisory Group", der består af et ligeligt antal repræsentanter for centralbanker, værdipapircentraler og brugere. Det første møde blev holdt i oktober 2008, hvor der blev nedsat seks undergrupper, der skulle planlægge T2S-arbejdsgangene. To af undergrupperne fokuserer på harmonisering – den ene på "proceseffektivitet", den anden på "corporate actions". Endelig sikres koordinering i forhold til eksisterende harmoniseringsinitiativer, navnlig det arbejde, der udføres af Europa-Kommissionen (fx inden for Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group II og Legal Certainty Group).

Desuden blev der i 2008 etableret en proces for styring af ændringer i T2S-brugerkravene, og ar-

bejdet med at definere de generelle funktions-specifikationer til T2S på grundlag af brugerkravene gik i gang. ECB rådgav centralbankerne uden for euroområdet, så de i samarbejde med de lokale værdipapircentraler og markedsdeltagere kunne beslutte, om deres valutaer skulle med i T2S. Ultimo 2008 havde værdipapircentralen i Litauen og Lietuvos bankas bekræftet, at de planlagde at afvikle værdipapirtransaktioner i litas foruden euro via T2S. Desuden tilkendegav værdipapircentralerne i Bulgarien, Estland og Rumænien, at de ville bruge T2S til afvikling af deres transaktioner i euro. De juridiske og kontraktmæssige rammer for samarbejdet mellem de deltagende værdipapircentraler og eurosystemet er ved at blive fastlagt.

2.3 AFVIKLINGSPROCEDURER FOR SIKKERHED

Belånbare aktiver kan bruges som sikkerhed for alle kreditoperationer i eurosystemet, ikke kun inden for et land, men også på tværs af nationale grænser. Siden euroens indførelse er brugen af sikkerhedsstillelse på tværs af grænser steget støt. Værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i eurosystemet steg fra 683 mia. euro i december 2007 til 861 mia. euro i december 2008. I alt udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ultimo 2008 45,0 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosystemet.

Der er to vigtige kanaler til grænseoverskridende sikkerhedsstillelse, nemlig eurosystemets korrespondentcentralbankmodel (CCBM) og godkendte links mellem værdipapirafviklingssystemer i euroområdet.

EUROSYSTEMETS FORVALTNING AF SIKKERHEDSSTILLELSE

CCBM var fortsat den mest benyttede kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed i eurosystemets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen. CCBM tegnede sig for 36,7 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosystemet i 2008. Aktiver forvaltet via CCBM steg fra 558 mia. euro ultimo 2007 til 713 mia. euro ultimo 2008.

CCBM-rammerne er blevet revideret med henblik på integration af nye eurolande. I forbindelse med Slovaokiets indtræden i euroområdet blev der underskrevet en CCBM-aftale med Národná banka Slovenska.

Selv om CCBM har været en succes og har bidraget væsentligt til den finansielle integration, har den også visse ulemper, især fordi den oprindeligt var tænkt som en midlertidig løsning og bygger på princippet om minimal harmonisering. Disse ulemper samt den stigende brug af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse foranledigede Styrelsesrådets beslutning af 8. marts 2007 om at gennemgå eurosystemets eksisterende procedurer til forvaltning af sikkerhedsstillelse og at skabe et nyt system til forvaltning af sikkerhedsstillelse i eurosystemet, Collateral Central Bank Management (CCBM2), der bygger på en fælles platform. Gennem offentlige høringer og ad hoc-møder blev markedsdeltagerne inddraget i processen med at definere principperne for og brugerkravene til CCBM2.

De positive tilbagemeldinger på eurosystemets initiativ betød, at Styrelsesrådet den 17. juli 2008 besluttede at lancere CCBM2-projektet. Udviklingen og driften af CCBM2 på vegne af eurosystemet er uddelegeret til Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique og De Nederlandsche Bank med henblik på implementering af systemet før eller senest samtidig med idriftsættelsen af T2S.

Målet for CCBM2 er at konsolidere eurosystemets interne systemer til forvaltning af sikkerhedsstillelse, så de bliver mere effektive. Navnlig sigtes der mod så vidt muligt at rette op på ulemperne i den nuværende struktur ved at optimere omkostningerne for sikkerhedsstillelse og forbedre likviditetsstyringen. CCBM2 er mere vidtgående end den nuværende CCBM, da der bliver tale om et fælles sæt procedurer med et harmoniseret serviceniveau for levering og accept af alle former for godkendt sikkerhed (værdipapirer og ikke-omsættelige aktiver), både inden for et land og på tværs af landegrænser.

Det bliver frivilligt for euroområdet nationale centralbanker at deltage i CCBM2, og systemet bliver modulbaseret. Et af modulerne – meddelelsesrouteren – bliver obligatorisk for de nationale centralbanker, der deltager i CCBM2. Det sikrer standardiseret interaktion mellem eurosystemet og modparterne. De øvrige moduler, der bruges til den faktiske håndtering af omsættelige og ikke-omsættelige aktiver, vil fortsat være valgfri. Modulopbygningen giver de nationale centralbanker fleksibilitet til at vælge de CCBM2-elementer, som de og deres markeder har brug for. CCBM2 vil nemt og hurtigt kunne tilpasses ændringer i eurosystemets sikkerhedsstillelse og driftsmæssige rammer samt markedsudviklingen.

I den nuværende fase af projektet er eurosystemet ved at udvikle detaljerede specifikationer til brugerne på grundlag af de godkendte brugerkrav⁶. Eurosystemet vil føre en åben dialog med markedsdeltagerne gennem alle senere faser af CCBM2-projektet.

GODKENDTE LINKS MELLEML NATIONALE VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER

Nationale værdipapirafviklingssystemer kan forbindes ved hjælp af kontraktbaserede og operationelle aftaler med henblik på grænseoverskridende overførsel af godkendte 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 60 direkte og 6 relayed links, hvoraf kun et begrænset antal anvendes aktivt. Desuden dækker disse links kun dele af euroområdet. Links er godkendt til eurosystemets kreditoperationer, hvis de lever op til eurosystemets brugerstandarder (se afsnit 4 i kapitel 4).

Sikkerhed forvaltet via links steg fra 125 mia. euro i december 2007 til 148 mia. euro i december 2008, men udgjorde kun 8,3 pct. af den samlede (grænseoverskridende og indenlandske) sikkerhedsstillelse i eurosystemet i 2008 sammenholdt med 8,9 pct. i 2007.

⁶ Se http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html.

3 SEDLER OG MØNTER

3.1 UDVIKLINGEN I CIRKULERENDE EUROSEDLER OG -MØNTER OG HÅNDBEREGNINGEN DERAFT

EFTERSPØRGSEL EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

Ultimo 2008 var der 13,1 mia. cirkulerende eurosedler til en samlet værdi af 762,8 mia. euro. Det var en stigning i antal på 8,3 pct., svarende til en værdimæssig stigning på 12,7 pct. i forhold til ultimo 2007 (12,1 mia. sedler til en samlet værdi af 676,6 mia. euro).

Efterhånden som uroen på de finansielle markeder spidsede til, sås en kraftig stigning i antallet af cirkulerende eurosedler i første halvdel af oktober 2008, svarende til en værdi på 35-40 mia. euro.

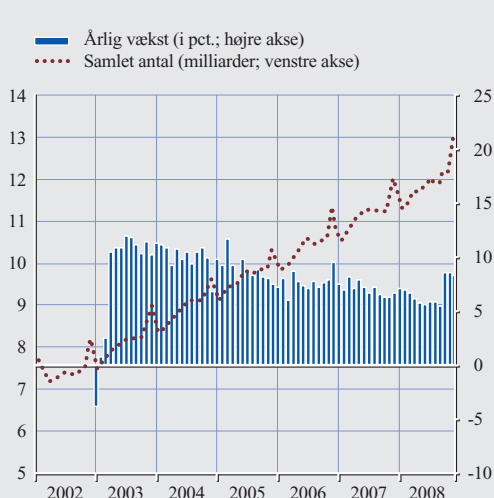
I 4. kvartal 2008 var der en særlig høj efterspørgsel efter 100- og 500-eurosedler, der i høj grad var drevet af efterspørgsel fra lande uden for euroområdet. Ultimo året var den gennemsnitlige værdi af sedler i cirkulation derfor steget til 58,15 euro (sammenlignet med 55,85 euro året før).

Statistikkerne viser, at euroområdet kreditinstitutters nettoforsendelse af eurosedler til destinationer uden for euroområdet i alt nåede op på ca. 96 mia. euro ved udgangen af december 2008, dvs. 13 pct. af den samlede værdi af de cirkulerende eurosedler. Det skyldtes stigende efterspørgsel fra udenlandske resider. Eftersom eurosedler også kan forlade euroområdet på andre måder (fx hvis turister tager dem med, eller gæstearbejdere sender dem til hjemlandet), anslås det, at tæt på 20 pct. (værdimæssigt) af de cirkulerende eurosedler befinder sig hos resider uden for euroområdet.

Figur 46 og 47 viser den støttestigning i det samlede antal og værdien af cirkulerende eurosedler samt den årlige vækst.

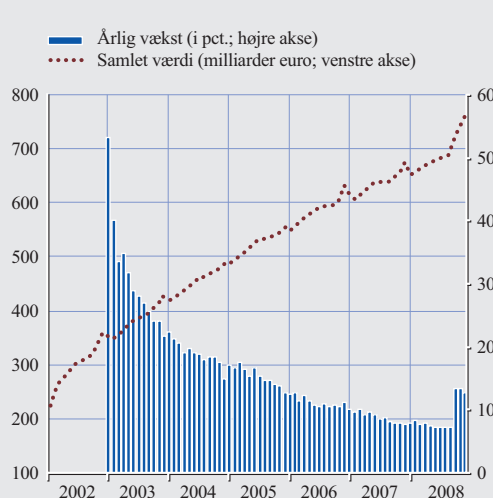
Hvad angår fordelingen efter seddelværdi, viste 500-eurosedlen, som i høj grad anvendes til konstant opsparing, den største stigning, idet cirkulationen ultimo 2008 var 17,1 pct. større end et år tidligere. Derefter fulgte 100-, 50- og 200-eurosedlen, der voksede med henholdsvis 14,2 pct., 10,6 pct. og 9,3 pct. De antalsmæssige stigninger

Figur 46. Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2008



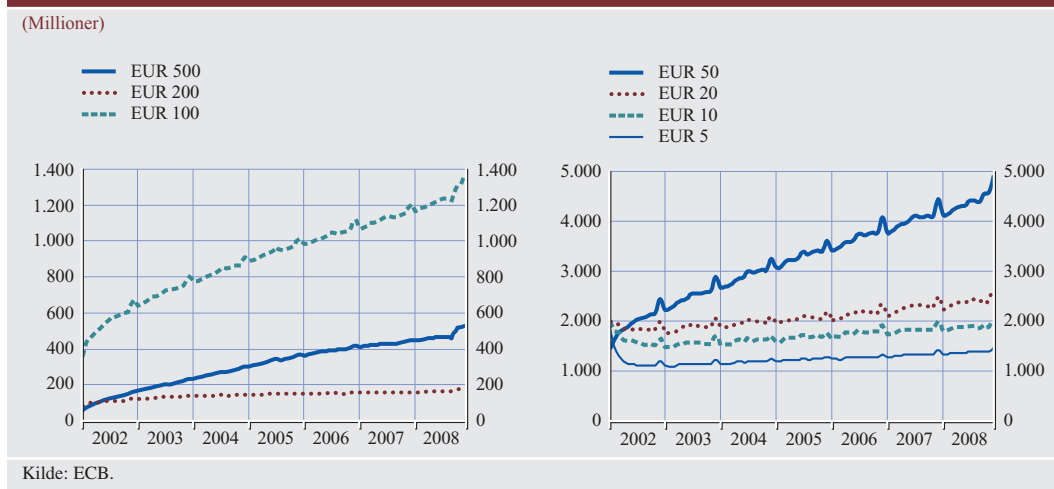
Kilde: ECB.

Figur 47. Samlet værdi af eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2008



Kilde: ECB.

Figur 48. Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2008



for de mindre sedler var mellem 3 og 6 pct. (se figur 48).

I 2008 steg antallet af cirkulerende euromønter (dvs. nettocirkulationen ekskl. de nationale centralbankers beholdninger) med 7,9 pct. til 82,3 mia., mens værdien af de cirkulerende mønter steg med 5,7 pct. til 20,4 mia. euro. 1- og 2-centmønterne stod for størstedelen af stigningen. Andelen af små mønter, dvs. 1, 2 og 5 cent, af det samlede antal cirkulerende mønter lå stabilt på 59 pct.

EUROSYSTEMETS HÅNDTERING AF EUROSEDLER

Euroområdet nationale centralbanker udstedte i 2008 34,1 mia. eurosedler, mens 33,2 mia. eurosedler blev returneret. Returneringsfrekvensen⁷ for eurosedler lå næsten uændret på 2,79, hvilket betyder at eurosedlernes ægthed og egnethed til cirkulation i gennemsnit blev kontrolleret af fuldautomatiske maskiner i de nationale centralbanker hver 4. måned.

Siden 2004 har eurosystemet gennemført årlige undersøgelser med henblik på at overvåge kvaliteten af de cirkulerende eurosedler i euroområdet. I 2008 sås en tendens til, at de cirkulerende eurosedler generelt var i en bedre stand. Eurosedlernes kvalitet er også blevet mere ensartet inden for euroområdet som følge af eurosyste-

rets koordinerede sorterings- og udstedelsespolitikker. De nationale centralbanker fandt ca. 5,6 mia. eurosedler, der var uegnede til cirkulation og derfor blev udskiftet. Uegnethedsprocenten⁸ lå på ca. 17,0, dvs. tæt på niveauet året før.

3.2 FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

FALSKKE EUROSEDLER

I alt modtog de nationale analysecentre⁹ ca. 666.000¹⁰ falske eurosedler i 2008, hvilket er en stigning i forhold til de ret stabile tal i de foregående år. Antallet af ægte eurosedler i cirkulation steg dog også markant i 2008. Sammenlignet med antallet af ægte eurosedler i cirkulation, der nåede op på 13,1 mia. ultimo 2008, er der meget få falske sedler. Sandsynligheden for tilfældigvis at modtage en falsk euroseddelt i cirkulation er derfor fortsat særdeles lav. Figur 49 viser udviklingen i antallet af falske eurosedler, der tages

⁷ Defineret som det samlede antal eurosedler, der returneres til de nationale centralbanker inden for en given periode divideret med det gennemsnitlige antal cirkulerende pengesedler i perioden.

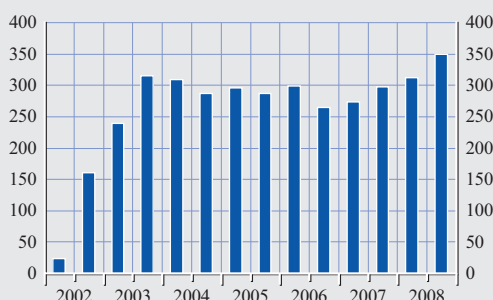
⁸ Defineret som antallet af uegnede eurosedler i en given periode divideret med det samlede antal eurosedler, der sorteres i den pågældende periode.

⁹ Centre i de enkelte EU-lande, som udfører foreløbige analyser af falske eurosedler på nationalt plan.

¹⁰ Tallet skal justeres en anelse som følge af sen rapportering, især fra lande uden for EU.

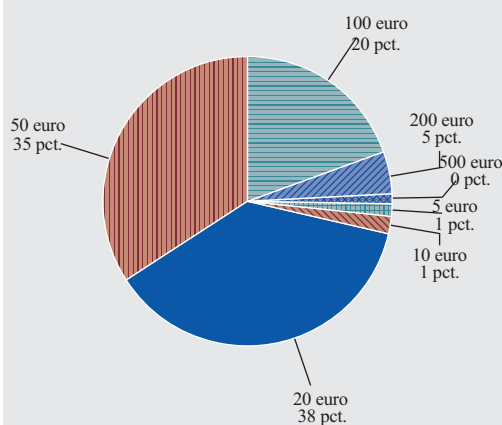
Figur 49. Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2008

(Tusinder)



Kilde: ECB.

Figur 50. Fordeling af falske eurosedler efter seddelværdi i 2008



Kilde: ECB.

Anm.: Tallene er afrundet til nærmeste procentpoint.

ud af cirkulation, for hvert halvår siden indførelsen af eurosedler. 20- og 50-eurosedlen var genstand for flest forfalskninger i 2008, nemlig ca. tre fjerdedele af det samlede antal. Figur 50 viser fordelingen af forfalskninger efter seddelværdi.

Offentligheden kan trygt stole på euroens sikkerhed: Den har bevist, at den er en godt beskyttet valuta, både i kraft af de avancerede sikkerhedselementer og de effektive europæiske og nationale retshåndhævende myndigheder. Denne tillid bør dog aldrig være blind, og ECB råder stadig offentligheden til at være på vagt over for forfalskninger og huske "føl-se-vip"-metoden.¹¹ Eurosystemet gør fortsat meget for at sikre, at både offentligheden og kontanthåndterende virksomheder er velinformede om, hvordan man afslører en falsk seddel.

BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

Eurosystemet fortsatte i 2008 sit tætte samarbejde med Europol og Europa-Kommissionen (især Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig, OLAF) om bekæmpelse af forfalskning af euroen. Eurosystemet gør en aktiv indsats, både i og uden for EU, for at uddanne kasserere i at genkende og håndtere falske sedler.

Eurosystemet deltager aktivt i arbejdet i centralbankernes center for bekæmpelse af forfalskning (Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG)), en arbejdsgruppe bestående af 31 centralbanker og seddeludstedende myndigheder, der arbejder sammen i G10-regi. Arbejdsgruppen støtter forskning i teknikker til at forebygge ulovlig reproduktion af pengesedler. ECB huser det internationale center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC)), der fungerer som teknisk center for alle CBCDG-medlemmer. Dets væsentligste rolle er at yde teknisk bistand og at drive et centraliseret kommunikationssystem for alle, som arbejder med beskyttelse mod forfalskning. Desuden har ICDC et websted¹², hvor offentligheden kan finde oplysninger og vejledning om gengivelse af pengesedler samt link til landespecifikke websteder.

¹¹ Se også <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.da.html>.

¹² Se <http://www.rulesforuse.org>.

3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

PRODUKTION AF EUROSEDLER

I 2008 blev der i alt fremstillet 6,4 mia. eurosedler i forhold til 6,3 mia. i 2007.

Fremstillingen af eurosedler var også i 2008 underlagt det decentrale puljesystem, som blev indført i 2002. Det betyder, at hver national centralbank i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af den samlede produktion af et begrænset antal seddelværdier. Tabel 12 viser en oversigt over produktionsfordelingen i 2008.

ECI-PILOTPROGRAMMET

To store banker, der begge er aktive på engrosmarkedet for pengesedler, stod i 2008 for det ECI-pilotprogram (extended custodial inventory) for eurosedler i Asien, som blev lanceret i 2007. Et ECI er et kontantdepot hos en bank (ECI-bank), der opbevarer sedler og mønter. ECI'er fremmer den internationale distribution af eurosedler og bidrager med statistiske oplysninger om cirkulationen af eurosedler uden for euroområdet samt oplysninger om fundne forfalskninger i deres region. Programmet har været en succes, og Styrelsesrådet besluttede derfor i marts 2008 at lancere et treårigt ECI-program på grundlag af erfaringerne med pilotprogrammet. Efter indhentning af underhåndsbud ansøgte tre banker, der er aktive i engrosmarkedet for pengesedler, om det treårige ECI-program. Én begyndte at operere i Hongkong og en anden i Singapore i februar 2009, og den tredje forventes at

iværksætte sine ECI-aktiviteter i Hongkong medio 2009. De er de logistiske knudepunkter for handel med eurosedler i Østasien, som er den region uden for Europa, hvor der bruges flest eurosedler. Deutsche Bundesbank er den logistiske og administrative modpart til ECI-bankerne. Inden de tre år er gået, tager eurosystemet stilling til, om ECI-programmet skal fortsætte.

KØREPLAN FOR ØGET HARMONISERING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS KONTANTTJENESTER

Efter at Styrelsesrådet i 2007 havde vedtaget en køreplan, der på mellemlangt sigt skulle bidrage til øget harmonisering af euroområdets nationale centralbankers kontant tjenester, fortsatte eurosystemet sit arbejde på dette område i 2008. Øget harmonisering er vigtig, fordi alle interessenter – navnlig dem med betragtelige kontantaktiviteter på tværs af landegrænser – dermed får det fulde udbytte af den fælles valuta, og fordi det sikrer fair konkurrencevilkår. Da landenes økonomi og geografiske forhold er forskellige, forestiller eurosystemet sig ikke en "en for alle"-model til kontantforsyning. Harmoniseringsprocessen vil kræve en vis fleksibilitet med hensyn til kundekrav, kontantinfrastuktur og overgangsperiode ved gennemførelse.

Eurosystemet har også arbejdet med en række yderligere tiltag, herunder elektronisk dataudveksling med kreditinstitutter i forbindelse med indskud og hævning af kontanter og standarder for seddelpakning i forbindelse med de nationale centralbankers gratis kontant tjenester. Interessenter er blevet hørt på både nationalt og europæisk plan, især med hensyn til spørgsmålet om ensartet seddelpakning og de drifts- og omkostningsmæssige konsekvenser.

Teknologiske fremskridt med hensyn til både seddelhåndteringsmaskiner og kontantautomater betyder, at eurosedler nu kan læses og håndteres, uanset hvordan de vender, når de puttes ind i maskinen. Køreplanen lægger op til, at de nationale centralbanker hen ad vejen indfører disse forbedringer gratis.

Tabel 12. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2008

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	Nationale centralbanker, der iværksætter produktion
5 euro	1.370,0	DE, ES, FR, PT
10 euro	2.130,0	DE, GR, FR, AT
20 euro	1.755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
50 euro	1.060,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	130,0	IT
200 euro	-	-
500 euro	-	-
I alt	6.445,0	

Kilde: ECB.

DEN ANDEN SERIE EUROSEDLER

I 2005 begyndte ECB at udvikle en ny serie euro-sedler. De funktionelle og tekniske krav blev fastslået, og sikkerhedselementerne til de nye eurosedler blev udviklet. I 2008 blev der arbejdet videre med design og sikkerhedselementer og integrationen deraf. Udviklingen af originalmaterialerne, dvs. de basismaterialer, der anvendes til seddelproduktion, gik også i gang i 2008.

Det gennemgående tema for den anden serie eurosedler bliver "Europas tidsaldre og stilarter", og de vigtigste designelementer fra den første serie bibeholdes. Da design og udvikling af originalmaterialerne kræver meget omarbejde, fortsætter processen i 2009. Alle de vigtigste aktører inden for håndtering af kontanter høres og informeres løbende om, hvordan processen skridder frem. Den nye serie lanceres over en periode på flere år, og den første seddel ventes at komme på gaden om nogle få år. Den præcise dato fastsættes senere i forløbet. ECB vil i god tid udsende information til offentligheden om de nye eurosedler. Der er ingen begrænsning på, hvor længe de nationale centralbanker veksler eurosedler fra den første serie.

4 STATISTIK

Med hjælp fra de nationale centralbanker udvikler, indsamler, udarbejder og formidler ECB en lang række statistiske oplysninger, som underbygger pengepolitikken i euroområdet og hjælper den med at udføre forskellige ESCB-opgaver. Oplysningerne anvendes i stigende grad også af de finansielle markeder, medierne og offentligheden. Udarbejdelsen af regelmæssige statistikker for euroområdet forløb glat og uden forsinkelser i 2008. En større milepæl blev nået, da Styrelsesrådet vedtog en retlig ramme, der vil medføre en klar forbedring af de monetære og finansielle statistikker for euroområdet, navnlig fordi der foreligger flere oplysninger om salg og securitisation af lån. Et andet vigtigt punkt var vedtagelsen af det mellemfristede arbejdsprogram for ECBs statistikfunktion, som vil danne udgangspunkt for produktionen af ESCB-statistikker for perioden 2009-12. Endelig bidrog ECB i tæt samarbejde med de nationale centralbanker fortsat til harmoniseringen af statistiske begreber i Europa og til revisionen af globale og europæiske statistikstandarder.

4.1 NYE ELLER FORBEDREDE STATISTIKKER FOR EUROOMRÅDET

ECBs nye forordning om statistik vedrørende aktiver og passiver hos financial vehicle corporations, der deltager i securitisationstransaktioner¹³, har styrket den retlige ramme for indsamling af monetære og finansielle statistikker. Desuden blev ECBs retsakter vedrørende indsamling af statistikker fra MFIER ændret for at tage højde for nye krav (bl.a. som følge af finansiell innovation) til balancestatistikker¹⁴, rentestatistikker for indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber¹⁵ og securitisationstatistikker¹⁶. Forordningerne tager også højde for behovet for yderligere statistik som følge af den finansielle uro, især med hensyn til måling af syntetisk securitisation som middel til overførsel af kreditrisiko. Indberetning af disse yderligere statistikker forventes at begynde medio 2010 (så de nationale centralbanker og respondenter har den fornødne tid til at indføre den nye rapporteringsordning), bortset fra statistik vedrørende MFIERnes securitisation samt statistik for financial vehicle

corporations, hvor der skal indberettes fra december 2009. I forbindelse med udarbejdelsen af disse forordninger blev der foretaget en omfattende vurdering af nytteværdien af de nye statistikker og deres anslåede omkostninger, både for respondenter og for de nationale centralbanker, for at sikre at de vigtigste brugerkrav kan opfyldes til en rimelig pris.

Styrelsesrådet vedtog også en omarbejdet retningslinje om monetær statistik og statistik vedrørende finansielle institutioner og markeder, der samler de tidligere ændringer, og som nu omfatter yderligere krav. ECBs juridiske rammer er desuden blev finjusteret i form af ændring af ECBs retningslinje om statistiske rapporteringskrav vedrørende statistikker over de offentlige finanser (hvorved de sidste undtagelser blev afskaffet) og vedrørende kvartalsvise finansielle konti (for at sikre mere effektive datastrømme).

Hvad angår statistikker for investeringsforeningernes aktiver og passiver, begyndte de nationale centralbanker at forsyne ECB med nye harmoniserede tal pr. februar 2009 med december 2008 som referenceperiode.¹⁷

Siden juni 2008 er der blevet publiceret udvidede statistikker for cirkulerende eurosedler og -mønter på statistiksiderne på ECBs websted (fx månedlige observationer vedrørende udestående mængder og strømme af cirkulerende eurosedler og -mønter og oplysninger om antallet og værdien af de eurosedler, der er kontrolleret for ægthed og egnethed). Der offentliggøres nu også regelmæssigt forbedrede harmoniserede indikato-

13 Der var allerede udarbejdet en foreløbig oversigt over financial vehicle corporations, hvilket har gjort det muligt at begynde at krydstjekke med andre datasæt og foretage begrænsede indledende analyser af den seneste udvikling på området.

14 Forordning ECB/2008/32 af 19. december 2008 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære finansielle institutioner) (omarbejdet).

15 En forordning om ændring af forordning ECB/2001/18 vedrørende statistik over de monetære finansielle institutioners rentesatser på indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber offentliggøres snart.

16 Forordning ECB/2008/30 af 19. december 2008 om statistik over aktiver og passiver hos financial vehicle corporations, der deltager i securitisationstransaktioner.

17 Som angivet i forordning ECB/2007/8 om statistik vedrørende investeringsforeningers aktiver og passiver (dog ikke pengemarkedsforeningers).

rer for eurolandenes konkurrenceevne, der bygger på forbrugerprisindeks, BNP-deflatorer og enhedslønoms-kostninger, inden for rammerne af eurosystemets fælles formidling. Formålet er at have sammenlignelige udtryk for pris- eller omkostningskonkurrenceevne i eurolandene, som er i overensstemmelse med ændringerne i de reale effektive eurokurser.

ECB fortsatte med at forbedre sine Step-statistikker (Short-Term European Paper). Disse statistikker viser omsætning på det primære marked og renter for korte gældsinstrumenter, der er udstedt i forbindelse med Step-programmer (se også afsnit 3 i kapitel 4). Detaljerede statistikker for beholdninger og strømme, herunder udeståender i de enkelte Step-programmer, forventes udgivet i 1. halvår 2009.

Der er også udsendt nye MFI-balancestatistikker, der skal underbygge den monetære analyse. Nu hvor der foreligger flere oplysninger om de finansielle konti, er ECB fx begyndt at udsende sektorstatistikker for beholdningerne af M3-instrumenter hos ikke-finansielle selskaber, husholdninger (inkl. non-profit institutioner rettet mod husholdninger), andre finansielle formidlere (inkl. investeringsforeninger) samt forsikrings-selskaber og pensionskasser. Tidsserier er også tilgængelige fra 1. kvartal 1999.

I september 2008 godkendte Styrelsesrådet, at eurosystemet gennemførte en undersøgelse af euroområdet husholdningers økonomi og forbrug. Målet er at udfylde et stort hul i de eksisterende oplysninger om økonomien i visse segmenter af husholdningssektoren og derved supplere de makroøkonomiske statistikker (fx ved at tilvejebringe oplysninger om husholdningernes aktiver og passiver i hele euroområdet). En undersøgelse af små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering er også under forberedelse og planlægges gennemført i samarbejde med Europa-Kommissionen. ESCB fortsatte ligeledes sit arbejde med at forbedre den centrale værdipapirdatabase (CSDB). CSDB indeholder oplysninger om benchmarks for individuelle værdipapirer, som er relevante for ESCBs udarbejdelse af statistikker og spiller en central rolle

for overgangen til indberetning af data værdipapir for værdipapir. Systemer, der indsamler oplysninger for det enkelte værdipapir, kan lette respondenternes rapporteringsbyrde betydeligt, samtidig med at kvaliteten og fleksibiliteten af euroområdet statistikker forbedres. Databasen benyttes allerede af flere nationale centralbanker til udarbejdelse af nationale finansielle statistikker og vil blive udviklet yderligere.

4.2 ØVRIG STATISTISK UDVIKLING

De to rammeforordninger om indsamling, udarbejdelse og formidling af statistikker i Europa, som er udstedt af henholdsvis det europæiske statistiske system (ESS, et samarbejde mellem Eurostat og de nationale statistikbureauer) og ESCB, er ved at blive opdateret. Et tæt samarbejde mellem ESCB og ESS betyder, at bestemmelserne i de to udkast i nogen grad modsvarer hinanden, navnlig hvad angår udveksling af fortrolige statistiske oplysninger mellem ESCB og ESS. ECB kom i september 2008 med en henstilling vedrørende en rådsforordning til ændring af Rådets forordning (EF) nr. 2533/98 om Den Europæiske Centralbanks indsamling af statistisk information.¹⁸

Siden 2007 har ECB og Eurostat regelmæssigt offentliggjort kvartalsvise ikke-finansielle og finansielle sektorkonti for euroområdet. I 2008 påbegyndtes arbejdet med at forbedre disse omfattende makroøkonomiske kontis rettidighed, fuldstændighed og konsekvens.

Formidlingen af statistik blev forbedret gennem offentliggørelsen af flere statistiske tabeller for euroområdet og de tilsvarende nationale statistikker på både ECBs og de nationale centralbankers websteder. Udvidelserne omfattede: 1) oversigter over MFier, 2) MFI-rentestatistikker, 3) betalingsstatistikker og 4) detaljerede oplysninger om HICP og BNP. ECBs Statistical Data Warehouse (SDW) benyttes mere og mere til at få vist statistik for euroområdet via internettet. I 2008 blev SDW udbygget med endnu flere stati-

¹⁸ http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003da00010005.pdf.

stikker vedrørende de finansielle markeder, og antallet af SDW-brugere fordobledes til ca. 40.000 om måneden. Lanceringen af et nyt interaktivt visualiseringsværktøj til overvågning af inflation på ECBs websted er også led i en forbedret kommunikationsstrategi med hensyn til statistik for euroområdet. Endelig blev statistikkerne og indikatorerne i diverse regelmæssige ECB-publikationer, fx "Euro money market survey", "Financial integration in Europe" og "Financial Stability Review", udbygget.

Flere af de dokumenter, der blev udgivet i 2008, havde til formål at øge opmærksomheden omkring ECBs og ESCBs statistikker, deres styring og deres kvalitet. "ECB Statistical Quality Framework" og kvalitetssikringsprocedurerne,¹⁹ den opdaterede publikation "ECB statistics – an overview"²⁰ og offentliggørelsen af beretningen fra den fjerde ECB-konference om statistik²¹ er eksempler på ECBs gennemsigtighed på dette område.

ECB arbejdede fortsat tæt sammen med Eurostat og andre internationale organisationer (fx om udarbejdelsen af den fælles "Status report on information requirements in EMU" for 2008 og om at revidere Eurostats ENS95 håndbog om offentlige underskud og offentlig gæld) og spillede en vigtig rolle i forhold til opdateringen af de globale statistiske standarder (i kraft af arbejdet med det internationale nationalregnskabssystem SNA93, IMF's betalingsbalancemanual og OECDs benchmark-definition af udenlandske direkte investeringer). ECB bistår Eurostat med revisionen af ENS95. ENS95 er grundlaget for en række pengepolitiske beslutninger på europæisk niveau. Desuden støtter og gennemfører ECB globale tekniske standarder for dataudveksling. Sammen med de nationale centralbanker, IMF og BIS har ECB også udarbejdet en håndbog vedrørende værdipapirstatistikker. Endelig har ECB udsendt en opdatering af sin "Government finance statistics guide"²².

Statistikkerne for euroområdet blev tilpasset i forbindelse med Cyperns og Maltas indtræden den 1. januar 2008. Landene var i tæt samarbejde med ECB og de andre medlemslande begyndt at

forberede sig til overgangen, allerede inden de blev medlemmer af EU, og derfor forløb processen gnidningsfrit. Ligesom i tidligere år spillede statistikker en vigtig rolle i overvågningen af konvergens i de EU-lande, som endnu ikke er med i euroområdet. Sammen med disse landes centralbanker bistod ECB også Eurostat med udarbejdelsen af rente- og valutakursstatistikker, der rækker langt tilbage, foruden at indsamle og udarbejde yderligere statistikker som supplement til de fire primære konvergensindikatorer i ECBs konvergensrapport for 2008 (se afsnit 1 i kapitel 3).

4.3 DET MELLEMFRISTEDE ARBEJDSPROGRAM FOR ECBs STATISTIKFUNKTION (2009-12)

Det mellemfristede arbejdsprogram for ECBs statistikfunktion (2009-12) blev offentliggjort på ECBs websted i juli 2008.²³ Det bygger på grundige analyser og har til formål yderligere at øge effektiviteten ved indsamling og udarbejdelse af statistikker for euroområdet med henblik på at udnytte effektivitetsgevinsterne til at udfylde nogle af de tilbageværende huller. Der forventes at ske forbedringer i form af bl.a.: 1) mere detaljerede statistikker over værdipapirbeholdninger, 2) bedre oplysninger om kreditderivater, 3) hurtigere udarbejdelse af kvartalsvise statistikker for forsikringsselskaber og pensionskasser og 4) bedre genbrug af tilgængelige mikrodata til statistiske formål. Sidstnævnte omfatter oplysninger, der stammer fra virksomhedsregnskaber og er indberettet til de nationale balancecentraler, samt oplysninger fra centrale kreditregistre. Desuden arbejder ECB sammen med Det Europæiske Banktilsynsudvalg om så vidt muligt at afstemme de tilsynsmæssige og statistiske krav for kreditinstitutter. ESCB vil også løbende se på, om der er behov for yderligere statistikker som følge af den finansielle uro. Den mellemfri-

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>

22 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200812en.pdf>

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>

stede strategi kræver øget samarbejde mellem alle involverede parter, dvs. både de nationale centralbankers og ECBs statistiske afdelinger foruden eksterne samarbejdspartnere såsom statistikbureauer, tilsynsmyndigheder og repræsentanter for den finansielle branche.

5 ØKONOMISK FORSKNING

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

5.1 FORSKNINGSPRIORITETER OG -RESULTATER

ECBs økonomiske forskning foregår decentralt, idet alle forretningsområder kan udføre forskningsprojekter alt efter behov og ekspertise. Ud over selv at udføre forskning af høj kvalitet spiller Generaldirektoratet for Forskning en central rolle med hensyn til koordinering af forskningen. Direktoratet står i spidsen for et koordinationsudvalg for forskning, der sørger for, at forskningsaktiviteterne i ECB stemmer overens med institutionens behov. Udvalget fastsætter brede prioritetsområder for hvert år.

Følgende områder blev fastlagt som de vigtigste forskningsprioriteter for 2008: udarbejdelse af prognoser og modeludvikling; forbedring af den monetære analyse; forståelse af den pengepolitiske transmissionsmekanisme; finansiel stabilitet; det europæiske finansielle systems effektivitet; internationale og finanspolitiske spørgsmål.

Hvad angår udarbejdelse af prognoser og modeludvikling, fortsatte en række igangværende projekter i 2008, og der blev iværksat nogle nye. Den nye model for hele euroområdet (New Area-Wide Model (NAWM)) blev indført i fremskrivningerne og anvendt både i opbygningen af de centrale fremskrivninger og til scenarieanalyse. Christiano, Motto og Rostagno-modellen blev yderligere udviklet og anvendt i en række politiske analyser med fokus på de finansielle markeds adfærd. Begge modeller er eksempler på de

dynamiske stokastiske generelle ligevægtsmodeller (DSGE-modeller), der vinder stadig større indpas i centralbankernes politiarbejde. Der blev endvidere udviklet andre DSGE-modeller inhouse til håndtering af mere specifikke politikspørgsmål. Arbejdet på værktøjer til kortsigtede prognoser, der startede i 2006-07, gav resultater i 2008, hvor værktøjerne blev taget i brug i det løbende arbejde med økonomiske vurderinger og udarbejdelse af politikker. Udviklingen af de eksisterende og nye prognoseværktøjer fortsætter i 2009.

En ny metode til opstilling af fremskrivningsintervaller blev indført i løbet af 2008 og blev benyttet i de fremskrivninger, som ECBs/eurosystemets stab offentliggjorde i september og december. Usikkerheden i forbindelse med prognoser vil også være på dagsordenen i 2009.

Forskning i forbindelse med den monetære analyse var koncentreret om udvikling og brug af kvantitative metoder til monetær analyse med vægt på at tilvejebringe analyseværktøjer af høj kvalitet som grundlag for pengepolitiske beslutninger. Ud over udarbejdelse af monetære scenarier ud fra et strukturelt perspektiv blev der sat fokus på at udvikle pengemængdebaserede indikatormodeller for inflation og på at analysere pengeefterspørgslen. Christiano, Motto og Rostagno-modellen blev i vid udstrækning benyttet. Der blev især lagt vægt på at anvende forskellige strukturelle modeller og andre værktøjer som krydstjek.

For så vidt angår den pengepolitiske transmissionsmekanisme, fremlagde netværket om lønudvikling (Wage Dynamics Network (WDN)), der består af ESCB-forskere, resultaterne af sit arbejde på en konference i juni 2008. WDN undersøger elementerne i og kilderne til lønudviklingen i euroområdet, og hvordan de påvirker priserne, med fokus på både det aggregerede og mikroøkonomiske niveau. Netværket gennemførte i 2008 en vigtig undersøgelse af lønninger, arbejdskraftsomkostninger og prisfastsættelsesadfærd på virksomhedsniveau i 17 lande.

Den undersøgelse af euroområdet husholdningers økonomi og forbrug (se afsnit 4 i dette kapitel), som et netværk under eurosystemet har udformet, vil omfatte informationer på mikroøkonomisk niveau om en lang række af husholdningernes beslutninger vedrørende materielle og finansielle aktiver, gældsstiftelse, risikovillighed, beskæftigelse, indkomst, pensioner, overførsler mellem generationer, gaver, forbrug og opsparing. Dataindsamlingen ventes at starte primo 2009 i en række eurolande. Det ventes, at der også fremover vil blive stillet anonymiserede mikrodata om euroområdet husholdningers økonomi og forbrug til rådighed for forskerne. Der blev præsenteret tilsvarende forskning i husholdningernes økonomi og forbrug på en konference arrangeret af Centre for Financial Studies og ECB i september 2008. Andre emner, som blev analyseret inden for dette forskningsområde, var centralbankernes kommunikationspolitik, overvågningen af de finansielle markeder, boligmarkederne, bankernes og kreditgivningens betydning for den pengepolitiske transmissionsmekanisme samt heterogeniteten i euroområdet ud fra forskellige synsvinkler.

Spørgsmål om finansiel stabilitet og deres effekt på pengepolitikken blev også undersøgt, navnlig i forbindelse med arbejdet med ECBs publikation "Financial Stability Review". To aspekter af det finansielle system blev analyseret, nemlig graden af integration og kapitalmarkedernes udvikling. Samspillet mellem kredit- og markedsrisci blev ligeledes undersøgt.

Hvad angår forskning i betalings- og afviklings-systemer, samarbejdede ECB med en række interesserede centralbanker (Bank of England, Reserve Bank of Australia, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank of Canada/Banque du Canada og De Nederlandsche Bank) samt akademikere om at oprette det uformelle netværk Payment Economics Network. Netværket skal fremme kendskabet til forskningen i betalings- og værdipapirafviklingssystemer og styrke forbindelsen mellem forskning og praksis på dette felt. På netværkets websted²⁴ findes der links til Working Papers, relevante politikdokumenter, oplysninger om

kommende og tidligere konferencer samt om forskningsprojekter inden for området.

For den forskningsprioritet, der vedrører internationale spørgsmål, var de primære interesseområder globale ubalancer, som var emnet for et seminar på højt plan i 2008, og euroens internationale rolle. Hvad sidstnævnte angår, blev der fokuseret på forholdet mellem fakturering i udenlandsk valuta og valutakursernes gennemslag. Resultaterne af dette arbejde vil blive samlet i rapporten "Review of the international role of the euro". I forbindelse med denne forskningsprioritet blev NAWM-modellen udbygget.

5.2 FORMIDLING AF FORSKNING: PUBLIKATIONER OG KONFERENCER

Som i tidligere år blev den forskning, som ECBs stab har udført, publiceret i ECBs Working Papers og Occasional Papers. ECB udgav 141 Working Papers og 22 Occasional Papers i 2008. I alt 116 Working Papers blev udarbejdet af ECBs stab, enten alene eller sammen med andre, navnlig økonomer fra eurosystemet. Resten blev udarbejdet af eksterne besøgende, der deltog i konferencer og workshops, arbejdede i forskningsnetværk eller havde opholdt sig i længere tid i ECB for at færdiggøre et forskningsprojekt. Det er nu den gængse norm, at de fleste af papirerne før eller senere publiceres i førende akademiske tidsskrifter, der er underkastet peer-review. I 2008 publicerede ECBs stab over 30 artikler i akademiske tidsskrifter.

ECBs Research Bulletin er en forskningsoversigt, der udkommer fast hvert halve år på engelsk. Den bruges til at formidle forskningsaktiviteter, der har generel interesse for en bredere kreds. Forskningsoversigten satte i 2008 fokus på uroen på kreditmarkedet, konjunkturforløbet i euroområdet, boligformuerne og forbruget samt inflationsudviklingen i regionerne.

ECB afholdt eller var medarrangør af ca. 15 konferencer eller workshops om forskellige forsk-

24 <http://www.paymenteconomics.org>.

ningsemner. De konferencer, ECB var medarrangør af, foregik i samarbejde med Centre for Economic Policy Research (CEPR) og andre centralbanker både inden for og uden for eurosystemet. Der blev desuden afholdt en lang række workshopper og seminarer til formidling af forskning inden for ECB. Som i tidligere år vedrørte de fleste konferencer og workshopper specifikke forskningsprioritetsområder. Programmerne for disse begivenheder og indlæggene findes på ECBs websted.

Konferencerne og workshopperne dækkede en lang række emner. På syv af dem var finansielle emner i fokus: To så på virkningen af den finansielle uro, hvoraf den ene var arrangeret i samarbejde med Federal Reserve Bank of Chicago, og en tredje omhandlede finansiell integration. Resten drejede sig om forskellige aspekter af, hvordan pengemarkedet og markedet for detailoverførsler fungerer. På International Research Forums femte konference om pengepolitik i juni 2008 (arrangeret sammen med Federal Reserve Board, Georgetown University og universitetet i Frankfurt) analyseredes pengepolitiske emner. Andre konferencer omhandlede dataspørgsmål (arrangeret sammen med CEPR via netværket Euro Area Business Cycle Network), arbejdsmarkedet og de første 10 år med euroen.

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

6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER

6.1 OVERHOLDELSE AF FORBUDET MOD MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG

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

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

Overvågningstilsynet i 2008, der byggede på oplysninger fra de 27 nationale centralbanker i ESCB og ECB, bekræfter med en enkelt undtagelse, at bestemmelserne i traktatens artikel 101 og 102 og de tilhørende rådsforordninger generelt blev overholdt i den betragtede periode.

De Nederlandsche Bank rapporterede en overtræksfacilitet inden for dagen, som førte til manglende overholdelse af traktatens forbud mod monetær finansiering. Overtrædelsen var begrænset til én dag og blev straks korrigeret.

6.2 RÅDGIVENDE FUNKTIONER

I henhold til traktatens artikel 105, stk. 4, skal ECB høres om ethvert forslag til fællesskabslovgivning eller national lovgivning, som falder inden for ECBs kompetenceområder.²⁵ Forpligtelsen til at høre ECB gælder stadig, selv om et udkast til en retsakt bør vedtages i henhold til den hurtige procedure. Desuden tillades det kun undtagelsesvis (fx under den aktuelle uro), at lovbestemmelser vedtages meget hurtigt efter en anmodning om høring. Alle ECBs udtalelser er tilgængelige på ECBs websted.

ECB vedtog 92 udtalelser i 2008, heraf 11 svar på EU-institutioners høringer og 81 svar på nationale myndigheders høringer, mod 43 høringer i 2007. En oversigt over de udtalelser, som blev vedtaget i 2008 og primo 2009, findes i bilaget til denne Årsberetning.

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

ECB fremsatte en udtalelse²⁶ om et forslag om ændring af direktivet om endelig afregning²⁷ og direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse²⁸. Ændringerne vedrører beskyttelsen af natafvikling og afvikling mellem forbundne systemer i henhold til direktivet om endelig afregning og skal ses i lyset af den forventede stigning i systeminteroperabiliteten som følge af direktivet om markeder for finansielle instrumenter og den europæiske adfærdskodeks for clearing og afvikling. De kategorier af aktiver, der kan stilles som finansiel sikkerhed i henhold til direktivet om finansiel sikkerhedsstillelse, omfatter ifølge forslaget også fordringer, der kan godkendes som sikkerhed i forbindelse med centralban-

²⁵ Storbritannien er fritaget for høringsforpligtelsen i henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet til traktaten som bilag (EFT C 191, 29.7.1992, s. 87).

²⁶ CON/2008/37.

²⁷ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer, EFT L 166, 11.6.1998, s. 45.

²⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/47/EF af 6. juni 2002 om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, EFT L 168, 27.6.2002, s. 43.

kers kreditoperationer, for at fremme brugen heraf i hele EU. ECB hilste i sin udtalelse forslaget velkommen og foreslog især en udvidelse af definitionen af "system", så den udtrykkeligt omfatter systemer oprettet ved en ECB-retsakt og giver ECB mulighed for selv at udpege sådanne systemer. ECB foreslog også, at der indføres en enkel, ensartet definition af fordringer, der er omfattet af direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse, som ikke bygger på centralbankernes godkendelseskriterier, og anbefalede en harmonisering af visse dele af de gældende lovvalgsregler vedrørende fordringer i EU.

ECB blev også hørt om et forslag til et direktiv om ændring af kapitalkravsdirektivet²⁹ om banker tilsluttet centrale organer og visse komponenter i egenkapitalen.

ECB fremsatte en udtalelse³⁰ om et forslag til et direktiv om ændring af direktivet om elektroniske penge³¹, som har til formål at åbne markedet for udstedelse af elektroniske penge gennem e-pengeinstitutter (ELMIer). ECB støttede revisionen, men udtrykte alvorlig bekymring over at ændre e-pengeinstitutternes status til "finansieringsinstitutter" som defineret i det omarbejdede direktiv 2006/48/EF,³² da dette vil have vidtrækkende konsekvenser for gennemførelsen af pengepolitikken. Det foreslåede direktiv vækker også bekymring ud fra et tilsynsmæssigt perspektiv, da tilsynet med udstedere af elektroniske penge lempes, samtidig med at de får mulighed for at udøve flere aktiviteter.

Hvad angår Lamfalussy-rammerne,³³ blev ECB som led i processen med at præcisere og udvide antallet af opgaver, som henhører under niveau 3-udvalg (Det Europæiske Banktilsynsudvalg, Det Europæiske Tilsynsudvalg for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger og Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg), hørt om et udkast til Kommissionens afgørelse om nedsættelse af Det Europæiske Banktilsynsudvalg til erstatning af Kommissionens afgørelse 2004/10³⁴. ECB hilste i sin udtalelse³⁵ de foreslåede ændringer velkommen og understregede, at dens særlige bemærkninger ikke berørte eventuelle fremtidige bidrag til den bredere debat, fx med

hensyn til gruppen på højt plan under ledelse af Jacques de Larosière. ECB foreslog nogle få ændringer til udkastet til afgørelse, navnlig vedrørende inddragelsen af ECB og Banktilsynskomiteen i visse af Det Europæiske Banktilsynsudvalgs opgaver. ECB anbefalede at sikre, at der var overensstemmelse mellem bestemmelserne i udkastet til afgørelse og bestemmelserne i Det Europæiske Banktilsynsudvalgs charter vedrørende afstemningsprocedurer, og foreslog Kommissionen at tage hensyn til disse kommentarer, hvor det er relevant, i udkastene til afgørelser om de to andre niveau 3-udvalg, hvor ECB ikke er blevet hørt.

ECB fremsatte også en udtalelse³⁶ om et forslag til en forordning om grænseoverskridende betalinger, som skal erstatte forordning (EF) nr. 2560/2001³⁷. ECB glædede sig over, at den foreslåede forordning også omfatter grænseoverskridende direkte debiteringer, men advarede om, at en række spørgsmål i forbindelse med indberetningen til betalingsbalancen vil kræve grundige overvejelser. Det er i denne forbindelse vigtigt, at brugerbehovene for betalingsbalancestatistik for euroområdet og de enkelte lande opfyldes, og at SEPA indføres rettidigt. Udviklingen af SEPA indebærer, at systemer til betalingsbalanceindberetning, som hovedsagelig er baseret på betalingsoplysninger, ikke kan bibeholdes, da disse vedrører betalinger i euro i EU. En ændring af disse systemer kan indebære ikke blot lempe-

29 Kapitalkravsdirektivet består af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (omarbejdning), EUT L 177 af 30.6.2006, s. 1 og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/49/EF af 14. juni 2006 om kravene til investeringsselskaber og kreditinstitutters kapitalgrundlag (omarbejdning), EUT L 177, 30.6.2006, s. 201.

30 CON/2008/84.

31 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/46/EF af 18. september 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af elektroniske penge og tilsyn med en sådan virksomhed, EFT L 275, 27.10.2000, s. 39.

32 Jf. artikel 4, stk. 1 og 5, i direktiv 2006/48/EF, som nævnt i fodnote 30.

33 Nærmere oplysninger findes i kapitel 4, afsnit 2.

34 Kommissionens afgørelse af 5. november 2003 om nedsættelse af Det Europæiske Bankudvalg, EUT L 3, 7.1.2004, s. 36.

35 CON/2008/63.

36 CON/2009/1.

37 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 2560/2001 af 19. december 2001 om grænseoverskridende betalinger i euro (EFT L 344, 28.12.2001, s. 13).

ligere indberetningsforpligtelser for bankerne, men også en større indberetningsbyrde for ikke-banker, hvilket bør begrænses i videst muligt omfang. Det bør også sikres, at betalingsbalancestatistikken fortsat kan opstilles med den høje pålidelighed, hyppighed og aktualitet, som kræves med henblik på ECBs gennemførelse af pengepolitikken.

ECB fremsatte en udtalelse³⁸ om ændring af direktivet om indskudsgarantiordninger³⁹, som har til formål at forbedre indskydernes tillid ved at øge ordningernes mindstedækning og afkorte fristen for udbetaling af garanterede indskud. ECB støttede disse tiltag, men understregede, at det var vigtigt at bevare ordningernes troværdighed ved at oprette effektive operationelle procedurer til efterprøvning af krav og udbetaling til indskydere, der kan sikre, at den nødvendige finansiering er til rådighed, og ved at forbedre indskydernes kendskab til vilkårene for indskyderbeskyttelse. Alle foranstaltninger skal være i overensstemmelse med forbuddet mod monetær finansiering i henhold til traktatens artikel 101.⁴⁰ ECB forventer at kunne bidrage til det videre arbejde på dette område i 2009.

ECB blev endvidere hørt af nationale myndigheder om spørgsmål vedrørende de nationale centralbanker, navnlig om ændringer i statutterne for de nationale centralbanker i Belgien, Bulgarien, Tjekkiet, Tyskland, Estland, Spanien, Luxembourg, Ungarn, Rumænien og Sverige.⁴¹ Hvad angår en foreslået ændring af loven om Deutsche Bundesbank, bemærkede ECB, at en medlemsstat ikke må lægge hindringer i vejen for, at en national centralbank kan ansætte og fastholde det kvalificerede personale, som er nødvendigt for, at den uafhængigt kan udføre de opgaver, den er pålagt i henhold til traktaten og statuten for ESCB, og at en national centralbank ikke må bringes i en situation, hvor staten kan udøve indflydelse på dens personalepolitik.⁴² ECB anførte, at den ville hilse en revision af de foreslåede ændringer velkommen, herunder en udvidelse af Deutsche Bundesbanks direktionens beføjelser til at vedtage regler på personaleområdet. I forbindelse med de foreslåede ændringer af statuten for Banca Națională a României var

ECB af den opfattelse, at de i væsentlig grad ville begrænse centralbankens uafhængighed, navnlig som følge af kravet om parlamentets godkendelse af Banca Națională a Românieis årsberetning og muligheden for at holde centralbankens medarbejdere personligt ansvarlige for tab.⁴³ I sin udtalelse om Sveriges Riksbanks finansielle uafhængighed i relation til kapitalstruktur og overskudsfordeling understregede ECB, at Sverige har haft pligt til at tilpasse sin lovgivning, således at den overholder de relevante bestemmelser i traktaten og statuten for ESCB vedrørende centralbankernes uafhængighed, fra tidspunktet for ESCBs oprettelse den 1. juni 1998.⁴⁴ ECB understregede desuden, at enhver reform i lovgivningen skal have som målsætning gradvis at opnå overensstemmelse med eurosystemets regler. Endvidere fremsatte ECB en udtalelse på eget initiativ om reformen af det græske sociale sikringssystem, da ECB fandt, at de foreslåede bestemmelser kunne påvirke Bank of Greeces status som en uafhængig myndighed.⁴⁵ Bank of Greeces pensionskasse blev integreret i en statslig pensionskasse, hvortil banken skal bidrage med et beløb på 23 mio. euro om året i en periode på 15 år. De relevante bestemmelser i loven krævede overvejelser med hensyn til, hvordan dette ville kunne påvirke centralbankens uafhængighed, herunder dens finansielle uafhængighed, og forbuddet mod monetær finansiering.

ECB blev hørt to gange af Luxembourg om et lovforslag om forbedring af den lovgivningsmæssige ramme for Luxembourg som et finansielt centrum og ændring af loven om monetær status og om Banque centrale du Luxembourg.⁴⁶

38 CON/2008/70.

39 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 94/19/EF af 30. maj 1994 om indskudsgarantiordninger, EFT L 135, 31.5.1994, s. 5.

40 Fortolket i overensstemmelse med Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 af 13. december 1993 om fastlæggelse af definitioner med henblik på gennemførelse af forbuddene i traktatens artikel 104 og artikel 104 B, stk. 1, EFT L 332, 31.12.1993, s. 1.

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82, CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 og CON/2008/34.

42 CON/2008/9.

43 CON/2008/31.

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.

46 CON/2008/17 og CON/2008/42.

ECB glædede sig i sine udtalelser over styrkelsen af Banque centrale du Luxembourg's rolle med hensyn til finansiell stabilitet og fastlæggelsen af et retligt grundlag for en eventuel forlængelse af bankens likviditetsstøtte i krisesituationer.

På området betalings- og afviklingssystemer blev ECB hørt af Polen om et lovforslag om ændring af loven om handel med finansielle instrumenter og anden lovgivning.⁴⁷ I overensstemmelse med sine tidligere udtalelser anbefalede ECB at indføre udtrykkelige bestemmelser om den nationale centralbanks kompetence til at overvåge betalings- og afviklingssystemer.

Hvad angår finansielt tilsyn, hørte Finland ECB om et lovforslag om integration af tilsynet med finansielle virksomheder og forsikringsselskaber.⁴⁸ ECB hilste styrkelsen af den tilsynsmæssige struktur velkommen, men understregede behovet for, at der træffes sikkerhedsforanstaltninger med hensyn til de budgetmæssige ordninger, tilbagebetalingsmekanismerne samt revision og indberetning. I overensstemmelse med sine tidligere udtalelser anførte ECB, at samarbejde og informationsudveksling mellem tilsynsmyndighederne og centralbankerne har afgørende betydning for det makroprudentielle tilsyn og overvågningen af betalingssystemerne. Med hensyn til finansiell stabilitet blev ECB hørt af Polen om et lovforslag om ændring af loven om bankgarantifonden.⁴⁹ ECB gentog kriteriet for, at de nationale centralbanker kan yde kredit til nationale indskyderbeskyttelsesordninger, og understregede vigtigheden af, at sådanne ordninger koordineres effektivt.

I kølvandet på den globale finansielle krise fremsatte ECB en lang række udtalelser⁵⁰ om nationale redningsforanstaltninger i form af statsgarantier, rekapitalisering af banker i økonomiske problemer, køb af bankers aktiver og indskuds-garantiordninger. I denne forbindelse understregede ECB vigtigheden af en koordineret tilgang i overensstemmelse med den samlede handlingsplan, som blev vedtaget den 12. oktober 2008 af stats- og regeringscheferne for eurolandene, og med fællesskabsretten (navnlige med hensyn til

bestemmelserne om statsstøtte) og understregede, at statens rolle som aktionær bør begrænses tidsmæssigt.⁵¹

Hvad angår indførelsen af euroen i Slovakiet, blev ECB hørt af Slovakiet om et nationalt lovforslag om dobbelt prisangivelse og afrundingsregler.⁵² ECB gentog vigtigheden af principperne om prisneutralitet og videreførelse af retsinstrumenter og anbefalede Slovakiet at lægge sig tæt op ad de metoder og den afrundingspraksis, som andre har fulgt i tilsvarende tilfælde.

Fra 2008 er oplysninger om åbenbare og væsentlige tilfælde af manglende overholdelse af forpligtelsen til at høre ECB om udkast til national lovgivning og fællesskabslovgivning ligeledes medtaget i Årsberetningen. Ud over reformen af det græske sociale sikringssystem, hvortil ECB fremsatte en udtalelse på eget initiativ som beskrevet ovenfor, var der i 2008 seks sager om manglende høring af ECB om forslag til national lovgivning.

I to tilfælde undlod de bulgarske og cypriotiske myndigheder at høre ECB om lovgivningsmæssige bestemmelser, som fastsætter betingelser for afskedigelse af centralbankchefen ud over de regler, der findes i ESCB-statutten. I henhold til den bulgarske lov om forebyggelse af og oplysning om interessekonflikter af 16. oktober 2008 danner manglende overholdelse af lovens bestemmelser og en aktuel interessekonflikt grundlag for afskedigelse af embedsmænd, herunder centralbankchefen, vicecentralbankchefen og medlemmerne af styrelsesrådet i Българска народна банка (Bulgarian National Bank). Den cypriotiske lov indfører begrænsninger med hensyn til visse økonomiske aktiviteter og fordele.

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

49 CON/2008/32.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 og CON/2008/92.

51 Nærmere oplysninger findes i kapitel 5.

52 CON/2008/23, CON/2008/25 og CON/2008/27.

Manglende overholdelse heraf kan medføre afskedigelse af centralbankchefen for Central Bank of Cyprus. Var ECB blevet hørt, ville den have fremsat betydeligt kritiske bemærkninger til, om disse bestemmelser er i overensstemmelse med artikel 14.2 i ESCB-statutten.

ECB blev ikke hørt af de franske myndigheder med hensyn til to ændringer til lovforslag om modernisering af økonomien, som yderligere forenkler statuten for Banque de France ved bl.a. at afskaffe det monetære udvalg under bankens generelle råd og overføre ansvaret for at gennemføre ECBs retningslinjer til centralbankchefen. Selv om ECB ikke ville have gjort indsigelse mod disse institutionelle ændringer, skulle den have været hørt, da bestemmelserne vedrører Banque de France.

De hollandske myndigheder undlod at høre ECB om loven om ændring af loven om finansielt tilsyn. Loven bestemmer, at De Nederlandsche Bank og Autoriteit Financiële Markten under særlige omstændigheder kan vedtage midlertidige regler for at fremme stabiliteten i den finansielle sektor. I et brev til den hollandske finansminister påpegede ECB, at lovforslaget vedrører en national centralbank og indeholder regler, der finder anvendelse på finansielle institutioner, og som i væsentlig grad påvirker de finansielle institutioners og finansielle markeders stabilitet, og at ECB derfor skulle have været hørt.

De portugisiske myndigheder undlod at høre ECB om tre retsakter, som blev vedtaget i forbindelse med den finansielle uro. I den ene blev en række opgaver overført til Banco de Portugal, herunder at vurdere kreditinstitutters anmodning om en øgning af egenkapitalen og at føre tilsyn med, at rekapitaliseringsplanerne overholdes. De to andre retsakter indebar, at den portugisiske stat står som garant for finansiering ydet af kreditinstitutter, der er registreret i Portugal, med Banco de Portugal som en af de myndigheder, der er ansvarlig for at vurdere anmodninger om finansiering og at føre tilsyn med, at disse statsgarantier håndhæves. Da den vedtagne lovgivning vedrører en national centralbank og indeholder regler, der finder anvendelse på finan-

sielle institutioner, og som i væsentlig grad påvirker de finansielle institutioners og finansielle markeders stabilitet, skulle ECB have været hørt.

ECB blev heller ikke hørt af de rumænske myndigheder om et udkast til retsforskrifter, der gennemfører direktiv 2006/43/EF om lovpligtig revision af årsregnskaber og konsoliderede regnskaber i den rumænske lovgivning. Selv om dette vedrørte gennemførelsen af et EF-direktiv, skulle ECB have været hørt, da bestemmelserne vedrører Banca Națională a României.

6.3 FORVALTNING AF FÆLLESSKABETS LÅNEOPTAGELSES- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

Ifølge traktatens artikel 123, stk. 2, og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002 vil ECB fortsat have ansvaret for forvaltningen af Fællesskabets lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiell støtte. I 2008 modtog ECB et hovedstolsbeløb fra Fællesskabets kreditorer og udbetalte det til låntagerlandet (Ungarn). Fællesskabets udestående lån til Ungarn udgjorde pr. 31. december 2008 2 mia. euro (til sammenligning var der ingen udestående lån ultimo 2007).

6.4 EUROSISTEMETS FORVALTNING AF VALUTARESERVER

Omfattende tjenesteydelser blev fortsat tilbudt i 2008 under den struktur, der blev fastlagt i 2005 for forvaltningen af eurosystemets kunders valutareserver i euro. Samtlige tjenesteydelser – der henvender sig til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet samt internationale organisationer – tilbydes på harmoniserede vilkår i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder af centralbanker i eurosystemet (leverandører af eurosystemets tjenesteydelser). ECB har en overordnet koordinerende rolle og skal sikre, at strukturen fungerer gnidningsløst. Antallet af kunder, der fast-

holdt en forretningsaftale med eurosystemet, lå stabilt i 2008. Med hensyn til selve tjenesteydelserne sås der en betydelig stigning i kundernes samlede beholdninger af kontanter og værdipapirer, navnlig i 2. halvår. I 2007 gennemførte eurosystemet en undersøgelse, som bekræftede kundernes generelle tilfredshed. I 2008 iværksatte eurosystemet arbejdet med yderligere udbygning af de tjenesteydelser, der findes under strukturen, samt forbedring af ydelseernes kvalitet.



Kasserere modtager undervisning i Suomen Pankki – Finlands Bank i Helsinki i september 2001

KAPITEL 3

SLOVAKIETS INDTRÆDEN I EUROOMRÅDET

I DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I SLOVAKIET

Den 8. juli 2008 vedtog Ecofin-Rådet, at Slovakiet kunne indtræde i euroområdet pr. 1. januar 2009, hvorved antallet af eurolande steg fra 15 til 16. Rådets beslutning var baseret på de konvergensrapporter, som ECB og Europa-Kommissionen havde offentliggjort i maj 2008, og fulgte efter diskussioner i Rådet i dets sammensætning af stats- og regeringscheferne, en udtalelse fra Europa-Parlamentet og et forslag fra Europa-Kommissionen. Samme dag vedtog Ecofin-Rådet en forordning, der uigenkaldeligt fastsatte omregningskursen mellem den slovakiske koruna og euroen på SKK 30,1260, dvs. centralkursen i ERM2 på det tidspunkt. Den slovakiske koruna lå tæt på denne kurs den dag, omregningskursen blev fastsat. I perioden fra 28. november 2005, hvor den slovakiske koruna deltog i ERM2, blev korunaens centalkurs revalueret to gange over for euroen, nemlig med 8,5 pct. i marts 2007 og med 17,6472 pct. i maj 2008.

Slovakiets økonomi har oplevet en solid vækst i de seneste år efter en periode med en træg økonomisk vækst på under 2 pct. i slutningen af 1990'erne. Den øgede vækst i de seneste 10 år er blevet understøttet af omfattende strukturreformer og en efterfølgende betragtelig indstrømning af udenlandsk kapital. Væksten i realt BNP nåede i 2007 et toppunkt på over 10 pct., efterfulgt af en mere moderat vækst på 6,4 pct. i 2008 (se tabel 13). Slovakiaets økonomiske resultater har i de seneste par år været tæt forbundet med betydelige forbedringer af landets produktionskapacitet, navnlig i industriektoren. Hovedparten af landets nye fabrikker, som er koncentreret i bil- og elektronikindustrien, er eksportorienterede. Slovakiet har haft et betydeligt underskud på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter i det meste af det seneste årti. Dette underskud er dog i stor udstrækning blevet finansieret af udenlandske direkte investeringer, mens strømme, der øger gælden, kun har spillet en sekundær rolle. I årtiets første halvdel var betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter i begyndelsen negativt påvirket af store investeringsprojekter, hvilket især skyldtes import af ny teknologi. Denne effekt var dog kun midlertidig, da betydelige forbedringer i industriens eksportkapacitet bidrog til at reducere underskuddet.

Det gennemsnitlige underskud på betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter har således ligget på 5,5 pct. af BNP i de seneste fem år.

Den slovakiske økonomi har i det seneste årti oplevet en relativt volatil inflationsudvikling, der i høj grad kan tilskrives ændringer i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter. Efter en periode med høj inflation faldt den årlige HICP-inflation gradvis fra 2004 og nåede et lavpunkt på 1,9 pct. i 2007, dog med en midlertidig stigning i 2006. Dette fald kom efter, at Národná banka Slovenska indførte en inflationsmålsætning. Den aftagende inflation blev understøttet af korunaens gradvise appreciering over for euroen. Den slovakiske HICP-inflation steg efterfølgende igen og nåede i september et toppunkt på 4,5 pct., hvilket i høj grad afspejlede udviklingen i de globale energi- og fødevarerpriser. Som følge af betydelige fald i de globale råvarepriser begyndte inflationen at aftage igen i de sidste måneder af 2008 og primo 2009. For 2008 som helhed lå HICP-inflationen på 3,9 pct.

Selv om arbejdsmarkedsforholdene viser en forbedring, er de dog fortsat præget af store strukturelle stivheder. Ved årtiets begyndelse blev situationen på arbejdsmarkedet ikke bedre på trods af en relativt robust økonomisk vækst. Det ændrede sig i 2004, da Slovakiet indførte omfattende skatte- og arbejdsmarkedsreformer samt reformer af det sociale sikringssystem, som sammen med en efterfølgende betragtelig indstrømning af udenlandsk kapital bidrog til solid jobskabelse. Ledigheden faldt også i kraft af udvandringen af arbejdstagere efter Slovakiaets indtræden i EU i maj 2004. På trods af disse forbedringer ligger ledigheden dog fortsat tæt på 10 pct. som følge af de stivheder, der eksisterer i arbejdsmarkedet. De bidrager især til det store antal langtidsløse samt til en uhensigtsmæssig kombination af kvalifikationer blandt de arbejdsløse og skævheder mellem de regionale arbejdsmarkeder.

Finanspolitikken har i de seneste år i større grad været rettet mod at opnå prisstabilitet i Slovakiet. Det gennemsnitlige offentlige underskud som andel af BNP faldt fra et meget højt niveau

Tabel 13. De vigtigste makroøkonomiske indikatorer for Slovakiet

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Vækst i realt BNP	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Bidrag til vækst i realt BNP (i procentpoint)</i>										
Indenlandsk efterspørgsel, herunder lagerinvesteringer	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Nettoeksport	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
HICP-inflation ¹⁾	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Lønsum pr. ansat	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Nominelle enhedslønomsninger (hele økonomien)	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Løbende poster plus kapitalposter (i pct. af BNP)	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Samlet beskæftigelse	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Arbejdsløshed i pct. af arbejdsstyrken	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Offentligt overskud (+)/underskud (-)	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Offentlig bruttogæld	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
3-måneders rente (i pct. p.a.) ¹⁾	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
10-årig statsobligationsrente (i pct. p.a.) ¹⁾	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Valutakurs over for euroen ¹⁾²⁾	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Kilder: ECB og Eurostat.

1) Periodegennemsnit.

2) Slovakiske koruna pr. euro.

på 12,3 pct. af BNP i 2000 til 2,3 pct. af BNP i 2008. Budgetunderskudsproceduren, der var blevet indledt i forbindelse med Slovakiets indtræden i EU i 2004, blev indstillet i juni 2008. Den gennemsnitlige offentlige gæld som andel af BNP er også faldet i de senere år, fra 50,3 pct. af BNP i 2000 til 28,8 pct. af BNP i 2008. Slovakiets budgetunderskud er dog højt, når den meget stærke økonomiske vækst i de seneste år tages i betragtning. På sigt skal Slovakiet sikre, at budgetunderskuddet på en forsvarlig måde holdes under 3 pct. af BNP ved at gennemføre troværdige og holdbare konsolideringstiltag, hvilket også vil give landet mulighed for at nå sit budgetmål på mellemlangt sigt.

Pengepolitik spillede en vigtig rolle i forbindelse med stabiliseringen af den slovakiske økonomi. I efteråret 1998 overgik den slovakiske koruna til en valutakursordning med styret flydning og med euroen som referencevaluta fra januar 1999, og Národná banka Slovenska vedtog en pengepolitisk strategi med en implicit inflationsmålsætning. Den 1. januar 2005 blev Národná banka Slovenskas pengepolitiske strategi ændret til at være et "inflationsmål inden for rammerne af ERM2". Den slovakiske koruna indtrådte i

ERM2 den 28. november 2005, og dens centralkurs over for euroen blev oprindeligt fastsat til SKK 38,4550 med standardudsvingsbåndet på ±15 pct. Som følge af forbedrede makroøkonomiske resultater apprecierede den slovakiske koruna betydeligt, og centralkursen over for euroen blev revalueret to gange i den periode, korunaen deltog i ERM2.

I forlængelse af Slovakiets inflationsmålsætning mellem 2005 og 2008 var Národná banka Slovenskas pengepolitik rettet mod at fastholde prisstabilitet. Som en konsekvens heraf indledte det stigende inflationspres, der opstod mod slutningen af 2005, en periode med stramning af pengepolitikken. Národná banka Slovenska forhøjede sin pengepolitiske rente ad flere omgange med i alt 175 basispoint, således at den lå på 4,75 pct. i september 2006. Den efterfølgende stabilisering af inflationen samt den nyvalgte regerings stærke engagement i overholdelsen af den oprindelige tidsplan for overgangen til euroen medvirkede til at overvinde denne korte episode med økonomisk ustabilitet. Derudover støttede fornyet tillid til planerne for indførelse af euroen sammen med en solid makroøkonomisk udvikling den slovakiske koruna, som gradvis

begyndte at appreciere over for euroen. I 2007 begyndte Národná banka Slovenska at lempe sin pengepolitik ved at nedsætte den pengepolitiske rente ad to omgange med i alt 50 basispoint til 4,25 pct. I lyset af den kommende indførelse af euroen fulgte Národná banka Slovenska ECBs rentebeslutninger fra oktober 2008 og nedsatte reforenten ad tre omgange med i alt 175 basispoint til 2,5 pct. Pengemarkedsrenterne i Slovakiet fulgte stort set centralbankens pengepolitiske rente. Som følge af likviditetsoverskuddet i den slovakiske banksektor lå pengemarkedsrenterne ultimo 2008 under euroområdet niveau. De lange statsobligationsrenter er faldet i de seneste år, hvilket afspejler en stærk tillid i markedet til den økonomiske udvikling i Slovakiet.

Nu hvor Slovakiet har indført euroen, kan landet ikke længere nyde godt af, at landets valuta apprecierer over for euroen, hvilket tidligere har bidraget til at holde inflationen nede. Efter indførelsen af euroen bør myndighederne derfor

føre en ambitiøs økonomisk politik på alle fronter. Opnåelse af yderligere holdbar økonomisk konvergens bør prioriteres højt. I den forbindelse er det afgørende at fastholde en lav inflation. Navnlig en konsekvent og troværdig finanspolitik i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpagtens målsætninger er afgørende for at kunne begrænse inflationspresset i økonomien. Uanset den seneste konjunkturedgang bør myndighederne søge at undgå et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud og fortsætte budgetkonsolideringen for så hurtigt som muligt at nå budgetmålet på mellemlangt sigt. Der bør gøres en yderligere indsats i Slovakiet for at underbygge den eksterne konkurrenceevne og styrke den økonomiske modstandsdygtighed. Det slovakiske arbejdsmarked skal hjælpes til at fungere bedre, og der bør gøres en indsats for at løse problemet med høj strukturel ledighed. Der er også behov for at forbedre erhvervsklimaet, øge produktivitetsvæksten og sikre, at landet fortsat er attraktivt for udenlandsk kapital.

Boks II

STATISTISKE KONSEKVENSER AF UDVIDELSEN AF EUROOMRÅDET MED SLOVAKIET

Med Slovakiets indtræden i euroområdet pr. 1. januar 2009 skal de statistiske serier for euroområdet for fjerde gang udvides til at omfatte nye medlemslande. Udarbejdelsen af statistikker for det udvidede euroområde er blevet koordineret med Europa-Kommissionen, hvor det har været nødvendigt.

Slovakiets indtræden i euroområdet betyder, at resider i Slovakiet er blevet resider i euroområdet. Det påvirker de statistikker, hvor aggregaterne for euroområdet ikke er en simpel sum af nationale tal, fx monetær statistik, betalingsbalancestatistik og statistik for kapitalbalancen over for resten af verden, samt finansielle poster, idet transaktioner mellem slovakker og andre resider i euroområdet nu skal konsolideres.

Siden januar 2009 har Slovakiet således skullet opfylde alle statistiske krav fra ECB, dvs. levere fuldt harmoniserede og sammenlignelige nationale tal.¹ Eftersom udarbejdelsen af nye statistikker er en langvarig proces, begyndte Národná banka Slovenska og ECB på de statistiske forberedelser, længe inden Slovakiet blev medlem af EU. Národná banka Slovenska intensiverede efter sin indtræden i ESCB sin indsats for at opfylde ECBs krav vedrørende statistikker over monetære forhold, banksektoren, betalingsbalancen, offentlige finanser, finansielle konti og andre finansielle forhold. Desuden skulle den træffe de nødvendige foranstaltninger til at integrere de slovakiske kreditinstitutter i ECBs reservekravssystem og opfylde de nødvendige statistikkkrav.

¹ ECBs statistikkkrav opsummeres i dokumentet "ECB statistics: an overview" fra april 2008.

For de rapporterende virksomheder og nationale centralbanker i de andre eurolande betyder udvidelsen af euroområdet, at de pr. januar 2009 skal rapportere transaktioner (eller betalingsstrømme) og positioner vedrørende residenter i Slovakiet som en del af euroområdet og ikke som transaktioner og positioner vedrørende residenter uden for euroområdet.

Desuden har Slovakiet og de andre eurolande skullet levere bagudrettede tal med tilstrækkelige geografiske oplysninger og sektoroplysninger, der mindst gik tilbage til 2004, hvor Slovakiet blev medlem af EU.

Hvad angår offentliggørelsen af statistik for euroområdet, har ECB givet brugere onlineadgang til to sæt tidsserier, et med tal for det nuværende euroområde (dvs. inklusive Slovakiet) så langt tilbage som muligt og et, der forbinder de forskellige sammensætninger af euroområdet begyndende med de 11 lande i 1999.

2 JURIDISKE ASPEKTER AF NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKAS INTEGRATION I EUROSYSTEMET

I henhold til traktatens artikel 122, stk. 2, gennemgik ECB Národná banka Slovenskas statut og anden relevant slovakisk lovgivning med henblik på overensstemmelse med traktatens artikel 109. ECBs bedømmelse af den slovakiske lovgivnings overholdelse af traktaten og af statuten for ESCB var positiv, jf. konvergensrapporten for Slovakiet, der blev offentliggjort i maj 2008.

ECB og Národná banka Slovenska indførte en række retsinstrumenter for at sikre integrationen af Národná banka Slovenska i eurosystemet pr. 1. januar 2009. Eurosistemets juridiske rammer blev tilpasset som følge af Ecofin-Rådets beslutning af 8. juli 2008 om at ophæve Slovakiets dispensation¹. Indførelsen af euroen i Slovakiet og integrationen af landets centralbank i eurosystemet krævede også ændringer af visse slovakiske retsinstrumenter.

Národná banka Slovenskas statut var ultimo 2007 bragt i overensstemmelse med anbefalingerne i ECBs konvergensrapporter fra 2004 og 2006. Slovakiet havde hørt ECB vedrørende udkastet til ændringer af Národná banka Slovenskas statut den 20. juli 2007, og ECB vedtog en udtalelse med ændringsforslag, som afspejledes i den endelige udgave af statuten.²

Ecofin-Rådets beslutning af 8. juli 2008 førte til ændringer af Rådets forordning (EF) nr. 974/98 for at bane vej for indførelsen af euroen i Slovakiet³ og vedtagelse af Rådets forordning (EF) nr. 694/2008⁴ om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98, der fastsatte euroens uigenkaldelige omregningskurs over for den slovakiske koruna. Rådet hørte ECB vedrørende begge forordninger, og ECB kom med en udtalelse⁵. Desuden blev ECB hørt i forbindelse med udarbejdelse af national lovgivning vedrørende indførelsen af euroen, betalings- og afviklingssystemer, afrundingsregler og seddel- og møntomløb i Slovakiet.⁶

Hvad angår de juridiske forberedelser til indlemmelsen af Národná banka Slovenska i eurosystemet, vedtog ECB de nødvendige retsinstrumenter vedrørende indbetaling af den resterende kapital og bankens overførsel af valutareserver

til ECB.⁷ ECB gennemgik også sine juridiske rammer og foretog de nødvendige ændringer som følge af Národná banka Slovenskas medlemskab af eurosystemet. Ændringerne omfattede en gennemgang af den slovakiske lovgivning, der gennemførte eurosistemets juridiske rammer for pengepolitikken og Target2. Slovakiske modparter kunne således deltage i eurosistemets markedsoperationer fra 2. januar 2009. ECB vedtog ligeledes en forordning om overgangsbestemmelser for ECBs anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euroen i Slovakiet.⁸ Endelig blev ERM2-aftalen⁹ med Národná banka Slovenska bragt til ophør.

1 Rådets beslutning 2008/608/EF af 8. juli 2008 i henhold til traktatens artikel 122, stk. 2 om Slovakiets indførelse af den fælles valuta den 1. januar 2009, EUT L 195, 24.7.2008, s. 24.

2 CON/2007/43.

3 Rådets forordning (EF) nr. 693/2008 af 8. juli 2008 om ændring af forordning (EF) nr. 974/98 med henblik på indførelse af euroen i Slovakiet, EUT L 195, 24.7.2008, s. 1.

4 Rådets forordning (EF) nr. 694/2008 af 8. juli 2008 om ændring af forordning (EF) nr. 2866/98 med hensyn til euro-omregningskursen for Slovakiet, EUT L 195, 24.7.2008, s. 3.

5 CON/2008/28.

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 og CON/2008/86.

7 Den Europæiske Centralbanks afgørelse ECB/2008/33 af 31. december 2008 om indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag fra Národná banka Slovenska til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser, EUT L 21, 24.1.2009, s. 83.

8 Den Europæiske Centralbanks afgørelse ECB/2008/14 af 28. oktober 2008 om overgangsbestemmelser for ECBs anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euroen i Slovakiet, EUT L 319, 29.11.2008, s. 73.

9 Aftale af 8. december 2008 mellem ECB og de nationale centralbanker i medlemsstaterne uden for euroområdet om ændring af aftalen af 16. marts 2006 mellem ECB og de nationale centralbanker i medlemsstaterne uden for euroområdet om fastlæggelse af de operationelle procedurer for en valutakursmekanisme i tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union, EUT C 16, 22.1.2009, s. 10.

3 OPERATIONELLE ASPEKTER AF NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKEAS INTEGRATION I EURO-SYSTEMET

Efter Ecofin-Rådets beslutning af 8. juli 2008 om Slovakiets indførelse af euroen pr. 1. januar 2009 gennemførte ECB de tekniske forberedelser til at integrere Národná banka Slovenska fuldstændig i eurosystemet. I overensstemmelse med traktatens bestemmelser indtrådte Národná banka Slovenska i eurosystemet med nøjagtig samme rettigheder og forpligtelser som de nationale centralbanker i de EU-lande, der allerede havde indført euroen.

De tekniske forberedelser til integrationen af Národná banka Slovenska i eurosystemet dækkede en lang række områder, ikke mindst finansiell rapportering og regnskabsførelse, pengepolitiske operationer, styring af valutareserven og valutaoperationer, betalingsformidling, statistik og fremstilling af pengesedler. På det operationelle område var der tale om omfattende test af instrumenter, procedurer og tekniske systemer til gennemførelse af pengepolitik og valutaoperationer.

3.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Den 1. januar 2009, hvor Slovakiet indførte euroen, blev 26 slovakiske kreditinstitutter underlagt eurosystemets reservekrav. Disse institutter fremgår af en liste på ECBs websted. Slovakiets indtræden i euroområdet havde kun lille indvirkning på likviditetsforholdene i eurosystemet. De samlede reservekrav for euroområdet kreditinstitutter steg med mindre end 0,5 pct. (740 mio. euro). De autonome likviditetsfaktorer i Slovakiet havde i perioden 1.-20. januar 2009 en likviditetstilførende nettoeffekt, hvilket i gennemsnit reducerede likviditetsbehovet i euroområdet samlede banksektor med 7,21 mia. euro. Denne likviditetstilførende effekt sås, selv om de likviditetsopsugende pengepolitiske operationer, som Národná banka Slovenska havde iværksat før tilslutningen til euroområdet, og som udløb mellem den 6. og 13. januar 2009, ligeledes blev behandlet som autonome faktorer. Det samme blev gældsbeviser udstedt af centralbanken, som udløb den 20. januar. På baggrund heraf reducerede Slovakiets indtræden i euroområdet således det samlede likviditetsbehov i

euroområdet banksektor med 11 mia. euro, hvilket stort set svarer til 1 pct. af det samlede likviditetsbehov.

Som følge af likviditetsoverskuddet afgav modparter fra Slovakiet kun bud for relativt begrænsede beløb i de primære markedsoperationer i begyndelsen af 2009: 1 mio. euro i den primære markedsoperation, som blev afviklet 14. januar, og 15 mio. euro i både de 3- og 6-måneders langfristede markedsoperationer, der blev afviklet 8. januar.

Ved sin indtræden i euroområdet indførte Národná banka Slovenska også eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse og indberettede, at der befandt sig aktiver for 17,6 mia. i Slovakiet, der kunne stilles som sikkerhed i eurosystemets kreditoperationer fra 1. januar 2009.

3.2 BIDRAG TIL ECBs KAPITAL, RESERVER OG VALUTARESERVEAKTIVER

Ved sin indtræden i ESCB den 1. maj 2004 indbetalte Národná banka Slovenska 7 pct. af sin andel af ECBs kapital som bidrag til ECBs driftsomkostninger. I overensstemmelse med artikel 49, stk. 1, i statuten for ESCB og de retsakter, som Styrelsesrådet vedtog 31. december 2008, indbetalte Národná banka Slovenska sin resterende kapitalandel den 1. januar 2009. Den samlede indbetalte kapitalandel udgør 39,9 mio. euro, svarende til 0,6934 pct. af ECBs tegnede kapital på 5,761 mia. euro pr. 1. januar 2009.

I begyndelsen af 2009 overførte Národná banka Slovenska i overensstemmelse med artikel 30 og artikel 49, stk. 1, i statuten for ESCB valutareserveaktiver til ECB i forhold til sin andel af ECBs tegnede kapital, hvilket svarede til 443,1 mio. euro. Heraf var 85 pct. aktiver denomineret i amerikanske dollar og 15 pct. i guld. Národná banka Slovenska har valgt at gennemføre de operationelle aktiviteter i forbindelse med forvaltningen af bankens andel af ECBs valutareserveaktiver i amerikanske dollar på individuel basis via en separat portefølje i dollar til forvaltning af valutareserver. Som følge af overførslen af valu-

tareserveaktiver til ECB krediteredes Národná banka Slovenska en fordring i euro på ECB i overensstemmelse med artikel 30, stk. 3, i statuten for ESCB.

4 OVERGANGEN TIL EUROSEDLER OG -MØNTER I SLOVAKIET

LOGISTIK VED OVERGANGEN TIL EUROEN

Den 1. januar 2009 indførte Slovakiet euroen som valuta. Efter en periode på to uger, hvor landet havde to valutaer i omløb, havde euroen fuldstændig erstattet den slovakiske koruna.

For at sikre, at eurosedler og -mønter kunne indføres uden problemer, blev alle de relevante markedsaktører, navnlig i banksektoren, involveret i forberedelserne til overgangen til euroen. Den nationale plan for overgangen forsynede alle virksomheder samt offentligheden med en tidsplan i god tid inden Euro-dag. På baggrund af erfaringer fra indførelsen af euroen i Slovenien i 2007 og i Malta og Cypern i 2008 vedtog ECBs styrelsesråd en ny ECB retningslinje om visse forberedelser til indførelse af eurosedler og -mønter og om forhåndsudsendelse og forhåndsvideresendelse af eurosedler og -mønter uden for euroområdet.¹⁰ Retningslinjen giver fx mulighed for at forsyne mikrovirksomheder med eurosedler og -mønter på forhånd ifølge meget simple procedurer ud over den normale procedure, der benyttedes ved de tidligere indførelser af euroen. En national centralbank, der indtræder i eurosystemet, kan vælge, hvorvidt den vil benytte retningslinjens bestemmelser.

Efter Ecofin-Rådets beslutning af 8. juli 2008 om indførelse af euroen i Slovakiet den 1. januar 2009 kunne Národná banka Slovenska låne sedler i eurosystemet som forberedelse til overgangen til euroen og til dækning af behovet for pengesedler i 2009. Af geografiske og logistiske hensyn foretog Oesterreichische Nationalbank på vegne af eurosystemet den fysiske levering af 196,2 mio. sedler til en samlet pålydende værdi af 8,3 mia. euro.

Den første forsyning på 499 mio. euromønter til en samlet pålydende værdi af 165,22 mio. euro blev fremstillet af den slovakiske møntfabrik i Kremnica.

Forhåndsudsendelsen af euromønter og -sedler til de finansielle institutioner begyndte i henholdsvis september og oktober 2008. Forhåndsvideresendelse til virksomheder begyndte i november 2008. Offentligheden fik også lejlig-

hed til at købe begyndersæt (hvert indeholdende mønter til en samlet pålydende værdi af 16,60 euro) hos Národná banka Slovenska samt banker og posthuse fra den 1. december 2008. Det gjorde det muligt at betale med lige penge i detailhandlen og reducerede dermed behovet for småpenge straks efter overgangsdagen.

Som følge af forhåndsudsendelsen og forhåndsvideresendelsen blev forsyningen med eurosedler og -mønter spredt over længere tid, således at der ikke opstod flaskehalse. De forhåndsudsendte beløb blev hovedsagelig brugt til rettidigt at omstille kontantautomater til euro. Stort set alle kontantautomater udleverede eurosedler fra den 1. januar 2009.

I forbindelse med indførelsen af euroen i Slovakiet vekslede de nationale centralbanker i euroområdet slovakiske korunasedler til euro til pålydende værdi fra den første arbejdsdag i 2009 og frem til 28. februar 2009 som en gratis serviceydelse.¹¹ Beløbet, der kunne veksles, var begrænset til 1.000 euro pr. person/transaktion pr. dag. Národná banka Slovenska vil fortsat veksle slovakiske korunasedler i en ubegrænset periode og mønter indtil ultimo 2013.

OPLYSNINGSKAMPAGNEN VEDRØRENDE EUROENS INDFØRELSE

ECB tilrettelagde i samarbejde med Národná banka Slovenska en omfattende oplysningskampagne op til indførelsen af euroen i Slovakiet den 1. januar 2009.

Logoet "€ Our money", der er baseret på det logo, som eurosystemet har benyttet siden eurooplysningskampagnen i 2002, indgik også i Národná banka Slovenskas kommunikationsak-

¹⁰ Retningslinje ECB/2008/4 til ændring af retningslinje ECB/2006/9 om visse forberedelser til indførelse af eurosedler og -mønter og om forhåndsudsendelse og forhåndsvideresendelse af eurosedler og -mønter uden for euroområdet.

¹¹ Ifølge artikel 52 i statuten for ESCB skal ECBs styrelsesråd træffe de nødvendige forholdsregler for at sikre, at pengesedler i valutaer, der er uigenkaldeligt fastlåst til euroen, omveksles af de nationale centralbanker i euroområdet til pålydende værdi. På baggrund heraf vedtog Styrelsesrådet retningslinjer for veksling af sådanne sedler den 24. juli 2006.

tiviteter i forbindelse med indførelsen af euroen i Slovakiet.

Formålet med eurooplysningskampagnen, der blev organiseret af ECB og Národná banka Slovenska i fællesskab, var at gøre kontanthåndterende virksomheder og offentligheden fortrolige med, hvordan eurosedlerne og -mønterne ser ud, hvilke sikkerhedselementer de har, samt hvordan overgangen til euro skulle foregå.

Den kombination af kommunikationsværktøjer, der blev anvendt i kampagnen, inddrog erfaringer fra tidligere introduktioner af euroen og omfattede 17 forskellige publikationer, inkl. undervisningsmateriale til kontanthåndterende virksomheder. Národná banka Slovenska udsendte i løbet af 4. kvartal 2008 mere end 7 mio. eksemplarer af de forskellige publikationer (inkl. en informationsfolder til offentligheden, euroomregnerkort og andre publikationer i fire sprogudgaver). I december 2008 modtog hver slovakisk husstand et eksemplar af informationsfolderen til offentligheden samt to euroomregnerkort. Omregnerkortene viser forskellige billeder, når de vippes. Forsiden viste en række med 28 priser i både euro og koruna, mens bagsiden viste 20-eurosedlen og dens vigtigste sikkerhedselementer.

Der afholdtes en række PR- og pressebegivenheder, herunder et ECB-medieseminar den 4. september 2008, en udstilling med eurosedler og -mønter, som åbnede den 21. september 2008 hos Národná banka Slovenska, en eurokonference i Bratislava den 22. september 2008 og en national fejring den 8. januar 2009.

Det største banner, der nogensinde var blevet fremstillet i Slovakiet, blev skabt med midler fra bl.a. ECB og blev placeret på facaden af Národná banka Slovenskas bygning i Bratislava. Samtidig blev mindre udgaver af banneret sat op på alle centralbankfilialers bygninger rundt om i landet. Over 100 partnere, primært banker og offentlige myndigheder, fik adgang til de kvalitetsprintfiler, der benyttes i forbindelse med relevante ECB-publikationer, og kunne tilpasse og bruge dem i deres egne kommunikationsaktiviteter.

Efter at have været i kontakt med blindeforeninger udviklede ECB et "talende kort" til synshæmmede. Det var forsynet med en indbygget MP3-fil, der ved afspilning gav grundlæggende oplysninger om eurosedlerne og -mønterne.



Willem F. Duisenberg modtager Charlemagne-prisen på euroens vegne i Aachen den 9. maj 2002

FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION

I FINANSIEL STABILITET

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

I.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

ECB arbejder sammen med ESCBs Banktilsynskomite (BSC) om at sikre den finansielle stabilitet.¹ Nogle af de vigtigste aktiviteter er overvågning af risici vedrørende finansiell stabilitet og vurdering af det finansielle systems modstanddygtighed over for økonomiske stød. Bankerne er i fokus, da de fortsat er de vigtigste formidlere af kapital. Eftersom finansielle markeder og andre finansielle institutioner og deres forbindelser til bankerne får større og større betydning, omfatter ESCBs overvågning også sårbarheder i disse dele af det finansielle system.

KONJUNKTURUDVIKLINGEN

I 2008 intensiveredes de spændinger i euroområdet finansielle system, som var opstået i 2007, da finansielle institutioner over hele verden led tab på værdipapirer baseret på amerikanske subprime-realkreditlån. I årets løb oplevede bankerne i euroområdet yderligere nedskrivninger af aktiver, øgede nedskrivninger på lån og højere kreditomkostninger samt en markant nedgang i handelsindtægterne. De vigtigste tendenser og de høstede erfaringer belyses i afsnit 2 i kapitel 1 i denne Årsberetning og i en række andre ECB-publikationer, navnlig Financial Stability Review.

I lyset af den voksende usikkerhed vedrørende de globale økonomiske udsigter samt de tiltagende nedadrettede risici steg risikoaversionen blandt markedsdeltagerne på de finansielle markeder, og priserne på de fleste finansielle aktiver faldt. Likviditeten og finansieringsforholdene på kreditmarkederne forværredes markant i årets løb, og securitisation-markederne holdt mere eller mindre op med at fungere. Vedvarende likviditetsspændinger medførte til sidst mere

dybtgående bekymringer vedrørende kreditværdighed og tilstrækkelighed af stødpudekapital, og investorerne og kreditorerne begyndte at miste tilliden til nogle finansielle virksomheders evne til at overholde deres forpligtelser. Mange store finansielle virksomheder oplevede således stigende vanskeligheder med at få adgang til kapitalmarkederne og til kortfristet finansiering. Nogle af verdens største finansielle institutioner oplevede både at blive nedgraderet af kreditvurderingsbureauerne og at se deres aktiekurser dykke. Denne udvikling tvang i sidste ende flere finansielle institutioner i euroområdet og internationalt til at konsolidere sig eller anmode om yderligere støtte hos aktionærene eller staten. En række internationale finansielle institutioner kunne dog ikke undgå konkurs.

I starten af perioden med finansiell uro lå solvensen hos bankerne i euroområdet generelt et godt stykke over minimumskravene efter flere års solid indtjening. Selv om nogle store banker i euroområdet var kraftigt påvirket af nedskrivninger af strukturerede kreditprodukter og deraf følgende spændinger i markedet – som havde gjort sig gældende i over et år – var de tilsyneladende generelt i stand til at modstå negative påvirkninger indtil september 2008, hvor situationen forværredes markant.

I 1. halvår 2008 sås en overordnet faldende tendens i egenkapitalforrentningen for bankerne i euroområdet som følge af værdiansættelsestab. Endvidere steg nedskrivninger på udlån og værdipapirer betydeligt, mens gebyr- og provisionsindtægterne samt handelsindtægterne faldt på baggrund af de store udfordringer på kapitalmarkederne. Trods den faldende indtjening steg bankernes lovmæssige solvensprocent i 1. halvår 2008. Det afspejlede de enkelte bankers nedgea-

¹ Siden ultimo 2004 har ECB offentliggjort "Financial Stability Review", en halvårlig rapport om stabiliteten for euroområdets finansielle system. I 2008 offentliggjorde ECB også den 7. udgave af rapporten "EU banking structures" samt ad hoc-rapporterne "Commercial property markets", "The incentive structure of the 'originate and distribute' model", "Covered bonds in the EU financial system" og "EU banks' liquidity stress testing and contingency funding plans". Disse rapporter, som indeholder de vigtigste resultater af BSCs overvågning af banksektorens struktur og stabilitet, findes på ECBs websted.

ring af risikovægtede aktiver, udpræget låntagning trods de vanskelige forretningsforhold og til en vis grad indførelsen af Basel II-rammerne samt korrigerende tilsynsregler ("prudential filters").

På kort sigt er der ikke ret gode udsigter til, at bankernes indtjening kan bringes tilbage til niveauet fra før den finansielle uro. En betydelig yderligere nedgang i værdien af andre strukturerede finansieringsprodukter – herunder amerikanske asset-backed securities vedrørende forbrugslån og realkreditobligationer i euroområdet – kan ikke udelukkes. Lavere vækst i udlån til husholdninger og virksomheder, næsten ophør af securitisation-aktiviteter og lavere gebyr- og provisionsindtægter samt handelsindtægter vil sandsynligvis udfordre bankernes resultater i 2009. Derfor har bankerne strammet deres kreditstandarder og mindsket omkostningerne. På baggrund heraf tog eurosystemet og eurolandene væsentlige skridt til at fremme likviditeten i markederne, tilliden og stødpudekapitalen.

Euroområdetets store forsikringsselskaber viste ringere resultater i 1. halvår 2008, hvor præmierne for de fleste forsikringsselskaber var lavere end i 1. halvår 2007. En væsentlig årsag var mindre efterspørgsel efter livsforsikringsprodukter i kølvandet på uroen på aktie- og kreditmarkederne. Uroen på de finansielle markeder og afsmitningen på realøkonomien vil fortsat gøre forholdene vanskeligere for mange forsikringsselskaber. Desuden er de forsikringsselskaber, som tilbyder banktjenester eller indgår i finanskoncerner, stadig påvirket af banksektorens vanskeligheder.

Den globale hedgefondsektor oplevede meget negative afkast på næsten alle investeringsstrategier ultimo september 2008. Bratte dyk i aktivpriserne, tvungen nedgearing og øgede låneomkostninger ("margin calls"), myndighedernes pludselige indførelse af forbud mod at tage korte positioner samt investorenes indfrielser bidrog til de svage resultater. Siden den finansielle uro satte ind, har hedgefondsektoren reduceret andelen af fremmedkapital betydeligt og dermed gjort sig mindre sårbar over for yderligere stig-

ninger i låneomkostningerne eller uventede kreditstramninger hos bankerne. Imidlertid er hedgefondsektoren tilsyneladende blevet mere sårbar over for risikoen for indfrielser i løbet af 2008, da omfanget af indfrielser ofte afhænger af hedgefondenes resultater. Hvis hedgefondene i fremtiden oplever en fortsat og tiltagende udstrømning af investorer, kan det medføre et markant yderligere frasalg af aktiver, som kan udgøre en betydelig trussel mod den finansielle stabilitet.

DEN STRUKTURELLE UDVIKLING

De strukturelle hovedtendenser i EUs banksektor følger tidligere års tendenser.² Konsolideringen fortsatte trods tegn på en moderat nedgang. Udviklingen var forskellig blandt de 15 gamle EU-lande, mens antallet af kreditinstitutter i de nye EU-lande, der er tiltrådt siden 2004, var stort set uændret, med Cypren som en væsentlig undtagelse på grund af den igangværende konsolidering i andelsbanksektoren. Alt i alt faldt antallet af kreditinstitutter i EU med 166 i 2007 (fra 8.514 til 8.348) i forhold til 175 året før.

Samtidig var banksektoren i EU fortsat domineret af indenlandske kreditinstitutter, der havde en markedsandel på 71,3 pct., mens resten var ligeledes fordelt på filialer og datterselskaber af udenlandske institutter. Det bør dog understreges, at der er betydelige forskelle mellem landene, idet de nye EU-lande er domineret af udenlandske enheder, navnlig enheder med et moderselskab i et af de gamle EU-lande. Det er bemærkelsesværdigt, at filialerne af udenlandske institutter i EU tegnede sig for en stigende markedsandel af de samlede aktiver, hvilket ikke var tilfældet i 2006. Denne tendens sås især i de EU-lande, der er tiltrådt siden 2004, idet de udenlandske filialers markedsandel steg med ca. 1 procentpoint, mens de udenlandske datterselskabers markedsandel faldt med ca. 4 procentpoint.

Det samlede antal fusioner og virksomhedsovertagelser faldt i 2007. Der sås dog en væsentlig

² Observationerne i dette afsnit er taget fra ECBs rapport "EU banking structures", der indeholder observationer indtil 2007.

stigning i antallet af transaktioner, hvor kreditinstitutter i EU overtog banker i lande uden for EU. Antallet har i de seneste tre år ligget over antallet af indenlandske overtagelser. Værdien af fusioner og virksomhedsovertagelser er steget siden 2003, og i 2007 var den samlede værdi for andet år i træk højere end det tidligere toppunkt i 2000. Koncentrationen tiltog, hvilket afspejlede dels fortsat konsolidering på markedet, dels visse bankkoncerners dynamiske vækst bl.a. som følge af fusioner og virksomhedsovertagelser. Det bemærkes, at små lande som regel har en mere koncentreret banksektor. Det gælder dog ikke i Østrig, som har en stærk sparekasse- og andelsbanksektor, og Luxembourg, som er hjemsted for en lang række udenlandske kreditinstitutter.

Endelig styrkedes bankernes formidling, hvilket blev bekræftet af, at væksten i kreditinstitutternes samlede aktiver var højere end væksten i BNP. På EU-plan var væksten i de samlede aktiver imidlertid lavere i 2007 (10,7 pct.) end i tidligere år (2005: 13,7 pct.; 2006: 11,9 pct.).³ Det skal bemærkes, at det samlede tal dækker over kraftige udsving. I de nyere medlemslande lå væksten over gennemsnittet, på næsten 25 pct. nominelt, mens de samlede aktiver kun steg med 2,3 pct. i Storbritannien, hvis finansielle sektor tegner sig for ca. en fjerdedel af aktiverne i EUs banksektor. På baggrund af de strukturelle ændringer i det finansielle system og nedgangen for investeringsforeninger og hedgefonde kommer de vigtigste banker til at spille en mere central rolle i kreditformidlingen.

1.2 INITIATIVER VEDRØRENDE FINANSIEL STABILITET

Både i EU og internationalt blev der taget skridt til at imødegå de svagheder i de overordnede rammer for finansiell stabilitet, som den finansielle uro har afdækket.

I april 2008 kom Forum for Finansiell Stabilitet (FSF) med en række anbefalinger for at øge markedernes og institutionernes modstandskraft. I den forbindelse forventes myndighederne at

afklare og styrke nationale og grænseoverskridende arrangementer til håndtering af svage banker samt at gennemgå og om nødvendigt udbygge landenes indskydergarantiordninger. Baselkomiteen for Banktilsyn (BCBS) undersøgte national praksis med hensyn til afvikling af banker og grænseoverskridende krisestyring. Samtidig er FSF ved at udarbejde et sæt overordnede principper vedrørende styring af finansielle kriser.

I maj 2008 opdaterede Ecofin-Rådet køreplanen for at styrke EU-initiativer i forbindelse med finansiell stabilitet, som blev vedtaget i oktober 2007. I overensstemmelse med køreplanen trådte aftalen (memorandum of understanding) mellem EU-landenes tilsynsmyndigheder, finansministre og centralbanker om grænseoverskridende finansiell stabilitet i kraft den 1. juni 2008.⁴ En dedikeret arbejdsgruppe under Banktilsynskomiteen (BSC) har hjulpet de relevante myndigheder med at gennemføre aftalen med fokus på de fælles analyserammer for vurdering af de systemiske implikationer af en finansiell krise. Desuden har BSC gennemgået medlemslandenes vigtigste eksisterende krisestyringsfunktioner og givet input vedrørende initiativer til at vurdere de redskaber, som myndighederne har til rådighed.

I oktober 2008 tog EU-landene en række initiativer for at sikre, at udformningen af nationale stabiliserings tiltag, der var iværksat med henblik på at afbøde den finansielle uro, ikke medfører negative afsmitningseffekter, og for at skabe lige konkurrencevilkår mellem landene.

For det første besluttede Ecofin-Rådet den 7. oktober at øge indskudsgarantien i EU-landene til 50.000 euro i mindst et år. Kommissionen

³ Det skal bemærkes, at denne analyse er baseret på beholdningstal i balancen. Hvis der forelå tal for strømme af securitiserede aktiver (både offentligt og privat placerede), ville det bidrage positivt til analysen af tendenser i de samlede aktiver. Manglen på tal for securitiserede aktiver havde mindre betydning for analysen for EU-lande, der er tiltrådt siden 2004, idet securitisation af aktiver ikke er så udviklet i disse lande. Hvad angår lande uden for euroområdet, er tallene heller ikke valutakursregulerede, så udviklingen kan være påvirket af ændringer i kursen mellem den lokale valuta og euroen.

⁴ <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>.

vedtog således den 15. oktober 2008 forslag til ændring af direktivet om indskudsgarantiordninger. Med de ændringer, der godkendes af Europa-Parlamentet og Rådet, ventes direktivet at blive offentliggjort i EU-Tidende omkring marts 2009. Direktivet vil navnlig øge indskuds-garantien til 50.000 euro i juni 2009 og yderligere til 100.000 euro ultimo 2010, medmindre Kommissionen meddeler, at det ikke vil være hensigtsmæssigt.

For det andet blev der udformet en række "fælles EU-principper", som blev suppleret med mere præcise retningslinjer, der blev vedtaget på euro-landenes topmøde i Paris den 12. oktober og efterfølgende godkendt af alle 27 EU-lande på Det Europæiske Råds møde den 15.-16. oktober. De fastlægger bl.a. fælles elementer i medlems-landenes interventioner, herunder garantier ved-rørende kapitaltilførsel og rekapitalisering af banker.

Hvad angår tiltag til støtte for "solvente banker, der har likviditetsproblemer", var der enighed om, at der kunne ydes statsgaranti for bankernes udstedelse af ny mellemfristet seniorgæld (op til fem år). Kriterierne for, hvilke finansielle institutioner der kan deltage i garantiordningen, skal være ikke-diskriminerende og omfatte datterselskaber af udenlandske institutter med betydelige aktiviteter i et EU-land. Endvidere skal ordningen omfatte beløbsgrænser og udløbe den 31. december 2009. Et vigtigt element er formuleringen i Paris-erklæringen om, at regeringerne skal "arbejde sammen med Den Europæiske Centralbank for at sikre konsekvens i forvaltningen af likviditet under eurosystemet og forenelighed med eurosystemets operationelle rammer".

Hvad angår rekapitalisering, besluttede medlemslandene at stille kernekapital til rådighed for de relevante finansielle institutioner fx ved at erhverve præferenceaktier. Selv om regeringerne gav tilsagn om at stille den fornødne kapital til rådighed, søger de overordnet set at fremme til-vejebringelsen af privat kapital.

Det Europæiske Råd understregede på sit møde den 15.-16. oktober vigtigheden af samarbejds-

mekanismer og meddelte, at der var oprettet en "finansiell krisestab". Krisestaben, med deltagelse af bl.a. formanden for ECB, har til formål at forbedre krisestyringen blandt EU-landene gennem uformel varsling, informationsudveksling og evaluering. Det Europæiske Råd understregede også betydningen af regelmæssige møder mellem de nationale tilsynsmyndigheder.

Endelig understregede Ecofin-Rådet på mødet den 2. december 2008 specifikt, at det er nødvendigt straks at få udarbejdet nationale ordninger til støtte for banksektoren, navnlig rekapitaliseringsordninger. Kommissionen blev opfordret til at arbejde tæt sammen med ECB omkring disse spørgsmål.

Med henblik på at forbedre det finansielle systems stabilitet og fastholde lige konkurrencevilkår udstedte eurosystemet henstillinger om statsgarantier for bankgæld samt prisfastsættelse af rekapitalisering af banker. Kommissionen vedtog i december 2008 en meddelelse om rekapitalisering af finansielle institutioner, der også afspejlede ECBs henstillinger.⁵

I februar 2009 aftalte Ecofin-Rådet, at foranstaltninger vedrørende værdiforringede aktiver i bestemte tilfælde kunne supplere statsgarantier for bankgæld og rekapitalisering med henblik på at fastholde banksektorens stabilitet. Disse foranstaltninger skulle være i overensstemmelse med de principper, der blev aftalt i oktober 2008, navnlig hvad angår 1) beskyttelse af finansiell stabilitet og genopretning af kreditgivning og udlån til økonomien, 2) sikring af lige konkurrencevilkår i det indre marked og 3) begrænsning af effekten på de offentlige finanser. I den forbindelse har Kommissionen i samarbejde med ECB ydet rådgivning på EU-plan.

⁵ Meddelelsen blev offentliggjort i januar 2009 (EUT C 10, 15.1.2009, s. 2-10).

2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

2.1 GENERELLE EMNER

I forlængelse af konklusionerne af den gennemgang af Lamfalussy-proceduren⁶ vedrørende finansiel regulering og tilsyn, som blev udført af Europa-Kommissionen med bidrag fra eurosyste- met, blev der i 2008 sat fokus på gennemførelsen af Ecofin-Rådets henstillinger fra december 2007.

For det første indførte niveau 3-udvalgene⁷, ved ændring af deres respektive vedtægter, kvalificeret flertal som et afstemningsprincip. Selv om udvalgenes beslutninger ikke er juridisk bindende for medlemmerne, bør de, der ikke efterlever dem, i det mindste begrunde dette offentligt.

For det andet understregede niveau 3-udvalgene deres opfyldelse af oplysningspligten ved at begynde at fremsende deres årlige arbejdsprogrammer til Europa-Kommissionen, Rådet og Europa-Parlamentet for at give dem mulighed for at udtale sig om de vigtigste prioriteter og yde politisk rådgivning med hensyn til konvergens og samarbejde mellem tilsynsmyndighederne.

For det tredje blev medlemslandene opfordret til at indføre en europæisk dimension i deres nationale tilsynsmyndigheders mandat. ECB deltog i drøftelserne i de forskellige europæiske udvalg om gennemførelse af Ecofin-Rådets henstillinger. Den 14. maj 2008 anmodede Ecofin-Rådet Kommissionen om at revidere sine afgørelser om oprettelse af niveau 3-udvalgene og indføre specifikke opgaver for at fremme konvergens og samarbejde mellem tilsynsmyndighederne. Den 7. november 2008 vedtog eurosyste- met en udtalelse om revidering af afgørelsen om oprettelse af Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS). ECB kommenterede bl.a. den hensigtsmæssige arbejdsdeling mellem CEBS og Banktilsynskomiteen (BSC), hvad angår risikovurdering af EUs banksektor. I overensstemmelse med sit mandat fokuserer Banktilsynskomiteen på at identificere de vigtigste tilsynsrisici i det finansielle system og banksektoren, mens CEBS koncentrerer sig om proaktivt at identificere speci-

fikke risici, tilsynsmæssige problemstillinger og eventuelle politiske indsatsområder.

Ud over at styrke Lamfalussy-proceduren har myndighederne iværksat en række konkrete initiativer på både internationalt og europæisk plan med sigte på at imødegå systemiske problemer og kortlægge de mulige langsigtede virkninger af politiske forslag vedrørende revidering af de eksisterende rammer for regulering og tilsyn. På internationalt plan gik FSF i gang med at analysere tilsyns- og reguleringsmyndighedernes udfordringer med hensyn til eventuelle konjunkturmedløbende effekter af kapitaldækningsreglerne, praksis for hensættelser til tab på udlån, aflønning samt de finansielle institutioners værdisættelsesmetoder.

Europa-Kommissionens formand nedsatte i oktober 2008 en uafhængig gruppe på højt plan, der skulle behandle spørgsmål om finansielt tilsyn i EU og udarbejde henstillinger i februar 2009 for at styrke EUs tilsynsordninger for alle finansielle sektorer⁸. På det uformelle møde i Ecofin-Rådet 12.-13. september blev der nedsat en arbejdsgruppe, hvor ECB var repræsenteret, som fik til opgave at vurdere, hvilke politiske tiltag der kan bidrage til at afbøde de konjunkturudsving, som det finansielle systems aktiviteter uvægerligt giver anledning til. Desuden blev ECB anmodet om at udarbejde regelmæssige rapporter om de potentielle konjunkturmedløbende effekter af kapitalkrav i henhold til kapitalkravsdirektivet. I den forbindelse arbejder ECB tæt sammen med Banktilsynskomiteen og CEBS, og i slutningen af 2008 udkom en foreløbig rapport, som bygger på kvalitative oplysning-

6 Lamfalussy-processen, der har fire niveauer, har til formål at godkende lovgivning om værdipapirer, bankforhold og forsikring. Se også rapporten "Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets", 15. februar 2001, som findes på Europa-Kommissionens websted. Se også ECBs Årsberetning 2003, s. 111.

7 Niveau 3 fokuserer på at styrke konvergens og samarbejde mellem tilsynsmyndighederne. Dette arbejde varetages af tre udvalg: Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS), Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) og Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS).

8 http://ec-europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf.

ger fra de kompetente myndigheder, indtil der foreligger dataserier fra tilsynsmyndighederne.

2.2 BANKVIRKSOMHED

KAPITALKRAVSDIREKTIVET

Formålet med kapitalkravsdirektivet er at sikre bankers og investeringssekskabers finansielle soliditet ved at sørge for god overensstemmelse mellem de lovmæssige kapitalkrav og institutternes risici. I oktober 2008 vedtog Europa-Kommissionen et forslag til ændring af visse bestemmelser i direktivet for bl.a. at tage højde for de erfaringer, der er høstet i kølvandet på den finansielle krise. Med hensyn til ordningen vedrørende store engagementer begrænses bankernes eksponering over for den enkelte transaktionspart, hvilket også medfører begrænsninger på interbankmarkedet. Endvidere indføres klare EU-kriterier for anerkendelse af hybridkapital med henblik på at forbedre kvaliteten af bankernes egenkapital. Der er desuden ændringer vedrørende styring af likviditetsrisiko og behandling af securitiserede produkter. Hvad førstnævnte angår, er der indført en række bestemmelser, som er koordineret med BCBS' og CEBS' igangværende arbejde. Med hensyn til securitiserede produkter sigter bestemmelserne mod at forbedre gennemsigtigheden, styrke risikostyringsprocessen for såvel udsteder som investorer samt at tilpasse incitamenterne hele vejen i securitisation-kæden. Endelig indeholder Kommissionens forslag bestemmelser om oprettelse af "kollegier af tilsynsførende" for alle grænseoverskridende banker samt afklaring af de kompetente myndigheders rolle med henblik på at styrke tilsyn med grænseoverskridende bankkoncerner. ECB blev hørt vedrørende udkastet til Kommissionens forslag. ECBs høringssvar byggede på Banktilsynskomiteens to rapporter fra 4. kvartal 2008.

I november publicerede Banktilsynskomiteen en rapport om EU-bankernes stresstest af likviditeten samt deres likviditetsberedskab. Rapporten indeholder en detaljeret beskrivelse af EU-bankernes forskellige metoder til stresstest af likviditet og likviditetsberedskab. Desuden analyseres stresstestmetodernes og likviditetsberedskabet

robusthed over for likviditetsstød, navnlig når der er uro på markedet, og konklusionen er, at der på begge områder er plads til forbedringer.

I december publicerede Banktilsynskomiteen en rapport om en bankmodel, der bygger på "oprindelse og fordeling" ("originate and distribute"). Her analyseres modellens udvikling, både i den periode, hvor den vandt mere og mere udbredelse, og i forbindelse med uroen på de finansielle markeder. I rapporten beskrives incitamentstrukturen og de forskellige interessekonflikter mellem parterne i modellen. Der foreslås en række markeds- og politiktiltag, som i væsentlig grad kan afbøde interessekonflikterne.

REGNSKABSPRINCIPPER

Uroen på de finansielle markeder har bekræftet, at regnskabsstandarder spiller en væsentlig rolle med hensyn til finansiell stabilitet. Områder, der kræver særlig opmærksomhed, er ifølge Ecofin-Rådets køreplan og FSF forhold vedrørende klarlægning af eksponering over for strukturerede produkter, behandling af ikke-balanceførte enheder samt anvendelse af dagsværdiprincippet, når markederne holder op med at fungere eller bliver illikvide.

På anmodning af FSF nedsatte International Accounting Standards Board (IASB) et ekspertpanel med deltagelse af ECB. Panelet ydede vejledning i anvendelsen af dagsværdiprincippet, da markederne gik i stå ultimo oktober 2008.

Et andet emne er, hvor vigtigt det er at sikre lige konkurrencevilkår globalt med hensyn til regnskabsstandarder, navnlig på begge sider af Atlanten. I den forbindelse har IASB vedtaget beslutninger, der skal sikre overensstemmelse mellem IFRS-standarderne og de amerikanske US-GAAP-standarder med hensyn til omklassifikation af regnskabsposter. Desuden har IASB nedsat en rådgivende gruppe på højt plan (High-Level Advisory Group), der skal sikre internationalt koordineret behandling af regnskabs-spørgsmål affødt af den globale økonomiske krise. Endvidere har Europa-Kommissionen kortlagt vigtige forskelle mellem IFRS-standarderne og US-GAAP-standarderne og kraftigt

opfordret de organer, der udarbejder standarder, til at opprioritere fjernelsen af disse forskelle. I forlængelse af de positive udtalelser fra Ecofin-Rådet, Europa-Parlamentet og Det Europæiske Værdipapirudvalg besluttede Europa-Kommissionen den 12. december 2008, at de almindeligt anerkendte regnskabsstandarder i USA, Japan, Kina, Canada, Sydkorea og Indien skulle betragtes som ligeværdige med IFRS-standarderne fra januar 2009 og frem. Kommissionen meddelte også, at den ville være opmærksom på denne situation og fremlægge resultaterne af sine overvejelser senest i 2011 for de fire sidste lande. ECB overvåger udviklingen nøje.

2.3 VÆRDIPAPIRER

Siden den finansielle uro begyndte, er kreditvurderingsbureauerne blevet kritiseret vidt og bredt for deres oprindelige rating af strukturerede finansielle produkter. Kritikpunktet var, at deres ratings ikke i tilstrækkelig grad afspejlede de underliggende risici. FSF påpegede i sin rapport af 7. april 2008⁹ om styrkelse af markedets og de finansielle institutioners modstandskraft en række svagheder ved forskellige ratingmodeller og -metoder og anbefalede en række yderligere tiltag til kvalitetsforbedring af ratingprocessen. I den henseende sendte Kommissionen et forslag til en forordning om kreditvurderingsbureauer i høring den 31. juli 2008. Forslaget omhandler betingelserne for registrering og drift af og tilsyn med kreditvurderingsbureauer og skal sikre, at bureauerne efterlever høje standarder vedrørende uafhængighed, integritet og kvalitet i udførelsen af deres opgaver. Eurosystemet udtalte sig i sit høringssvar af 25. september 2008¹⁰ generelt positivt om forslaget. Eurosystemet understregede, at en EU-forordning om kreditvurderingsbureauer bør sigte mod at øge gennemsigtigheden i ratingprocessen og den løbende overvågning af ratings, sikre, at lovrammerne ikke påvirker ratingindholdet, og værne om kreditvurderingsbureauernes integritet og uafhængighed ved at indeholde bestemmelser om interessekonflikter. Eurosystemet foreslog en lovgivnings- og tilsynsmæssig struktur på EU-plan, der sikrer, at kreditvurderingsbureauer

stadig formelt registreres af de nationale tilsynsmyndigheder, som også fører tilsyn med dem, dog under en fælles vurderings- og tilsynsproces. CESR kan spille en koordinerende rolle over for de kompetente myndigheder, hvad angår både registrering og håndhævelse.

Endelig fremhævede eurosystemet, at det i passende omfang bør være involveret i en eventuel koordineringsordning for regulering af og tilsyn med kreditvurderingsbureauer, idet eurosystemet allerede har etableret rammer for kreditvurdering, der omfatter overvågning af kreditvurderingsbureauernes performance og aktiviteter i forbindelse med gennemførelsen af de pengepolitiske operationer.

Efter en offentlig høring udsendte Kommissionen et forslag til en forordning om kreditvurderingsbureauer i november 2008.

⁹ http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

¹⁰ <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulationcreditratingagencies2008en.pdf>.

3 FINANSIEL INTEGRATION

Eurosystemet er stærkt interesseret i finansiell integration i Europa, da et velintegreret finansielt system fremmer en smidig og effektiv pengepolitisk transmission i euroområdet og har betydning for, at eurosystemet kan opretholde finansiell stabilitet. Finansiell integration bidrager også til, at betalings- og værdipapirafviklingssystemerne kan fungere problemfrit. Finansiell integration, som er et prioriteret EU-mål, kan endvidere bidrage til at fremme udviklingen af det finansielle system og øge potentialet for økonomisk vækst.

Eurosystemet skelner mellem fire typer af aktiviteter i sin indsats for at fremme finansiell integration i Europa: i) oplysning om og overvågning af den finansielle integration, ii) katalysering af aktiviteter i den private sektor gennem kollektiv handling, iii) rådgivning om lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer for det finansielle system og direkte regelfastsættelse samt iv) levering af centralbankydelse, der også fremmer finansiell integration. ECB fortsatte sine aktiviteter inden for alle fire områder i 2008.

OPLYSNING OM OG OVERVÅGNING AF DEN FINANSIELLE INTEGRATION

I april 2008 udgav ECB den anden årlige udgave af "Financial integration in Europe".¹¹ Det vigtigste formål med rapporten er at bidrage til at fremme finansiell integration i Europa og oplyse offentligheden om eurosystemets rolle i arbejdet med at støtte den finansielle integrationsproces. I rapporten beskrives først ECBs vurdering af status for finansiell integration i euroområdet. Vurderingen bygger på et sæt kvantitative indikatorer, der offentliggøres halvårligt på ECBs websted. I 2008 blev indikatorerne udvidet med markedsinfrastrukturen i Europa. Rapporten indeholder også en dybtgående analyse af udvalgte emner, som er valgt på grund af deres betydning for EUs dagsorden for finansiell integration og deres relevans for ECBs opgaver. Fire emner var genstand for særlig analyse i 2008: begreber og tiltag vedrørende finansiell udvikling, Step-initiativet (Short-Term European Paper), integration og udvikling af realkreditmarkederne i Europa og integration af store betalinger og værdipapirtransaktioner. Endelig giver rapporten en over-

sigt over eurosystemets bidrag til øget integration og udvikling af de finansielle markeder i Europa i det forløbne kalenderår.

Finansiell integration forventes at få betydning for udviklingen af det finansielle system og for den økonomiske vækst. ECBs indsats for at skabe finansiell integration er derfor tæt knyttet til dens bredere analyse af faktorer, som bidrager til, at de finansielle systemer fungerer. Dette arbejde fortsatte i 2008¹² med henblik på at fastlægge en begrebsmæssig ramme for regelmæssig overvågning og vurdering af potentielle gnidninger i de finansielle systemer.

ECB og Center for Financial Studies ved universitetet i Frankfurt am Main videreførte i 2008 deres samarbejde i forskningsnetværket vedrørende kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa. Netværket fortsatte sin række af konferencer for akademikere, markedsdeltagere og politiske beslutningstagere, og de nationale centralbanker deltog aktivt. Netværket afsluttede anden fase i 2008 med det andet symposium om kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa, der blev afholdt i Frankfurt 13.-14. februar. Den tredje fase startede med netværkets 11. konference, der blev afholdt af Česká národní banka i Prag den 20.-21. oktober 2008 og havde fokus på markedet for finansielle detailtjenesteydelser – udvikling, integration og økonomiske virkninger. Som i tidligere år tildelede ECB i 2008 fem "Lamfalussy-stipendier" til unge forskere inden for rammerne af netværket. Netværkets aktuelle prioritetsområder er: i) det finansielle system som forvalter, fordeler og skaber af risiko, ii) integration og udvikling af detailtjenesteydelser og fremme af innovative virksomheder og iii) modernisering og governance i den finansielle sektor samt integration af det europæiske finansielle system i de globale kapitalmarkeder.

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>.

12 Se også afsnittet "Financial development: concepts and measures" i kapitel 2 i "Financial integration in Europe", april 2008.

KATALYSATOR FOR AKTIVITETER I DEN PRIVATE SEKTOR

Øget finansiel integration i Europa afhænger i høj grad af den private sektors initiativer til at udnytte de eksisterende muligheder for grænseoverskridende forretninger. De offentlige myndigheder støtter sådanne private initiativer.

Eurosystemet fortsatte i 2008 med kraftigt at støtte SEPA-initiativet vedrørende det fælles eurobetalingsområde (Single Euro Payments Area), som giver enkeltpersoner, virksomheder og offentlige forvaltninger mulighed for at foretage kontantløse betalinger i euro i hele euroområdet og de andre SEPA-lande fra en enkelt konto overalt i SEPA ved hjælp af et enkelt sæt betalingsinstrumenter lige så let, effektivt og sikkert, som de kan gøre det i dag på nationalt plan. SEPA er et skridt mod et integreret marked for betalinger i Europa, som giver betydelige samfundsøkonomiske fordele. SEPA er den logiske konsekvens af, at foreløbig 16 europæiske lande har indført euroen.

Den vellykkede introduktion af kreditoverførselsfaciliteten i januar 2008 var den første væsentlige milepæl for SEPA. Siden da er bankerne begyndt at kunne mærke fordelene ved SEPA, som efterhånden også er nået ud til slutbrugerne af betalingstjenester. Eurosystemet har opfordret operatørerne af infrastrukturer til regelmæssigt at vurdere deres efterlevelse af SEPA-rammerne. De fleste automatiske clearingcentraler, som behandler kreditoverførsler i euro, efterlever nu kreditoverførselsordningen, og flere af dem tilbyder nu tjenester på europæisk plan frem for kun at tilbyde indenlandske tjenester. Som angivet i eurosystemets sjette statusrapport om SEPA fra november 2008 går migreringen dog stadig for langsomt, og tempoet bør sættes i vejret.

SEPA-rammerne for kortbetalinger kom også på plads i januar 2008, men der er stadig brug for en større indsats på dette område. SEPA-rammerne for betalingskort vil medføre flere valgmuligheder og øget effektivitet, efterhånden som de juridiske, tekniske og ordningsrelaterede hindringer gradvis elimineres og konkurrencen intensiveres

inden for udstedelse, erhvervelse, accept og behandling. Overgangen til chipkort med pin-kode, som er en vigtig byggesten i SEPA, kom et godt stykke videre i 2008. Reglerne for en række kortordninger blev tilpasset SEPA-kravene. Der er dog fortsat tvivl om, hvorvidt behandlingsfunktionen er effektivt adskilt fra forvaltningsfunktionen i alle kortordninger. Eurosystemet forventer, at der i de kommende år bliver indført mindst én ny europæisk kortordning, som opfylder eurosystemets krav og de krav, som kortindehavere, banker, handlende og konkurrencemyndigheder stiller. Eurosystemet har drøftet dette med store europæiske banker og andre interessenter siden april 2008 og har oplevet voksende støtte. Der er iværksat flere markedsinitiativer med henblik på en europæisk kortordning, og det er efter eurosystemets opfattelse et tydeligt tegn på, at markedet anerkender behovet for en sådan ordning.

Forberedelserne til lanceringen af SEPA-ordningen vedrørende direkte debitering den 1. november 2009 fortsatte med vedtagelsen af to regelsæt om kernetjenester og "business-to-business"-tjenester. Lanceringen af ordningen er dog stadig forbundet med usikkerhed, som skal afklares hurtigst muligt, navnlig hvad angår multilaterale interbankgebyrer. Med henblik på rettidig lancering af ordningen foreslog ECB i september 2008, i samråd med Europa-Kommissionen, en midlertidig ordning, hvor de eksisterende multilaterale interbankgebyrer skulle gælde under SEPA-ordningen for direkte debiteringer. I en overgangsperiode, der kun vil vare et par år, skal bankerne således ændre deres forretningsmodeller og informere deres kunder tilstrækkeligt. Eurosystemet fortsatte med at arbejde for rettidig lancering af de nye betalingstjenester på europæisk plan. Den sjette statusrapport om SEPA indeholder forslag til prioriteringer og opfordringer til at arbejde videre med projektet.

Markedet for kortfristede værdipapirer i Europa er generelt indenlandsk baseret. Step-initiativet er iværksat af markedsdeltagerne under European Banking Federation og ACI – sammenslutningen af finansielle markeder – og styres af Step-markedskomiteen. Under Step-initiativet søges det

at udfylde dette hul i den finansielle integration gennem et sæt fælles markedsstandarder og en fælles praksis, som er frivillig for markedsdeltagerne.

Eurosystemet har støttet Step-initiativet siden dets begyndelse i 2001 ved at fremme samspillet mellem markedsdeltagerne, bidrage til udviklingen af Step-markedskonventionen og øge offentlighedens kendskab til initiativet. Siden den vellykkede lancering af Step-markedet i juni 2006 har eurosystemet støttet initiativet på to måder. For det første udarbejder ECB statistik om Step-markedet. For det andet yder eurosystemet bistand til Step-sekretariatet i forbindelse med Step-mærkningsprocessen. Sidstnævnte er et midlertidigt arrangement, som udløber i juni 2010.

Step-markedskomiteen har iværksat en gennemgang af Step-markedskonventionen for at gøre den lettere at anvende for flere markeder teknisk set, samtidig med at markedskonventionens standarder beholdes eller endda forbedres. ECB hilser gennemgangen velkommen. Efterhånden som markederne udvikler sig, skal markedskonventionen tilpasses. Desuden er det en god mulighed for at gøre status over de processer og procedurer, som har været anvendt, siden Step-markedet blev lanceret i juni 2006, og for at forbedre markedskonventionen på de områder, hvor der er behov for det.

ECB udarbejder daglige rentestatistikker for nye udstedelser af Step-papirer i euro samt månedlige statistikker over mængderne af Step-gældsinstrumenter. Trods de ugunstige markedsforhold steg det samlede udestående af Step-gældsinstrumenter med 24 pct. (år-til-år) i 4. kvartal 2008.

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

Eurosystemet bidrager løbende til udviklingen af EUs lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer ved at yde rådgivning om de vigtigste kommende politiske initiativer.

Aktiviteterne vedrørende EUs rammer for finansielt tilsyn fokuserede i 2008 på opfølgning på gennemgangen af Lamfalussy-proceduren, hvortil eurosystemet bidrog (se afsnit 2 i dette kapitel). Som led i sin rådgivende funktion i overensstemmelse med traktatens artikel 105, stk. 4, yder ECB løbende rådgivning om Europa-Kommissionens forslag til lovgivning (se også afsnit 2).

ECB ydede rådgivning i spørgsmål vedrørende integration af værdipapirafviklings- og betalingsystemer. ECB var især kraftigt involveret i arbejdet med adfærdskodeksen for clearing og afvikling. Kodeksen sigter mod at fremme konkurrence på grundlag af gennemsigtige priser, adgang og fælles standarder samt opdeling af serviceydelser og regnskabsmæssig adskillelse. Eftersom kodeksen er et redskab til selvregulering, er der oprettet en streng overvågningsmekanisme for at sikre, at alle foranstaltninger gennemføres korrekt og rettidigt. Mekanismen opererer med eksterne revisorer og en ad hoc-overvågningsgruppe bestående af Kommissionen, Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) og ECB. Overvågningsgruppen holdt fire møder i 2008. ECB og sammenlutningen af europæiske værdipapircentraler (European Central Securities Depositories Association) udførte en analyse af prisernes gennemsigtighed og kom med forslag til forbedring af prisernes sammenlignelighed.

Det endegyldige formål med kodeksen er det frie valg, og det er derfor nødvendigt fuldstændigt at fjerne "Giovannini-barriererne" (opkaldt efter den gruppe, der definerede dem i 2001) for effektiv clearing og afvikling, som skyldes forskelle i tekniske standarder og forretningspraksis, lovgivningsmæssig usikkerhed og forskelle i skattesystemer. ECB deltog fortsat i Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group (CESAME), som står for fjernelsen af det første sæt barrierer. Endvidere deltog ECB fortsat i Legal Certainty Group, som i august 2008 præsenterede 15 anbefalinger til, hvordan de juridiske barrierer i forbindelse med afvikling af værdipapirhandel kan fjernes.

Eftersom harmonisering af de lovgivningsmæssige rammer i EU udgør grundlaget for SEPA, har eurosystemet aktivt interesseret sig for fællesskabslovgivningen på dette område. Betalingstjenestedirektivet¹³ blev formelt vedtaget i november 2007. Ifølge Kommissionen forløber medlemslandenes gennemførelse af direktivet i national lovgivning inden 1. november 2009 efter planen. ECB deltager i Kommissionens arbejdsgruppe om gennemførelse. Gennemgangen af forordningen om grænseoverskridende betalinger i euro¹⁴ har også væsentlige konsekvenser for SEPA, navnlig i forbindelse med direkte debitering. Det er almindelig kendt, at denne forordning var hovedårsagen til, at banksektoren i 2002 besluttede at udvikle SEPA. Kommissionens forslag¹⁵ sigter på at tilpasse forordningen til de nuværende betalingsforhold, da den bl.a. er udvidet med direkte debitering. Det betyder, at priserne på grænseoverskridende SEPA-transaktioner med direkte debitering ikke må være højere end omkostningerne for tilsvarende nationale direkte debiteringer. ECB har været involveret i Kommissionens arbejde med forslaget til forordningen og har i den forbindelse offentliggjort en udtalelse¹⁶.

Desuden har ECB været inddraget i Kommissionens forberedelser til gennemgang af direktivet om elektroniske penge, som udgør lovrammen for e-pengeinstitutters aktiviteter.¹⁷ Da forsyningen med og anvendelsen af e-penge ikke udvikler sig som forventet, foreslår Kommissionen at ændre direktivet. ECB hilser gennemgangen velkommen, men visse dele af Kommissionens forslag giver anledning til bekymring, navnlig hvad angår tilsynsordningen og e-pengeinstitutters institutionelle status.¹⁸

LEVERING AF CENTRALBANKYDELSER, DER FREMMER FINANSIEL INTEGRATION

Target2, som er anden generation af eurosystemets system for store betalinger, blev sat i drift 19. november 2007, og 19. maj 2008 var hele første generation af Target-systemet erstattet med Target2. Det nye system er designet som en effektiv og sikker mekanisme til realtidsafvikling i centralbankpenge af betalinger i euro på

penge- og kapitalmarkederne. Med Target2 har eurosystemet i høj grad bidraget til den finansielle integration i Europa. Target2 er den første fuldt integrerede og harmoniserede europæiske markedsinfrastruktur og har som sådan afhjulpet den tidligere fragmentering i forvaltningen af centralbanklikviditet og gennemførelse af store betalinger. Det nye systems funktioner har både givet mulighed for og anledning til organisationsændringer blandt de kreditinstitutter, der opererer i flere europæiske lande, idet de har fået mulighed for at rationalisere deres back office-funktioner og konsolidere deres likviditetsstyring i euro (se afsnit 2.1 i kapitel 2).

Endvidere har eurosystemet og markedsdeltagerne fortsat deres arbejde med T2S-projektet (Target2-Securities). T2S vil være en platform for transaktioner i flere valutaer, der kan benyttes af europæiske værdipapircentraler til afvikling af værdipapirtransaktioner i centralbankpenge. Den 17. juli 2008 besluttede Styrelsesrådet at opbygge T2S, som skal udvikles og drives af Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France og Banca d'Italia. I kraft af harmoniserede, grænseløse og neutrale afviklingstjenester i euro og andre valutaer er T2S et væsentligt skridt på vejen mod et integreret marked for værdipapirer samt et betydeligt bidrag til den finansielle integration i Europa (se afsnit 2.2 i kapitel 2).

Hvad angår forvaltning af sikkerhedsstillelse, besluttede Styrelsesrådet i juli 2008 at etablere en fælles platform (CCBM2) for de nationale centralbanker i euroområdet med henblik på at

13 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/64/EF af 13. november 2007 om betalingstjenester i det indre marked og om ændring af direktiv 97/7/EF, 2002/65/EF, 2005/60/EF og 2006/48/EF og om ophævelse af direktiv 97/5/EF.

14 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 2560/2001 af 19. december 2001 om grænseoverskridende betalinger i euro.

15 Se http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm.

16 Udtalelse om en ny forordning om grænseoverskridende betalinger i Fællesskabet (CON/2009/1).

17 Se http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm.

18 Udtalelse om et direktiv om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af elektroniske penge og om tilsyn med en sådan virksomhed (CON/2008/84).

konsolidere eurosystemets interne systemer, så de bliver mere effektive, samt at forbedre modparternes likviditetsstyring og forvaltning af sikkerhedsstillelse. Styrelsesrådet har overdraget det til Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique og De Nederlandsche Bank at udvikle og drive CCBM2-plattformen på eurosystemets vegne. Udviklingsarbejdet sker i tæt samarbejde med markedsdeltagerne (se afsnit 2.3 i kapitel 2).

4 OVERVÅGNING AF BETALINGSSYSTEMER OG MARKEDETS INFRASTRUKTUR

Betalingsystemer og systemer til clearing og afvikling af værdipapirer er grundlæggende infrastrukturer, der er nødvendige for at sikre, at markedsøkonomierne fungerer tilfredsstillende. De er helt afgørende for at sikre effektive betalingsstrømme for varer, tjenesteydelser og finansielle aktiver, og det er meget vigtigt, at de fungerer gnidningsløst, med henblik på centralbankernes pengepolitik, opretholdelsen af stabiliteten af og tilliden til euroen, det finansielle system og økonomien som helhed.

Gennem sin overvågningsfunktion ønsker eurosystemet at sikre effektiviteten og sikkerheden i betalings- og værdipapirafviklingssystemerne og for de centrale modparter, der anvender euro, ved bl.a. at fastsætte minimumsstandarder og -krav. Hovedformålet med overvågningsfunktionen er at fastholde betalingssystemets systemiske stabilitet ved at mindske eksponeringen for systemiske risici. De ansvarlige overvågere lægger i den forbindelse generelt vægt på både de individuelle betalings- og værdipapirafviklingssystemer og – i lyset af den indbyrdes afhængighed mellem disse systemer – på markedsinfrastrukturen som helhed. Betalingsinstrumenter er også omfattet af eurosystemets overvågning, der især fokuserer på sikkerhed og effektivitet.

Ifølge traktaten har eurosystemet ansvaret for overvågningen. Med henblik på effektiv overvågning varetager ECB og de nationale centralbanker i eurosystemet dette ansvar således, at eurosystemet udnytter sin decentrale opbygning og samtidig sikrer ligelig koordinering mellem sine overvågningsaktiviteter og sin politik. Eurosystemets overvågningspolitik og -krav afspejler internationalt anerkendte standarder, der er tilpasset eurosystemets specifikke forhold og behov.

4.1 SYSTEMER FOR STORE BETALINGER OG INFRASTRUKTURUDBYDERE

Eurosystemets rolle som overvåger omfatter alle systemer for store betalinger, der afvikler transaktioner i euro, inklusive eurosystemets egne systemer. Eurosystemet anvender samme over-

vågningsstandarder for sine egne systemer og private systemer, nemlig Core Principles for systemisk vigtige betalingssystemer, som blev fastlagt af G10-komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og efterfølgende tiltrådt af Styrelsesrådet i 2001. De suppleres af eurosystemets forventninger til forretningsvidereførelse af systemisk vigtige betalingssystemer, der blev vedtaget af Styrelsesrådet i 2006, og som skal gennemføres senest i juni 2009 for alle systemisk vigtige betalingssystemer i euroområdet.

De vigtigste betalingsinfrastrukturer, der afvikler transaktioner i euro (Target2, Euro 1 og CLS), infrastrukturudbydere (fx SWIFT) samt infrastrukturer til clearing og afvikling af værdipapirer i euro klarede med succes udfordringerne i kølvandet på den fortsatte finansielle uro i 2008. Hvad angår overvågning, kan der høstes nogle erfaringer fra disse begivenheder, ikke mindst med hensyn til betydningen af en passende kapacitetsstyring hos systemoperatørerne samt veletablerede rammer for krisekommunikation mellem de ansvarlige overvågere, andre relevante myndigheder samt markedsinfrastrukturudbydere.

TARGET2

Den gradvise overgang fra Target til Target2, der begyndte i november 2007, blev gennemført uden problemer og efter planen, da den tredje og sidste gruppe af nationale banksektorer blev integreret i Target2 den 19. maj 2008. ECB leder og koordinerer alle Target2-overvågningsopgaver i tæt samarbejde med de deltagende nationale centralbanker. Sidstnævnte overvåger de lokale Target2-ydelser og bidrager på frivillig basis til overvågningen af de centrale Target2-ydelser.

Primo 2007, mens Target2 stadig var under udvikling, iværksatte de ansvarlige Target2-overvågere en omfattende vurdering af Target2s opbygning i relation til Core Principles for systemisk vigtige betalingssystemer og eurosystemets forventninger til forretningsvidereførelse af systemisk vigtige betalingssystemer. De første resultater af denne vurdering var opmuntrende, og de ansvarlige Target2-overvågere konkluderede ultimo 2007, at de forventede, at Target2

ville leve op til alle relevante Core Principles, såfremt en række udeståender blev løst af systemoperatøren i løbet af 2008 på grundlag af en nærmere aftalt handlingsplan. I en rapport fra november 2008 til de ansvarlige overvågere redegjorde systemoperatøren for, hvordan punkterne i handlingsplanen var blevet løst. De ansvarlige Target2-overvågere gennemgik rapporten og Target2-operatørens løsninger og fremlagde en endelig rapport over vurderingen af Target2-opbygningen til ECBs besluttende organer i marts 2009. Der vil også blive udarbejdet en offentlig version af vurderingsrapporten.

De ansvarlige Target2-overvågere mener, at systemets drift har levet op til forventningerne. Kun én større hændelse, der indtraf den 30. juni 2008, krævede særlig opmærksomhed og handling fra de ansvarlige Target2-overvågeres side. Visse anbefalinger til overvågningen affødt af denne hændelse er blevet drøftet med systemoperatøren, og der er iværksat afbødende tiltag.

EURO 1

Euro 1 er et system for store betalinger i euro til afvikling af grænseoverskridende og indenlandske transaktioner i euro mellem bankerne i EU. Det drives af en clearingvirksomhed under Euro Banking Association, EBA Clearing. Euro 1 er baseret på multilateral netting. Euro 1-deltagerne positioner ultimo dagen afvikles i sidste ende i centralbankpenge via Target2-systemet med ECB som afviklingsagent. I 2008 fokuserede overvågningen bl.a. på afviklingen af Euro 1-positioner ultimo dagen, der skulle overgå til Target2 i maj, hvor det tidligere Target-system ophørte. Overgangen til Target2 blev gennemført uden problemer.

EBA Clearing indførte den 7. juli 2008 to ekstra likviditetsvinduer i Euro 1 under Flexible Settlement Capability (også kaldet likviditetsbroen), ét kl. 13 og det andet kl. 15.30. Likviditetsbroen letter behandlingen af betalinger, der ellers ville blive sat i venteposition, fordi bankerne har nået deres debet- eller kreditloft i Euro 1. Formålet med de to ekstra likviditetsvinduer er at nedsætte saldoen på Euro 1-præafviklingskontoen i Target2 og at maksimere recirkulationen af præ-

finansieret likviditet. De ansvarlige overvågere vurderede indførelsen af disse muligheder positivt ud fra både et Euro 1- og Target2-perspektiv.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Continuous Linked Settlement (CLS)-systemet tilbyder en ydelse i flere valutaer til samtidig, dvs. PvP (Payment-versus-Payment), endelig afvikling af betalingsinstrukser vedrørende valuta-transaktioner. Gennem PvP-systemet eliminerer CLS stort set valutaafviklingsrisikoen, dvs. risikoen for, at den ene part i en valutatransaktion betaler for den solgte valuta, men ikke modtager den købte valuta.

CLS blev indført i 2002 og afviklede i begyndelsen valutatransaktioner i syv af de vigtigste valutaer, bl.a. euro. Efter de ansvarlige CLS-overvågere havde godkendt CLS-afvikling af den mexicanske peso og den israelske shekel i 2008, afvikler CLS nu i 17 valutaer. CLS afvikler endvidere betalingstransaktioner i euro, der er knyttet til nogle få finansielle instrumenter, dvs. OTC-kreditderivater og terminskontrakter uden levering af underliggende aktiver (non-deliverable forwards, NDF)¹⁹.

CLS Bank International (CLS Bank), New York, administrerer CLS. CLS Bank ejes af private banker og andre finansielle institutioner. Federal Reserve System har det primære ansvar for at overvåge CLS i henhold til samarbejdet om overvågning, der omfatter G10-landenes centralbanker og de centralbanker, hvis valutaer afvikles i CLS. Inden for dette samarbejde har ECB (i tæt samarbejde med euroområdet nationale centralbanker) hovedansvaret for overvågningen af afvikling af euro i CLS.

Målt på værdi er CLS det største betalingssystem til afvikling af valutatransaktioner i euro uden for euroområdet. Det er derfor afgørende for eurosystemet, at CLS er sikkert og effektivt og

¹⁹ Defineret som terminsforretninger i fremmed valuta, der er "net cash settled" (afviklet netto kontant), hvorved to parter enes om at indgå to imaginære valutatransaktioner og afregne forskellen kontant i en nærmere aftalt valuta. De valutaer, der er angivet i de to imaginære valutatransaktioner, omveksles ikke fysisk af parterne til terminskontrakten uden levering af underliggende aktiver.

overholder eurosystemets vedtagne principper²⁰. I december 2008 afviklede CLS i gennemsnit 473.000 valutatransaktioner om dagen til en gennemsnitlig daglig værdi svarende til 3,3 billioner euro.²¹ Det er antalsmæssigt en markant stigning i forhold til december 2007, hvor CLS afviklede et gennemsnitligt dagligt antal på 381.436 transaktioner til en gennemsnitlig daglig værdi svarende til 2,9 billioner euro. Med en andel på ca. 21 pct. af alle transaktioner, der afvikles i CLS, er euroen fortsat den næstvigtigste afviklingsvaluta efter den amerikanske dollar (ca. 44 pct.). I 2008 var den gennemsnitlige daglige værdi af CLS-transaktioner, som blev afviklet i euro, 560 mia. euro.

I 2008 udsendte BIS rapporten "Progress in reducing foreign exchange settlement risk".²² Den indeholder bidrag fra eurosystemet og viser, at den omfattende langsigtede strategi, som G10-landenes centralbanker vedtog i 1996, markant har reduceret den systemiske risiko i forbindelse med afvikling af valutatransaktioner. Den påpeger dog også, at der kan og bør gøres en større indsats fra de enkelte institutter, branchegrupper og centralbanker for at mindske den resterende eksponering og risiko for, at de fremskridt, der allerede er gjort, går tabt.

SWIFT

ECB deltager sammen med de øvrige G10-centralbanker i samarbejdet om overvågning af SWIFT, hvor Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique har hovedansvaret for overvågningen. I overvågningen af SWIFT fokuseres der på infrastrukturens sikkerhed, driftssikkerhed, forretningsvidereførelse og robusthed. Overvågningsgruppen undersøgte i løbet af 2008, om SWIFT forfølger disse mål ved at sørge for, at der er etableret ledelsessystemer, strukturer, processer, risikostyringsprocedurer og kontroller til effektivt at kunne styre potentielle risici for, at de markedsstrukturer, der anvender SWIFT, fungerer tilfredsstillende, og for den finansielle stabilitet generelt.

I 2008 rettede de ansvarlige SWIFT-overvågere i særlig grad deres opmærksomhed mod projektet om at overgå til en SWIFT-kommunikations-

struktur med flere zoner. SWIFT-behandlingen inddeles i to zoner – den transatlantiske og den europæiske zone – med henblik på at øge infrastrukturens behandlingskapacitet, øge dens robusthed og imødekomme de europæiske krav til databeskyttelse. Som led i projektet, der indføres i to faser i henholdsvis 2010 og 2013, etableres et nyt globalt center i Europa, som skal betjene både den transatlantiske og den europæiske zone. SWIFT-kunderne i Europa bliver automatisk overført til den europæiske zone, hvor al deres kommunikation inden for Europa behandles og lagres i Europa. De ansvarlige overvågere er ved at gennemgå SWIFTs processer med hensyn til denne strukturs udformning og lancering og kontrollerer samtidig, om der lægges vægt på fortsat robusthed og tilgængelighed af SWIFT-ydelserne, der spiller en afgørende rolle for opretholdelsen af global finansiell stabilitet.

4.2 DETAILBETALINGSSYSTEMER OG -INSTRUMENTER

Eurosystemets overvågning omfatter også detailbetalingssystemer og betalingsinstrumenter. ECB fortsatte i 2008 med at overvåge Step2, et betalingssystem for grænseoverskridende – og i stigende grad også indenlandske – detailbetalinger i euro, der drives af EBA Clearing. En række ændringer i systemet blev i 2008 vurderet i forhold til de gældende overvågningsstandarder.

EBA Clearing lancerede den 28. januar 2008 SEPA-konto-til-konto-overførsler i Step2 til behandling af kreditoverførsler i overensstemmelse med European Payments Councils (EPC) regelsæt for SEPA-kreditoverførsler. I maj 2008 blev der indført en ekstra kørsel inden for dagen for SEPA-konto-til-konto-overførsler for at imø-

20 "Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions", ECB, juli 2007.

21 Kontantafvikling af en valutahandel består af to betalingstransaktioner, én i hver valuta. I december 2008 afviklede CLS således 236.396 handler til en gennemsnitlig daglig værdi svarende til ca. 1,65 billioner euro.

22 <http://www.bis.org/publ/cps83.htm>.

dekomme den øgede efterspørgsel, der opstod som følge af eurolandenes indenlandske betalings overgang til det nye system. Systemet gennemgik en større ændring den 8. december 2008, hvor afviklingen af SEPA konto-til-konto-overførsler overgik til Target2. Før denne dato blev konto-til-konto-overførsler afviklet i Euro 1, hvilket de øvrige Step2-ydelser fortsætter med. Ændringen påvirkede ikke Step2s overholdelse af de gældende overvågningsstandarder.

Styrelsesrådet godkendte i januar 2008 rammerne for overvågning af betalingskortsystemer i euroområdet under hensyntagen til de høringsvar, Styrelsesrådet havde modtaget under den offentlige høring i 2007. Eurosystemet påbegyndte i maj 2008 en vurdering af betalingskortsystemerne i euroområdet set i forhold til de nye overvågningsstandarder. Vurderingen omfatter 26 systemer, hvoraf de fire er internationale. De internationale betalingskortsystemer vurderes af vurderingsgrupper, der består af en centralbank med hovedansvar for overvågningen og andre frivillige centralbanker.²³ Vurderingen af alle de enkelte nationale og internationale betalingskortsystemer skal underkastes en ekstern evaluering – peer review – for at sikre, at overvågningsstandarderne anvendes på lige vilkår. Det er planen, at der skal offentliggøres en samlet vurderingsrapport, der redegør for de vigtigste resultater på overordnet niveau.

Eurosystemet begyndte i 2008 at udarbejde et sæt rammer for overvågning af EPCs nye SEPA-betalingsinstrumenter, nemlig kreditoverførselsystemet, der blev sat i drift den 28. januar 2008, samt det system for direkte debitering, der efter planen skal lanceres i 2009. Når rammerne for overvågning er fastlagt, sendes de i offentlig høring.

4.3 CLEARING OG AFVIKLING AF VÆRDIPAPIRER OG DERIVATER

Eurosystemet har en særlig interesse i den smidige funktion af systemer til clearing og afvikling af værdipapirer, da fejl i clearing, afviklingen og opbevaringen af sikkerhed kan påvirke

pengepolitikens gennemførelse, betalingssystemernes smidige funktion og den finansielle stabilitet.

I sin rolle som bruger af værdipapirafviklingssystemer vurderer eurosystemet, om systemerne i euroområdet og links mellem disse systemer overholder eurosystemets brugerstandarder.²⁴ Værdipapirafviklingssystemer og links kan godkendes til eurosystemets kreditoperationer, hvis de opfylder brugerstandarderne, som også danner grundlag for eurosystemets vurdering af nye værdipapirafviklingssystemer og links eller markante forbedringer af allerede godkendte systemer.

Et nyt system (VP Lux) og et nyt relayed link blev vurderet i 2008, og det blev konstateret, at de overholdt eurosystemets brugerstandarder. Styrelsesrådet vurderede endvidere det slovakiske værdipapirafviklingssystem som forberedelse til Slovakiets indtræden i euroområdet den 1. januar 2009. Styrelsesrådet konstaterede, at værdipapirafviklingssystemet opfyldte brugerstandarderne og dermed kunne godkendes til deltagelse i eurosystemets pengepolitiske operationer og kreditoperationer inden for dagen. Eurosystemet foretog endvidere den første omfattende vurdering af alle gængse værdipapirafviklingssystemer, links og relayed links. Resultaterne ventes at foreligge i foråret 2009.

Eurosystemet vurderede i 2008 en ny ordning for deponering af internationale gældsinstrumenter i form af globale navneregistrerede beviser udstedt af de to internationale værdipapircentraler, Euroclear Bank (Belgien) og Clearstream Banking Luxembourg, i fællesskab. Den nye ordning – der indføres medio 2010 – indeholder de samme hovedprincipper som NGN-ordningen (New Global Note), der blev indført i 2006 for internationale gældsinstrumenter i form af glo-

²³ ECB er eurosystemets hovedansvarlige overvåger af VISA, American Express og Diners/Discover. ECB deltager som medlem af en vurderingsgruppe i samarbejdet om overvågning af MasterCard, mens Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique fungerer som centralbank med hovedansvar for overvågningen.

²⁴ "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januar 1998.

bale ihændebeviser. I lyset af den faldende udstedelse af individuelle internationale gældsbeviser var der ingen grund til at gennemgå beholdningsstrukturen. Det blev derfor besluttet at fjerne disse værdipapirer fra listen over aktiver, der er godkendt til eurosystemets kreditoperationer. I en overgangsperiode, som udløber den 30. september 2010, vil sådanne værdipapirer udstedt på eller før denne dato fortsat være belånbare i hele deres løbetid.

ESCB-CESR-ANBEFALINGER VEDRØRENDE CLEARING OG AFVIKLING AF VÆRDIPAPIRER I EU

I 2001 godkendte Styrelsesrådet en ramme for samarbejdet mellem ESCB og CESR om spørgsmål vedrørende værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer. Der blev samme år nedsat en fælles arbejdsgruppe med henblik på tilpasning til EU af de anbefalinger for værdipapirafviklingssystemer, som komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS) og den internationale børstilsynsorganisation (IOSCO) havde udarbejdet (CPSS-IOSCO-anbefalingerne), og fra 2004 også anbefalingerne for centrale modparter. Arbejdet gik i stå i 2005 på grund af tre udestående spørgsmål vedrørende ESCB-CESR-anbefalingernes omfang, indhold og juridiske grundlag.

Ecofin-Rådet opfordrede den 3. juni 2008 formelt ESCB og CESR til at tilpasse og færdiggøre deres udkast til en rapport om standarder for værdipapirclearing og -afvikling i EU ("Standards for securities clearing and settlement in the EU") senest i efteråret 2008 under hensyntagen til følgende principper: 1) den godkendte tekst skal være ikke-bindende anbefalinger udelukkende til offentlige myndigheder og ikke til markedsdeltagere, 2) internationale værdipapircentraler skal være omfattet, men ikke depotbanker, og 3) med hensyn til styring af kredit- og likviditetsrisici skal den G10-godkendte standard – nemlig CPSS-IOSCO-anbefaling 9 for værdipapirafviklingssystemer – vedtages.

Efter Ecofin-Rådets anmodning genoptog ESCB-CESR-arbejdsgruppen sit arbejde og udarbejdede et udkast til anbefalinger, der blev sendt i offentlig høring fra den 23. oktober 2008

til 23. januar 2009. Der blev afholdt en offentlig høring for interesserede parter under høringsfasen.

Europa-Parlamentet, Europa-Kommissionen, CEBS, markedsdeltagere og -organisationer deltog aktivt i forskellige faser af dette arbejde. De reviderede anbefalinger fra CESR, Styrelsesrådet og de nationale centralbanker uden for euroområdet forventes at blive endeligt godkendt ultimo 1. kvartal 2009. Samtidig med at dette arbejde pågår, er CEBS i gang med en analyse for at få kortlagt de områder, hvor det kan være nødvendigt med yderligere tiltag for at udfylde gabet mellem ESCB-CESR-anbefalingerne og den banklovgivning, der gælder for banker, som har internaliseret clearing- og afviklingsaktiviteterne.

Når de færdige anbefalinger er godkendt, vil de blive anvendt af de centralbanker, der er ansvarlige for overvågningen, og værdipapirtilsynsmyndighederne med henblik på at sikre både robustheden og effektiviteten i forbindelse med værdipapirclearing og -afvikling i EU samt lige konkurrencevilkår for de forskellige infrastrukturer. ESCB-CESR-anbefalingerne supplerer andre EU-foras arbejde og betragtes som en af søjlerne i EUs politik vedrørende clearing og afvikling af værdipapirer mv. sammen med Target2-Securities, adfærdskodeksen for clearing og afvikling samt ophævelse af "Giovannini-barriererne".

REDUKTION AF MODPARTSRISICI I FORBINDELSE MED "CREDIT DEFAULT SWAPS"

Ifølge tal fra BIS androg de udestående imaginære credit default swaps 57 billioner dollar i juni 2008 og tegnede sig dermed for ca. 8 pct. af alle derivater. Behovet for mere robuste operationelle rammer for velordnet behandling af handel med OTC-derivater, der var blevet kortlagt i CPSS-rapporten "New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives" fra marts 2007, blev mere presserende som følge af uroen på de finansielle markeder i 2008. Den 3. november 2008 afholdt ECB et møde med europæiske interessenter vedrørende etableringen af centrale modparter for credit default

swaps. Mødedeltagerne omfattede de mulige leverandører af sådanne centrale modparter, handlere, brugere og lovgivningsmyndigheder. Mødet supplerede tiltag fra Federal Reserve Bank of New York og Europa-Kommissionen på dette område. ECB deltog desuden i en arbejdsgruppe, der var nedsat af Europa-Kommissionen, om både kortsigtede og langsigtede tilsyns-, regulerings- og konkurrencemæssige spørgsmål på derivatmarkedet med det formål at fremme finansiell stabilitet. Interessenterne har understreget det nyttige i at have flere forskellige løsninger og mindst én europæisk løsning. Den 18. december 2008 understregede Styrelsesrådet vigtigheden af at styrke infrastrukturen for OTC-derivater samt behovet for mindst én europæisk central modpart for kreditderivater. Den europæiske centrale modpart bør placeres inden for euroområdet i betragtning af dens potentielle systemiske betydning.

Eurosystemet er enig med Forum for Finansiell Stabilitet og Europa-Kommissionen i betydningen af at reducere modpartsrisici og øge gennemsigtigheden på OTC-derivatmarkederne, især på områder med systemisk betydning (fx kreditderivater). Indførelsen af centrale modparter for OTC-derivater anses for at være en fornuftig løsning, da centrale modparter koncentrerer udestående positioner på ét sted og derfor 1) reducerer markedsdeltagernes modpartsrisici og gør risikostyringen mere effektiv, 2) øger markedsintegriteten, gennemsigtigheden og tilgængeligheden af information, 3) standardiserer kriterierne for vurdering af eksponering og 4) frigør sikkerhed. Eurosystemet meddelte, at det ville samarbejde med andre myndigheder om at tilskynde til effektiv kollektiv handling hos den private sektor i denne sammenhæng. Ecofin-Rådet opfordrede i december 2008 ESCB og CESR til at tilpasse deres udkast til anbefalinger vedrørende centrale modparter, så de direkte omhandler risikoen ved OTC-derivater.

4.4 ANDRE AKTIVITETER

ECB offentliggjorde den 11. juli 2008 rapporten "Payment systems and market infrastructure

oversight report 2007" for at informere offentlige myndigheder, markedsinfrastrukturudbydere og deres deltagere samt offentligheden om udviklingen med hensyn til rammerne for overvågning samt om de overvågningsopgaver, der vedrører specifikke betalingssystemer. Rapporten var den første publikation, der specifikt omhandler ECBs overvågningsarbejde. Efterfølgende påtænkes rapporten at blive udvidet til en egentlig overvågningsrapport fra eurosystemet.

Da infrastrukturer for betalingssystemer og værdipapirer er af afgørende betydning for, at markedsøkonomierne fungerer tilfredsstillende, er det vigtigt, at disse infrastrukturer, herunder deltagerne og eksterne leverandører af tjenesteydelser, har effektive procedurer for risikostyring og forretningsvidereførelse samt overholder de relevante nationale og internationale standarder. Som følge af den omfattende indbyrdes afhængighed mellem de forskellige markedsinfrastrukturer samt behovet for at sikre en høj grad af informationsudveksling og gensidig forståelse er ECB og de nationale centralbanker i EU enedes om at fremme udveksling af oplysninger om internationale og nationale standarder, som er relevante for driftssikkerhed, og især dem, der er relevante for forretningsvidereførelse. I februar 2008 lagde ECB en dedikeret webside om forretningsvidereførelse for markedsinfrastrukturer ind på sit websted.²⁵ På websiden kan interesserede hente oplysninger om de seneste standarder for forretningsvidereførelse, der gælder for Europa, en ordliste over udtryk vedrørende forretningsvidereførelse samt opdaterede oplysninger om den seneste udvikling i Europa på dette felt. På websiden findes også links til centralbanker og andre reguleringsmyndigheder, der har udarbejdet relevante standarder og markedspraksis i deres respektive lande (herunder ikke-europæiske lande som fx USA, Hongkong og Japan).

Den 30. september 2008 offentliggjorde ECB med henblik på offentlig høring en ordliste over udtryk vedrørende de tekniske aspekter af betalingssystemer samt systemer til clearing og

25 Websiden findes på <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>.

afvikling af værdipapirer i EU for at sikre en ensartet sprogbrug i alle ESCBs publikationer. Udtrykkene i ordlisten er defineret på en brugervenlig og ikke-juridisk måde for nemmere at opnå bred accept. Den endelige version af ordlisten kommer på ECBs websted.

Endelig udsender ECB årligt statistikker over betalinger og værdipapirhandel samt clearing og afvikling af værdipapirer. Statistikkerne er opdelt efter land og foreligger fra og med 2007 udelukkende i elektronisk form via Statistical Data Warehouse på ECBs websted. Oplysninger for 2007 blev offentliggjort den 26. november 2008.



Willem F. Duisenberg overrækker under sin afskedsreception den 22. oktober 2003 den klokke, der bruges under Styrelsesrådets møder, til Jean-Claude Trichet

KAPITEL 5

EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER

I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

I 2008 havde ECB fortsat regelmæssig kontakt med de europæiske institutioner og fora, navnlig med Europa-Parlamentet (se kapitel 6), Ecofin-Rådet, Eurogruppen og Europa-Kommissionen. Formanden for ECB deltog i møder i Ecofin-Rådet, når spørgsmål vedrørende ESCBs mål og opgaver blev drøftet, samt i Eurogruppens møder. Formanden for Eurogruppen og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender deltog i Styrelsesrådets møder, når de fandt det passende.

1.1 POLITIKSPØRGSMÅL

STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I 2008 støttede de indledningsvis gunstige makroøkonomiske forhold forbedringen af budget-saldiene i de fleste lande og således også ophævelsen af budgetunderskudsproceduren for fem af de seks medlemslande, som ultimo 2007 havde et uforholdsmæssigt stort underskud. I juni 2008 bragte Ecofin-Rådet budgetunderskudsproceduren til ophør for Tjekkiet, Italien, Portugal og Slovakiet, og samme skridt blev taget for Polen i juli 2008. For Slovakiets vedkommende blev der dermed fjernet en væsentlig hindring for at kunne indføre euroen i 2009. Opjusteringen af Grækenlands underskud i 2007 fra 2,8 pct. til 3,5 pct. af BNP gav ikke anledning til proceduremæssige skridt i forbindelse med budgetunderskudsproceduren.

De forringede makroøkonomiske forhold i årets løb og den finansielle krises indflydelse på skatteindtægterne har imidlertid lagt pres på de offentlige finanser, så der igen ses store underskud, navnlig i lande, som er sårbare på grund af utilstrækkelig konsolidering i de gode tider. I juli 2008 iværksatte Ecofin-Rådet proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud over for Storbritannien og henstillede i medfør af traktatens artikel 104, stk. 7, at Storbritannien nedbringer sit underskud til under 3 pct. af BNP i regnskabsåret 2009/10. Ungarn var i 2008 fortsat underlagt budgetunderskudsproceduren, og har fået en tidsfrist til 2009 til at korrigere underskuddet. Endvidere udstedte Kommissionen i maj 2008 en rådgivende henstilling til Frankrig

om landets økonomiske politik og budgetpolitik, hvori den anmodede Frankrig om at foretage den nødvendige konsolidering af de offentlige finanser og gennemføre strukturreformer. På baggrund af behovet for bindende finanspolitiske rammer på mellemlangt sigt og risikoen for, at underskuddet ville stige til over 3 pct. af BNP, udstedte Kommissionen også en rådgivende henstilling til Rumænien i juni 2008.

I maj godkendte Eurogruppen de finanspolitiske rammer, som er fastsat i stabilitets- og vækstpagten. Ministrene bemærkede, at flere lande skal gennemføre mere ambitiøse politikker for at kunne opfylde bestemmelserne i stabilitets- og vækstpagtens forebyggende del og nå budgetmålsætningerne i den aftale, som Eurogruppen indgik i Berlin i 2007, nemlig at størstedelen af eurolandene skal opfylde deres mellemfristede målsætninger i 2008 eller 2009, og at alle skal bestræbe sig på at nå målet senest i 2010.

Da den stigende finansielle uro i årets løb har medvirket til at mindske tilliden til den finansielle sektor, manede Ecofin-Rådet i oktober til finanspolitisk forsigtighed for at støtte tilliden. Ministrene fastholdt, at stabilitets- og vækstpagten er en passende ramme, og at den skal overholdes fuldt ud. Navnlig skal de automatiske stabilisatorer hjælpe til med at afbøde den forventede nedgang. Hvad angår de offentlige finansers holdbarhed på langt sigt, drøftede Rådet forslag til, hvordan de budgetmæssige konsekvenser af befolkningens aldring kan indarbejdes i målene på mellemlangt sigt.

LISSABON-STRATEGIEN

Lissabon-strategien – EUs omfattende program for økonomisk, social og miljømæssig reform – gik ind i en ny treårig politisk periode i 2008, den anden periode siden revisionen af strategien i 2005.

I foråret 2008 bekræftede Det Europæiske Råd de integrerede retningslinjer for perioden 2005-08 og understregede, at det i den nuværende periode er nødvendigt at koncentrere sig om gennemførelsen af de aftalte mål. Samtidig supplerede Det Europæiske Råd disse retningslinjer

med specifikke henstillinger til hvert enkelt medlemsland og med en horisontal retningslinje til eurolandene. Europa-Kommissionen blev opfordret til at fortsætte sit samarbejde med medlemslandene om en åben og gennemsigtig metode til overvågning og evaluering af Lissabon-reformerne. For at sikre fortsat engagement i de strukturelle reformer opfordrede Det Europæiske Råd endvidere Kommissionen, EU-Rådet og de nationale Lissabon-koordinatører til at overveje Lissabon-strategiens fremtid efter 2010.

I efteråret 2008 indgav medlemslandene deres nationale reformprogrammer. Disse programmer viser, hvilke fremskridt medlemslandene har gjort indtil nu med hensyn til at gennemføre deres strategier for strukturreformer. Strategierne har bl.a. til formål at sikre de offentlige finansers holdbarhed og kvalitet, at forbedre de lovgivningsmæssige rammer for virksomhederne, at øge investeringen i forskning, udvikling og innovation og at træffe foranstaltninger til at øge erhvervsfrekvensen og styrke arbejdsmarkedets fleksibilitet. Ultimo 2008 offentliggjorde Europa-Kommissionen sin første vurdering af gennemførelsen af Fællesskabets Lissabon-program 2008-10, som blev vedtaget ultimo 2007, og som supplerer de nationale reformprogrammer ved at præcisere, hvilke tiltag der skal iværksættes på fællesskabsplan. Kommissionen foreslog også yderligere foranstaltninger til styrkelse af Lissabon-strategien som led i den europæiske økonomiske genopretningsplan.¹

ECB har gentagne gange understreget vigtigheden af at gennemføre strukturreformer, der har til formål at styrke væksten og beskæftigelsen. Navnlig eurolandene bør gennemføre omfattende reformtiltag for at sikre, at ØMUen fungerer problemfrit.

UDVIKLINGEN PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER OG FINANSIEL INTEGRATION

EUs politikker vedrørende de finansielle markeder var i 2008 i vid udstrækning drevet af den finansielle krise. I 2. halvår 2007 vedtog EU-Rådet tre køreplaner som reaktion på uroen på de finansielle markeder, der var begyndt i august samme år. De tre køreplaner anførte de foran-

staltninger, som skulle træffes for at 1) imødegå uroen på de finansielle markeder, 2) styrke EU-arrangementerne i forbindelse med finansiell stabilitet og 3) gennemgå Lamfalussy-proceduren for finansiell regulering og overvågning.

Der blev i løbet af 2008 gjort væsentlige fremskridt vedrørende alle tre køreplaner. Hvad angår imødegåelsen af uroen på de finansielle markeder, offentliggjorde Europa-Kommissionen i juli sine forslag til betingelserne for godkendelse, drift og overvågning af kreditvurderingsbureauer. I oktober fremlagde den et forslag om ændring af kapitalkravsdirektivet (se også afsnit 2 i kapitel 4). For at styrke EU-arrangementerne for finansiell stabilitet vedtog tilsynsmyndighederne, centralbankerne og EUs finansministre en aftale (memorandum of understanding) om samarbejde om grænseoverskridende finansiell stabilitet, som trådte i kraft i juni. Desuden kom gennemgangen af Lamfalussy-proceduren et godt stykke videre, hvilket førte til en aftale om, at de nationale tilsynsførendes mandat skal omfatte en EU-dimension medio 2009, og at der skal ned sættes "tilsynskollegier" for de største grænseoverskridende finansielle koncerner.

Da den finansielle krise spidsede til i efteråret 2008, forstærkede EU-institutionerne og medlemslandene deres koordinering af foranstaltninger for at imødegå problemerne. Den 12. oktober vedtog stats- og regeringscheferne for eurolandene en samlet handlingsplan. Den 15. oktober godkendte Det Europæiske Råd principperne, som eurolandene var blevet enige om, og opfordrede EU-landene til at træffe nationale foranstaltninger i overensstemmelse med handlingsplanen. Formanden for ECB deltog i begge møder.

Hovedformålet med den samlede handlingsplan var at sikre, at der er passende likviditetsforhold

¹ Disse tiltag omfatter: 1) at fremskynde gennemførelsen af foranstaltninger, der skal styrke erhvervs klimaet, 2) at forbedre arbejdsmarkedets funktion, 3) at mindske manglen på kvalificeret arbejdskraft og 4) at fremskynde investeringer i offentlig infrastruktur. Den europæiske økonomiske genopretningsplan understreger også vigtigheden af at forbedre adgangen til de internationale markeder og at styrke det internationale samarbejde om regulering.

for de finansielle institutioner, at fremme finansieringen af banker, at skaffe ekstra kapital til de finansielle institutioner, at gøre effektiv rekaptalisering mulig for nødlidende banker og at sikre tilstrækkelig fleksibilitet i gennemførelsen af regnskabsreglerne. Endvidere blev der oprettet en krisestab for at fremme en hurtig og effektiv indsats i en finansiel krisesituation. Den består af repræsentanter fra det land, som har EU-formandskabet, formanden for Europa-Kommissionen, formanden for ECB (i samarbejde med andre centralbanker i EU), formanden for Eurogruppen og regeringerne i medlemslandene.

ANDRE EU-POLITIKKER

ECB overvågede udviklingen inden for EUs klima- og energipolitikker i lyset af disse faktoreres mulige indflydelse på den makroøkonomiske udvikling, prisstabiliteten og budgetstillingerne. Hvad angår energipolitikkerne, må forbedringen af den måde, hvorpå EUs indre marked for energi fungerer, forventes at have en positiv effekt på udviklingen i energipriserne og at gøre energiforsyningerne mere forudsigelige.

På begge politikområder var der i 2008 fokus på at udmønte EUs ambitiøse planer i lovgivning.² ECB overvågede også udviklingen inden for EUs fælles landbrugspolitik, navnlig dens påvirkning af fødevarerpriserne. Som reaktion på den kraftige stigning i fødevarerpriserne enedes EU-Rådet om en række foranstaltninger til forbedring af fødevarerforsyningen, fx salg af offentlige lagre, suspension af landbrugernes forpligtelse til at lade en del af deres dyrkbare jord ligge brak, en stigning i mælkekvoterne og suspension af importtolden på korn. Efter Kommissionens iværksættelse af sundhedseftersynet af den fælles landbrugspolitik nåede Rådet i november 2008 til enighed om at modernisere og strømline den fælles landbrugspolitik og fjerne tilbageværende hindringer for landbrugene som en reaktion på den stigende efterspørgsel efter fødevarer.

2 Ifølge lovgivningspakken om klima og energi skal EU i 2020 have reduceret udledningen af drivhusgasser med 20 pct. i forhold til 1990 og have øget brugen af vedvarende energikilder til 20 pct. af det samlede energiforbrug i EU. Endvidere skal energieffektiviteten øges med 20 pct.

Boks 12

10 ÅR MED ØMUEN

I 2008 havde ECB, eurosystemet og ESCB 10-års-jubilæum, hvilket gav anledning til at kigge tilbage på det første årti med ØMUen og lære af erfaringerne.

I maj 2008 offentliggjorde ECB en særudgave af Månedsoversigten, som redegjorde for eurosystemets arbejde og resultater samt for de udfordringer, som eurosystemet og euroområdet står over for på tærsklen til det andet årti. De første 10 år med ØMUen har vist, at ECB er i stand til fuldt ud at opfylde sit traktatfæstede mandat. På trods af vanskelige eksterne forhold, som har manifesteret sig i form af en kraftig stigning i råvarepriserne, har der stort set været prisstabilitet. I euroområdet steg forbrugerpriserne i gennemsnit med 2,1 pct. om året mellem 1999 og 2007, hvilket er et godt stykke under den gennemsnitlige årlige stigning i forbrugerprisindekset i perioden fra 1990 til 1998, som var på 3 pct. Endvidere er det lykkedes ECB at forankre inflationsforventningerne på langt sigt på et niveau, der er i overensstemmelse med prisstabilitet. ØMUen har også bidraget til at skabe nye arbejdspladser. Beskæftigelsen i euroområdet steg med omkring 16 mio. mellem 1999 og 2007, hvilket skal ses i forhold til en stigning på omkring 6 mio. i perioden 1990-98.

Sammen med rapporten "ØMU@10: resultater og udfordringer efter 10 år med Den Økonomiske og Monetære Union" offentliggjorde Europa-Kommissionen i maj en meddelelse, hvori den understregede, at euroen, 10 år efter at den blev indført, er en succes. Kommissionen fremsatte også

en række forslag til at forbedre koordinationen og overvågningen inden for ØMUen, styrke euroområdet internationale rolle og fremme en effektiv styring af ØMUen.

Ecofin-Rådet drøftede de første 10 år med ØMUen på sit møde den 7. oktober 2008. Ministrene konkluderede, at ØMUen har bidraget til at skabe makroøkonomisk stabilitet i de forgangne 10 år, og at EU efter ØMU-reformprocesserne nu er bedre klædt på til at imødegå økonomiske stød. For at få et endnu større udbytte af ØMUen og forbedre medlemslandenes økonomiske resultater vedtog Ecofin-Rådet en række forslag, herunder 1) at forbedre overvågningen af udviklingen i konkurrenceevnen (navnlig i eurolandene og landene, som deltager i ERM2), 2) at prioritere henstillinger om strukturreformer for at tage højde for den økonomiske situation og 3) at træffe foranstaltninger til imødegåelse af effekterne af konjunkturcyklerne og relaterede cykler i aktivpriserne på skatteindtægterne.

Europa-Parlamentet har også vedtaget en beslutning om de første 10 år med ØMUen (se kapitel 6).

Den generelle konklusion på tilbageblikket på de første 10 år er, at ØMUens institutionelle struktur fungerer godt. Men for at sikre at ØMUen forbliver en succes, er det nødvendigt, at de politiske beslutningstagere har en erklæret hensigt om at nå de mål, som fastsættes på europæisk plan, og at de målrettede gennemfører de nødvendige politikker.

1.2 INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL

LISSABON-TRAKTATEN

Efter stats- og regeringschefernes underskrivelse af Lissabon-traktaten den 13. december 2007 påbegyndte medlemslandene ratificeringsprocessen i overensstemmelse med deres respektive forfatninger. Indtil nu har 23 medlemslande ratificeret Lissabon-traktaten. Tyskland og Polen er meget tæt på en formel afslutning af ratifikationsprocessen, og Tjekkiet er fortsat i gang med den parlamentariske ratifikationsproces.

I Irland blev Lissabon-traktaten sendt til bindende folkeafstemning, men opnåede ikke flertal. På den baggrund gentog Det Europæiske Råd på sit møde den 19.-20. juni 2008, at Lissabon-traktaten med sit mål om "at bidrage til at gøre et udvidet EU mere effektivt og mere demokratisk" fortsat var aktuel. På Det Europæiske Råds møde den 11.-12. december 2008 enedes stats- og regeringscheferne om at give Irland "retsgarantier" efter forkastelsen af Lissabon-traktaten. Den irske regering forpligtede sig til at søge at opnå en ratificering af Lissabon-traktaten, inden den nuværende Europa-Kommissions mandat udløber.

KONVERGENSRAPPORTER

I overensstemmelse med traktatens artikel 122 har ECB og Europa-Kommissionen udarbejdet konvergensrapporter over de fremskridt, som Bulgarien, Tjekkiet, Estland, Letland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumænien, Slovakiet og Sverige har gjort med hensyn til at opfylde betingelserne for indtræden i euroområdet. I disse rapporter, som blev offentliggjort den 7. maj 2008, blev Slovakiet vurderet grundigere end de øvrige lande, da de slovakiske myndigheder havde anmodet om en undersøgelse i lyset af Slovaquiets hensigt om at indføre euroen pr. 1. januar 2009. På grundlag af et forslag fra Kommissionen besluttede Ecofin-Rådet den 8. juli 2008, at Slovakiet opfylder betingelserne for indtræden i euroområdet den 1. januar 2009 (se kapitel 3).

1.3 UDVIKLINGEN I OG FORBINDELSERNE MED KANDIDATLANDENE

ECB fortsatte sin policy-orienterede dialog med centralbankerne i EU-kandidatlandene på bilaterale møder og inden for EUs overordnede institutionelle rammer for udvidelsesprocessen.

Tiltrædelsesforhandlingerne med Kroatien blev indledt i oktober 2005. Forhandlingen om de enkelte kapitler i den gældende fællesskabsret blev indledt i juni 2006, og der blev gjort betydelige fremskridt i 2008. Ultimo året var der indledt forhandlinger om 21 kapitler, og 4 var foreløbig afsluttet. ECB fortsatte sine frugtbare bilaterale forbindelser med Hrvatska narodna banka, fx i form af policy-orienterede dialoger på højt plan.

Efter at have indledt tiltrædelsesforhandlinger med Tyrkiet i oktober 2005 indledte Kommissionen i juni 2006 forhandlinger om de enkelte kapitler i den gældende fællesskabsret. I december 2006 besluttede Det Europæiske Råd at suspendere forhandlingerne om 8 ud af de 35 kapitler i tiltrædelsesprocessen som følge af manglende fremskridt med hensyn til udvidelse af toldunionen til EUs medlemslande. EU-institutionerne vurderer fortsat den tyrkiske lovgivnings forenelighed med den gældende fællesskabsret og gør fremskridt med åbningen af de øvrige kapitler. ECB fortsatte den mangeårige policy-orienterede dialog på højt plan med den tyrkiske centralbank.

Selv om Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien blev kandidatland i 2005, mangler den stadig at opfylde en række institutionelle kriterier, før forhandlingerne om EU-medlemskab kan indledes, herunder visse kriterier om vigtige politiske reformer. Kontakten mellem ECB og National Bank of the Republic of Macedonia på personaleplan var fortsat betydelig.

2 INTERNATIONALE SPØRGSMÅL

2.1 VIGTIGE TENDENSER I DET INTERNATIONALE MONETÆRE OG FINANSIELLE SYSTEM

OVERVÅGNING AF DE MAKROØKONOMISKE POLITIKKER I DEN GLOBALE ØKONOMI

Som følge af den omfattende økonomiske og finansielle integration er de globale økonomiske forhold overordentlig relevante i forbindelse med gennemførelsen af de økonomiske politikker i euroområdet. Derfor overvåger og analyserer eurosystemet nøje de makroøkonomiske politikker og den underliggende udvikling i lande uden for euroområdet. ECB spiller også en vigtig rolle i den internationale multilaterale overvågning af makroøkonomiske politikker, som hovedsagelig finder sted på møder i internationale organisationer som fx Den Internationale Betalingsbank (BIS), Den Internationale Valutafond (IMF) og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) samt i fora som fx G7- og G20-landenes finansministre og centralbankchefer. Et centralt emne i 2008 var vurderingen af udviklingstendenser i den internationale økonomiske politik med henblik på at bidrage til stabile makroøkonomiske forhold og sunde makroøkonomiske og finansielle politikker.

Den internationale økonomi var i 2008 i høj grad domineret af den globale finansielle uro, som afspejlede den ustrukturerede afvikling af indenlandske og eksterne ubalancer, der var blevet opbygget i de foregående år, og realiseringen af tilknyttede risici.

De problemer, som opstod i forbindelse med realiseringen af disse risici, spredte sig hurtigt til hele verden, dels som følge af globalt orienterede tilsyns-, regnskabs- og forretningsmodeller, der bidrog til en praksis, som efterfølgende har vist sig at være uigennemskuelig og uholdbar, dels som følge af de stærke grænseoverskridende finansielle og handelsmæssige forbindelser. Det oprindelige stød, som startede på det amerikanske subprime-boligmarked, blev betydeligt forstærket af bl.a. de finansielle institutioners høje gældsgearing og den for lave prisfastsættelse af risici på globalt plan. Perioderne med finansiell uro mellem august 2007 og september 2008 var

forholdsvis kortvarige og begrænset til et relativt lille antal finansielle institutioner, hvorimod vanskelighederne i en række meget store og globale institutioner medførte alvorlige chokbølger fra september 2008 og frem. Chokbølgerne udløste kraftige spændinger på interbankmarkedet og andre vigtige finansielle markeder, episoder med alvorlig stress i banksektoren i flere lande, store udsving i valutakurser og oliepriser på globalt plan, et betydeligt fald i aktivpriserne over hele verden og et markant fald i den realøkonomiske aktivitet (se også kapitel 1). Selv om den finansielle krise har sit udspring i USA, er et stigende antal lande blevet ramt, herunder både udviklede økonomier og på det seneste også vækstøkonomier. Flere lande har anmodet om hjælp fra IMF (se afsnittet nedenfor om den internationale finansielle struktur). De større centralbanker, herunder ECB og Federal Reserve System, har også tilført likviditet til centralbanker i andre lande. Det kan fx nævnes, at Federal Reserve ultimo oktober 2008 indgik likviditetstilførende swapaftaler med centralbankerne i fire store systemisk vigtige økonomier (Brasilien, Mexico, Sydkorea og Singapore) som et forsøg på at sætte gang i pengemarkedet i disse vækstlande.³

Som følge af denne udvikling oplevede adskillige lande markante ændringer på betalingsbalancens løbende poster i 2008. For det første faldt USAs underskud på de løbende poster med 0,7 procentpoint til 4,6 pct. af BNP, hvilket hovedsagelig kan tilskrives en lavere indenlandsk efterspørgsel.⁴ For det andet måtte visse lande notere et betydeligt fald i overskuddet på deres løbende poster. I Kina faldt overskuddet med 1,9 procentpoint af BNP og i Japan med 0,8 procentpoint. Samtidig noterede de olieeksporterende lande som helhed et stigende overskud på betalingsbalancens løbende poster i 2008; selv om oliepriserne faldt kraftigt ultimo året, lå de det meste af året over niveauet ultimo 2007. Euroområdets løbende poster ændredes fra et overskud i 2007 til et underskud på 0,5 pct. af BNP i 2008.

3 Se afsnit 1 i kapitel 2 for nærmere oplysninger om ECBs swapaftaler.

4 Tallene i dette afsnit stammer fra IMF's "World Economic Outlook", oktober 2008.

I 2008 understregede eurosystemet ved flere lejligheder de risici og forvridninger, som vedvarende globale ubalancer medfører. Eurosystemet bekræftede også sin fulde støtte til en samordnet indsats for at sikre en velordnet regulering af de globale balanceproblemer. Eurosystemet efterlyste navnlig politikker, der har til formål at fremme den private og offentlige opsparing i lande med underskud på de løbende poster, gennemførelse af yderligere strukturreformer i modne økonomier med en relativt lav potentiel vækst, foranstaltninger til at øge den indenlandske efterspørgsel i vækstøkonomier med store overskud på de løbende poster, forbedret kapitalfordeling i disse lande samt en generelt bedre risikovurdering. På baggrund af de løbende overvejelser af, hvordan den internationale finansielle struktur kan forbedres (se nedenfor), som ECB og andre centralbanker i eurosystemet deltager i, har eurosystemet understreget vigtigheden af at sikre, at en sådan forbedring, ud over at styrke de finansielle markeder, også styrker den makroøkonomiske politik. En styrket, multilateral økonomisk overvågningsramme skal bidrage til at sikre, at de økonomiske politikker, navnlig i systemisk vigtige lande, er stabilitetsorienterede og holdbare.

Endelig er euroområdet selv underlagt international politikovervågning. I 2008 foretog både IMF og OECD deres regelmæssige gennemgang af euroområdet pengepolitik, finanspolitik og økonomiske politik og af de enkelte eurolande. IMF's artikel IV-konsultationer og OECD's Economic and Development Review Committees gennemgang dannede grundlag for nyttige drøftelser mellem disse internationale organisationer, ECB, formandskabet for Eurogruppen og Kommissionen. Efterfølgende udarbejdede IMF og OECD hver især en rapport med en vurdering af euroområdet politikker.⁵

DEN INTERNATIONALE FINANSIELLE STRUKTUR

Den finansielle uro medførte en omfattende debat om det internationale monetære og finansielle systems opbygning og funktion. EUs stats- og regeringschefer enedes på deres uformelle møde i Bruxelles den 7. november 2008 om at koordinere deres indsats i forbindelse med den

finansielle krise og at indføre fælles principper, som kan danne grundlag for opbygningen af et nyt internationalt finansielt system. Den 15. november 2008 mødtes lederne af G20-landene i Washington D.C. til deres første topmøde nogensinde om de finansielle markeder og verdensøkonomien. De opfordrede til handling på områderne finansiell lovgivning og makroøkonomiske politikker og understregede deres ønske om at bevare den frie handel. Opfølgningen på dette topmøde sker i fire arbejdsgrupper, der rapporterer til G20-landenes finansministres stedfortrædere og vicecentralbankchefer, som forberedte det næste møde for G20-landenes finansministre og centralbankchefer i foråret 2009.

På opfordring fra medlemmerne har IMF ændret sine finansielle støttefaciliteter. I oktober blev der oprettet et nyt finansielt instrument, nemlig en kortfristet likviditetsfacilitet. Formålet er at kunne tilføre hurtig finansiering til lande med stærke politikker, som har vist gode resultater, men som har midlertidige likviditetsproblemer som følge af udviklingen på de eksterne kapitalmarkeder. Ud over at oprette det nye instrument iværksatte IMF også en gennemgang af de forskellige aspekter af dens rolle som långiver. Endvidere ydede IMF finansiering til visse medlemslande, herunder Hviderusland, Ungarn, Island, Letland, Pakistan og Ukraine gennem de almindelige standby-udlånsfaciliteter.

En række bestræbelser på at reformere IMF fortsatte i 2008. Vigtige reformområder var IMF's overvågning, rolle som långiver, forvaltning (herunder kvoter og medbestemmelse) samt dens indtægts- og udgiftsrammer. Der arbejdes på at opnå enighed om disse spørgsmål såvel i regi af IMF som i andre fora, fx G7 og G20, og eurosystemet og ESCB overvåger og bidrager til drøftelserne, hvor det er hensigtsmæssigt.

Efter indførelsen af en ny beslutning om bilateral overvågning af medlemmernes politikker medio 2007 fokuserede IMF på gennemførelsen heraf

⁵ "Euro area policies: 2008 Article IV consultation – staff report", IMF, august 2008, og "Economic survey of the euro area", OECD, januar 2009.

under de ordinære artikel IV-konsultationer med medlemslandene. Den nye beslutning skal sikre, at der tages mere hensyn til de afsmittende effekter landene imellem ved at lade ekstern stabilitet være det grundlæggende princip for overvågning. Ekstern stabilitet defineres på grundlag af valutakursen, og en analyse heraf er således en af nøglekomponenterne i overvågningsprocessen. I oktober vedtog IMF sin første erklæring om overvågningsprioriteter, der skal fungere som retningslinje for IMF's overvågning indtil 2011. I erklæringen fastlægges de fire vigtigste prioriteter, nemlig at opbløde de kriseramte finansielle markeder, at styrke det globale finansielle system, at tilpasse sig til store udsving i råvarepriserne og at fremme en velordnet tilpasning af globale ubalancer. Til støtte for disse prioriteter vil IMF styrke sit advarselssystem ("early warning") med hensyn til risici og sårbarheder, bl.a. gennem analyse af makrofinansielle forbindelser, og udvide sin sårbarhedsanalyse til at omfatte udviklede økonomier. IMF fokuserede også i 2008 på spørgsmål vedrørende den finansielle sektor, og hvilke politiske erfaringer der kan drages heraf, samt på at forbedre sit samarbejde med Forum for Finansiell Stabilitet.

Endvidere enedes IMF's repræsentantskab (Board of Governors) om en omfattende kvote- og stemmereform, som hovedsagelig drejer sig om en ny kvoteformel, en anden runde af ad hoc-kvoteforhøjelser baseret på den nye formel, en tredobling af basisstemmerne for at øge lavindkomstlandenes stemmeandel og et yderligere stedfortrædende bestyrelsesmedlem for de to afrikanske pladser i bestyrelsen. Reformens to vigtigste mål er at regulere kvoterne i forhold til medlemmernes relative vægt i og betydning for den globale økonomi, og at styrke lavindkomstlandenes medbestemmelse og deltagelse i IMF. Arbejdet med IMF's forvaltning fortsætter, bl.a. på grundlag af rapporten fra 2008 fra IMF's uafhængige evalueringskontor (Independent Evaluation Office) og rapporten fra Udvalget af Eminent Personer om IMF's ledelsesreform, som forventes udgivet i foråret 2009.

IMF's repræsentantskab enedes også om at træffe en række foranstaltninger, som skal skabe et sun-

dere finansielt grundlag for institutionen. På indtægtssiden vil IMF i fremtiden basere sig på bredere og mere holdbare indtægtskilder. Det betyder bl.a. en udvidelse af IMF's investeringsmandat og oprettelse af en fond, som er finansieret af provenuet fra et strengt begrænset salg af guld i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld. På udgiftssiden udgør overvejelser vedrørende IMF's vigtigste opgaver og nøje prioritering grundprincipperne for en ny udgiftsramme, der vil medføre betydelige budgetreduktioner. I lyset af den finansielle uro er der endvidere løbende diskussioner om, hvorvidt IMF har tilstrækkelige resurser.

Forum for Finansiell Stabilitet (FSF) ydede et vigtigt bidrag til styrkelsen af det globale finansielle systems modstandsdygtighed ved at fremme koordineringen af en række nationale og internationale initiativer og overvåge deres rettidige gennemførelse. FSF udstedte og fulgte også op på gennemførelsen af henstillinger på fem vigtige områder, nemlig prudentielt tilsyn, gennemsigtighed og værdiansættelse, kreditvurderinger, myndighedernes reaktion på risici samt foranstaltninger til håndtering af stress i det finansielle system.

På dagsordenen for det internationale finansielle samfund stod der fortsat fremme af mekanismer til kriseforebyggelse og vellykket kriseløsning. Der skete fremskridt med hensyn til gennemførelsen af de principper om stabile kapitalstrømme og rimelig gældssanering til vækstøkonomierne, som blev godkendt af G20-landenes finansministre og centralbankchefer i 2004. Målet med disse markedsbaserede og frivillige principper er at fastlægge retningslinjer for statslige udstedere og deres private kreditorer med hensyn til informationsudveksling, dialog og tæt samarbejde. Et stigende antal finansielle institutioner og udstederlande har tilkendegivet deres støtte til principperne og udtrykt særlig interesse i at fremme gennemførelsen heraf. På sit sidste møde i Washington D.C. i oktober 2008 vurderede Group of Trustees – der består af repræsentanter fra den øverste ledelse i den globale finanssektor, og som har til opgave at yde vejledning i gennemførelsen af principperne – de

foreløbige fremskridt inden for rammerne af den internationale finansielle struktur og kom med forslag til det fremtidige arbejde.

Et andet finansielt markedsinitiativ, som blev iværksat i 2008, var udviklingen af Santiago-principperne i International Working Group of Sovereign Wealth Funds. Principperne er aftalt i fællesskab af statslige investeringsfonde fra udviklede økonomier, vækstøkonomier og udviklingsøkonomier og repræsenterer en samordnet indsats for at skabe en omfattende ramme til bedre at forstå de statslige investeringsfondes operationer. Formålet med disse frivillige principper er at styrke de statslige investeringsfondes stabiliserende rolle på de finansielle markeder og at bidrage til at bevare de frie strømme af grænseoverskridende investeringer. OECD vejleder i, hvordan modtagerlandene skal forholde sig til investeringer foretaget af statslige investeringsfonde.

2.2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU

Eurosystemet fortsatte med at fremme sine internationale aktiviteter med centralbankerne uden for EU gennem afholdelse af seminarer og workshops. Endvidere er Eurosystemets tekniske bistand fortsat et vigtigt værktøj til styrkelse af centralbankernes administrative kapacitet, navnlig i EUs naboregioner, og til at øge overholdelsen af europæiske og internationale standarder. ECB deltog også aktivt sammen med Europa-Kommissionen i EUs makroøkonomiske dialog med Kina, Indien og Rusland.

ECB udbyggede fortsat sine forbindelser med lande i Vestbalkan. Den 1. september 2008 påbegyndte ECB og 17 nationale centralbanker i EU⁶ et program af ni måneders varighed om teknisk bistand til National Bank of Serbia. Programmet, som er finansieret af Det Europæiske Genopbygningsagentur, skal udmøntes i en behovsanalysereport til National Bank of Serbia om de fremskridt, der skal ske på udvalgte centralbankområder som forberedelse til EU-medlemskab. De områder, der skal dækkes, er tilsyn med banker, harmonisering af lovgivningen med gæl-

dende fællesskabsret under National Bank of Serbias kompetence, liberalisering af kapitalbevægelserne, pengepolitik og valutakursordning, statistikker over monetære og finansielle forhold samt betalingsbalancestatistik og forbrugerbeskyttelse i forbindelse med finansielle tjenester.

Det tekniske samarbejde med Bank of Russia blev intensiveret fra 1. april 2008, hvor et nyt samarbejdsprogram for centralbanker, som er finansieret af Europa-Kommissionen, blev igangsat. Programmet omfatter ECB i samarbejde med Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank og Suomen Pankki – Finlands Bank i samarbejde med Rahoitustarkastus (finansstilsynet i Finland). Samarbejdet ophører i december 2010. Formålet med programmet er at dele EUs viden og erfaringer om intern revision med Bank of Russia og at støtte banken i dens gradvise gennemførelse af Basel II-principperne inden for banktilsynsrammerne.

Eurosystemets femte seminar på højt plan med centralbankcheferne i EUs sydlige og østlige Middelhavspartnerlande – arrangeret af ECB og Central Bank of Egypt i fællesskab – blev afholdt i Alexandria den 26.-27. november 2008. Centralbankcheferne gennemgik den seneste økonomiske og finansielle udvikling i regionen og drøftede pengepolitiske strategier og valutakursregimer samt spørgsmål vedrørende banksektoren i Middelhavslandene. Repræsentanter for ECB deltog også i en række møder, der fokuserede på økonomiske og finansielle spørgsmål inden for rammerne af Barcelona-processen: En middelhavsunion.

Det fortsatte samarbejde med Central Bank of Egypt førte den 1. januar 2009 til iværksættelsen af et nyt treårigt program, som er finansieret af Europa-Kommissionen. Programmet omfatter eksperter fra Българска народна банка (Bulgarian National Bank), Česká národní banka,

⁶ De nationale centralbanker i Belgien, Bulgarien, Tjekkiet, Danmark, Tyskland, Estland, Grækenland, Frankrig, Italien, Cypern, Letland, Ungarn, Holland, Østrig, Polen, Rumænien og Storbritannien.

Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France, Banca d'Italia og Banca Națională a României. Programmet har tre primære mål: at udarbejde retningslinjer, der skal hjælpe Central Bank of Egypt med at fastlægge nye regler i overensstemmelse med de grundlæggende Basel II-principper, at færdiggøre reglerne og tilrettelægge gennemførelse heraf samt at udforme nye systemer til bankernes indberetning af data til Central Bank of Egypt som led i gennemførelsen af de nye regler.

ECB og Deutsche Bundesbank arrangerede det første eurosysteem-seminar på højt plan med deltagelse af centralbankcheferne og de monetære myndigheder fra de lande, der er med i Samarbejdsrådet for Golfstaterne (GCC)⁷. Mødet blev holdt i Mainz den 11.-12. marts 2008. Drøftelserne fokuserede på den økonomiske udvikling og de økonomiske strukturer i GCC-landene samt GCCs rolle i den globale økonomi, navnlig med hensyn til penge og finansiering samt energi og handel.

ECB, People's Bank of China og Banca d'Italia arrangerede i fællesskab det fjerde seminar på højt plan for centralbankerne i Østasien/Stillehavsområdet og euroområdet, som blev afholdt i Banca d'Italia i Rom den 26.-27. juni 2008. Formålet med seminaret var at udveksle synspunkter om spørgsmål, som er aktuelle for de politiske beslutningstagere i begge regioner, fx uroen på de finansielle markeder, de globale ubalancer og vækstudsigterne.

I 2008 styrkede ECB yderligere sit forhold til People's Bank of China. Den aftale (memorandum of understanding), som blev underskrevet af de to institutioner i 2002, blev fornyet i 2008. Samarbejdet er blevet stærkt intensiveret i de seneste år og omfatter både møder på højt plan og et styrket samarbejde på personaleplan. Formanden for ECB og centralbankchefen for People's Bank of China mødtes i ECB den 5. september for at gennemføre politiske drøftelser.

⁷ Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabien og De Forenede Arabiske Emirater.



Italiens fhv. præsident Carlo Azeglio Ciampi (th) og Jean-Claude Trichet på vej til ECBs 10-års-jubilæum i Alte Oper Frankfurt den 2. juni 2008

KAPITEL 6

ANSVARLIGHED

I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET

Centralbankernes uafhængighed er i løbet af de seneste årtier blevet en uundværlig del af de industrialiserede økonomiers og vækstøkonomiernes pengepolitiske system. Beslutningen om at give centralbanker uafhængighed er dybt forankret i økonomisk teori og empirisk dokumentation, som viser, at en sådan ordning fremmer prisstabilitet. Samtidig er det et grundlæggende princip i et demokratisk samfund, at enhver uafhængig institution med en offentlig funktion bør være ansvarlig over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter. I forbindelse med en uafhængig centralbank kan ansvarlighed således betragtes som en forpligtelse til at gøre rede for og begrunde sine beslutninger over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter. Ansvarlighed er derfor et vigtigt aspekt af en centralbanks uafhængighed.

ECB har siden sin oprettelse altid anerkendt den grundlæggende betydning af at være ansvarlig for sine pengepolitiske beslutninger. ECB har i overensstemmelse med traktaten opretholdt en regelmæssig dialog med EUs borgere og Europa-Parlamentet. ECBs forpligtelse illustreres bl.a. af de mange publikationer, som blev offentliggjort i 2008, samt de mange taler, som medlemmerne af Styrelsesrådet holdt i årets løb.

Traktaten fastlægger nøjagtige rapporteringskrav for ECB, herunder offentliggørelse af en kvartalsberetning, en ugentlig konsolideret oversigt over den finansielle stilling samt en årsberetning. ECB opfylder rigeligt disse krav, fx ved at offentliggøre en Månedsoversigt (i stedet for den påkrævede kvartalsberetning) og ved at holde månedlige pressemøder efter Styrelsesrådets første møde hver måned.

Europa-Parlamentet – som er direkte valgt af borgerne i EU – spiller fortsat en vigtig rolle i forhold til at holde ECB fast på sit ansvar. I overensstemmelse med traktaten forelagde formanden for ECB bankens Årsberetning 2007 på et plenarmøde i Europa-Parlamentet i 2008. Desuden fortsatte formanden med at gøre rede for ECBs pengepolitik og andre opgaver under de kvartalsvise høringer i Europa-Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg. Formanden blev li-

geledes indbudt til en fælles høring mellem Europa-Parlamentet og de nationale parlamenter for at drøfte EUs rammer for sikring af finansiell stabilitet.

Andre medlemmer af Direktionen gav ligeledes fremmøde i Europa-Parlamentet. Næstformanden forelagde ECBs Årsberetning 2007 for Økonomi- og Valutaudvalget. Gertrude Tumpel-Gugerell mødte to gange til høring i udvalget for at gøre rede for den seneste udvikling inden for clearing og afvikling af værdipapirer og eurosystemets projekt Target2-Securities. Jürgen Stark forelagde ECBs Konvergensrapport 2008 for udvalget og deltog i en drøftelse om Slovakiets indtræden i euroområdet. Lorenzo Bini Smaghi deltog i en paneldiskussion, som udvalget afholdt om ØMUens første 10 år og de fremtidige udfordringer.

Desuden var der drøftelser mellem ECBs stab og medlemmer af Europa-Parlamentet om sager, som ECB har specialviden om (fx forfalskning af eurosedler, kapitalkrav og statistik). I overensstemmelse med den etablerede praksis besøgte en delegation fra Økonomi- og Valutaudvalget ECB med henblik på udveksling af synspunkter med medlemmerne af Direktionen om en række emner. ECB fortsatte også sin frivillige tradition med at besvare skriftlige spørgsmål fra medlemmer af Europa-Parlamentet om emner vedrørende ECBs kompetenceområder.

2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET

De forskellige drøftelser mellem Europa-Parlamentet og ECB omfattede en lang række emner. Nedenfor beskrives de vigtigste emner, der blev taget op under disse drøftelser.

EUROPA-PARLAMENTETS BESLUTNING OM ECBs ÅRSBERETNING 2007

I overensstemmelse med den etablerede praksis vedtog Europa-Parlamentet den 9. juli 2008 en initiativbeslutning om ECBs Årsberetning 2007. I sin beslutning anerkendte Europa-Parlamentet ECBs uafhængighed og erkendte, at det ville kunne føre til et politisk pres på Styrelsesrådets medlemmer, hvis protokollerne fra Styrelsesrådets møder blev offentliggjort. Beslutningen anerkendte også den fremragende indsats, ECB havde gjort for at håndtere den finansielle uro, og fremhævede det forhold, at de større centralbanker – herunder ECB – havde advaret mod at undervurdere risiciene, allerede før den finansielle krise satte ind. Desuden understregede beslutningen fordelene ved eurosystemets pengepolitiske strategi, der hviler på to søjler.

FINANSIEL REGULERING

Europa-Parlamentet og ECB fortsatte deres tætte dialog om emner vedrørende finansiell regulering. I sine beslutninger om dette emne opfordrede Europa-Parlamentet til, at der bliver stillet passende kontracykliske kapitalkrav til alle enheder, der opererer på de finansielle markeder. Europa-Parlamentet mente også, at der var behov for passende oplysningskrav til og regnskabsmæssig behandling af ikke-balanceførte poster og efterlyste flere og bedre informationer om komplekse produkter og securitisation. Hvad angår kreditvurderingsbureauer, anbefalede Parlamentet, at der blev oprettet en EU-mekanisme til gennemgang, og pressede på for at få gennemført foranstaltninger til at forbedre vurderingsmetodernes og kvalitetssikringssystemernes gennemsigtighed.

Under den fælles høring mellem Europa-Parlamentet og de nationale parlamenter den 23. januar 2008 advarede ECBs formand om, at de finansielle instrumenters voksende kompleksitet og den manglende klarhed vedrørende de finansielle institutioners risikoeksponering kunne

give anledning til øget usikkerhed med hensyn til, hvor stor risikoen var, og hvem der bar den endelige risiko, og at dette kunne få en mere generel afsmittende effekt. Formanden understregede behovet for øget gennemsigtighed og for at gøre de lovgivningsmæssige rammer mere kontracykliske. Han opfordrede endvidere de finansielle institutioner til at forbedre deres risikostyringspraksis. Formanden pointerede ved flere lejligheder, at der var behov for en hurtig gennemførelse af Ecofin-Rådets strategiplan, der fastlægger de nødvendige politiske reaktioner på den finansielle uro.

EUs RAMMER FOR FINANSIELT TILSYN OG STABILITET

EUs rammer for finansielt tilsyn og stabilitet spillede også en fremtrædende rolle i drøftelserne mellem ECB og Europa-Parlamentet. I sine forskellige beslutninger om dette emne bemærkede Europa-Parlamentet, at det finansielle tilsyn i Europa ikke havde fulgt med integrationen af de finansielle markeder i EU. Europa-Parlamentet mente derfor, at der var behov for at oprette kollegier af tilsynsførende for de største grænseoverskridende finansielle koncerner og for at styrke og afklare status og ansvarlighed vedrørende de tre niveau 3-udvalg under Lamfalussy-proceduren (som er nærmere beskrevet i afsnit 2 i kapitel 4). Europa-Parlamentet tilskyndede også ECB og ESCB til at spille en aktiv rolle med hensyn til udarbejdelse og gennemførelse af EUs politik vedrørende makroprudentielt tilsyn og finansiell stabilitet og opfordrede tilsynsmyndighederne og centralbankerne til – via Banktilsynskomiteen – at give ECB relevante mikroprudentielle informationer. Endelig anbefalede Parlamentet lovgivningstiltag med henblik på at forbedre kriseforebyggelses- og krisestyringsordningerne.

Under høringerne i Parlamentet understregede ECBs formand, at Lamfalussy-procedurens potentiale burde udnyttes yderligere, og at beslutningerne i henhold til køreplanen for gennemgangen af Lamfalussy-proceduren burde gennemføres hurtigt. Formanden opfordrede endvidere til en hurtig gennemførelse af køreplanens forslag til tiltag for at styrke EU-arrangemen-

terne i forbindelse med finansiel stabilitet. Han lagde især vægt på behovet for et smidigt samspil og en passende informationsudveksling mellem tilsynsmyndighederne og centralbankerne.

10 ÅR MED ØMUEN

Europa-Parlamentet bidrog også til debatten om ØMUens første 10 år (se boks 12). Parlamentet vedtog den 18. november 2008 en beslutning, som angav Parlamentets opfattelse af, at de første 10 år med ØMUen havde været en succes, og at den fælles valuta havde øget den økonomiske stabilitet og integration i eurolandene. Parlamentet mente samtidig, at der var behov for en yderligere indsats for at kunne høste det fulde udbytte af ØMUen, især med hensyn til gennemførelse af strukturreformer og en sund finanspolitik.

ECBs formand var enig i, at strukturreformer og en forsigtig finanspolitik var helt afgørende for, at ØMUen kunne fungere uden problemer. Han udtrykte også sin bekymring med hensyn til nedgangen i omfanget af gennemførte strukturreformer og budgetkonsolideringstiltag.



Jean-Claude Trichet skærer fødselsdagskagen for ved ECBs 10-års-jubilæum i Alte Oper Frankfurt den 2. juni 2008.
Fra venstre: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pöttering, Gretta
Duisenberg, Janez Jansa

KAPITEL 7

**EKSTERN
KOMMUNIKATION**

I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

ECBs eksterne kommunikation har til formål at øge offentlighedens kendskab til ECBs politik og beslutninger. Kommunikation er en integreret del af ECBs pengepolitik og andre af ECBs opgaver. De to centrale principper for ECBs kommunikationsaktiviteter er åbenhed og gennemsigtighed. Begge principper bidrager til pengepolitikens virkning, effektivitet og troværdighed. De understøtter også ECBs indsats for at redegøre fuldt ud for sine handlinger som nærmere beskrevet i kapitel 6.

Siden 1999 har ECB fulgt et koncept om aktuelle, regelmæssige og omfattende forklaringer af de pengepolitiske vurderinger og beslutninger. Dette repræsenterer en enestående åben og gennemsigtig tilgang til kommunikation for en centralbank. Pengepolitiske beslutninger forklares på et pressemøde, umiddelbart efter at Styrelsesrådet har truffet beslutningerne. Formanden starter med en grundig indledning på pressekonferencen, hvor han gør rede for Styrelsesrådets beslutninger. Formanden og næstformanden besvarer derefter spørgsmål fra medierne. Siden december 2004 offentliggøres hver måned en tekst på eurosystemets centralbankers websteder, der redegør for Styrelsesrådets beslutninger ud over rentebeslutningerne.

ECBs retsakter offentliggøres på alle officielle EU-sprog, og det samme gælder eurosystemets konsoliderede balance.¹ ECBs Årsberetning og kvartalsudgaverne af Månedsoversigten offentliggøres også på de officielle EU-sprog i deres helhed.² Konvergensrapporten offentliggøres enten i sin helhed eller som et sammendrag på alle officielle EU-sprog.³ Med henblik på ansvarlighed og gennemsigtighed over for offentligheden udsender ECB ud over de obligatoriske publikationer anden dokumentation på nogle eller alle officielle sprog, især pressemeddelelser om pengepolitiske beslutninger, egne makroøkonomiske fremskrivninger,⁴ holdninger på bestemte politikområder samt informationsmateriale af relevans for offentligheden. De nationale sprogversioner af ECBs vigtigste publikationer udarbejdes, udgives og distribueres i tæt samarbejde med de nationale centralbanker.

1 Irsk er undtaget (EU-undtagelse).

2 Med undtagelse af irsk (EU-undtagelse) og maltesisk (efter aftale med Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, efter bortfald af den midlertidige EU-undtagelse i maj 2007).

3 Se fodnote 2.

4 Fremskrivninger foretaget af ECBs stab siden september 2004 og eurosystemets stab siden december 2000.

2 KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER

ECB henvender sig til mange forskellige målgrupper, fx finansielle eksperter, medierne, regeringer, parlamenter og offentligheden, som har forskellige grader af kendskab til det finansielle og økonomiske område. Derfor benytter ECB en hel række kommunikationsværktøjer og -aktiviteter i forklaringen af sine opgaver og beslutninger. Værktøjerne og aktiviteterne udvikles hele tiden for at forbedre deres gennemslagskraft mest muligt under hensyntagen til de mange målgrupper samt kommunikationsforholdene og -behovene.

ECB offentliggør en række undersøgelser og rapporter som fx Årsberetningen, der giver en omfattende beskrivelse af ECBs aktiviteter i det forløbne år og dermed bidrager til at holde ECB ansvarlig. Månedsoversigten udtrykker ECBs aktuelle vurdering af den økonomiske og monetære udvikling og indeholder detaljeret information om baggrunden for ECBs beslutninger. Publikationen "Financial Stability Review" vurderer stabiliteten af euroområdet finansielle system med hensyn til dets evne til at absorbere ugunstige stød.

Alle medlemmer af Styrelsesrådet deltager direkte i indsatsen for at øge offentlighedens kendskab til og forståelse af eurosystemets opgaver og politikker gennem høringer i Europa-Parlamentet og nationale parlamenter samt gennem taler og interview til medierne. I 2008 var ECBs formand fem gange til høringer i Europa-Parlamentet. Medlemmerne af ECBs direktion holdt i løbet af 2008 ca. 300 taler til mange forskellige målgrupper, gav omkring 200 interview til medierne og fik udgivet artikler i fagblade, magasiner og aviser.

Euroområdet nationale centralbanker spiller en vigtig rolle, da de på nationalt plan formidler oplysninger og budskaber om eurosystemet til offentligheden og interesserede parter. De henvender sig til forskellige nationale og regionale målgrupper på disse gruppers eget sprog og i deres eget miljø.

ECB afholdt, enten alene eller i samarbejde med de nationale centralbanker i EU og European

Journalism Centre (EJC), 12 seminarer i 2008 med henblik på at øge de internationale og nationale medierepræsentanternes viden om og forståelse af ECB. Et af disse seminarer blev for første gang afholdt i anledning af et eksternt møde i Styrelsesrådet den 4. december i Bruxelles.

ECB modtog i 2008 ca. 14.000 besøgende i sit hovedsæde i Frankfurt. De besøgende fik førstehåndsviden i form af forelæsninger og præsentationer holdt af sagkyndige og ledere fra ECB. De fleste besøgende var gymnasieelever, universitetsstuderende og fagfolk fra den finansielle sektor.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, og oplysninger om ECBs forskellige aktiviteter findes på ECBs websted. I 2008 havde webstedet 18 mio. besøg (20 pct. flere end året før), 126 mio. sider blev læst, og 25 mio. dokumenter blev downloaded. ECB svarede i 2008 på ca. 60.000 henvendelser fra offentligheden, der ønskede oplysninger om en række spørgsmål vedrørende ECBs aktiviteter, politik og beslutninger.

ECBs kommunikationsaktiviteter var i 2008 især koncentreret om at redegøre for forløbet og konsekvenserne af den globale finansielle uro og de tiltag, ECB og eurosystemet har gennemført. En fjerdedel af alle de taler, medlemmerne af Direktionen holdt over for offentligheden, og en tredjedel af ECBs pressemeddelelser drejede sig om dette emne og foregik mest i 2. halvår 2008. Der sås en stigning i antallet af udtalelser fra ECB om de lovgivningsmæssige og finanspolitiske tiltag, de enkelte EU-lande har gennemført. Der var ligeledes en markant stigning i antallet af henvendelser fra pressen, offentligheden og besøgende hos ECB om oplysninger vedrørende uroen på de finansielle markeder og eurosystemets tiltag i den forbindelse. Punktet "Open market operations" på ECBs websted blev udvidet for at imødekomme den stigende efterspørgsel efter oplysninger: Der vises nu nyheder om pengepolitiske auktioner og data om alle markedsoperationer siden 1999.

ECB åbnede i anledning af bankens 10-års-jubilæum dørene for offentligheden den 1. juni 2008.

Der blev afholdt rundvisninger i bygningen, workshopper, udstillinger og konkurrencer for 1.400 tilmeldte besøgende.

ECBs kulturprogram (Cultural Days), der i 2008 blev arrangeret i samarbejde med alle centralbankerne i ESCB, satte fokus på EU og indeholdt bidrag fra kunstnere fra alle 27 EU-lande. Tidspunktet for kulturarrangementet var fastlagt, så det faldt sammen med ECBs fejring af jubilæet, der havde deltagelse af EUs stats- og regeringschefer samt en række personligheder, der havde gjort en særlig indsats for realiseringen af ØMUen. Der blev udgivet et jubilæumsnummer af Månedsoversigten, som indeholdt en oversigt over ØMUens første 10 år og så nærmere på de fremtidige udfordringer. Centralbanker, akademikere, markedsdeltagere og medier fra hele verden deltog i ECBs femte centralbankkonference, der blev afholdt i Frankfurt den 13. og 14. november 2008 omkring temaet "The euro at ten: lessons and challenges".

Sammen med Národná banka Slovenska arrangerede ECB i 2008 en informationskampagne som forberedelse til euroens indførelse i Slovakiet den 1. januar 2009. Logoet "€ Our money", der er udviklet af eurosystemet, blev benyttet i alle kommunikationsaktiviteterne i forbindelse med Slovakiets overgang til euroen. Den slovakiske kampagne fulgte den samme kommunikationsstrategi, som var blevet udarbejdet for Slovenien, Cypern og Malta. Formålet var at gøre kontanthåndterende virksomheder og offentligheden fortrolige med, hvordan eurosedlerne og mønterne så ud, hvilke sikkerhedselementer de havde, samt hvordan overgangen til euroen skulle foregå (se kapitel 3). Som forberedelse til lanceringen af den anden serie eurosedler i de kommende år er eurosystemets centralbanker i gang med at udvikle en kommunikationsstrategi.

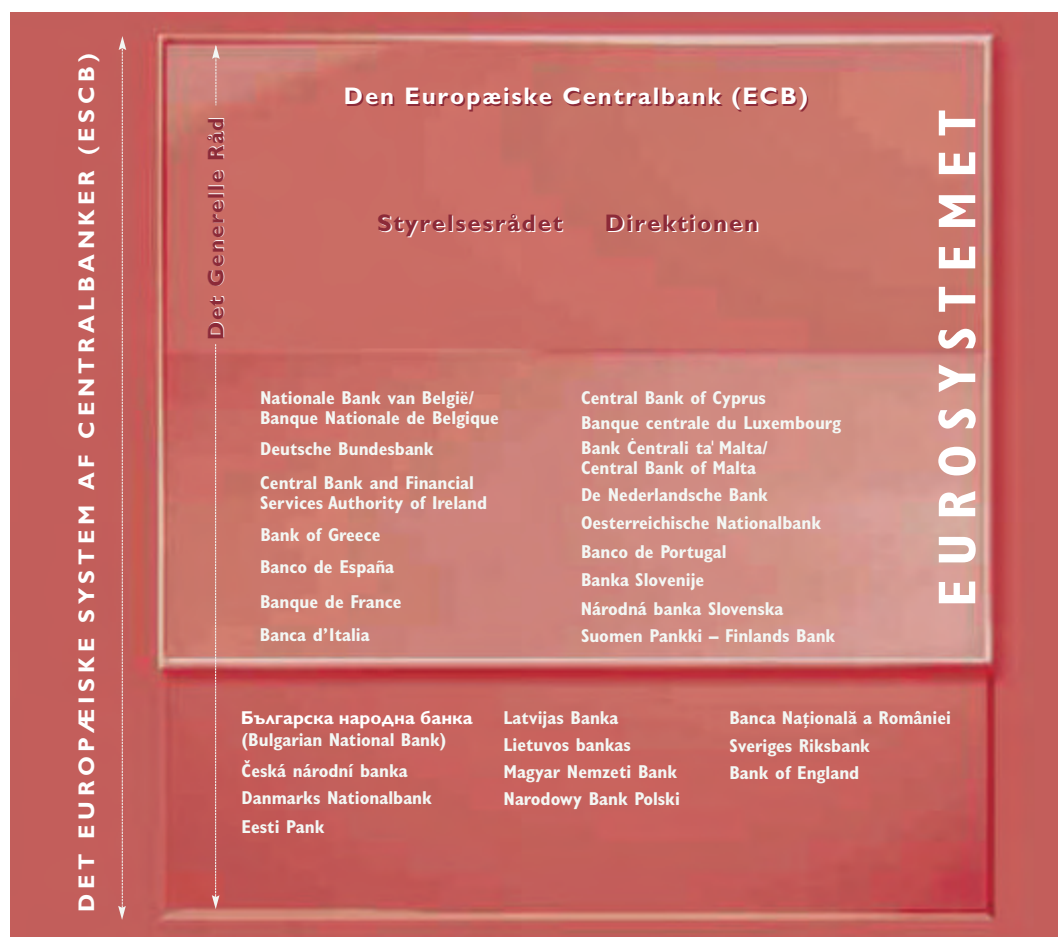


Panel på ECBs femte centralbankkonference den 13. og 14. november 2008

**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 de nationale centralbanker i de EU-lande, der har euroen som valuta (16 siden 1. januar 2009). Styrelsesrådet besluttede at indføre betegnelsen "eurosystemet" for at gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet. Betegnelsen understreger medlemmernes fælles identitet, deres teamwork og samarbejde. Betegnelsen "eurosystemet" er inkorporeret i Lissabon-traktaten.¹

ESCB består af ECB og de nationale centralbanker i alle EU-lande (27 siden 1. januar 2007), dvs. også de nationale centralbanker i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen.

ECB, der udgør kernen i eurosystemet og ESCB, sikrer, at de respektive opgaver udføres enten af ECB eller af de nationale centralbanker. ECB har status som juridisk person i folkeretten.

Den enkelte nationale centralbank har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. De nationale centralbanker i euroområdet, som er en integreret del af eurosystemet, udfører de opgaver, som eurosystemet er blevet pålagt i henhold til de regler, som ECBs besluttede organer har fastlagt. De nationale centralbanker bidrager også til arbejdet i eurosystemet og ESCB gennem deres deltagelse i euro-

¹ Yderligere information om Lissabon-traktaten findes i kapitel 5, afsnit 1.2.

system-/ESCB-komiteerne (se afsnit 1.5 i dette kapitel). De kan på eget ansvar udføre funktioner, som ikke er eurosistemrelaterede, medmindre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod eurosystemets mål og opgaver.

Eurosystemet og ESCB styres af ECBs beslutende organer: Styrelsesrådet og Direktionen. Det Generelle Råd er konstitueret som ECBs tredje beslutende organ, så længe der er EU-lande, som ikke har indført euroen. De beslutende organer udfører deres opgaver i henhold til bestemmelserne i traktaten, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.² I eurosystemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret. ECB og de nationale centralbanker i euroområdet bidrager dog i fællesskab, strategisk og operationelt, til at nå eurosystemets fælles mål, samtidig med at decentraliseringsprincippet respekteres i overensstemmelse med ESCB-statutten.

1.2 STYRELSESRÅDET

Styrelsesrådet består af medlemmerne af ECBs direktion og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har indført euroen. Ifølge traktaten har Styrelsesrådet følgende primære ansvarsområder:

- at fastsætte de retningslinjer og træffe de beslutninger, der er nødvendige for at udføre de opgaver, der er pålagt eurosystemet
- at udforme euroområdets pengepolitik, herunder, hvor det er hensigtsmæssigt, beslutninger om pengepolitiske delmål, officielle renter og forsyningen med reserver i eurosystemet og at fastsætte de nødvendige retningslinjer for gennemførelsen heraf.

Styrelsesrådet mødes normalt to gange om måneden i ECB i Frankfurt am Main, Tyskland. Det foretager bl.a. en tilbundsgående vurdering af den monetære og økonomiske udvikling. Beslutninger i tilknytning hertil træffes især på det første møde i måneden, mens der på månedens andet møde normalt behandles spørgsmål i relation til andre af ECBs og eurosystemets opgaver. I

2008 blev der afholdt to møder uden for Frankfurt: ét i Bank of Greece i Athen og ét 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 ikke som repræsentanter for deres medlemslande, men som personligt udnævnte, fuldstændigt uafhængige medlemmer. Dette afspejles i princippet "én person, én stemme", som anvendes i Styrelsesrådet. Den 18. december 2008 besluttede Styrelsesrådet at fortsætte med det nuværende afstemningssystem³ og først at indføre rotationsystemet, når antallet af centralbankchefer for de nationale centralbanker i euroområdet overstiger 18.⁴ Baggrunden for beslutningen var, at antallet af centralbankchefer i Styrelsesrådet steg til 16 den 1. januar 2009 som følge af Slovaokiets indførelse af euroen. Styrelsesrådet traf samtidig beslutning om de vigtigste aspekter i forbindelse med gennemførelsen af rotationsystemet, som skal anvendes, når antallet af centralbankchefer overstiger 18.⁵ Efter at have overvejet en række forskellige modeller valgte Styrelsesrådet føl-

2 For ECBs forretningsorden se afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 80, 18.3.2004, s. 33, afgørelse ECB/2004/12 af 17. juni 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EUT L 230, 30.6.2004, s. 61, og afgørelse ECB/1999/7 af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks direktion, EFT L 314, 8.12.1999, s. 34. Disse dokumenter findes også på ECBs websted.

3 Som omhandlet i ESCB-statuttens artikel 10.2, hvor antallet af centralbankchefer med ret til at afgive deres stemme begrænses til 15, men hvor der også gives mulighed for, at Styrelsesrådet udsætter rotationsystemet, indtil antallet overstiger 18.

4 Se pressemeddelelse af 18. december 2008 og ECBs afgørelse (ECB/2008/29) af 18. december 2008 om udskydelse af starten af rotationsystemet i Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbank.

5 Den 19. december 2002 vedtog Styrelsesrådet et rotationsystem, som indebærer, at antallet af centralbankchefer for de nationale centralbanker ikke kommer til at afgive deres stemme lige ofte, men i henhold til en indikator for den forholdsvis størrelse, som deres landes økonomi udgør i euroområdet. De nationale centralbankchefer inddeles på baggrund af denne indikator i forskellige grupper. Denne grupperinddeling bestemmer, hvor ofte hver centralbankchef kan udøve sin stemmeret. I begyndelsen vil der være to grupper, og, når der er 22 eurolande, bliver der tre grupper. En beskrivelse af rotationsystemet findes også i pressemeddelelsen fra 20. december 2002: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>.

gende rotationsmodel: Centralbankchefer med stemmeret skal rotere efter en måned. Antallet af centralbankchefer, som roterer, bestemmes af forskellen mellem antallet af centralbankchefer og antallet af stemmer, der tildeles hver gruppe, minus to, idet den absolutte værdi anvendes, hvis tallet er negativt. Med denne rotationsmodel opnås korte perioder uden stemmeafgivning for den enkelte centralbankchef, og der sikres en forholdsvis stabil sammensætning af kredsen af centralbankchefer, som kan afgive deres stemme.⁶

6 Rotationsmodellen bliver formelt indført på grundlag af en ECB-afgørelse om ændring af afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank. En artikel i en kommende ECB Månedsoversigt kommer til at indeholde nærmere oplysninger.

STYRELSESRÅDET



**Forreste række
(fra venstre til højre)**
John Hurley, Michael C. Bonello,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Miguel Fernández-Ordoñez,
Yves Mersch

**Mellemste række
(fra venstre til højre)**
Christian Noyer, Marko Kranjec,
Vitor Constâncio, George A. Provopoulos,
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

**Bagerste række
(fra venstre til højre)**
Ivan Šramko, José Manuel González-Páramo,
Axel A. Weber, Nout Wellink
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,
Jürgen Stark

Anm: Mario Draghi og
Athanasios Orphanides
var ikke til stede, da billedet blev taget.

Jean-Claude Trichet

Formand for ECB

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB

Lorenzo Bini Smaghi

Medlem af ECBs direktion

Michael C. Bonello

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Direktør for Banco de Portugal

Mario Draghi

Direktør for Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Direktør for Banco de España

Nicholas C. Garganas

Direktør for Bank of Greece

(indtil 13. juni 2008)

José Manuel González-Páramo

Medlem af ECBs direktion

Tony Grimes

Fungerende direktør for Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(fra 19. juli til 19. september 2008)

John Hurley

Direktør for Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(fra 1. januar til 18. juli 2008
og fra 20. september 2008)

Marko Kranjec

Direktør for Banka Slovenije

Klaus Liebscher

Direktør for Oesterreichische Nationalbank
(indtil 31. august 2008)

Erkki Liikanen

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Direktør for Oesterreichische Nationalbank
(fra 1. september 2008)

Christian Noyer

Direktør for Banque de France

Athanasios Orphanides

Direktør for Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Direktør for Bank of Greece
(fra 20. juni 2008)

Guy Quaden

Direktør for Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Ivan Šramko⁷

Direktør for Národná banka Slovenska
(fra 1. januar 2009)

Jürgen Stark

Medlem af ECBs direktion

Gertrude Tumpel-Gugerell

Medlem af ECBs direktion

Panayotis-Aristidis Thomopoulos

Fungerende direktør for Bank of Greece
(fra 14. juni til 19. juni 2008)

Axel A. Weber

Direktør for Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank

⁷ Direktøren for Národná banka Slovenska deltog i Styrelsesrådets møder i 2008 som "særligt indbudt", efter at Ecofin-Rådet 8. juli 2008 besluttede at ophæve Slovakiets dispensation pr. 1. januar 2009.

1.3 DIREKTIONEN

Direktionen består af ECBs formand og næstformand og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst mellem eurolandene på stats- eller regeringschefniveau. Direktionen mødes normalt en gang om ugen.

Dens primære ansvarsområder er følgende:

- at forberede møderne i Styrelsesrådet
- at gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og beslutninger, der vedtages af Styrelsesrådet,

idet Direktionen videregiver de nødvendige instrukser til de nationale centralbanker i euroområdet

- at forestå ECBs løbende drift
- at udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Forvaltningskomiteen bistår Direktionen i spørgsmål vedrørende ECBs ledelse, planlægning og årlige budgetproces. Forvaltningskomiteen består af et direktionsmedlem, som er komiteens formand, og nogle af medarbejderne i den øverste ledelse.

**Bagerste række
(fra venstre til højre)**

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

**Forreste række
(fra venstre til højre)**

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

Formand for ECB

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB

Lorenzo Bini Smaghi

Medlem af ECBs direktion

José Manuel González-Páramo

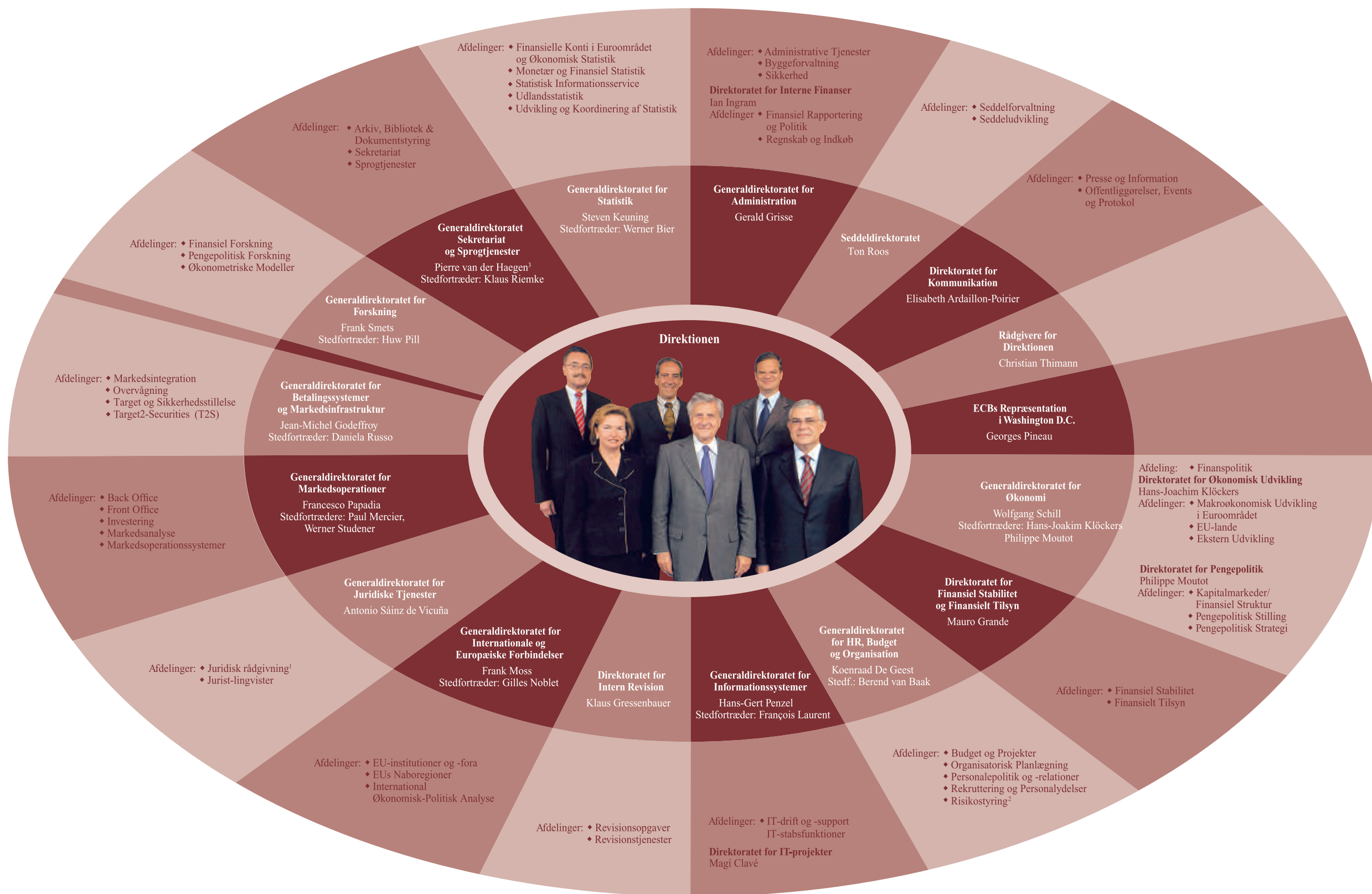
Medlem af ECBs direktion

Jürgen Stark

Medlem af ECBs direktion

Gertrude Tumpel-Gugerell

Medlem af ECBs direktion



Direktionen

Bagerste række (fra venstre til højre): Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi

Forreste række (fra venstre til højre): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (formand), Lucas D. Papademos (næstformand)

¹ Herunder databeskyttelse.

² Rapporterer direkte til Direktionen.

³ Sekretær for Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd.

I.4 DET GENERELLE RÅD

Det Generelle Råd består af formanden og næstformanden for ECB og de nationale centralbankchefer i alle 27 EU-lande. Det udfører primært de

opgaver, som er overtaget fra EMI, og som ECB stadig skal udføre, eftersom ikke alle EU-lande har indført euroen. I 2008 mødtes Det Generelle Råd fem gange.

**Forreste række
(fra venstre til højre)**
Marko Kranjec, John Hurley,
Michael C. Bonello, Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos,
Miguel Fernández-Ordoñez,
Yves Mersch, Christian Noyer

**Mellemste række
(fra venstre til højre)**
Ivan Šramko, George A. Provopoulos,
Vitor Constâncio, Erkki Liikanen,
Ewald Nowotny, Reinoldijus Šarkinas,
Stefan Ingves

**Bagerste række
(fra venstre til højre)**
Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,
Guy Quaden, Ivan Iskrov,
Nils Bernstein, Andres Lipstok,
Sławomir Skrzypek, András Simor

Anm: Mario Draghi, Mervyn King,
Athanasios Orphanidos og
Mugur Constantin Isărescu var
ikke til stede, da billedet blev taget.



Jean-Claude Trichet

Formand for ECB

Lucas D. Papademos

Næstformand for ECB

Nils Bernstein

Direktør for Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Direktør for Bank Ċentrali ta' Malta/
Bank of Malta

Vitor Constâncio

Direktør for Banco de Portugal

Mario Draghi

Direktør for Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Direktør for Banco de España

Nicholas C. Garganas

Direktør for Bank of Greece
(indtil 13. juni 2008)

Tony Grimes

Fungerende direktør for Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(fra 19. juli til 19. september 2008)

John Hurley

Direktør for Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
(fra 1. januar til 18. juli 2008
og fra 20. september 2008)

Athanasios Orphanides

Stefan Ingves

Direktør for Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Direktør for Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Direktør for Българска народна банка
(Bulgarian National Bank)

Mervyn King

Direktør for Bank of England

Marko Kranjec

Direktør for Banka Slovenije

Klaus Liebscher

Direktør for Oesterreichische Nationalbank
(indtil 31. august 2008)

Erkki Liikanen

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Direktør for Eesti Pank

Yves Mersch

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Direktør for Oesterreichische Nationalbank
(fra 1. september 2008)

Christian Noyer

Direktør for Banque de France

Direktør for Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Direktør for Bank of Greece

(fra 20. juni 2008)

Guy Quaden

Direktør for Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Ilmārs Rimšēvičs

Direktør for Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Direktør for Lietuvos bankas

András Simor

Direktør for Magyar Nemzeti Bank

Sławomir Skrzypek

Direktør for Narodowy Bank Polski

Ivan Šramko

Direktør for Národná banka Slovenska

Panayotis-Aristidis Thomopoulos

Fungerende direktør for Bank of Greece

(fra 14. juni til 19. juni 2008)

Zdeněk Tůma

Direktør or Česká národní banka

Axel A. Weber

Direktør for Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Direktør for De Nederlandsche Bank

1.5 EUROSISTEM-/ESCB-KOMITEER, BUDGETKOMITEEN, PERSONALECHEFKREDSEN OG EUROSISTEMETS IT-STYRINGSKOMITE

Eurosystem-/ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle gennem det bidrag, de yder til de opgaver, som ECBs besluttende organer udfører. På Styrelsesrådets og Direktionens anmodning har komiteerne bidraget med ekspertise inden for deres kompetenceområder og har således været med til at fremme beslutningsprocessen. Medlemskab af komiteerne er normalt forbeholdt ansatte i eurosystemets centralbanker. De nationale centralbanker i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager dog i komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. Hvor det er hensigtsmæssigt, inviteres også andre kompetente organer som fx nationale tilsynsmyndigheder for Banktilsynskomiteens vedkommende. Pr. 31. december 2008 var der nedsat 13 eurosystem-/ESCB-komiteer i henhold til artikel 9.1 i ECBs forretningsorden.

I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet af Budgetkomiteen, som blev nedsat i henhold til artikel 15 i Forretningsordenen.

Personalechefkredsen blev etableret i 2005 i henhold til artikel 9a i Forretningsordenen som et forum for udveksling af erfaringer, ekspertise og information på personaleforvaltningsområdet blandt centralbankerne i eurosystemet/ESCB.

I overensstemmelse med eurosystemets målsætning og organisatoriske principper, hvoraf det fremgår, at det er formålet at udnytte synergiefikter inden for eurosystemet og opnå effektivitetsgevinster gennem stordriftsfordele, nedsatte Styrelsesrådet i august 2007 eurosystemets IT-styringskomite (EISC), der har fået til opgave at styre den løbende forbedring af anvendelsen af IT inden for eurosystemet. EISCs ansvarsopgaver vedrører især eurosystemets IT-styring, og komiteen forventes at øge effektiviteten af Styrelsesrådets beslutningstagning, når den vedrører eurosystemets/ESCBs IT-projekter og -drift. I EISC deltager ét medlem pr. centralbank i eurosystemet, og komiteen rapporterer til Styrelsesrådet via Direktionen.

kontrolprocedurer inden for deres eget ansvarsområde i overensstemmelse med en risikotolerance, der er defineret ex ante af Direktionen.

I.6 CORPORATE GOVERNANCE

Ud over de besluttende organer omfatter ECBs corporate governance forskellige eksterne og interne kontrolinstanser, tre adfærdskodekser og regler om aktindsigt i ECBs dokumenter.

EKSTERNE KONTROLINSTANSER

ESCB-stattuten indeholder bestemmelser om to kontrolinstanser, nemlig den eksterne revisor, som er udnævnt til at revidere ECBs årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-stattuten), og Revisionsretten, der efterprøver effektiviteten af ECBs forvaltning (artikel 27.2). Revisionsrettens årlige beretning samt ECBs svar offentliggøres på ECBs websted og i Den Europæiske Unions Tidende. For at give offentligheden yderligere garanti for, at ECBs eksterne revisor er uafhængig, anvendes en rotationsordning for det eksterne revisionsfirmas vedkommende.⁸ Det er Styrelsesrådets vedtægtsmæssige opgave at rette henstilling til Rådet vedrørende udnævnelsen af eksterne revisorer for ESCBs centralbanker, der omhandles i ESCB-stattutens artikel 27.1. I denne sammenhæng offentliggjorde ECB i 2008 en række grundlæggende principper ("Good Practices") på sit websted. Disse principper, som giver eurosystemets centralbanker en række retningslinjer på højt plan for udvælgelsen af eksterne revisorer og den efterfølgende fastsættelse af revisorerens mandat, gør det muligt for Styrelsesrådets at udarbejde sin henstilling til Rådet på grundlag af harmoniserede, konsekvente og gennemsigtige udvælgelseskriterier.

INTERNE KONTROLINSTANSER

ECBs interne kontrolsystem er opbygget således, at hver enkelt enhed i organisationen (sektion, afdeling, direktorat eller generaldirektorat) er ansvarlig for sin egen risikostyring og kontrol samt driftens effektivitet. Det er altså den enkelte enhed, som implementerer operationelle

⁸ KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft var ECBs eksterne revisor i regnskabsårene 2003-07. Efter en licitationsrunde, der blev afsluttet i henhold til den rotationsordning, som blev vedtaget for den eksterne revisors vedkommende, blev PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft udnævnt som ECBs eksterne revisor i regnskabsårene 2008-12.

Der er fx indført en række regler og procedurer – "kinesiske mure" – for at forhindre, at interne oplysninger fra afdelinger med ansvar for gennemførelsen af pengepolitikken spredtes til afdelinger med ansvar for forvaltningen af ECBs valutareserve og egenportefølje. I 2008 fortsatte ECB med at gøre fremskridt, når det gælder operationel risikostyring. For det første koordinerede en central enhed i Generaldirektoratet for Human Resources, Budget og Organisation en omfattende top-down øvelse, hvor en række operationelle risici blev identificeret, som – hvis de blev til virkelighed – ud over finansielle konsekvenser kunne få betydelige konsekvenser for ECBs forretning og omdømme. Øvelsen dannede baggrund for udarbejdelsen af handlingsplaner for risikohåndtering. For det andet udarbejdede ECB og de nationale centralbanker i euroområdet rammer for den operationelle risikostyring af eurosystemets opgaver og processer, som vil blive implementeret fra og med 2009.

Direktoratet for Intern Revision, der er direkte ansvarlig over for Direktionen, foretager løbende revisioner uafhængigt af ECBs interne kontrolsystem og risikoovervågning. I overensstemmelse med mandatet i ECBs revisionscharter⁹ udøver ECBs interne revisorer uafhængig og objektiv kvalitetskontrol og rådgivning og bibringer en systematisk tilgang til evalueringen og forbedringen af effektiviteten af risikostyrings-, kontrol- og ledelsesprocesser. Direktoratet for Intern Revision følger de internationale standarder for erhvervsmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer (IIA).

Komiteen for Interne Revisorer (IAC), der er én af eurosystem-/ESCB-komiteerne, består af cheferne for intern revision i ECB og de nationale centralbanker. Komiteen er ansvarlig for at koordinere revisionen af fælles projekter og driftssystemer på eurosystem-/ESCB-niveau.

For yderligere at styrke corporate governance besluttede Styrelsesrådet pr. april 2007 at nedsætte en Revisionskomite for ECB bestående af tre af Styrelsesrådets medlemmer og med John

Hurley, direktør for Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, som formand.

ADFÆRDSKODEKSER

Der er tre adfærdskodekser i kraft i ECB. Den ene vedrører medlemmerne af Styrelsesrådet, som skal overholde en adfærdskodeks, der afspejler det ansvar, de har for at beskytte eurosystemets integritet og omdømme og for at sørge for, at eurosystemets operationer udføres effektivt.¹⁰ Kodeksen giver vejledning til og fastsætter etiske standarder for Styrelsesrådets medlemmer og disses stedfortrædere i udøvelsen af deres funktion som medlem af Styrelsesrådet. Styrelsesrådet har desuden udnævnt en rådgiver, som skal vejlede medlemmerne om tjenstemæssig adfærd. Den anden kodeks er Adfærdskodeksen for Den Europæiske Centralbank, der giver vejledning om og opstiller benchmark for ECBs medarbejdere og medlemmer af Direktionen, som alle forventes at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver.¹¹ I henhold til Adfærdskodeksens regler om insiderhandel er det ikke tilladt for ECBs medarbejdere og direktionsmedlemmer 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.¹² Den tredje kodeks er en supplerende kodeks over etiske kriterier for medlemmerne af Direktionen.¹³ Den supplerer de to andre kodekser ved at præcisere de etiske regler for medlemmerne af Direktionen. En etisk rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, skal sikre en konsekvent fortolkning af disse regler.

⁹ Revisionschartret er offentliggjort på ECBs websted for at gøre ECBs revisionsordninger mere gennemsigtige.

¹⁰ Se adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet, EFT C 123, 24.5.2002, s. 9, med ændringen heraf, EUT C 10, 16.1.2007, s. 6, og ECBs websted.

¹¹ Se adfærdskodeks for Den Europæiske Centralbank i henhold til artikel 11.3 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT C 76, 8.3.2001, s. 12, og ECBs websted.

¹² Se del 1.2 af ECBs administrative regler indeholdende reglerne om tjenstemæssig adfærd og tavshedspligt, EUT C 92, 16.4.2004, s. 31, og ECBs websted.

¹³ Se supplerende kodeks for etiske kriterier for medlemmerne af direktionen for Den Europæiske Centralbank, EUT C 230, 23.9.2006, s. 46, og ECBs websted.

BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning,¹⁴ der skulle styrke bekæmpelsen af svig, bestikkelse og enhver anden ulovlig aktivitet, der skader Fællesskabernes finansielle interesser. Det fremgår bl.a. af forordningen, at Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF) skal foretage interne undersøgelser ved mistanke om svig i Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer.

Ifølge OLAF-forordningen skal alle Fællesskabets institutioner, organer, kontorer og agenturer hver især vedtage afgørelser, der gør det muligt for OLAF at udføre sine undersøgelser. I juni 2004 vedtog Styrelsesrådet en afgørelse¹⁵ om de nærmere vilkår for OLAFs undersøgelser af ECB, som trådte i kraft 1. juli 2004.

AKTINDSIGT I ECBs DOKUMENTER

ECBs afgørelse om aktindsigt i ECBs dokumenter¹⁶, der blev vedtaget i marts 2004, er i overensstemmelse med opstillede målsætninger og anvendte standarder for aktindsigt i andre EU-institutioner og -organer. Afgørelsen skal fremme gennemsigtigheden, alt imens den tager højde for både ECBs og de nationale centralbankers uafhængighed samt sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECBs opgaver.¹⁷

I 2008 var antallet af anmodninger om aktindsigt fortsat begrænset.

14 Europa-Parlamentet og Rådets forordning (EF) nr. 1073/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136, 31.5.1999, s. 1.

15 Den Europæiske Centralbanks afgørelse om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser, og om ændring af ansættelsesvilkårene for Den Europæiske Centralbanks ansatte (ECB/2004/1), EUT L 230, 30.6.2004, s. 56. Afgørelsen blev vedtaget som følge af EF-Domstolens dom i sag C-11/00, *Kommissionen for de Europæiske Fællesskaber mod Den Europæiske Centralbank* af 10. juli 2003, Sml. I, s. 7147.

16 ECBs dokumenter (ECB/2004/3), EUT L 80, 18.3.2004, s. 42.

17 I overensstemmelse med den betydning, som ECB tillægger åbenhed og gennemsigtighed giver arkivafsnittet på ECBs websted adgang til historisk dokumentation.

2 ORGANISATORISK UDVIKLING

2.1 HUMAN RESOURCES

I 2008 fortsatte ECB med at forbedre rammerne for sin personalepolitik, der indbefatter ECBs værdier og de grundlæggende principper for personalepolitikken¹⁸. Rammerne kan også anvendes til at forklare baggrunden for valget af en specifik personalepolitik samt sammenhængen mellem forskellige politikker. I henhold til rammerne kan de politikker, der vedrører personaleforvaltningen, opdeles i fire hovedområder:

ORGANISATIONSKULTUR

Da medarbejderne kommer fra alle EUs 27 medlemslande, har ECB integreret mangfoldighedsledelse i sin HR-praksis, så det sikres, at der tages højde for medarbejdernes individuelle kompetencer, og at disse udnyttes fuldt ud til at nå ECBs mål. ECBs mangfoldighedsledelse er baseret på den mangfoldighedspolitik, der blev indført i 2006. Den skal sikre, at alle medarbejdere behandles med respekt og belønnes efter fortjeneste. I 2008 organiserede ECB det første mangfoldighedsforum for ledende medarbejdere med henblik på at øge forståelsen for mangfoldighedsspørgsmål og udveksle synspunkter og erfaringer på forskellige områder med tilknytning til køn, nationalitet og alder.

ECBs seks kerneværdier (kompetence, effektivitet, integritet, korpsånd, gennemsigtighed og ansvarlighed samt at arbejde for Europa) blev yderligere integreret i personalepolitikken, så de omsættes i hverdagen og fører til bedre resultater.

MEDARBEJDERUDVIKLING

Der var fortsat betydelig opbakning om ECBs overordnede principper for intern mobilitet, der tilskynder medarbejderne til at skifte job hvert femte arbejdsår. Mobilitet anses som en mulighed for medarbejderne til at udvide deres kompetence og udvikle deres kvalifikationer samt som et middel for ECB til at udvide medarbejdernes bevidsthed og øge synergieffekten forretningsområderne imellem. Den interne ansættelsespolitik, som lægger vægt på en bredt funderet kompetence, sigter således mod yderligere at fremme medarbejdernes interne mobilitet. I 2008 flyttede

i alt 165 medarbejdere, herunder 17 ledende medarbejdere og rådgivere, til andre stillinger i ECB, enten midlertidigt eller i en længere periode.

ECBs udstationeringsordning gør udstationering af medarbejdere i en af de 27 nationale centralbanker i EU eller i relevante internationale organisationer (fx IMF og BIS) mulig i en periode på mellem to og 12 måneder. I 2008 blev 23 medarbejdere udstationeret under denne ordning. Derudover bevilgede ECB orlov uden løn til 30 medarbejdere i indtil 3 år. Mange af dem (19) havde fået ansættelse i en af de nationale centrale centralbanker, i internationale organisationer eller i private virksomheder, mens andre brugte deres orlov til at uddanne sig. I alt var 54 medarbejdere på orlov uden løn ved udgangen af december 2008 (mod 56 i 2007), mens 26 medarbejdere var på forældreorlov (mod 23 i 2007).

Ud over at fremme mobilitet, herunder jobrotation på ledelsesniveau, sætter personalestrategien fortsat fokus på medarbejderudvikling og især på at styrke managementkvalifikationerne gennem uddannelse og individuel coaching. I uddannelsen af lederne blev der fokuseret på at forbedre ledernes teampræstationer, deres lederevner og rekrutteringsevner samt forskellige aspekter af præstationsstyring.

Lederne fik også multi-source feedback fra medarbejdere, som rapporterer direkte til dem, deres kolleger og eksterne kontaktpersoner. Herved identificeres områder, hvor lederne kan styrke deres personlige udvikling. På baggrund af resultaterne af denne tilbagemelding blev der efterfølgende givet individuel coaching.

En af hjørnesteenene i ECBs personalestrategi er en stadig udvikling af medarbejdernes kvalifikationer og kompetencer. Det grundlæggende princip er, at ansvaret for uddannelse og udvikling deles mellem medarbejderne og institutionen. ECB stiller budgetmidler og en uddannelses-

¹⁸ De grundlæggende principper for personalepolitikken er: organisatorisk behov, decentraliseret personaleforvaltning, løn efter fortjeneste, mangfoldighed, attraktive ansættelsesvilkår og gensidig forpligtelse.

mæssig ramme til rådighed, og lederne definerer uddannelsesbehovet for medarbejderne i den stilling, de aktuelt bestrider. Det er imidlertid medarbejdernes ansvar at tage de nødvendige skridt til at uddanne og udvikle sig, så deres ekspertise holder en meget høj standard. Ud over et stort antal interne uddannelsesstilbud har medarbejderne fortsat benyttet sig af eksterne uddannelsesstilbud til at opfylde individuelle uddannelsesbehov af en mere "teknisk" art. De har også kunnet udnytte ESCB-programmernes eller de nationale centralbankers uddannelsesstilbud.

Inden for ECBs rammer for videreuddannelse fik 12 medarbejdere støtte til at tage en uddannelse, der vil give dem en faglig baggrund, som går ud over den, der kræves i deres nuværende stilling.

ANSÆTTELSE

Ved udgangen af 2008 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 1.536¹⁹ (mod 1478 ved udgangen af 2007).

Al ekstern ansættelse af nye medarbejdere til permanente stillinger skete i form af tidsbegrænsede kontrakter af fem års varighed for medarbejdere i ledende stillinger og for alle andre medarbejdere i form af tidsbegrænsede kontrakter af tre års varighed, som kan omdannes til ubegrænsede kontrakter efter en procedure, hvor der tages organisatoriske hensyn samt hensyn til medarbejderens resultater. Tidsbegrænsede kontrakter kan også udstedes som afløsning for medarbejdere på tidsbestemte kontrakter, der er på orlov i mere end 12 måneder, fx forældreorlov eller orlov uden løn. I 2008 tilbød ECB i alt 108 medarbejdere en tidsbegrænset kontrakt. 45 medarbejdere med en tidsbegrænset eller en tidsubegrænset kontrakt forlod ECB i 2008. Endvidere blev der i 2008 udstedt 113 kortvarige kontrakter (ud over et antal kontraktforlængelser fra 2007) for at dække orlov på mindre end et års varighed. 83 kortvarige kontrakter udløb i årets løb.

ECB tilbyder også kortvarige kontrakter til ansatte i de nationale centralbanker og en række internationale institutioner, hvorved både ECB og

disse organisationer får mulighed for at drage nytte af hinandens erfaringer. Denne form for ansættelse af medarbejdere fra de nationale centralbanker bidrager også til at skabe kropsånd inden for ESCB. Den 31. december 2008 arbejdede 122 medarbejdere fra de nationale centralbanker og internationale organisationer i ECB med forskellige opgaver (mod 91 den 31. december 2007).

I september 2008 begyndte det tredje hold deltagere i ECBs Graduate Programme. Programmet henvender sig til nyuddannede kandidater med en bred uddannelsesmæssig baggrund, og deltagerne ansættes i ECB på en toårig kontrakt, der ikke kan omdannes til en fast ansættelse. Det første hold fuldførte ECBs Graduate Programme i 2008, og de fleste af dem søgte og fik derefter en tidsbegrænset stilling i ECB, som eventuelt kan omdannes til en tidsubegrænset stilling.

ECBs praktikantstillinger blev tilbudt studerende og kandidater med en baggrund inden for økonomi, statistik, ledelse, jura og oversættelse. Den 31. december 2008 arbejdede 84 praktikanter i ECB.

ECB gav også to forskerstipendier som led i Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, der gives til ledende økonomer, og fem forskerstipendier til yngre forskere inden for rammerne af Lamfalussy Fellowship-programmet.

ANSÆTTELSESVILKÅR

For at tage højde for den seneste udvikling med hensyn til forventet levetid og langtidsfinansiering har ECB gennemgået den pensionsordning, som banken tilbyder medarbejderne. Det forventes, at resultaterne af gennemgangen bliver implementeret i begyndelsen af 2009.

I 2008 indledte ECB også en gennemgang af disciplinærprocedurer og procedurer for klagead-

¹⁹ Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECBs Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

gang. Ændringerne, som gennemgangen har af født, skal øge effektiviteten af begge procedurer, samtidig med at medarbejdernes rettigheder sikres.

For at forbedre balancen mellem arbejds- og familieliv og yderligere udvikle ECBs robusthed, besluttede Direktionen i 2008 at iværksætte et pilotprojekt med henblik på gradvis at indføre telearbejde. Efter pilotprojektets afslutning i 2009 vil fordele og ulemper nøje blive opvejet mod hinanden, inden der træffes beslutning om en mere generel udbredelse af ordningen.

2.2 PERSONALECHEFKREDSEN (HRC)

I 2008 omfattede de aktiviteter, som Personalechefkredsen og dens undergrupper beskæftigede sig med, mange forskellige aspekter af medarbejdernes uddannelse og udvikling. På baggrund af en behovsanalyse udarbejdedes der nye ESCB-uddannelsesaktiviteter, som vil blive sat i værk i 2009. Personalechefkredsen tog også skridt til at øge mobiliteten inden for ESCB for at give medarbejdere i eurosystem-/ESCB-centralbanker flere muligheder for at lære af hinanden og fremme samarbejde og korpsånd.

For at udveksle erfaringer og gradvis nå frem til bedste praksis arrangerede Personalechefkredsen og Komiteen for Eurosystem-/ESCB-Kommunikation en konference om HR-kommunikation med repræsentanter fra alle centralbanker i ESCB. Personalechefkredsen dækkede også andre emner på sine møder som fx demografi, assessmentcentre, morgendagens personaleforvaltning i Europa og de største udfordringer indtil 2015.

2.3 ECBs NYE HOVEDSÆDE

I 2008 blev der gjort yderligere fremskridt med hensyn til ECBs nye hovedsæde i Frankfurts Ostend.

Det forberedende arbejde til byggearbejdet på den nye grund begyndte i april 2008. De to fire-

etagers annektsbygninger for enden af Grossmarkthalle blev nedtaget manuelt, og de fleste af de klinkbrændte mursten lagt til side til renoveringen af Grossmarkthalles facade, så de oprindelige murstens farve og struktur kan bibeholdes. I det sene forår udførtes de første udgravninger til kontortårnenes to underjordiske etager samt til det underjordiske parkeringshus til medarbejdernes biler i den sydlige ende af grunden. Funderingspæle blev efterfølgende rammet ned i jorden. Det forberedende arbejde blev afsluttet til tiden i september 2008 og overholdt budgettet.

Den 6. maj 2008 overrakte Frankfurts overborgmester Petra Roth ECBs formand byggetilladelsen til ECBs nye hovedsæde. Byggetilladelsen udgør den formelle juridiske godkendelse af opførelsen af det nye hovedsæde på Grossmarkthalle-grunden.

Den 25. juni 2008 besluttede ECB formelt at lukke det offentlige udbud, der var blevet gennemført internationalt, med det formål at finde en hovedentreprenør til at opføre ECBs nye hovedsæde, fordi det ikke havde givet et tilfredsstillende økonomisk resultat, idet det indkomne bud lå væsentligt over ECBs budgetoverslag. I løbet af sommeren og efteråret 2008 analyserede arkitekterne og planlæggerne situationen på bygge- og anlægsmarkedet meget grundigt. På baggrund af denne analyse besluttede Styrelsesrådet i november at ændre udbudsstrategien. Bygningsarbejdet opdeles i henhold til adskilte fag og delleveringer, og udbudsprocessen for bygningsarbejdet relanceres i overensstemmelse hermed. I løbet af 2009 offentliggøres 15 særskilte udbudsbekendtgørelser vedrørende bygningsarbejdet, facaden og andre dele af bygningen. Formålet med denne udbudsstrategi er at tiltrække mere konkurrencedygtige bud, herunder også fra mellemstore virksomheder, samt at finde virksomheder, der er specialiserede i et fag. Udbudsstrategien baseres på afbalancerede kontraktforhold (de tyske VOB-kontrakter), som ofte anvendes inden for byggeriet.

Det er fortsat ECBs klare intention at overholde overslaget over bygningsomkostningerne på ca. 500 mio. euro (i faste 2005-priser). Omkostnin-

gerne er opskrevet i overensstemmelse med relevante officielle prisindeks, som det tyske statistikbureau Statistisches Bundesamt har sammenfat. Opførelsen af et nyt hovedsæde, der udformes, så det opfylder ECBs specifikke behov, anses for den bedste løsning set fra et økonomisk synspunkt.

Efter at have vurderet buddene vil Styrelsesrådet ved udgangen af 2009 træffe de nødvendige opfølgingsbeslutninger.

2.4 EUROSYSTEMETS KONTOR TIL KOORDINERING AF INDKØB

I juli 2007 besluttede Styrelsesrådet at oprette EPCO (Eurosystem Procurement Co-ordination Office) for at udbygge samarbejdet på indkøbsområdet i eurosystemet. I alt 20 af ESCBs centralbanker deltager på frivillig basis. I december 2007 blev Banque centrale du Luxembourg udpeget til at være vært for EPCO fra 1. januar 2008 til 31. december 2012. EPCOs fire medarbejdere blev ansat i 2008, og der blev afholdt syv møder med deltagelse af de deltagende centralbankers indkøbseksperter. EPCO arbejdede primært med at opstille bedste praksis på en række områder. I november 2008 traf Styrelsesrådet en afgørelse om indførelse af grundlaget for fælles indkøbsregler i eurosystemet. På baggrund af denne afgørelse, som skal sikre lige konkurrencevilkår for centralbanker, der deltager i fælles indkøb, godkendte Styrelsesrådet også en indkøbsplan for 2009. EPCOs aktiviteter styres af EPCO-Styrekomiteen, som rapporterer til Styrelsesrådet via Direktionen.

3 ESCBs SOCIALE DIALOG

ESCBs Sociale Dialog er et konsultativt forum, der omfatter ECB og medarbejderrepræsentanter fra centralbankerne i ESCB samt fra en række europæiske sammenslutninger af fagforeninger.²⁰ Formålet er at informere om og drøfte spørgsmål, der kan få større indvirkning på beskæftigelsessituationen i centralbankerne i ESCB.

Information gives i det halvårslige nyhedsbrev og på møder afholdt i april og oktober. Møderne i 2008 satte fokus på samarbejdsspørgsmål, specialisering inden for eurosystemet, Lissabontraktaten og dennes indflydelse på ESCB, markedsoperationernes og det finansielle tilsyns rolle i perioder med uro på de finansielle markeder. Spørgsmål med relation til produktion og cirkulering af eurosedler, til betalingssystemer (Target2, Target2-Securities og CCBM2) blev også drøftet. Medarbejderrepræsentanterne blev også orienteret om det arbejde, der udføres i Personalechefkredsen.

Der blev nedsat en ad hoc-arbejdsgruppe om produktion og cirkulation af eurosedler. Arbejdsgruppen havde kun et meget begrænset antal deltagere og havde til formål at behandle en række tekniske spørgsmål med relation til eurosedlerne inden ESCBs Sociale Dialogs plenarmøde.

²⁰ The Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance) og European Federation of Public Service Unions (EPSU).

4 ÅRSREGNSKAB FOR ECB

LEDELSENS BERETNING FOR REGNSKABSÅRET 2008

1 HOVEDAKTIVITETER

ECBs aktiviteter i 2008 er beskrevet nærmere i de relevante kapitler i Årsberetningen.

2 MÅL OG OPGAVER

ECBs mål og opgaver er beskrevet i ESCB-statutten (artikel 2 og 3). Formanden giver en oversigt over de opnåede resultater i forhold til disse mål i forordet til Årsberetningen.

3 VIGTIGSTE RESURSER, RISICI OG PROCESSER

ECBs CORPORATE GOVERNANCE

ECBs corporate governance er beskrevet i kapitel 8.

MEDLEMMER AF DIREKTIONEN

Medlemmerne af Direktionen udnævnes blandt personer, som er værdige i almindeligt om-dømme, og som har professionel erfaring i monetære forhold eller bankvæsen, efter fælles overenskomst mellem medlemslandenes regeringer på stats- eller regeringschefsniveau på grundlag af en indstilling fra Rådet, efter høring af Europa-Parlamentet og Styrelsesrådet.

Ansættelsesvilkårene for Direktionens medlemmer fastsættes af Styrelsesrådet efter forslag fra en komite, der består af tre medlemmer udnævnt af Styrelsesrådet og tre medlemmer udnævnt af Rådet.

Direktionsmedlemmernes løn fremgår af note 29 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet.

MEDARBEJDERE

Det gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB¹ (omregnet til fuldtidsstillinger) steg fra 1.448 i 2007 til 1.499 i 2008. Ved årets udgang havde ECB 1.536 medarbejdere. For nærmere oplysninger henvises til note 29 "Personaleomkostninger" i Årsregnskabet og kapitel 8, afsnit 2,

hvor der også findes en beskrivelse af ECBs personalestrategi.

INVESTERINGSAKTIVITETER OG RISIKOSTYRING

ECBs valutareserveportefølje består af valutareserveaktiver, der i henhold til bestemmelserne i ESCB-statutens artikel 30 er overført fra de nationale centralbanker i euroområdet til ECB, samt forrentningen heraf. Valutareserven skal finansiere ECBs operationer på valutamarkedet til de formål, der fremgår af traktaten.

ECBs egenportefølje afspejler investeringen af den indbetalte kapital, modposten til hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisrisici, den almindelige reservefond og de porteføljeindtægter, der er akkumuleret hidtil. Dens formål er at skabe et afkast, som skal bidrage til at dække ECBs driftsomkostninger.

ECBs investeringsaktiviteter og risikostyring i forbindelse hermed er beskrevet nærmere i kapitel 2.

BUDGETPROCESSEN

Budgetkomiteen (BUCOM), der består af eksperter fra både ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, yder et centralt bidrag til ECBs finansielle styringsproces. I overensstemmelse med forretningsordenens artikel 15 omfatter BUCOMs støtte til Styrelsesrådet en detaljeret vurdering af ECBs årlige budgetforslag og anmodninger om øgede budgetmidler fra Direktionen, inden de forelægges Styrelsesrådet til godkendelse. Udgifter, der går ud over det vedtagne budget, overvåges regelmæssigt af Direktionen, der tager højde for råd fra ECBs interne kontrolfunktion, samt af Styrelsesrådet med BUCOMs bistand.

¹ Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECBs Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

4 RESULTAT

ÅRSREGNSKAB

I henhold til ESCB-statuttens artikel 26.2 udfærdiges ECBs årsregnskab af Direktionen efter principper fastlagt af Styrelsesrådet. Regnskabet godkendes efterfølgende af Styrelsesrådet og offentliggøres derefter.

HENSÆTTELSER TIL DÆKNING AF VALUTAKURS-, RENTE- OG GULDPRISRISICI

Da hovedparten af ECBs aktiver og passiver regelmæssigt revalueres til gældende valuta- og værdipapirkurser, påvirkes ECBs lønsomhed kraftigt af valutakurs- og – i mindre omfang – renteeksponeringer. Disse eksponeringer skyldes hovedsagelig bankens beholdninger af valutareserveaktiver i amerikanske dollar, japanske yen og guld, som overvejende er placeret i rentebærende instrumenter.

I 2005 besluttede Styrelsesrådet i betragtning af ECBs store eksponering over for valutakurs-, rente- og guldprisisici samt størrelsen af ECBs revalueringskonti at oprette en hensættelse til at imødegå disse risici. Hensættelsen udgjorde 2.668.758.313 euro pr. 31. december 2007. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.2 bidrog Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta med henholdsvis 4.795.450 euro og 2.388.127 euro til hensættelsen med virkning fra 1. januar 2008. Styrelsesrådet besluttede at hensætte yderligere 1.339.019.690 euro pr. 31. december 2008. Denne overførsel betyder, at hensættelsens størrelse – 4.014.961.580 euro – nu er den maksimalt tilladte. Styrelsesrådet har besluttet, at hensættelsen sammen med eventuelle beløb i ECBs almindelige reservefond ikke må overstige værdien af de kapitalandele, som de nationale centralbanker i euroområdet har indbetalt.

Hensættelsen skal bruges til at dække realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, som ikke dækkes af revalueringskontiene. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering, idet

der tages højde for en række faktorer, herunder især størrelsen af beholdningen af risikobærende aktiver, omfanget af den risikoeksponering, der er slået igennem i det indeværende regnskabsår, ventede resultater for det kommende år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode.

RESULTAT I 2008

ECBs nettoindtægt inden hensættelser til afdækning af risici var 2.661 mio. euro, mod 286 mio. euro i 2007. Nettooverskuddet på 1.322 mio. euro efter hensættelser blev fordelt til de nationale centralbanker.

I 2007 medførte euroens appreciering over for den amerikanske dollar, og i mindre udstrækning over for den japanske yen, nedskrivninger i euroværdien af ECBs beholdninger af aktiver denomineret i disse valutaer. Nedskrivningerne beløb sig til ca. 2,5 mia. euro, og de blev udgiftsført i resultatopgørelsen. I 2008 resulterede euroens depreciering over for den japanske yen og den amerikanske dollar i urealiserede gevinster på omkring 3,6 mia. euro. Disse gevinster blev overført til revalueringskonti i overensstemmelse med den fælles regnskabspraksis, som er udarbejdet af Styrelsesrådet for eurosystemet.

I 2008 faldt nettorenteindtægten, der i 2007 havde været 2.421 mio. euro, til 2.381 mio. euro. Dette skyldtes hovedsagelig a) en lavere netto-renteindtægt denomineret i amerikanske dollar og b) en højere forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver. Det deraf følgende fald i nettorenteindtægten blev kun delvis opvejet af stigningen i renteindtægten fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet, der primært skyldes den generelle stigning i eurosedler i omløb.

Realiserede nettogevinster på finansielle operationer faldt fra 779 mio. euro i 2007 til 662 mio. euro i 2008, hvilket fortrinsvis skyldes en nedgang i guldsalget. Salg af guld foregår i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld, der

trådte i kraft 27. september 2004 og er underskrevet af ECB. De lavere realiserede gevinster på disse operationer, som var resultatet heraf, blev kun delvis opvejet af højere realiserede nettogevinsten på salg af værdipapirer i 2008 som følge af det amerikanske rentefald i årets løb.

ECBs samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger steg fra 385 mio. euro i 2007 til 388 mio. euro i 2008.

ÆNDRING I ECBs KAPITAL

Cypern og Malta indførte den fælles valuta den 1. januar 2008 i henhold til Rådets beslutninger 2007/503/EF og 2007/504/EF af 10. juli 2007. Derfor indbetalte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, i henhold til ESCB-statuttens artikel 49.1, den resterende del af deres andel i den tegnede kapital pr. denne dato. Som følge af disse indbetalinger steg ECBs indbetalte kapital fra 4.127 mio. euro den 31. december 2007 til 4.137 mio. euro den 1. januar 2008.

5 ANDRE FORHOLD

MILJØ

På baggrund af ECBs "Environmental Policy Framework", som blev vedtaget i slutningen af 2007, er der foretaget en miljøgennemgang af ECBs administration, og et første skøn over dens miljøpåvirkning blev udarbejdet i 2008. ECB har desuden besluttet at oprette et miljøledelsessystem, som lever op til de internationale standarder ISO 14001 og EMAS. Et projekt er blevet iværksat til at opnå certificering af bankens miljøledelsessystem i 2010, og en række tiltag blev gennemført med succes i 2008.

IT SERVICE MANAGEMENT

I 2008 var ECB den første centralbank, som fik en ISO/IEC 20000-certificering. ISO/IEC 20000 er en international standard for særligt høje krav til IT service management (ITSM). ISO/IEC 20000 beskriver et integreret sæt af styringspro-

cesser til effektive it-tjenester i virksomheder og hos deres kunder. Indførelsen af ISO/IEC 20000 har haft stor betydning for ECBs it-tjenester og har allerede ført til målbare positive resultater og mere tilfredse slutbrugere.

BALANCE PR. 31. DECEMBER 2008

AKTIVER	NOTE	2008 €	2007 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	10.663.514.154	10.280.374.109
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF		346.651.334	449.565.998
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		41.264.100.632	28.721.418.912
		41.610.751.966	29.170.984.910
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	2	22.225.882.711	3.868.163.459
Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		629.326.381	0
Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	4	25.006	13.774
Eurosystem-interne tilgodehavender	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		61.021.794.350	54.130.517.580
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto		234.095.515.333	17.241.183.222
		295.117.309.683	71.371.700.802
Andre aktiver	6		
Materielle anlægsaktiver		202.690.344	188.209.963
Andre finansielle aktiver		10.351.859.696	9.678.817.294
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter		23.493.348	34.986.651
Periodeafgrænsningsposter		1.806.184.794	1.365.938.582
Øvrige poster		1.272.185.672	69.064.934
		13.656.413.854	11.337.017.424
Aktiver i alt		383.903.223.755	126.028.254.478

PASSIVER	NOTE	2008 €	2007 €
Seddelomløb	7	61.021.794.350	54.130.517.580
Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	8	1.020.000.000	1.050.000.000
Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	9	253.930.530.070	14.571.253.753
Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet	10	272.822.807	0
Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet Indlån og andre forpligtelser	10	1.444.797.283	667.076.397
Eurosystem-interne forpligtelser Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserveaktiver	11	40.149.615.805	40.041.833.998
Andre forpligtelser	12		
Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter		1.130.580.103	69.589.536
Periodeafgrænsningsposter		2.284.795.433	1.848.257.491
Øvrige poster		1.797.414.878	659.763.920
		5.212.790.414	2.577.610.947
Hensættelser	13	4.038.858.227	2.693.816.002
Revalueringskonti	14	11.352.601.325	6.169.009.571
Kapital og reserver	15		
Kapital		4.137.159.938	4.127.136.230
Årets resultat		1.322.253.536	0
Passiver i alt		383.903.223.755	126.028.254.478

RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2008 TIL 31. DECEMBER 2008

	NOTE	2008 €	2007 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver		997.075.442	1.354.887.368
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		2.230.477.327	2.004.355.782
Andre renteindtægter		8.430.894.437	4.380.066.479
<i>Renteindtægter</i>		<i>11.658.447.206</i>	<i>7.739.309.629</i>
Forrentning af de nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-1.400.368.012	-1.356.536.045
Andre renteudgifter		-7.876.884.520	-3.962.006.944
<i>Renteudgifter</i>		<i>-9.277.252.532</i>	<i>-5.318.542.989</i>
Nettorenteindtægter	23	2.381.194.674	2.420.766.640
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	24	662.342.084	778.547.213
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	25	-2.662.102	-2.534.252.814
Hensættelser til dækning af valutakurs- og prisrisici		-1.339.019.690	-286.416.109
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		-679.339.708	-2.042.121.710
Gebyrer og provisioner, netto	26	-149.007	-621.691
Indtægter fra aktier og kapitalindskud	27	882.152	920.730
Andre indtægter	28	7.245.593	6.345.668
Nettoindtægter i alt		1.709.833.704	385.289.637
Personaleomkostninger	29	-174.200.469	-168.870.244
Administrationsomkostninger	30	-183.224.063	-184.589.229
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver		-23.284.586	-26.478.405
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	31	-6.871.050	-5.351.759
Årets resultat		1.322.253.536	0

Frankfurt am Main, 24. februar 2009

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
Jean-Claude Trichet
Formand

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS¹

REGNSKABETS INDHOLD OG OPSTILLINGSFORM

ECBs årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECBs finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper², som ECBs styrelsesråd anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion.

REGNSKABSPRINCIPPER

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: økonomisk realitet og gennemsigtighed, forsigtighed, gennemgang af begivenheder efter balancedagen, væsentlighed, periodisering, going concern, konsistens og sammenlignelighed.

MEDTAGELSE AF AKTIVER OG PASSIVER

Et aktiv eller et passiv medtages kun på balancen, når det er sandsynligt, at enhver fremtidig økonomisk værdi i tilknytning hertil vil tilgå henholdsvis fragå ECB, at især alle risici og indtjeningsmuligheder i tilknytning hertil i det store og hele er blevet overført til ECB, og aktivets anskaffelsespris og værdi eller forpligtelsens størrelse kan opgøres med sikkerhed.

REGNSKABSGRUNDLAG

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsesværdi reguleret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdatoen.

Med undtagelse af værdipapirer bogføres transaktioner i finansielle instrumenter i fremmed valuta på ikke-balanceførte poster på handelsdagen. På afviklingsdagen tilbageføres de ikke-balanceførte poster, og transaktionerne bogføres på balancen. Køb og salg af fremmed valuta påvirker nettovalutapositionen på handelsdagen, og realiserede resultater som følge af salg beregnes også på handelsdagen. Påløbne renter, over- og underkurs i forbindelse med

finansielle instrumenter i fremmed valuta beregnes og bogføres dagligt, og valutapositionen påvirkes også dagligt af denne periodisering.

GULD SAMT AKTIVER OG PASSIVER I FREMMED VALUTA

Aktiver og passiver i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende valutakurs. Indtægter og udgifter omregnes til den på bogføringsdagen gældende valutakurs. Kursreguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages for hver enkelt valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta revalueres til markedskursen uafhængigt af kursreguleringen.

Guld værdiansættes til den gældende markedspris ultimo året. Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revalueringsbeløb baseret på europrisen pr. ounce finguld, som for regnskabsåret 2008 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2008.

VÆRDIPAPIRER

Omsættelige værdipapirer og lignende aktiver værdiansættes enten til den gældende middeltkurs eller på basis af den relevante rentekurve på balancedagen for de enkelte værdipapirer. For regnskabsåret 2008 er anvendt middeltkurser pr. 30. december 2008. Ikke-omsættelige værdipapirer værdiansættes til anskaffelsesprisen, mens ikke-likvide aktier værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket kursfald.

RESULTATFØRING

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår. Realiserede gevinster og tab på salg af

¹ En nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis findes i afgørelse ECB/2006/17, EUT L 348, 11.12.2006, s. 38, med senere ændringer.

² Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i eurosystemet.

fremmed valuta, guld og værdipapirer resultatføres i resultatopgørelsen. Disse realiserede gevinster og tab beregnes på grundlag af aktivets gennemsnitlige anskaffelsespris.

Urealiserede gevinster opgøres ikke som indtægt, men overføres direkte til en revalueringskonto.

Urealiserede tab medtages i resultatopgørelsen, hvis de overstiger tidligere gevinster på den tilsvarende revalueringskonto. Urealiserede tab på et værdipapir, en valuta eller i guldbeholdningen modregnes ikke i urealiserede gevinster på andre værdipapirer, valutaer eller i guldbeholdningen. I forbindelse med et eventuelt urealiseret tab på et aktiv ultimo året reduceres den gennemsnitlige anskaffelsværdi i overensstemmelse med valutakursen og/eller markedskursen ultimo året.

Over- eller underkurs på erhvervede værdipapirer resultatføres som en del af renteindtægterne og amortiseres over værdipapirernes resterende løbetid.

TILBAGEFØRSELSFORRETNINGER

Tilbageførselsforretninger er operationer, hvor ECB køber eller sælger aktiver som led i en genkøbsforretning eller foretager udlån mod sikkerhed.

I forbindelse med en genkøbsforretning sælges værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagekøb fra modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Genkøbsforretninger opføres på balancens passivside som sikrede indlån, hvilket giver anledning til en renteudgift i resultatopgørelsen. Værdipapirer, der sælges i forbindelse med en genkøbsforretning, forbliver i ECBs balance.

I forbindelse med en omvendt genkøbsforretning købes værdipapirer kontant, samtidig med at der indgås aftale om tilbagesalg til modparten til en aftalt kurs på et tidspunkt i fremtiden. Omvendte genkøbsforretninger opføres på balancens aktivside som sikrede udlån, men indgår ikke i ECBs

værdipapirbeholdning. De renteindtægter, der opstår i forbindelse hermed, indregnes i resultatopgørelsen.

Tilbageførselsforretninger (inkl. værdipapirudlån) udført i forbindelse med en automatisk værdipapirudlånsaftale medtages kun i balancen, hvis der er stillet kontant sikkerhed på en konto i ECB. I 2008 modtog ECB ingen kontant sikkerhed i forbindelse med sådanne transaktioner.

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. Daglige marginændringer for åbne rentefutures indregnes i resultatopgørelsen. Værdiansættelsen af terminsforretninger i værdipapirer og renteswaps sker på grundlag af almindeligt anerkendte værdiansættelsesmetoder baseret på markedspriser og -kurser samt diskonteringsfaktorerne fra afviklingsdagen til værdiansættelsesdagen.

BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for Styrelsesrådets godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen væsentligt.

Vigtige begivenheder efter balancedagen, der ikke påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen, oplyses i noterne.

ESCB-INTERNE MELLEMLØB/RENDER/ EUROSYSTEM-INTERNE MELLEMLØB/RENDER

ESCB-interne transaktioner er grænseoverskridende transaktioner mellem to centralbanker i EU. Disse transaktioner gennemføres hovedsa-

gelig via Target2³ – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (se kapitel 2) – og medfører mellemværender mellem de centralbanker i EU, der er tilsluttet Target2. Disse bilaterale mellemværender fornyes dagligt over for ECB, således at hver national centralbank kun har én bilateral nettoposition over for ECB. Denne position udgør i ECBs regnskab den enkelte nationale centralbanks nettilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB.

De ESCB-interne mellemværender i euro, som de nationale centralbanker i euroområdet har med ECB (undtagen ECBs kapital og positioner, der er resultatet af overførslen af valutareserveaktiver til ECB), betegnes eurosistem-interne tilgodehavender eller forpligtelser og opføres i balancen for ECB som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost.

Eurosistem-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet" (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

De ESCB-interne mellemværender, som nationale centralbanker uden for euroområdet har med ECB som følge af deres deltagelse i Target2⁴, er opgjort under "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet".

ANLÆGSAKTIVER

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde værdiansættes til anskaffelsesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede anvendelsesperiode, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen, og afskrives som følger:

Computere og tilknyttet hardware/software samt køretøjer	4 år
Udstyr, møbler og inventar	10 år
Anlægsaktiver med en anskaffelsespris under 10.000 euro	Straksafskrives

Afskrivningsperioden for aktiverede bygninger og ombygninger i forbindelse med ECBs nuværende lokaler er blevet afkortet for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet, inden ECB flytter til sit nye hovedsæde.

ECBs PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

ECB har en ydelsesbaseret pensionsordning for sine medarbejdere. Ordningen finansieres af aktiver, som besiddes af en fond for langsigtede personaleydelse.

BALANCE

I balancen opgøres den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse som summen af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse på balancedagen *fratrullet* dagsværdien af ordningens aktiver, som skal anvendes til at finansiere forpligtelserne, justeret for ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster og tab.

Uafhængige aktuarer opgør årligt værdien af pensionsforpligtelsen efter den fremskrevne akkumulerede enhedsmetode (Projected Unit Credit-metoden). Nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse opgøres ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengekstrømme. Som diskonteringsrate benyttes renten på meget sikre virksomhedsobligationer i euro med samme løbetid som pensionsforpligtelsen.

Aktuarmæssige gevinster og tab kan skyldes erfaringsbaserede reguleringer (hvor de faktiske begivenheder adskiller sig fra de tidligere aktuarmæssige forudsætninger) og ændringer i aktuarmæssige forudsætninger.

3 Det teknisk set decentraliserede førstegenerations Target-system blev lidt efter lidt erstattet af et andengenerationsystem (Target2), der bygger på en fælles teknisk infrastruktur (Single Shared Platform eller SSP). Overgangen til Target2 begyndte i november 2007 og var afsluttet i maj 2008.

4 Pr. 31. december 2008 deltog følgende nationale centralbanker uden for euroområdet i Target2: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski og Eesti Pank.

RESULTATOPGØRELSE

I resultatopgørelsen indregnes nettoværdien af følgende komponenter:

- a) løbende pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- b) renteudgift på den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse baseret på diskonteringsraten
- c) forventet afkast af ordningens aktiver
- d) aktuarmæssige gevinster og tab indregnet i resultatopgørelsen ved hjælp af korridormetoden.

KORRIDORMETODEN

Ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinster og -tab, som overstiger 10 pct. af den største af enten a) nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsordning eller b) dagsværdien af ordningens aktiver, afskrives over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

PENSION TIL DIREKTIONSMEDLEMMER OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Pensionsordningen for ECBs direktionsmedlemmer og invaliditetsydelse til medarbejderne er uafdækkede. De forventede omkostninger til disse ydelser periodiseres over direktionsmedlemmernes embedsperiode og medarbejdernes ansættelsesperiode ved hjælp af en regnskabsmetode, som ligner den, der bruges til ydelsesbaserede pensionsordninger. Aktuarmæssige gevinster og tab indregnes som beskrevet ovenfor.

Disse forpligtelser værdiansættes årligt af uafhængige aktuarer for at fastsætte den passende forpligtelse i årsregnskabet.

SEDELLOMLØB

ECB og de nationale centralbanker i euroområdet, som tilsammen udgør eurosystemet, udsteder eurosedler.⁵ Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned til de nationale centralbanker i eurosystemet i henhold til seddelfordelingsnøglen⁶.

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som indregnes i posten "Seddellomløb". ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos de nationale centralbanker. Disse tilgodehavender, der er rentebærende,⁷ indregnes i delposten "Eurosysteminterne tilgodehavender: Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet" (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Renteindtægterne af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter". Indtægterne forfalder til betaling til de nationale centralbanker i det regnskabsår, hvor indtægten optjenes, men fordeles den anden arbejdsdag det følgende år.⁸ Indtægten fordeles fuldt ud, medmindre ECBs nettooverskud for året er mindre end ECBs indtægt fra seddellomløbet, og medmindre Styrelsesrådet beslutter at foretage hensættelser til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici og/eller at nedsætte beløbet som følge af omkostninger i tilknytning til denne indtægt, som ECB måtte have afholdt i forbindelse med udstedelse og håndtering af eurosedler.

OMKLASSIFICERINGER

En række poster blev i 2008 omklassificeret af præsentationsmæssige årsager og de sammenlignelige balancer pr. 31. december 2007 er blevet justeret i overensstemmelse hermed. Omklassificeringerne beskrives i noterne til balancen.⁹

5 ECBs afgørelse ECB/2001/15 af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler, EFT L 337, 20.12.2001, s. 52, med senere ændringer.

6 "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECBs andel af summen af udstedte eurosedler, og anvende kapitalindskudsnøglen på de nationale centralbankers andel i den nævnte sum.

7 ECBs afgørelse ECB/2001/16 af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002, EFT L 337, 20.12.2001, s. 55, med senere ændringer.

8 ECBs afgørelse ECB/2005/11 af 17. november 2005 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater, EUT L 311, 26.11.2005, s. 41.

9 Omklassificeringerne overholder ECBs regnskabspraksis, der findes i ECBs afgørelse ECB/2006/17, EUT L 348, 11.12.2006, s. 38, med senere ændringer.

ANDRE FORHOLD

Under hensyntagen til ECBs rolle som centralbank finder Direktionen, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugerne yderligere relevante oplysninger.

I henhold til ESCB-statuttens artikel 27 og efter indstilling fra Styrelsesrådet har Rådet godkendt udnævnelsen af PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECBs eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2012.

NOTER TIL BALANCEN

1 GULD OG TILGODEHAVENDER I GULD

ECB havde pr. 31. december 2008 en beholdning på 17.156.546 ounces finguld (mod 18.091.733 ounces i 2007). Faldet skyldes a) guldsalg på 963.987 ounces finguld i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld, der trådte i kraft 27. september 2004, og som ECB har underskrevet, og b) Central Bank of Cyprus' og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Maltas overførsel af henholdsvis 19.151 og 9.649 ounces finguld til ECB¹⁰ i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 30.1 efter Cyperns og Maltas indførelse af den fælles valuta. Faldet i guldbeholdningens værdi i euro som følge af disse salg blev mere end opvejet af en væsentlig stigning i prisen på guld i løbet af 2008 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2 TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

TILGODEHAVENDER HOS IMF

I denne post indregnes ECBs beholdning af særlige trækingsrettigheder pr. 31. december 2008. Tilgodehavendet er resultatet af en tovejs købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF på vegne af ECB bemyndiges til at sælge eller købe SDR mod euro inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR beregnes på grundlag af en valutakurv, hvis værdi bestemmes som en vægtet sum af kursen på fire vigtige valutaer (euro, japanske yen, britiske pund og amerikanske dollar). SDR behandles i regnskabet som fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

BANKTILGODEHAVENDER OG VÆRDIPAPIRER, EKSTERNE LÅN OG ANDRE EKSTERNE AKTIVER OG TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I EUROOMRÅDET

I disse to poster indregnes tilgodehavender hos banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen. Amortiseringen af underkurser og overkurser på værdipapirer i fremmed valuta blev tidligere indregnet i henholdsvis "Periodeafgrænsningsposter" under "Andre aktiver" og "Periodeafgrænsningsposter" under "Andre passiver". ECB har af præsentationsmæssige årsager besluttet at omklassificere disse poster under "Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver". De sammenlignelige balancer pr. 31. december 2007 er blevet justeret i overensstemmelse hermed.

<i>Tilgodehavender hos residerer uden for euroområdet</i>	2008 €	2007 €	Udvikling €
Anfordringskonti	5.808.582.148	761.073.851	5.047.508.297
Pengemarkedsindskud	573.557.686	688.783.688	-115.226.002
Omvendte genkøbsforretninger	379.961.453	543.247.188	-163.285.735
Værdipapirer	34.501.999.345	26.728.314.185	7.773.685.160
I alt	41.264.100.632	28.721.418.912	12.542.681.720

<i>Tilgodehavender hos residerer i euroområdet</i>	2008 €	2007 €	Udvikling €
Anfordringskonti	619.534	574.945	44.589
Pengemarkedsindskud	22.225.263.177	3.867.588.514	18.357.674.663
I alt	22.225.882.711	3.868.163.459	18.357.719.252

Stigningen i anfordringskonti hos residerer uden for euroområdet skyldes hovedsagelig a) afviklingen af det danske kroneben af swaptransaktioner med Danmarks Nationalbank, som var

¹⁰ Overførslerne, til en samlet værdi af 16,5 mio. euro, blev foretaget med virkning fra 1. januar 2008.

udestående pr. 31. december 2008 og beløb sig til 3,9 mia. euro (se note 20 "Valutaswaps og terminsforretninger"), og b) mellemværender i schweiziske franc til en værdi af 1,2 mia. euro, der er opstået i forbindelse med swapaftalen med Schweizerische Nationalbank¹¹ (se note 9 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet"). Den japanske yens og den amerikanske dollars appreciering over for euroen, urealiserede gevinster på værdipapirer (se note 14 "Revalueringskonti"), investering af provenuet af guldsalg (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld") og indtægter primært i dollarporteføljen har ligeledes bidraget til stigningen i disse posters samlede værdi.

Indskud i forbindelse med operationer udført af eurosystemets centralbanker med henblik på at forsyne kreditinstitutter i euroområdet med dollarlikviditet indgår i komponenten pengemarkedsindskud hos residenter i euroområdet.

Efter Cyperns og Maltas indførelse af den fælles valuta 1. januar 2008 overførte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta desuden amerikanske dollar til en samlet værdi af 93,5 mio. euro til ECB i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 30.1.

Den 31. december 2008 var ECBs nettobeholdninger¹² af amerikanske dollar og japanske yen følgende:

	(mio. valutaenheder)
Amerikanske dollar	40.062
Japanske yen	1.084.548

3 TILGODEHAVENDER I EURO HOS RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

I 2007 var pengemarkedsindskud og anfordringskonti hos residenter uden for euroområdet indregnet i denne post som en direkte modpost til ECBs kapital og reserver. ECB har besluttet at omklassificere denne beholdning til en øremærket portefølje, der nu indregnes i posten "Andre finansielle aktiver". Den sammenlignelige ba-

lance pr. 31. december 2007 er blevet justeret i overensstemmelse hermed.

Pr. 31. december 2008 bestod denne post hovedsagelig af et tilgodehavende på 460,0 mio. euro hos Magyar Nemzeti Bank i forbindelse med en aftale med ECB om genkøbsforretninger. Med denne aftale får Magyar Nemzeti Bank adgang til at låne op til 5 mia. euro som støtte til dens indenlandske operationer med henblik på tilvejebringelse af eurolikviditet.

4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

I 2007 blev pengemarkedsindskud og anfordringskonti hos residenter i euroområdet indregnet i denne post som en direkte modpost til ECBs kapital og reserver. ECB har besluttet at omklassificere denne beholdning som en øremærket portefølje, der nu indregnes i posten "Andre finansielle aktiver". Den sammenlignelige balance pr. 31. december 2007 er blevet justeret i overensstemmelse hermed.

Pr. 31. december 2008 bestod disse tilgodehavender af en anfordringskonto hos en resident i euroområdet.

11 Disse mellemværender i schweiziske franc afspejler ECBs risikostyring i forbindelse med EUR/CHF-valutaswapauktioner i form af en initialmargin på 5 pct. for operationer med én uges løbetid og 15 pct. for operationer med en løbetid på 84 dage.

12 Aktiver fratrukket passiver i den valuta, som skal valutakursreguleres. Disse indregnes i posterne "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet", "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet", "Periodeafgrænsningsposter", "Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter i euroområdet", "Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter uden for euroområdet", "Revalueringsdifferencer på ikke-balanceførte instrumenter" (passivside) og "Periodeafgrænsningsposter", idet der også tages højde for valutaterminsforretninger og valutaswaps under ikke-balanceførte poster. Effekten af kursreguleringsgevinster på finansielle instrumenter i fremmed valuta er ikke indregnet.

5 EUROSISTEM-INTERNE TILGODEHAVENDER

TILGODEHAVENDER I FORBINDELSE MED FORDELINGEN AF EUROSEDLER INDEN FOR EUROSISTEMET

I denne post indregnes ECBs tilgodehavender hos de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

ANDRE TILGODEHAVENDER I EUROSISTEMET, NETTO

I 2008 omfatter denne post hovedsagelig Target2-mellemværender, som de nationale centralbanker i euroområdet har hos ECB (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Stigningen skyldes her hovedsagelig back-to-back-swaptransaktioner, som blev gennemført med de nationale centralbanker i forbindelse med likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar (se note 9 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet").

I denne post indgår også forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med de foreløbige fordelinger af ECBs indtægter fra seddelomløbet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

	2008 €	2007 €
Target/Target2-tilgodehavender hos euroområdets nationale centralbanker	420.833.781.929	145.320.642.526
Target/Target2-forpligtelser over for euroområdets nationale centralbanker	-185.532.591.178	-128.079.459.304
Forpligtelser over for nationale centralbanker i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECBs indtægter fra seddelomløbet	-1.205.675.418	0
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto	234.095.515.333	17.241.183.222

6 ANDRE AKTIVER

MATERIELLE ANLÆGSAKTIVER

Pr. 31. december 2008 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	2008 €	2007 €	Udvikling €
Udgifter			
Grunde og bygninger	159.972.149	156.964.236	3.007.913
Computerhardware og -software	174.191.055	168.730.634	5.460.421
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	28.862.720	27.105.564	1.757.156
Anlægsaktiver under udførelse	83.407.619	59.791.855	23.615.764
Øvrige anlægsaktiver	3.577.485	1.195.290	2.382.195
Udgifter i alt	450.011.028	413.787.579	36.223.449
Akkumulerede afskrivninger			
Grunde og bygninger	-59.885.983	-49.672.589	-10.213.394
Computerhardware og -software	-160.665.542	-150.195.777	-10.469.765
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	-26.618.732	-25.562.068	-1.056.664
Øvrige anlægsaktiver	-150.427	-147.182	-3.245
Akkumulerede afskrivninger i alt	-247.320.684	-225.577.616	-21.743.068
Resultatført nettoværdi	202.690.344	188.209.963	14.480.381

Stigningen i delposten "Anlægsaktiver under udførelse" skyldes hovedsagelig indledende arbejde i forbindelse med ECBs nye hovedsæde. Overførsler fra denne post til den relevante anlægsaktivpost sker, når aktiverne tages i brug.

ANDRE FINANSIELLE AKTIVER

Amortiseringen af underkurser og overkurser på værdipapirer denomineret i euro blev tidligere indregnet i henholdsvis "Periodeafgrænsnings-

poster" under "Andre aktiver" og "Periodeafgrænsningsposter" under "Andre passiver". ECB har af præsentationsmæssige årsager besluttet at omklassificere disse poster under "Andre finansielle aktiver". Derudover indregnes pengemarkedsindskud og anfordringskonti i euro, der holdes som en direkte modpost til ECBs kapital og reserver, nu i denne post (se note 3 "Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet" og note 4 "Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet"). De sammenlignelige balancer pr. 31. december 2007 er blevet justeret i overensstemmelse hermed.

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

	2008 €	2007 €	Udvikling €
Anfordringskonti i euro	4.936.630	5.153.295	-216.665
Pengemarkedsindskud i euro	150.000.000	120.000.000	30.000.000
Værdipapirer i euro	9.675.505.128	8.843.080.586	832.424.542
Omvendte genkøbsforretninger i euro	479.293.075	668.392.837	-189.099.762
Andre finansielle aktiver	42.124.863	42.190.576	-65.713
I alt	10.351.859.696	9.678.817.294	673.042.402

a) Investeringen af ECBs egenkapital er fordelt på anfordringskonti, pengemarkedsindskud, værdipapirer og omvendte genkøbsforretninger i euro (se note 12 "Andre forpligtelser"). Nettoværdistigningen af ECBs egenkapital skyldes hovedsagelig investeringen af egenporteføljen af modposten til det overførte beløb til ECBs hensættelser til dækning af valuta-, rente- og guldpriserisici i 2007, urealiserede gevinster på værdipapirer (se note 14 "Revalueringskonti") og afkastet af egenporteføljen.

b) ECB har 3.211 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS), som indregnes til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

I 2008 omfattede denne post hovedsagelig revalueringsgevinster på udestående renteswapforretninger (se note 19 "Renteswaps").

PERIODEAFGRÆSNINGSPOSTER

I 2008 omfattede denne position påløbne renter af ECBs tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet for 4. kvartal (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis), som udgjorde 500,4 mio. euro, og påløbne renter af Target2-tilgodehavender hos nationale centralbanker i euroområdet for december 2008, som udgjorde 648,9 mio. euro.

I denne post indgår også påløbne renter på værdipapirer (se også note 2 "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i og uden for euroområdet" og note 6 "Andre aktiver") og andre finansielle aktiver.

ØVRIGE POSTER

Denne post består hovedsagelig af den periodeafgrænsede foreløbige fordeling af ECBs indtægt fra seddelomløbet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis og note 5 "Eurosystem-interne tilgodehavender").

I posten indgår også positive balancer for udestående valutaswaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2008 (se note 20 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Disse balancer opstår, når transaktionerne omregnes til deres værdi i euro til den pågældende valutas gennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte poster" under anvendt regnskabspraksis).

Et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre indirekte skatter er ligeledes indeholdt i denne post. Sådanne afgifter refunderes i henhold til

artikel 3 i protokollen om Det Europæiske Fællesskabs privilegier og immuniteter, som ifølge ESCB-stattutens artikel 40 også gælder for ECB.

7 SEDDELOMLØB

I denne post indregnes ECBs andel (8 pct.) af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

8 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR ANDRE RESIDENTER I EUROOMRÅDET

Denne post omfatter indskud, som medlemmer af Euro Banking Association (EBA) har stillet som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger afviklet i Target2-systemet.

9 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Denne post omfatter primært en forpligtelse over for Federal Reserve på 219,7 mia. euro i forbindelse med auktionsfaciliteten "Term Auction Facility" i amerikanske dollar. Gennem denne facilitet forsynede Federal Reserve ECB med amerikanske dollar ved hjælp af et midlertidigt gensidigt valutaarrangement (swap line) med det formål at tilbyde eurosystemets modparter kortfristet likviditet i dollar. Samtidig gennemførte ECB back-to-back-swapforretninger med nationale centralbanker i euroområdet, som anvendte de heraf resulterende midler til at udføre likviditetstilførende operationer i amerikanske dollar med eurosystemets modparter i form af omvendte transaktioner og swaptransaktioner. Disse back-to-back-swapforretninger mellem ECB og de nationale centralbanker resulterede i eurosystem-interne mellemværender mellem ECB og de nationale centralbanker, som er bogført under "Andre tilgodehavender i eurosyste- met, netto".

En forpligtelse over for Schweizerische Nationalbank på 18,4 mia. euro er også medregnet i denne post. Schweizerische Nationalbank stil-

lede schweiziske franc til rådighed ved hjælp af et swaparrangement, der havde til formål at tilbyde eurosystemets modparter kortfristet likviditet i schweiziske franc. Samtidig gennemførte ECB swapforretninger med nationale centralbanker i euroområdet, som anvendte de heraf resulterende midler til at udføre likviditetstilførende operationer i schweiziske franc med eurosystemets modparter mod eurolikviditet i form af swaptransaktioner. Disse transaktioner mellem ECB og de nationale centralbanker resulterede i eurosystem-interne mellemværender, som er bogført under "Andre tilgodehavender i eurosyste- met, netto". Posten indeholder desuden en forpligtelse over for Schweizerische Nationalbank på 15,4 mia. euro. Forpligtelsen opstod i forbindelse med, at Schweizerische Nationalbank placerede eurobeløb i ECB, som banken havde modtaget i forbindelse med operationer med andre modparter.

Resten af denne post udgøres af mellemværender med de nationale centralbanker uden for euroområdet som følge af transaktioner via Target2-systemet (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

10 FORPLIGTELSE I FREMMED VALUTA OVER FOR RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

Disse forpligtelser består hovedsagelig af genkøbsforretninger med residerter i og uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

11 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSE

I denne post indregnes de forpligtelser over for de nationale centralbanker i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB, da de nationale centralbanker kom med i eurosystemet. De forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved eurosystemets primære markedsoperationer, korrigeret så der tages højde for nulafkastet på

guldkomponenten (se note 23 "Nettorenteindtægter").

Overførsler af valutareserveaktiver fra Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta efter Cyprens og Maltas indførelse af den fælles valuta medførte en forøgelse af disse forpligtelser med 107.781.807 euro.

	Indtil 31. december 2007 €	Fra 1. januar 2008 ¹ €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.423.341.996	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.821.492.402	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511.833.966	511.833.966
Bank of Greece	1.046.595.329	1.046.595.329
Banco de España	4.349.177.351	4.349.177.351
Banque de France	8.288.138.644	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.217.924.641	7.217.924.641
Central Bank of Cyprus	-	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	90.730.275	90.730.275
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	-	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.243.025.226	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.161.289.918	1.161.289.918
Banco de Portugal	987.203.002	987.203.002
Banka Slovenije	183.995.238	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.086.011	717.086.011
I alt	40.041.833.998	40.149.615.805

1) De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totalerne ikke nødvendigvis overens.

Central Bank of Cyprus' og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Maltas tilgodehavender blev sat til henholdsvis 71.950.549 euro og 35.831.258 euro, således at det sikres, at forholdet mellem disse tilgodehavender og det samlede tilgodehavende, som er blevet krediteret de øvrige nationale centralbanker, der har indført euroen, svarer til forholdet mellem de to centralbankers vægt i fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB og de andre deltagende nationale centralbankers samlede vægt i denne fordelingsnøgle. Differencen mellem tilgodehavendet og værdien af de overførte aktiver (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld" og note 2 "Tilgodeha-

vender i fremmed valuta hos residerter i og uden for euroområdet") blev behandlet som en del af Central Bank of Cyprus' og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Maltas bidrag, som i henhold til ESCB-statuttens artikel 49.2 skal indbetales til ECBs reserver og hensættelser svarende til ECBs reserver pr. 31. december 2007 (se note 13 "Hensættelser" og note 14 "Revalueringskonti").

12 ANDRE FORPLIGTELSE

REVALUERINGSDIFFERENCER PÅ IKKE-BALANCEFØRTE INSTRUMENTER

I denne post indgår hovedsagelig værdiændringer i udestående swap- og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2008 (se note 20 "Valutaswap- og terminsforretninger"). Værdiændringerne er det resultat, der opnås, når transaktionerne omregnes til euro til den kurs, der gælder på balancetidspunktet, sammenholdt med de euroværdier, der opstår, når transaktionerne omregnes til euro til den pågældende valutass gennemsnitskurs (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis samt note 6 "Andre aktiver").

Værditab på renteswaps indgår også i denne post.

PERIODEAFGRÆNSNINGSPOSTER

Denne post består hovedsagelig af skyldige renter til de nationale centralbanker på deres tilgodehavender i forbindelse med overførte valutareserveaktiver (se note 11 "Eurosystem-interne forpligtelser"), der beløber sig til 1,4 mia. euro. Der indregnes desuden periodiseringer på nationale centralbankers tilgodehavender vedrørende Target2, periodiseringer på finansielle instrumenter (se også note 2 "Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i og uden for euroområdet" og note 6 "Andre aktiver") samt andre periodeafgrænsningsposter.

ØVRIGE POSTER

Denne post består hovedsagelig af negative saldi i forbindelse med udestående valutaswaps og terminsforretninger i fremmed valuta pr. 31. december 2008 (se note 20 "Valutaswap- og terminsforretninger"), som opstår, når transaktionerne omregnes til deres værdi i euro til den pågældende valutas gennemsnitlige kurs på balancetidspunktet, sammenlignet med de euroværdier, som transaktionerne oprindeligt blev bogført til (se "Ikke-balanceførte poster" under anvendt regnskabspraksis).

I denne post medregnes også udestående genkøbsforretninger på 337,6 mio. euro, som er udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs egenkapital (se note 6 "Andre aktiver") og ECBs nettoforpligtelse vedrørende pensionsordningen, se nedenfor.

ECBs PENSIONSORDNING OG ØVRIGE YDELSER EFTER FRATRÆDEN

Hvad angår ECBs pensionsforpligtelse, er nedenstående beløb indregnet i balancen (se "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis):

	2008 i mio. €	2007 i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	317,0	285,8
Dagsværdi af ordningens aktiver	-226,7	-229,8
Ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster/tab	7,6	35,4
Forpligtelse indregnet i balancen	97,9	91,4

I forpligtelsens nutidsværdi medregnes uafdækkede forpligtelser på 42,3 mio. euro (mod 36,8 mio. euro i 2007) i forbindelse med direktionsmedlemmernes pensionsordning og hensættelser til dækning af medarbejdernes invaliditetsydelser.

De beløb, der er indregnet i resultatopgørelsen for 2008 og 2007 vedrørende delposterne "Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår", "Renteudgift", "Forventet afkast af

ordningens aktiver" og "Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året", er således:

	2008 i mio. €	2007 i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	24,7	26,5
Renteudgift	10,7	8,6
Forventet afkast af ordningens aktiver	-10,0	-7,9
Aktuarmæssig nettogevinst/nettotab indregnet for året	-1,1	0
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	24,3	27,2

I henhold til korridormetoden (se "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis) skal ikke-indregnede akkumulerede aktuarmæssige nettogevinster, der overstiger den største af enten a) 10 pct. af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsordning eller b) 10 pct. af dagsværdien af ordningens aktiver, afskrives over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse er således:

	2008 i mio. €	2007 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	285,8	258,5
Pensionsomkostninger	24,7	26,5
Renteudgift	10,7	8,6
Deltageres bidrag	17,9	14,2
Andre nettoændringer i forpligtelser, der repræsenterer deltagerne i ordningens bidrag	-12,3	2,5
Betalte ydelser	-3,8	-2,5
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	-6,0	-22,0
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	317,0	285,8

Ændringer i dagsværdien af ordningens aktiver er således:

	2008 i mio. €	2007 i mio. €
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 1. januar	229,8	195,3
Forventet afkast af ordningens aktiver	10,0	7,9
Aktuarmæssige gevinster/ tab af ordningens aktiver	-32,7	-4,0
Arbejdsgiverens bidrag	17,5	16,2
Deltagernes bidrag	17,8	14,1
Betalte ydelser	-3,4	-2,2
Andre nettoændringer i aktiver, der repræsenterer deltagernes bidrag	-12,3	2,5
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 31. december	226,7	229,8

Til at udarbejde de vurderinger, der henvises til i denne note, har aktuarerne anvendt forudsætninger, som Styrelsesrådet har godkendt med henblik på regnskabsaflæggelse og oplysning.

De væsentligste forudsætninger til at beregne pensionsforpligtelsen fremgår af nedenstående tabel. Aktuarerne har anvendt det forventede afkast af ordningens aktiver til at beregne den årlige omkostning på resultatopgørelsen.

	2008 Pct.	2007 Pct.
Diskonteringsats	5,75	5,30
Forventet afkast af ordningens aktiver	6,50	6,50
Fremtidige lønforhøjelser	2,00	2,00
Fremtidige pensionsforpligtelser	2,00	2,00

13 HENSÆTTELSER

I denne post medregnes en hensættelse til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici samt diverse hensættelser. Sidstnævnte omfatter en passende hensættelse til dækning af ECBs kontraktlige forpligtelse til at føre bankens nuværende lokaler tilbage til deres oprindelige stand, når ECB forlader dem for at flytte til sit nye hovedsæde.

I betragtning af ECBs omfattende følsomhed over for udviklingen i valutakurser, renter og guldprisen samt størrelsen af bankens revalueringskonti fandt Styrelsesrådet det passende at oprette en hensættelse pr. 31. december 2005 til at imødegå denne risikoeksponering. Hensættelsen skal, i den udstrækning Styrelsesrådet finder det nødvendigt, bruges til at dække fremtidige realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, der ikke dækkes af revalueringskontiene. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse tages hvert år op til fornyet vurdering på baggrund af ECBs vurdering af ovennævnte risici. I vurderingen tages højde for en række faktorer, herunder især størrelsen af beholdningen af risikobærende aktiver, omfanget af virkeliggjort risikoeksponering i indeværende regnskabsår, fremskrevne resultater for næste år og en risikovurdering, der omfatter beregninger af Value at Risk (VaR) på risikobærende aktiver, som anvendes konsistent over en periode¹³. Hensættelsen må sammen med et eventuelt indestående i den almindelige reservefond ikke overstige værdien af ECBs kapital indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet.

Pr. 31. december 2007 udgjorde hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici 2.668.758.313 euro. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.2 bidrog Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta med henholdsvis 4.795.450 euro og 2.388.127 euro til hensættelsen med virkning fra 1. januar 2008. Styrelsesrådet besluttede at hensætte yderligere 1.339.019.690 euro¹⁴ pr. 31. december 2008. Hermed er hensættelsen samlet på 4.014.961.580 euro, som er værdien af ECBs kapital indbetalt af de nationale centralbanker i euroområdet pr. 31. december 2008. Nettoresultatet blev dermed reduceret til 1.322.253.536 euro.

¹³ Se også kapitel 2 i ECBs årsberetning.

¹⁴ Hensættelsen blev finansieret af realiserede gevinster fra guld salg på 0,3 mia. euro og ECBs indtægt fra eurosedler i omløb på 1,0 mia. euro.

14 REVALUERINGSKONTI

Disse konti repræsenterer revalueringsbalancer som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver. I overensstemmelse med ESCB-statutens artikel 49.2 bidrog Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta med henholdsvis 11,1 mio. euro og 5,5 mio. euro til disse balancer med virkning fra 1. januar 2008.

	2008 €	2007 €	Udvikling €
Guld	6.449.713.267	5.830.485.388	619.227.879
Valuta	3.616.514.710	0	3.616.514.710
Værdipapirer og andre instrumenter	1.286.373.348	338.524.183	947.849.165
I alt	11.352.601.325	6.169.009.571	5.183.591.754

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2008	2007
Amerikanske dollar pr. euro	1,3917	1,4721
Japanske yen pr. euro	126,14	164,93
Euro pr. SDR	1,1048	1,0740
Schweiziske franc pr. euro	1,4850	Ikke relevant
Danske kroner pr. euro	7,4506	Ikke relevant
Euro pr. ounce finguld	621,542	568,236

15 KAPITAL OG RESERVER

KAPITAL

I henhold til Rådets beslutninger 2007/503/EF og 2007/504/EF af 10. juli 2007 og i overensstemmelse med traktatens artikel 122, stk. 2, blev den fælles valuta indført i Cypern og Malta pr. 1. januar 2008. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.1 og de retsakter, som Styrelsesrådet vedtog 31. december 2007¹⁵, indbetalte Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta henholdsvis 6.691.401 euro og 3.332.307 euro til ECB pr. 1. januar 2008, hvilket svarede til den resterende del af deres andel i den tegnede kapital. Som følge heraf steg ECBs indbetalte kapital, som det

fremgår af tabellen nedenfor, fra 4.127.136.230 euro den 31. december 2007 til 4.137.159.938 euro den 1. januar 2008:¹⁶

¹⁵ ECBs afgørelse af 31. december 2007 om indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser fra Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (ECB/2007/22), EUT L 28, 1.2.2008, s. 36. Aftale af 31. december 2007 mellem Den Europæiske Centralbank og Central Bank of Cyprus vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Central Bank of Cyprus i henhold til artikel 30.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 29, 1.2.2008, s. 4. Aftale af 31. december 2007 mellem Den Europæiske Centralbank og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i henhold til artikel 30.3 i statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 29, 1.2.2008, s. 6.

¹⁶ De enkelte beløb er afrundet til nærmeste hele euro. På grund af afrunding stemmer totaler/subtotaler ikke nødvendigvis.

	Fordelingsnøgle for kapitalindskud indtil	Indbetalt kapital indtil	Fordelingsnøgle for kapitalindskud fra	Indbetalt kapital fra
	31. december 2007 Pct.		1. januar 2008 Pct.	
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4708	142.334.200	2,4708	142.334.200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1.182.149.240	20,5211	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51.183.397	0,8885	51.183.397
Bank of Greece	1,8168	104.659.533	1,8168	104.659.533
Banco de España	7,5498	434.917.735	7,5498	434.917.735
Banque de France	14,3875	828.813.864	14,3875	828.813.864
Banca d'Italia	12,5297	721.792.464	12,5297	721.792.464
Central Bank of Cyprus	-	-	0,1249	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9.073.028	0,1575	9.073.028
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3.583.126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224.302.523	3,8937	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116.128.992	2,0159	116.128.992
Banco de Portugal	1,7137	98.720.300	1,7137	98.720.300
Banka Slovenije	0,3194	18.399.524	0,3194	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71.708.601	1,2448	71.708.601
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	69,5092	4.004.183.400	69,6963	4.014.961.580
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8833	3.561.869	0,8833	3.561.869
Česká národní banka	1,3880	5.597.050	1,3880	5.597.050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6.104.333	1,5138	6.104.333
Eesti Pank	0,1703	686.727	0,1703	686.727
Central Bank of Cyprus	0,1249	503.654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1.134.330	0,2813	1.134.330
Lietuvos bankas	0,4178	1.684.760	0,4178	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5.299.051	1,3141	5.299.051
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0622	250.819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19.657.420	4,8748	19.657.420
Banca Națională a României	2,5188	10.156.952	2,5188	10.156.952
Národná banka Slovenska	0,6765	2.727.957	0,6765	2.727.957
Sveriges Riksbank	2,3313	9.400.866	2,3313	9.400.866
Bank of England	13,9337	56.187.042	13,9337	56.187.042
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	30,4908	122.952.830	30,3037	122.198.358
I alt	100,0000	4.127.136.230	100,0000	4.137.159.938

De nationale centralbanker uden for euroområdet skal indbetale 7 pct. af deres andel i den tegnede kapital som bidrag til ECBs driftsudgifter. Det indbetalte beløb udgjorde i alt 122.198.358 euro ultimo 2008. De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettigede til en andel af ECBs overskud, herunder af indtægterne fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af ECBs eventuelle tab.

16 BEGIVENHEDER INDTRUFFET EFTER BALANCEDAGEN

ÆNDRING AF ECBs FORDELINGSNØGLE FOR KAPITALINDSKUD

I henhold til ESCB-statuttens artikel 29 fastsættes de nationale centralbankers andel i ECBs kapital ud fra en fordelingsnøgle, hvori det pågældende medlemsland er tildelt en vægt, som beregnes på grundlag af Europa-Kommissionens data om de enkelte landes andel af henholdsvis EUs samlede befolkning og BNP, som vægtes

ens. Disse vægte justeres hvert femte år.¹⁷ Den 1. januar 2009 skete den anden justering af denne art efter ECBs oprettelse. På grundlag af Rådets afgørelse af 15. juli 2003 om de statistiske data, der skal benyttes ved justering af fordelingsnøglen for kapitalindskud i Den Europæiske Centralbank (2003/517/EF)¹⁸ blev de nationale centralbankers andel i ECBs kapital justeret pr. 1. januar 2009, som følger:

	Fordelingsnøglen for kapitalindskud fra 1. januar 2008 til 31. december 2008 Pct.	Fordelingsnøglen for kapitalindskud fra 1. januar 2009 Pct.
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Bank of Greece	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Central Bank of Cyprus	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
Nationale centralbanker i euroområdet i alt	69,6963	69,7915
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
Nationale centralbanker uden for euroområdet i alt	30,3037	30,2085
I alt	100,0000	100,0000

SLOVAKIET INDTRÆDER I EUROOMRÅDET

I henhold til Rådets beslutning (2008/608/EF) af 8. juli 2008 og i overensstemmelse med traktatens artikel 122, stk. 2, blev den fælles valuta indført i Slovakiet pr. 1. januar 2009. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 49.1 og de retsakter, som Styrelsesrådet vedtog 31. december 2008¹⁹, indbetalte Národná banka Slovenska 37.216.407 euro pr. 1. januar 2009, hvilket svarede til den resterende del af bankens andel i ECBs tegnede kapital. I overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 30.1 overførte Národná banka Slovenska valutareserveaktiver til ECB til en samlet værdi af 443.086.156 euro med virkning fra 1. januar 2009. Det samlede overførte beløb blev fastsat ved at gange euroværdien, der blev beregnet på grundlag af den gældende vekselkurs pr. 31. december 2008, af de valutareserveaktiver, som allerede var blevet overført til ECB, med forholdet mellem antallet af Národná banka Slovenskas tegnede kapitalandele og antallet af de kapitalandele, der allerede er indbetalt af de øvrige nationale centralbanker uden dispensation. Valutareserveaktiverne omfattede beløb i amerikanske dollar i form af værdipapirer og kontanter samt guld; henholdsvis i forholdet 85 til 15.

Národná banka Slovenska er blevet krediteret fordringer svarende til den indbetalte kapital og valutareserveaktiverne. Disse fordringer skal behandles på samme måde, som de øvrige nationale centralbankers eksisterede fordringer (se note 11 "Eurosystem-interne forpligtelser").

¹⁷ Vægtene justeres også hver gang, et nyt land bliver medlem af EU.

¹⁸ EUT L 181, 19.7.2003, s. 43.

¹⁹ Den Europæiske Centralbanks afgørelse om Národná banka Slovenskas indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til Den Europæiske Centralbanks reserver og hensættelser (ECB/2008/33), EUT L 21, 24.1.2009, s. 83. Aftale af 31. december 2008 mellem Národná banka Slovenska og Den Europæiske Centralbank vedrørende den fordring, hvormed Den Europæiske Centralbank krediterer Národná banka Slovenska i henhold til artikel 30.3 i statuttet for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank, EUT C 18, 24.1.2009, s. 3.

INDVIRKNING PÅ ECBs KAPITAL

Justeringen af de nationale centralbankers fordelingsnøgle for kapitalindskud og Slovakiets indtræden i euroområdet resulterede i en stigning på 5.100.251 euro i ECBs indbetalte kapital.

VIRKNING PÅ DE NATIONALE CENTRALBANKERS TILGODEHAVENDER SVARENDE TIL DE VALUTARESERVEAKTIVER, SOM DE NATIONALE CENTRALBANKER HAR OVERFØRT TIL ECB

Nettovirkningen af ændringen i de nationale centralbankers vægte i ECBs fordelingsnøgle for kapitalindskud og Národná banka Slovenskas overførsel af valutareserveaktiver på de nationale centralbankers tilgodehavender svarende til de valutareserveaktiver, som de nationale centralbanker har overført til ECB, var en stigning på 54.841.411 euro.

IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

17 AUTOMATISK VÆRDIPAPIRUDLÅN

Som led i forvaltningen af ECBs egenkapital har ECB indgået en aftale om automatisk værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECBs vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række modparter, der af ECB er godkendt som modparter. I henhold til denne aftale var der pr. 31. december 2008 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 1,2 mia. euro (mod 3,0 mia. euro i 2007) (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

18 RENTEFUTURES

I 2008 blev rentefutures anvendt som led i forvaltningen af ECBs valutareserve og egenportefølje. Pr. 31. december 2008 var følgende transaktioner udestående:

Rentefutures i fremmed valuta	Kontraktværdi €
Erhvervet	2.041.082.857
Afhændet	1.209.470.518

Rentefutures i euro	Kontraktværdi €
Erhvervet	50.000.000
Afhændet	33.000.000

19 RENTESWAPS

Pr. 31. december 2008 var renteswapforretninger med en kontraktværdi på 459,3 mio. euro udestående. Disse transaktioner blev udført i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

20 VALUTASWAP- OG TERMINSFORRETNINGER

FORVALTNING AF VALUTARESERVER

Pr. 31. december 2008 var tilgodehavender i form af valutaswaps og terminsforretninger på 358,1 mio. euro samt forpligtelser på 404,3 mio. euro fortsat udestående.

LIKVIDITETSTILFØRENDE OPERATIONER

Terminsforpligtelser over for Danmarks Nationalbank på 3,9 mia. euro var udestående pr. 31. december 2008. Forpligtelserne opstod i forbindelse med det gensidige valutaarrangement (swap line) mellem Danmarks Nationalbank og ECB. I henhold til dette arrangement stiller ECB midler til rådighed for Danmarks Nationalbank i euro mod danske kroner i transaktionernes løbetid. De deraf resulterende midler anvendes til at støtte foranstaltninger, der forbedrer likviditeten på de kortfristede euromarkeder.

Den 31. december 2008 var der desuden fortsat udestående tilgodehavender hos nationale centralbanker i form af terminsforretninger og forpligtelser over for Federal Reserve, som opstod i forbindelse med formidlingen af dollarlikviditet til eurosystemets modparter (se note 9 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet").

Tilgodehavender hos nationale centralbanker og forpligtelser over for Schweizerische Nationalbank, som opstod i forbindelse med formidlin-

gen af likviditet i schweizische franc til eurosystemets modparter (se note 9 "Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet") var også udestående 31. december 2008.

21 FORVALTNING AF LÅNEOPTAGELSES- OG LÅNGIVNINGSTRANSAKTIONER

I overensstemmelse med traktatens artikel 123, stk. 2, og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002 er ECB ansvarlig for forvaltningen af Det Europæiske Fællesskabs lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte. I henhold til denne ordning var et lån på 2,0 mia. euro fra Det Europæiske Fællesskab til Ungarn udestående pr. 31. december 2008.

22 VERSERENDE RETSSAGER

Document Security Systems Inc. (DSSI) anlagde et erstatningssøgsmål mod ECB ved De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans med påstand om, at ECB havde krænket et DSSI-patent²⁰ i forbindelse med fremstillingen af euro-sedler. Retten afviste DSSIs erstatningssøgsmål mod ECB.²¹ ECB har indledt søgsmål med henblik på at få erklæret patentet ugyldigt i en række nationale jurisdiktioner. Da det endvidere er ECBs faste overbevisning, at patentet på ingen måde er blevet krænket, vil ECB forsvare sig mod ethvert søgsmål med denne påstand, som DSSI måtte indlede ved en kompetent national domstol.

På grund af De Europæiske Fællesskabers Ret i Første Instans' afvisning af erstatningssøgsmålet mod ECB samt den kendsgerning, at ECB indtil videre har haft held til at få erklæret nationale dele af DSSIs patent ugyldigt i en række nationale jurisdiktioner, er ECB fortsat overbevist om, at sandsynligheden for betalinger til DSSI er meget lille. ECB overvåger aktivt enhver udvikling i den fortsatte retstv.

20 DSSIs europæiske patent nr. 0455 750 B1.

21 Retten i Første Instans' kendelse af 5. september 2007, sag T-295/05. Findes på webstedet www.curia.eu.

NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

23 NETTORENTEINDTÆGTER

RENTEINDTÆGT FRA VALUTARESERVEAKTIVER

I denne post indregnes renteindtægter – fratrukket renteudgifter – fra tilgodehavender og gæld i fremmed valuta.

	2008 €	2007 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	11.202.181	24.052.321	-12.850.140
Renteindtægter fra pengemarkedsindskud	218.184.237	196.784.561	21.399.676
Renteindtægter fra omvendte genkøbsforretninger	42.404.485	138.079.630	-95.675.145
Renteindtægter på værdipapirer	885.725.044	1.036.836.752	-151.111.708
Renteindtægter på renteswaps, netto	2.299.631	0	2.299.631
Renteindtægter på terminsforretninger i fremmed valuta og valuta-swaptransaktioner, netto	0	19.766.033	-19.766.033
Renteindtægt fra valutareserveaktiver i alt	1.159.815.578	1.415.519.297	-255.703.719
Renteudgifter på anfordringskonti	-45.896	-154.041	108.145
Renteudgifter på indlån	-1.574.337	0	-1.574.337
Renteudgifter på genkøbsforretninger, netto	-29.492.415	-60.476.997	30.984.582
Renteudgifter på renteswaps, netto	0	-891	891
Renteudgifter på terminsforretninger i fremmed valuta og valuta-swaptransaktioner, netto	-131.627.488	0	-131.627.488
Renteindtægt fra valutareserveaktiver, netto	997.075.442	1.354.887.368	-357.811.926

RENTEINDTÆGT FRA FORDELINGEN AF EUROSEDLER INDEN FOR EUROSYSTEMET

I denne post indregnes renteindtægter i forbindelse med ECBs andel af den samlede udstedelse

af eurosedler. ECBs tilgodehavende svarende til andelen af seddelomløbet forrentes med den senest foreliggende marginale rente i forbindelse med eurosystemets primære markedsoperationer. Indtægtsstigningen i 2008 skyldes primært den generelle stigning i eurosedler i omløb.

Indtægterne fordeles til de nationale centralbanker som beskrevet under "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis. På baggrund af ECBs estimerede resultat for 2008 og beslutningen om at finansiere hensættelsen til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici fra ECBs indtægt fra eurosedler i omløb (se note 13 "Hensættelser") besluttede Styrelsesrådet at fordele resten af denne indtægt, dvs. 1,2 mia. euro, til de nationale centralbanker i euroområdet i henhold til deres respektive andel af ECBs kapital.

FORRENTNING AF DE NATIONALE CENTRALBANKERS TILGODEHAVENDER VEDRØRENDE OVERFØRTE VALUTARESERVER

I denne post indregnes renter udbetalt til de nationale centralbanker i euroområdet på deres tilgodehavender hos ECB vedrørende de valutareserveaktiver, der er blevet overført i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten.

ANDRE RENTEINDTÆGTER OG ANDRE RENTEUDGIFTER

Disse poster omfatter renteindtægter på 8,0 mia. euro (mod 3,9 mia. euro i 2007) og renteudgifter på 7,6 mia. euro (mod 3,8 mia. euro i 2007) fra mellemværender i Target2 (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis). Renteindtægter og -udgifter i forbindelse med andre aktiver og passiver i euro er også opført her.

24 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

I 2008 fordelte de realiserede nettogevinst/-tab på finansielle operationer sig som følger:

	2008 €	2007 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevinster/(-tab) på værdipapirer og rentefutures, netto	349.179.481	69.252.941	279.926.540
Realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto	313.162.603	709.294.272	-396.131.669
Realiserede gevinster på finansielle operationer	662.342.084	778.547.213	-116.205.129

Det samlede fald i realiserede valutakurs- og guldprisgevinster, netto, i 2008 skyldtes hovedsagelig et mindre salg af guld (se note 1 "Guld og tilgodehavender i guld").

25 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2008 €	2007 €	Udvikling €
Urealiserede børskursstab på værdipapirer	-2.164.000	-15.864.181	13.700.181
Urealiserede børskursstab på renteswaps	-476.831	-18.899	-457.932
Urealiserede valutakursstab	-21.271	-2.518.369.734	2.518.348.463
Nedskrivninger i alt	-2.662.102	-2.534.252.814	2.531.590.712

I 2008 skyldtes disse udgifter hovedsagelig nedskrivningen af anskaffelsessummen på enkelte værdipapirer, der er angivet i balancen til deres markedsværdi pr. 30. december 2008.

26 GEBYRER OG PROVISIONER, NETTO

	2008 €	2007 €	Udvikling €
Indtægt fra gebyrer og provisioner	588.052	263.440	324.612
Udgift til gebyrer og provisioner	-737.059	-885.131	148.072
Gebyrer og provisioner, netto	-149.007	-621.691	472.684

Indtægter, der indregnes i denne post, omfatter strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne består af gebyrer på anfordringskonti og udgifter forbundet med gennemførelsen af rentefutures i fremmed valuta (se note 18 "Rentefutures").

27 INDTÆGTER FRA AKTIER OG KAPITALINDSKUD

Afkast af kapitalandele i BIS (se note 6 "Andre aktiver") indregnes i denne post.

28 ANDRE INDTÆGTER

Diverse indtægter i løbet af året stammer primært fra andre centralbankers bidrag til udgifterne til en tjenesteydelseskontrakt, som ECB har indgået centralt med en ekstern it-netværksleverandør, og tilbageførslerne af tidligere års administrative hensættelser til resultatopgørelsen.

29 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv., personaleforsikringer og andre omkostninger på 149,9 mio. euro (mod 141,7 mio. euro i 2007). Personaleomkostninger på 1,1 mio. euro (ligeledes 1,1 mio. euro i 2007) i forbindelse med opførelsen af ECBs nye hovedsæde er kapitaliseret og ikke indregnet i denne post. Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed

udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EUs institutioner.

Medlemmerne af Direktionen får udbetalt en grundløn, hvortil kommer bolig- og repræsentationstillæg. Formanden får stillet en embedsbolig, der ejes af ECB, til rådighed i stedet for boligtillægget. I henhold til ansættelsesvilkårene for ansatte i Den Europæiske Centralbank har medlemmerne af Direktionen ret til husstands-, børne- og uddannelsesstillæg, der afhænger af det enkelte medlems forhold. Af grundlønnen svares skat til De Europæiske Fællesskaber, og indbetalinger til pensions-, syge- og ulykkesforsikring fratrækkes. Tillæg er skattefri og ikke-pensionsbærende.

Følgende er udbetalt i årlig grundløn til medlemmerne af Direktionen i 2008 og 2007:

	2008 €	2007 €
Jean-Claude Trichet (formand)	351.816	345.252
Lucas D. Papademos (næstformand)	301.548	295.920
Gertrude Tumpel-Gugerell (direktionsmedlem)	251.280	246.588
José Manuel González-Páramo (direktionsmedlem)	251.280	246.588
Lorenzo Bini Smaghi (direktionsmedlem)	251.280	246.588
Jürgen Stark (direktionsmedlem)	251.280	246.588
I alt	1.658.484	1.627.524

Medlemmerne af Direktionen fik i alt udbetalt 600.523 euro (mod 579.842 i 2007) i tillæg samt ydelser fra ECBs bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger, hvilket resulterede i et samlet beløb til lønninger på i alt 2.259.007 euro (mod 2.207.366 i 2007).

Fratrædelsesgodtgørelser udbetales til afgåede direktionsmedlemmer i en periode, efter at de har afsluttet deres embedsperiode. I 2008 udgjorde disse betalinger og ECBs bidrag til afgåede medlemmers sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger 30.748 euro (mod 52.020 euro i 2007). Pensionsydelser, herunder relaterede tillæg, til afgåede medlemmer af Direktio-

nen eller deres pårørende samt bidrag til sygesikrings- og ulykkesforsikringsordninger beløb sig til 306.798 euro (mod 249.902 euro i 2007).

I denne post indgår også et beløb på 24,3 mio. euro (mod 27,2 mio. euro i 2007) vedrørende ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden (se note 12 "Andre forpligtelser").

Ved udgangen af 2008 var antallet af medarbejdere i ECB omregnet til det faktiske antal fuldtidsstillinger 1.536²², heraf 144 i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2008:²³

	2008	2007
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.478	1.416
Ansættelser	307	310
Fratrædelser/kontraktudløb	238	235
Nettonedgang som følge af ændringer til/fra deltidbeskæftigelse	11	13
Antal medarbejdere pr. 31. december	1.536	1.478
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.499	1.448

30 ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger, såsom leje og vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarudgifter til konsulenter, andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

22 Medarbejdere på orlov uden løn er ikke medtaget. Antallet omfatter medarbejdere med tidsbegrænsede, tidsbegrænsede eller kortvarige kontrakter samt deltagerne i ECBs Graduate Programme. Medarbejdere på barselsorlov eller længerevarende sygeorlov er også medtaget.

23 I 2007 omfattede antallet af medarbejdere i denne tabel medarbejdere på orlov uden løn/forældreorlov, mens medarbejdere med en kortvarig kontrakt, medarbejdere fra andre ESCB-centralbanker, der midlertidigt er udstationeret i ECB, samt deltagerne i ECBs Graduate Programme ikke var medregnet. Den ændrede opstilling af 2008-tallene anses for at være mere hensigtsmæssig for regnskabsbrugerne. Tallene for 2007 er blevet justeret, så de afspejler denne ændring.

31 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDELPRODUKTION

Disse udgifter vedrører udgifter til transport af eurosedler mellem de nationale centralbanker, således at uventede udsving i efterspørgslen kan imødegås. Omkostningerne dækkes centralt af ECB.

NOTE OM FORDELING AF OVERSKUD OG TAB

Denne note er ikke en del af ECBs årsregnskab for 2008.

INDTÆGT FRA ECBs ANDEL AF DET SAMLEDE SEDDELOMLØB

For 2007 besluttede Styrelsesrådet at tilbageholde 2.004 mio. euro svarende til hele indtægten fra ECBs andel af det samlede seddelomløb for at sikre, at den samlede resultatfordeling for året ikke oversteg ECBs nettooverskud for året. For så vidt angår 2008, blev et beløb på 1.206 mio. euro, der omfatter en del af ECBs andel af det samlede seddelomløb, fordelt til de nationale centralbanker 5. januar 2009 i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital.

FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

I henhold til ESCB-statuttens artikel 33 overføres ECBs nettooverskud på følgende måde:

- a) Et beløb, hvis størrelse fastsættes af Styrelsesrådet, og som ikke må overstige 20 pct. af nettooverskuddet, overføres til den almindelige reservefond inden for en grænse på 100 pct. af kapitalen.
- b) Det resterende nettooverskud fordeles til indehaverne af kapitalandele i ECB i forhold til deres indbetalte andele.

Hvis ECB lider et tab, kan dette udlignes af ECBs almindelige reservefond og om nødvendigt efter en beslutning truffet af Styrelsesrådet af de monetære indtægter i det pågældende regnskabsår i forhold til og op til de beløb, der fordeles mellem de nationale centralbanker i overensstemmelse med ESCB-statuttens artikel 32.5.¹

Styrelsesrådet besluttede den 5. marts 2009, at der ikke skulle foretages nogen overførsel til den almindelige reservefond, og at det resterende nettooverskud på 117 mio. euro skulle fordeles til de nationale centralbanker i euroområdet i forhold til deres indbetalte andele.

De nationale centralbanker uden for euroområdet er ikke berettiget til en andel af ECBs overskud.

	2008 €	2007 €
Årets resultat	1.322.253.536	0
Indtægter fra ECBs seddeludstedelse fordelt til de nationale centralbanker	-1.205.675.418	0
Årets resultat efter fordeling af indtægter fra ECBs seddeludstedelse	116.578.118	0
Fordeling af overskud til de nationale centralbanker	-116.578.118	0
I alt	0	0

¹ I henhold til ESCB-statuttens artikel 32.5 fordeles summen af de nationale centralbankers monetære indtægter mellem dem indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECBs kapital.

***Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen.
Kun den engelske udgave med PWCs underskrift er autentisk.***

Formanden og Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbank
Frankfurt am Main

25. februar 2009

De uafhængige revisorerers påtegning

Vi har revideret vedlagte årsregnskab fra Den Europæiske Centralbank. Årsregnskabet omfatter balancen pr. 31. december 2008, resultatopgørelsen for perioden 1. januar 2008 – 31. december 2008 og et sammendrag af den anvendte regnskabspraksis samt forklarende noter.

Den Europæiske Centralbanks direktion er ansvarlig for årsregnskabet

Direktionen har ansvaret for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Dette skal ske i overensstemmelse med de principper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af ECBs afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2006/17), med senere ændringer. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne.

Revisorernes ansvar

Vort ansvar er på grundlag af vor revision at komme med en konklusion om årsregnskabet. Vi har tilrettelagt og udført vor revision i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå en høj grad af sikkerhed for, at årsregnskabet ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsregnskabet. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskabet, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for Den Europæiske Centralbanks udarbejdelse og aflæggelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at afgive konklusion om effektiviteten af Den Europæiske Centralbanks interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsregnskabet.

Det er vor opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vor konklusion.

Konklusion

Det er vor opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2008 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2008 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som Styrelsesrådet har opstillet, og som fremgår af ECBs afgørelse om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab (ECB/2006/17), med senere ændringer.

Frankfurt am Main, 25. februar 2009

**PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönnerberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2008

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2008 ¹	31.12.2007 ²
1 Guld og tilgodehavender i guld	217.722	201.584
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet	160.372	139.030
2.1 Tilgodehavender hos IMF	13.192	9.057
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	147.180	129.973
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	234.293	41.975
4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	18.651	18.822
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	18.651	18.822
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	860.312	637.178
5.1 Primære markedsoperationer	239.527	368.607
5.2 Langfristede markedsoperationer	616.662	268.477
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	4.057	91
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	66	2
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	56.988	23.798
7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet	271.196	143.983
8 Den offentlige gæld i euro	37.438	37.062
9 Andre aktiver	218.134	264.454
Aktiver i alt	2.075.107	1.507.887

Evt. uoverensstemmelse i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

1 De konsoliderede tal pr. 31.12.2008 omfatter også Central Bank of Cyprus og Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, der har været medlem af eurosystemet siden 01.01.2008.

2 Sammenligningstal pr. 31.12.2007 er blevet tilpasset, så de afspejler de omklassificeringer, der fandt sted 31.12.2008.

PASSIVER	31.12.2008	31.12.2007
1 Seddelomløb	762.921	676.678
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	492.310	379.183
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	291.710	267.337
2.2 Indlånsfacilitet	200.487	8.831
2.3 Indskud med fast løbetid	0	101.580
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	113	1.435
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	328	126
4 Udstedte gældsbeviser	0	0
5 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet	91.077	46.183
5.1 Offentlig forvaltning og service	83.282	38.115
5.2 Andre forpligtelser	7.794	8.069
6 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet	293.592	45.094
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i euroområdet	5.723	2.490
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider uden for euroområdet	10.258	15.553
8.1 Indlån og andre forpligtelser	10.258	15.553
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF	5.465	5.279
10 Andre forpligtelser	166.500	123.076
11 Revalueringskonti	175.735	147.123
12 Kapital og reserver	71.200	67.101
Passiver i alt	2.075.107	1.507.887

BILAG

RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2008 og begyndelsen af 2009 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 (under "Legal Framework") findes en oversigt over alle de retlige instrumenter, som er blevet vedtaget af ECB siden bankens etablering og offentliggjort i EUT.

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2008/1	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 28. januar 2008 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Suomen Pankki	EUT C 29, 1.2.2008, s. 1
ECB/2008/2	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 30. april 2008 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Den Europæiske Centralbank	EUT C 114, 9.5.2008, s. 1
ECB/2008/3	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 15. maj 2008 om procedurer for sikkerhedsgodkendelse af producenter af fortroligt euromateriale til eurosedler	EUT L 140, 30.5.2008, s. 26
ECB/2008/4	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 19. juni 2008 om ændring af retningslinje ECB/2006/9 om visse forberedelser til overgangen til eurosedler og -mønter og om forhåndsudsendelse og forhåndsvideresendelse af eurosedler og -mønter uden for euroområdet	EUT L 176, 4.7.2008, s. 16
ECB/2008/5	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 20. juni 2008 om de nationale centralbankers forvaltning af Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver samt den juridiske dokumentation for transaktioner vedrørende disse aktiver (omarbejdning)	EUT L 192, 19.7.2008, s. 63
ECB/2008/6	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 26. august 2008 om ændring af retningslinje ECB/2002/7 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for kvartalsvise finansielle sektorkonti	EUT L 259, 27.9.2008, s. 12
ECB/2008/7	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 5. september 2008 om ændring af retningslinje ECB/2005/5 af 17. februar 2005 om Den Europæiske Centralbanks rapporteringskrav med hensyn til statistik over offentlige finanser samt fremgangsmåden ved informationsudveksling på dette område inden for Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 276, 17.10.2008, s. 32

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2008/8	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 11. september 2008 om indsamling af data om euro og driften af Currency Information System 2	EUT L 346, 23.12.2008, s. 89
ECB/2008/9	Henstilling om en rådsforordning om ændring af forordning (EF) nr. 2533/98 om Den Europæiske Centralbanks indsamling af statistisk information	EUT C 251, 3.10.2008, s. 1
ECB/2008/10	Den Europæiske Centralbanks forordning af 22. oktober 2008 om ændring af forordning ECB/2003/9 om anvendelse af mindstere-server	EUT L 282, 25.10.2008, s. 14
ECB/2008/11	Den Europæiske Centralbanks forordning af 23. oktober 2008 om midlertidige ændringer af reglerne om belånbar sikkerhed	EUT L 282, 25.10.2008, s. 17
ECB/2008/13	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 23. oktober 2008 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 36, 5.2.2009, s. 31
ECB/2008/14	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 28. oktober 2008 om overgangsbestemmelser for Den Europæiske Centralbanks anvendelse af mindstereserver efter indførelsen af euro i Slovakiet	EUT L 319, 29.11.2008, s. 73
ECB/2008/15	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 14. november 2008 om gennemførelse af forordning ECB/2008/11 af 23. oktober 2008 om midlertidige ændringer af reglerne om belånbar sikkerhed	EUT L 309, 20.11.2008, s. 8
ECB/2008/16	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 17. november 2008 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banque centrale du Luxembourg	EUT C 299, 22.11.2008, s. 5
ECB/2008/17	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 17. november 2008 om indførelse af grundlag for fælles udbudsregler i eurosystemet	EUT L 319, 29.11.2008, s. 76
ECB/2008/18	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. november 2008 om midlertidige ændringer af reglerne om belånbar sikkerhed	EUT L 314, 25.11.2008, s. 14

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2008/19	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 5. december 2008 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	EUT C 322, 17.12.2008, s. 1
ECB/2008/20	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 11. december 2008 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2009	EUT L 352, 31.12.2008, s. 58
ECB/2008/21	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 11. december 2008 om ændring af retningslinje ECB/2006/16 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 36, 5.2.2009, s. 46
ECB/2008/22	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 11. december 2008 om ændring af afgørelse ECB/2006/17 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab	EUT L 36, 5.2.2009, s. 22
ECB/2008/23	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 12. december 2008 om de nationale centralbankers andele i fordelingsnøglen for kapitalindskud i ECB	EUT L 21, 24.1.2009, s. 66
ECB/2008/24	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 12. december 2008 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for de deltagende nationale centralbankers indbetaling af ECBs kapital	EUT L 21, 24.1.2009, s. 69
ECB/2008/25	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 12. december 2008 om de nærmere vilkår for omfordelinger af ECBs kapitalandele mellem de nationale centralbanker og justering af den indbetalte kapital	EUT L 21, 24.1.2009, s. 71
ECB/2008/26	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 12. december 2008 om ændring af afgørelse ECB/2001/15 af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler	24.1.2009, s. 75
ECB/2008/27	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 12. december 2008 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for bidraget til den akkumulerede værdi af ECBs egenkapital, for justeringen af de nationale centralbankers fordringer svarende til de overførte valutareserveaktiver	EUT L 21, 24.1.2009, s. 77

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2008/28	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 15. december 2008 om fastsættelse af de foranstaltninger, som er nødvendige for de ikke-deltagende nationale centralbankers indbetaling af ECBs kapital	EUT L 21, 24.1.2009, s. 81
ECB/2008/29	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 18. december 2008 om udskydelse af starten af rotationssystemet i Styrelsesrådet for Den Europæiske Centralbank	EUT L 3, 7.1.2009, s. 4
ECB/2008/30	Den Europæiske Centralbanks forordning af 19. december 2008 om statistik over aktiver og passiver hos financial vehicle corporations, der deltager i securitisationstransaktioner	EUT L 15, 20.1.2009, s. 1
ECB/2008/31	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 19. december 2008 om ændring af retningslinje ECB/2007/9 om monetær statistik, statistik over finansielle institutioner og markeder (omarbejdet)	EUT L 53, 26.2.2009, s. 76
ECB/2008/32	Den Europæiske Centralbanks forordning af 19. december 2008 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære finansielle institutioner) (omarbejdet)	EUT L 15, 20.1.2009, s. 14
ECB/2008/33	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 31. december 2008 om Národná banka Slovenskas indbetaling af kapital, overførsel af valutareserveaktiver og bidrag til ECBs reserver og hensættelser	EUT L 21, 24.1.2009, s. 83
ECB/2009/1	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 20. januar 2009 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 36, 5.2.2009, s. 59
ECB/2009/2	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 27. januar 2009 om ændring af afgørelse ECB/2007/5 om fastsættelse af regler om offentligt udbud	EUT L 51, 24.2.2009, s. 10
ECB/2009/3	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 16. februar 2009 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Deutsche Bundesbank	EUT C 43, 21.2.2009, s. 1

UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de udtalelser, som blev vedtaget af ECB i 2008 og i begyndelsen af 2009 i henhold til artikel 105, stk. 4, i traktaten og artikel 4 i statuten for ESCB, artikel 112, stk.

2, litra b, i traktaten og artikel 11.2 i statuten. På ECBs websted findes en oversigt over alle de udtalelser, som ECBs har vedtaget siden bankens etablering.

a) ECBs udtalelser efter høring i et medlemsland¹

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2008/1	Cypern	Kontrollen med gengivelse af eurosedler og -mønter på Cypern
CON/2008/2	Tjekkiet	Kompetencefordelingen mellem Česká národní banka og finansministeriet med hensyn til forberedelse og forelæggelse af visse lovforslag for regeringen
CON/2008/3	Tyskland	Tysk lovgivning om mønter
CON/2008/4	Sverige	Ændring af Sveriges Riksbanks statutter vedrørende embedsperioden for medlemmerne af direktionen
CON/2008/5	Polen	Ændring af ledelse, tilsyn og finansiering vedrørende indskydergarantiordningen, især for så vidt angår Narodowy Bank Polskis rolle
CON/2008/6	Portugal	Principperne, reglerne og strukturen for det nationale statistiske system og Banco de Portugals rolle i forbindelse hermed
CON/2008/7	Rumænien	Ændring af lov om check og veksler og egenveksler
CON/2008/8	Frankrig	Konsekvenserne for Saint-Martins og Saint-Barthélemys pengepolitiske system som følge af ændringen i deres status under fransk lov
CON/2008/9	Tyskland	Ansættelsesforholdene for de ansatte i Deutsche Bundesbank
CON/2008/10	Italien	Lønforholdene i Banca d'Italia og en strukturreform vedrørende statens konto i Banca d'Italia
CON/2008/11	Portugal	Tilsyn med revisorer og Banco de Portugals opgave i forbindelse hermed

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 høringmyndigheden.

2 Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2008/13	Grækenland	Reform af den græske sociale lovgivning i forhold til Bank of Greece
CON/2008/14	Estland	Administrative ændringer af lov om Eesti Pank
CON/2008/16	Finland	Sammenlægning af finans- og forsikringstilsyn
CON/2008/17	Luxembourg	Banque centrale du Luxembourgs beføjelser og om de ansattes pensionsordning
CON/2008/18	Slovakiet	Det retlige grundlag vedrørende betalingssystemer med henblik på at sikre dets overensstemmelse med traktaten og at fremme en smidig overgang af det nationale betalingssystem til Target2
CON/2008/20	Polen	Narodowy Bank Polskis opgaver med hensyn til værdipapir-clearing og -afvikling og værdipapircentralsystem
CON/2008/21	Tjekkiet	Lov om Česká národní banka
CON/2008/23	Slovakiet	Lovgivning om dobbelt prismærkning inden for bank-, kapital-markeds-, forsikrings- og pensionsopsparingssektorerne og afrundingsregler vedrørende visse typer af værdipapirer
CON/2008/24	Grækenland	Dispensation fra aktieselskabsloven med hensyn til visse transaktioner foretaget af kreditinstitutter
CON/2008/25	Slovakiet	Dobbelt skiltning med beløb inden for sektoren for pengespil
CON/2008/26	Polen	Regler om ombytning af beskadigede sedler og mønter
CON/2008/27	Slovakiet	Dobbelt prisskiltning og afrundingsregler inden for arbejdsmarkedssektoren og den sociale sektor
CON/2008/29	Bulgarien	Ændring af lov om statistik
CON/2008/30	Østrig	Indførelse af investeringsbaseret livsforsikring og regler om god forretningskik for forsikringsselskaber
CON/2008/31	Rumænien	Ændring af statuten for Banca Națională a României

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2008/32	Polen	Ændring af ledelse, tilsyn og finansiering vedrørende indskydergarantiordningen, især for så vidt angår Narodowy Bank Polskis rolle
CON/2008/33	Belgien	Oprettelse af Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique revisionsudvalg
CON/2008/34	Sverige	Sveriges Riksbanks finansielle uafhængighed
CON/2008/35	Danmark	Afskaffelse af 25-øremønten som gyldigt betalingsmiddel
CON/2008/36	Letland	Lovgivning om sedler og mønter
CON/2008/38	Malta	Den retlige ramme for recirkulering af eurosedler i kreditinstitutter og hos andre, som erhvervsmæssigt håndterer kontanter
CON/2008/39	Polen	Udvalget vedrørende Finansiell Stabilitet
CON/2008/40	Slovakiet	Yderligere særlige tekniske regler om indførelse af euroen
CON/2008/41	Østrig	Finansiering af Østrigs bidrag til gældsrehabilitering for Liberia
CON/2008/42	Luxembourg	Ændringer med henblik på en mere effektiv indsats fra Banque centrale du Luxembourg til finansiell stabilitet og en præcisering af reservekravene
CON/2008/43	Slovenien	Begrænsninger og forbud vedrørende personer i offentlig tjeneste
CON/2008/44	Irland	Finansielle støtteforanstaltninger for kreditinstitutter
CON/2008/46	Belgien	Statsgaranti for kredit ydet af Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i forbindelse med dens støtte til finansiell stabilitet
CON/2008/47	Sverige	Ombytning og inddragelse af sedler og mønter
CON/2008/48	Irland	Gennemførelse af finansielle støtteforanstaltninger for kreditinstitutter
CON/2008/49	Tyskland	Udskiftning af euromønter og tyske erindringsmønter

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2008/50	Belgien	Statsgaranti til dækning af kreditinstitutters forpligtelser
CON/2008/51	Grækenland	Garantiordninger for indskydere og investorer
CON/2008/52	Spanien	Oprettelse af en opkøbsfond til finansielle aktiver og andre statslige foranstaltninger, der skal bidrage til finansiell stabilitet
CON/2008/53	Polen	Udvidelse af retsgrundlaget for Narodowy Bank Polskis indsamling af statistisk information
CON/2008/54	Danmark	En finansiell stabilitetsordning med fuld dækning af indskyderes og simple kreditorers krav
CON/2008/55	Østrig	Retlige foranstaltninger til genskabelse af det finansielle markeds stabilitet
CON/2008/56	Frankrig	Etablering af statsgarantier med henblik på at skabe finansiell stabilitet
CON/2008/57	Tyskland	Oprettelse af en fond til stabilisering af finansmarkedet og andre tiltag med henblik på finansiell stabilitet
CON/2008/58	Italien	Foranstaltninger til sikring af stabiliteten i banksystemet
CON/2008/59	Sverige	Stabiliserende foranstaltninger til det finansielle system
CON/2008/60	Spanien	Aktiviteterne i fonden til erhvervelse af finansielle aktiver
CON/2008/61	Belgien	Beskyttelse af indskud og visse livsforsikringsprodukter
CON/2008/62	Sverige	Statsgarantier til banker og kreditinstitutter
CON/2008/64	Belgien	Administration af udstederoplysninger i forbindelse med dematerialisering af værdipapirer
CON/2008/65	Italien	Gennemførelse af stabilitetsforanstaltninger for banksystemet
CON/2008/66	Litauen	Ændringer af reservekravene
CON/2008/67	Spanien	Betingelserne for ydelse af statsgarantier

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2008/68	Finland	Foranstaltninger om finansiel stabilitet i forbindelse med den statslige garantifond
CON/2008/69	Irland	Udvidelse af indskydergarantiordningens anvendelsesområde
CON/2008/71	Bulgarien	Oprettelse af et register over finansielle institutioner under administration af Българска народна банка (Bulgarian National Bank)
CON/2008/72	Rumænien	Anvendelse af valutareserverne til fremme af turismen
CON/2008/73	Bulgarien	Ændringer af statutterne for Българска народна банка (Bulgarian National Bank) som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2008/74	Belgien	Statsgaranti til forhindring af udstrømning af likviditet
CON/2008/75	Finland	Kapitalinvestering i indlånsbanker
CON/2008/76	Slovenien	Statsgarantier og andre foranstaltninger til opretholdelse af stabilitet i det finansielle system
CON/2008/78	Bulgarien	Opgaven for Българска народна банка (Bulgarian National Bank) i forbindelse med betalingsinstitutioner og -systemoperatører og overvågning af betalings- og afviklingssystemer
CON/2008/79	Grækenland	Foranstaltninger til at øge likviditeten i økonomien
CON/2008/80	Polen	Ydelse af statsstøtte til finansielle institutioner
CON/2008/81	Ungarn	Foranstaltninger til styrkelse af det finansielle formidlingssystem for at sikre finansiel stabilitet
CON/2008/82	Spanien	Betaling af Banco de Espānas overskud til statskassen
CON/2008/83	Ungarn	Tilpasning af statutterne for Magyar Nemzeti Bank til fællesskabslovgivningen
CON/2008/85	Frankrig	Modernisering af grundlaget for finansielle instrumenter
CON/2008/86	Slovakiet	Seddel- og møntomløb

Nummer ²	Forslags- steller	Emne
CON/2008/87	Spanien	Ændring af loven om betalings- og værdipapirafviklingssystemer
CON/2008/88	Slovenien	Kriterier og betingelser for afgivelse af statsgarantier
CON/2008/89	Letland	Pengepolitiske instrumenter
CON/2008/90	Ungarn	Håndtering og fordeling af sedler og mønter og tekniske foranstaltninger til at forhindre falskmøntneri
CON/2008/91	Belgien	Anvendelse af begrænsningen af fratrædelsesgodtgørelse for direktører for børsnoterede selskaber på Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/92	Slovenien	Kriterier og betingelser for ydelse af statslån
CON/2009/2	Letland	Statsgarantier for bankudlån
CON/2009/3	Slovenien	Vilkårene for statslige kapitalinvesteringer og omlægning af gæld til egenkapital i henhold til finansloven
CON/2009/4	Belgien	Ændringer af reglerne om fordeling af indtægter for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique samt overførsel af dens overskud til staten
CON/2009/5	Østrig	Oesterreichische Nationalbanks betaling af den foreslåede forøgelse af Østrigs IMF kvote
CON/2009/6	Danmark	Udvidelse af den finansielle stabilitetsordning, med fuld dækning af indskyderes og simple kreditorers krav og om en ordning om kapitalindskud i kreditinstitutter
CON/2009/7	Luxembourg	Banque centrale du Luxembourgs rolle vedrørende opstilling af visse statistikker
CON/2009/8	Sverige	Ophør af den mindste møntenhed som lovligt betalingsmiddel og ændringer af afrundingsreglerne
CON/2009/9	Ungarn	Driftsregler for værdipapircentralen, clearingscentralen og den centrale modpart

Nummer ²	Forslags- stiller	Emne
CON/2009/10	Letland	Indskydergarantiordningen og tilsynets opgave i forbindelse med insolvensbehandling
CON/2009/11	Letland	Statens betaling i forbindelse med overtagelse af banker
CON/2009/12	Cypern	Vilkår for ydelse af statslige lån og garantier i nødsituationer
CON/2009/13	Bulgarien	Supplerende udvælgelseskriterier for medlemmerne af styrelsesrådet for Българска народна банка (Bulgarian National Bank) og om yderligere regler om afgivelse af oplysninger herom
CON/2009/15	Irland	Finansielle støtteforanstaltninger og vederlaget til offentligt ansatte
CON/2009/16	Irland	Lov med ret for finansministeren til at bestemme National Pensions Reserve Funds investering i finansielle institutioner som led i rekapitaliseringen af bankerne

b) ECBs udtalelser efter høring i en europæisk institution³

Nummer⁴	Forslags- stiller	Emne	EUT- henvisning
CON/2008/12	Rådet	Fællesskabsstatistikker over varehandelen med tredjelande	EUT C 70, 15.3.2008, s. 1
CON/2008/15	Rådet	Kodificering af Rådets forordning om gennemførelse af protokollen om uforholdsmæssigt store underskud	EUT C 88, 9.4.2008, s. 1
CON/2008/19	Rådet	Indførelse af forskriftsproceduren med kontrol ved visse statistiske retsakter	EUT C 117, 14.5.2008, s. 1
CON/2008/22	Europa- Kommissionen	Gennemførelse af forordning om statistik over ledige stillinger i Fællesskabet for så vidt angår sæsonkorrigeringsmetoder, kvalitetsrapporter, indsamling af oplysninger, specifikationer vedrørende dataoverførsel og gennemførlighedsundersøgelser	EUT C 134, 31.5.2008, s. 10
CON/2008/28	Rådet	Indførelse af euroen i Slovakiet og om omregningskursen mellem euro og den slovakiske koruna	EUT C 180, 17.7.2008, s. 1
CON/2008/37	Rådet	Ændring af direktiv om endelig afregning i betalings- og værdipapirafviklingssystemer og af direktiv om finansiel sikkerhedsstillelse for så vidt angår forbundne systemer og fordringer	EUT C 216, 23.8.2008, s. 1
CON/2008/45	Rådet	Medaljer og møntefterligninger, der ligner euro-mønter	EUT C 283, 7.11.2008, s. 1
CON/2008/63	Europa- Kommissionen	Ny afgørelse om Den Europæiske Banktilsyns-komité	EUT C 45, 24.2.2009, s. 1
CON/2008/70	Rådet	Ændring af direktivet om indskudsgarantiordninger, for så vidt angår dækningsniveau og udbetalingsfrist	EUT C 314, 9.12.2008, s. 1

CON/2008/77	Rådet	En mekanisme for mellemfristet betalingsbalancestøtte til medlemsstaterne	EUT C 328, 23.12.2008, s. 1
CON/2008/84	Rådet	Forslag til direktiv om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af elektroniske penge og om tilsyn med en sådan virksomhed	EUT C 30, 6.2.2009, s. 1
CON/2009/1	Rådet	Ny forordning om grænseoverskridende betalinger i Fællesskabet	EUT C 21, 28.1.2009, s. 1
CON/2009/4	Europa-Kommis-sionen	Normer til behandling af sæsonprodukter i de harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)	Endnu ikke offentliggjort

3 Også offentliggjort på ECBs websted.

4 Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG¹

11. JANUAR OG 8. FEBRUAR 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,50 pct., 4,50 pct. og 2,50 pct.

8. MARTS 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 3,75 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 14. marts 2007. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 4,75 pct. og 2,75 pct. med virkning fra 14. marts 2007.

12. APRIL OG 10. MAJ 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 3,75 pct., 4,75 pct. og 2,75 pct.

6. JUNI 2007

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 4,0 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 13. juni 2007. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 5,0 pct. og 3,0 pct. med virkning fra 13. juni 2007.

5. JULI, 2. AUGUST, 6. SEPTEMBER, 4. OKTOBER, 8. NOVEMBER OG 6. DECEMBER 2007, OG 10. JANUAR, 7. FEBRUAR, 6. MARTS, 10. APRIL, 8. MAJ OG 5. JUNI 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,0 pct., 5,0 pct. og 3,0 pct.

3. JULI 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 25 basispoint til 4,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 9. juli 2008. Styrelsesrådet beslutter endvidere at forhøje renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 25 basispoint til henholdsvis 5,25 pct. og 3,25 pct. med virkning fra 9. juli 2008.

7. AUGUST, 4. SEPTEMBER OG 2. OKTOBER 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 4,25 pct., 5,25 pct. og 3,25 pct.

8. OKTOBER 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 3,75 pct. med virkning fra de operationer, der afvikles den 15. oktober 2008. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 50 basispoint til henholdsvis 4,75 pct. og 2,75 pct. med omgående virkning. Herudover beslutter Styrelsesrådet, at de ugentlige primære markedsoperatio-

¹ Den kronologiske oversigt over eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2006 findes i ECBs Årsberetning for de respektive år.

ner fra og med den, der afvikles den 15. oktober, skal gennemføres som auktioner til fast rente med fuld tildeling til renten for den primære markedsoperation. Desuden vil ECB pr. 9. oktober reducere korridoren for stående faciliteter fra 200 til 100 basispoint omkring renten for den primære markedsoperation. De to tiltag forbliver i kraft, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil slutningen af den første reservekravsperiode i 2009, dvs. den 20. januar.

15. OKTOBER 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at udvide rammerne for sikkerhedsstillelse yderligere og at fremme likviditetstilførslen. I den forbindelse beslutter Styrelsesrådet: (i) at udvide listen over aktiver, der kan anvendes til sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer, med virkning indtil udgangen af 2009, (ii) at fremme tilførslen af langfristet refinansiering med virkning fra 30. oktober 2008 og indtil udgangen af 1. kvartal 2009 og (iii) at tilføre likviditet i dollar i form af valutaswaps.

6. NOVEMBER 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte renten for de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 3,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 12. november 2008. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 50 basispoint til henholdsvis 3,75 pct. og 2,75 pct. med virkning fra 12. november 2008.

4. DECEMBER 2008

ECBs styrelsesråd beslutter at nedsætte renten for de primære markedsoperationer med 75 basispoint til 2,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 10. december 2008. Styrelsesrådet beslutter endvidere at nedsætte renten for både den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 75 basispoint til henholdsvis 3,00

pct. og 2,00 pct. med virkning fra 10. december 2008.

18. DECEMBER 2008

ECBs styrelsesråd beslutter, at de primære markedsoperationer fortsat skal gennemføres som auktion til en fast rente med fuld tildeling, også efter den reservekravsperiode, der slutter den 20. januar 2009. Tiltaget fastholdes, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald frem til den sidste tildeling i den tredje reservekravsperiode i 2009, som finder sted den 31. marts. Desuden vil rentekorridoren for de stående faciliteter, der pr. 9. oktober 2008 blev reduceret til 100 basispoint omkring den gældende rente for de primære markedsoperationer, pr. 21. januar 2009 igen blive udvidet symmetrisk til 200 basispoint.

15. JANUAR 2009

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje den faste rente ved de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 2,00 pct. med virkning fra den operation, der afvikles den 21. januar 2009. Styrelsesrådet beslutter endvidere, at renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten skal være henholdsvis 3,00 pct. og 1,00 pct. med virkning fra 21. januar, jf. beslutningen af 18. december 2008.

5. FEBRUAR 2009

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde renten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,00 pct., 3,00 pct. og 1,00 pct.

5. MARTS 2009

ECBs styrelsesråd beslutter at sænke den faste rente ved de primære markedsoperationer med 50 basispoint til 1,50 pct. fra og med operationen med afvikling den 11. marts 2009. Desuden be-

slutter det, at renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten skal være henholdsvis 2,50 pct. og 0,50 pct. med virkning fra 11. marts 2009.

Yderligere beslutter Styrelsesrådet at fortsætte proceduren med auktioner til fast rente med fuld tildeling i alle primære markedsoperationer, markedsoperationer med særlig løbetid og supplerende og løbende langfristede markedsoperationer, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald længere end til udgangen af 2009. Herudover beslutter Styrelsesrådet at holde fast ved den aktuelle hyppighed af og løbetid for de supplerende langfristede markedsoperationer og markedsoperationer med særlig løbetid, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald længere end til udgangen af 2009.

OVERSIGT OVER ECBs KOMMUNIKATION VEDRØRENDE TILFØRSEL AF LIKVIDITET I EURO¹

14. JANUAR 2008

PRIMÆRE MARKEDSOPERATIONER

ECB overvåger fortsat nøje likviditetsforholdene og sigter mod at holde den meget korte rente tæt på minimumsbudrenten ved de primære markedsoperationer. Så længe det er nødvendigt, vil ECB tildele mere likviditet end benchmarkbeløbet i de primære markedsoperationer for at tilgodese modparternes behov for at opfylde reservekravene på et tidligt tidspunkt i reservekravsperioden. ECB sigter mod at afbalancere likviditetsforholdene mod slutningen af reservekravsperioden.

7. FEBRUAR 2008

SUPPLERENDE LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER

Styrelsesrådet har i dag besluttet at forny de to supplerende langfristede markedsoperationer, hvor tildeling fandt sted den 23. november 2007 (60 mia. euro) og den 12. december 2007 (60 mia. euro), som udløber henholdsvis den 21. februar 2008 og den 13. marts 2008. Hensigten med at forny disse to supplerende langfristede markedsoperationer er yderligere at understøtte den igangværende proces med at normalisere europengemarkedet. Fornyelsen sker som følger og påvirker ikke de regelmæssige langfristede markedsoperationer: De to supplerende langfristede markedsoperationer gennemføres som auktioner til variabel rente, hver til et på forhånd fastsat beløb på 60 mia. euro. Den første operation afvikles den 21. februar 2008 med udløb den 22. maj 2008. Den anden operation afvikles den 13. marts 2008 med udløb den 12. juni 2008. De to supplerende langfristede markedsoperationer gennemføres som standardauktioner med annoncering og tildeling henholdsvis to dage og én dag før afvikling.

28. MARTS 2008

SUPPLERENDE LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER

Styrelsesrådet besluttede på sit møde den 27. marts 2008 at gennemføre supplerende langfri-

stede markedsoperationer med seks måneders løbetid. Desuden besluttede Styrelsesrådet at gennemføre yderligere supplerende langfristede markedsoperationer med tre måneders løbetid. De regelmæssige månedlige langfristede markedsoperationer påvirkes ikke. Hensigten med de supplerende langfristede markedsoperationer med tre og seks måneders løbetid er at understøtte normaliseringen af europengemarkedet. De supplerende 3- og 6-måneders operationer gennemføres som følger: Alle operationerne gennemføres som standardauktioner til variabel rente til et på forhånd fastsat beløb. Som regel udløber de den anden torsdag i den pågældende måned. Én supplerende langfristet markedsoperation med seks måneders løbetid og et på forhånd fastsat beløb på 25 mia. euro vil blive tildelt onsdag den 2. april, afviklet torsdag den 3. april og udløbe torsdag den 9. oktober 2008. En anden supplerende langfristet markedsoperation med seks måneders løbetid og et på forhånd fastsat beløb på 25 mia. euro vil blive tildelt onsdag den 9. juli, afviklet torsdag den 10. juli 2008 og udløbe torsdag den 8. januar 2009. To nye supplerende langfristede operationer med en løbetid på tre måneder, hver til et på forhånd fastsat beløb på 50 mia. euro, erstatter de udestående supplerende langfristede operationer med en løbetid på tre måneder til et beløb på 60 mia. euro hver. Den første tildeles onsdag den 21. maj, afvikles torsdag den 22. maj og udløber torsdag den 14. august 2008. Den anden tildeles onsdag den 11. juni, afvikles torsdag den 12. juni og udløber torsdag den 11. september 2008.

31. JULI 2008

SUPPLERENDE LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER

Styrelsesrådet har i dag besluttet at forny de to udestående supplerende langfristede markedsoperationer med tre måneders løbetid, hvor tildeling fandt sted den 21. maj 2008 (50 mia. euro) og den 11. juni 2008 (50 mia. euro), som udløber henholdsvis den 14. august 2008 og den 11. sep-

¹ En oversigt over kommunikationen vedrørende likviditetstilførelse i andre valutaer end euro findes på ECBs websted.

tember 2008. Hensigten med at forny disse to supplerende langfristede markedsoperationer med tre måneders løbetid er yderligere at understøtte den igangværende proces med at normalisere europengemarkedet. Fornyelsen sker som følger og påvirker ikke de regelmæssige langfristede markedsoperationer: De to supplerende langfristede markedsoperationer gennemføres som auktioner til variabel rente, hver til et på forhånd fastsat beløb på 50 mia. euro. Den første operation afvikles den 14. august 2008 med udløb den 13. november 2008. Den anden operation afvikles den 11. september 2008 med udløb den 11. december 2008. De to supplerende langfristede markedsoperationer gennemføres som standardauktioner med annoncering og tildeling henholdsvis to dage og én dag før afvikling.

4. SEPTEMBER 2008

SUPPLERENDE LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER

Styrelsesrådet besluttede i dag at forny den udestående supplerende langfristede markedsoperation med seks måneders løbetid og et beløb på 25 mia. euro, hvor tildeling fandt sted den 2. april, og som udløber den 9. oktober 2008. Det besluttede ligeledes at forny de to supplerende langfristede markedsoperationer med tre måneders løbetid (50 mia. euro), der udløber henholdsvis den 13. november og den 11. december 2008. Hensigten med at forny disse supplerende langfristede markedsoperationer er at understøtte en yderligere normalisering af europengemarkedet. Fornyelsen påvirker ikke de regelmæssige langfristede markedsoperationer. De supplerende langfristede markedsoperationer gennemføres som følger: De to supplerende langfristede markedsoperationer med tre måneders løbetid gennemføres som auktioner til variabel rente, hver til et på forhånd fastsat beløb på 50 mia. euro. Den første operation afvikles den 13. november 2008 med udløb den 12. februar 2009. Den anden operation afvikles den 11. december 2008 med udløb den 12. marts 2009. Den supplerende langfristede markedsoperation med seks måneders løbetid gennemføres som auktion til variabel rente til et på forhånd fastsat beløb på 25 mia.

euro. Operationen afvikles den 9. oktober 2008 med udløb den 9. april 2009. Ligesom tidligere vil der være et maksimalt budbeløb på 2,5 mia. euro i den supplerende langfristede markedsoperation med seks måneders løbetid. De supplerende langfristede markedsoperationer gennemføres som standardauktioner med annoncering og tildeling henholdsvis to dage og én dag før afvikling.

29. SEPTEMBER 2008

MARKEDSOPERATION MED SÆRLIG LØBETID

ECBs styrelsesråd har besluttet at gennemføre en markedsoperation med særlig løbetid med henblik på at forbedre banksektorens samlede likviditetsstilling i euroområdet. Operationen gennemføres som følger: Den gennemføres i dag som en standardauktion til variabel rente uden noget på forhånd fastsat beløb. Den afvikles tirsdag den 30. september 2008 med udløb fredag den 7. november 2008. ECB vil fortsat styre likviditeten med henblik på at afbalancere likviditetsforholdene på en måde, som er i overensstemmelse med målet om at holde den meget korte rente tæt på minimumsbudrenten. Markedsoperationen med særlig løbetid fornyes i hvert fald frem til den anden side af årsskiftet.

3. OKTOBER 2008²

GENEREL MEDDELELSE VEDRØRENDE LIKVIDITETSPOLITIK

ECBs styrelsesråd har i dag besluttet, at fra den 6. oktober 2008 og indtil videre er alle institutioner, der har ret til at deltage i eurosystemets markedsoperationer på basis af standardauktioner, og som derudover opfylder visse operationelle kriterier eller udvælgelseskriterier, der fastlægges nærmere af de respektive nationale centralbanker, også berettiget til at deltage i ekstraordinære auktioner, dvs. de auktioner, der normalt anvendes til finjusterende operationer.

² Generelle meddelelser vedrørende likviditetspolitik, der ikke direkte hænger sammen med likviditetstilførsel, er ikke medtaget i denne oversigt. De kan findes på ECBs websted.

De nationale centralbanker vil i givet fald offentliggøre yderligere detaljer, der gælder for institutionerne i deres respektive lande.

7. OKTOBER 2008

SUPPLERENDE LANGFRISTET MARKEDSOPERATION

ECBs styrelsesråd har i dag besluttet at øge tildelingsbeløbet (fra 25 mia. euro til 50 mia. euro) i den supplerende langfristede markedsoperation med seks måneders løbetid, der blev forhåndsannonceret i pressemeddelelsen af 4. september 2008 med tildeling den 8. oktober 2008. Derfor vil det maksimale budbeløb ved denne auktion være 5 mia. euro.

8. OKTOBER 2008

GENEREL MEDDELELSE VEDRØRENDE LIKVIDITETSPOLITIK

ECBs styrelsesråd har i dag på en telefonkonference besluttet følgende to tiltag: Fra og med den operation, der afvikles den 15. oktober, gennemføres de ugentlige primære markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling til renten for den primære markedsoperation, dvs. p.t. 3,75 pct. Fra og med 9. oktober indsnævrer ECB rentekorridoren for de stående faciliteter fra 200 til 100 basispoint omkring renten for de primære markedsoperationer. Pr. 9. oktober sænkes renten for den marginale udlånsfacilitet således fra 100 til 50 basispoint over renten for de primære markedsoperationer, dvs. p.t. til 4,25 pct., og renten for indlånsfaciliteten hæves fra 100 til 50 basispoint under renten for de primære markedsoperationer, dvs. p.t. 3,25 pct. Disse to tiltag vil gælde, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil den 20. januar 2009, hvor den første reservekravsperiode i 2009 slutter. ECB vil fortsat styre likviditeten hen imod afbalance-rede forhold i overensstemmelse med målet om at holde de korte renter tæt på renten ved de primære markedsoperationer.

9. OKTOBER 2008

FINJUSTERENDE OPERATION

Ved denne operation gennemføres gårsdagens beslutning (se pressemeddelelsen af 8. oktober) om at tilgodese efterspørgslen hos alle modparter, dvs. fuld tildeling, til refinansiering til renten ved de primære markedsoperationer, dvs. 3,75 pct., mod godkendt sikkerhed, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil den 20. januar 2009, hvor den første reservekravsperiode i 2009 slutter.

15. OKTOBER 2008³

SUPPLERENDE LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER/MARKEDSOPERATION PÅ SÆRLIGE VILKÅR

ECBs styrelsesråd har i dag på en telefonkonference besluttet, at fra og med den operation, der afvikles den 30. oktober, og indtil udgangen af 1. kvartal 2009 forbedres tildelingen af langfristet refinansiering som følger i overensstemmelse med den midlertidige udvidelse af sikkerhedsgrundlaget:

Frem til marts 2009 gennemføres alle langfristede markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling. De to supplerende langfristede markedsoperationer med tre måneders løbetid, der udløber i februar og marts 2009, forlænges, og yderligere en 3-måneders operation gennemføres i januar 2009. Den udestående supplerende langfristede markedsoperation med seks måneders løbetid, der udløber i januar 2009, forlænges, og der gennemføres yderligere fire supplerende langfristede markedsoperationer med seks måneders løbetid i november 2008, december 2008, februar 2009 og marts 2009 parallelt med de supplerende langfristede markedsoperationer med tre måneders løbetid. Det betyder, at der gennemføres to langfristede markedsoperationer/supplerende langfristede mar-

³ Meddelelser vedrørende den faste rente for de langfristede markedsoperationer, supplerende langfristede operationer og markedsoperationer på særlige vilkår, der gennemførtes mellem 30. oktober og 31. december 2008, er ikke medtaget i denne oversigt. De kan findes på ECBs websted.

kedsoperationer med tre måneders løbetid og én langfristet markedsoperation med seks måneders løbetid i alle måneder til og med marts 2009. Desuden vil markedsoperationen på særlige vilkår med tildeling den 29. september 2008 blive forlænget, når den udløber den 7. november 2008, og vil have en løbetid, der svarer til reserverkravsperioden.

ECB vil fortsat styre likviditeten hen imod afbalancerede forhold på en måde, som er i overensstemmelse med målet om at holde den korte rente tæt på renten ved de primære markedsoperationer. I den forbindelse vil den også modtage tidsindskud med en løbetid på én uge.

16. OKTOBER 2008

ANDEN LIKVIDITETSTILFØRSEL I EURO

Den 10. oktober 2008 meddelte Magyar Nemzeti Bank, at den ville gennemføre nye markedsoperationer for at understøtte likviditeten i det indenlandske marked for valutaswaps. I dag annoncerer Magyar Nemzeti Bank og ECB i fællesskab en aftale om at støtte Magyar Nemzeti Banks instrumenter til likviditetstilførsel i euro. De har indgået en aftale om repotransaktioner, der giver Magyar Nemzeti Bank mulighed for at låne op til 5 mia. euro som ekstra støtte til dens operationer. Der er flere oplysninger om Magyar Nemzeti Banks valutaswaps på bankens websted: <http://www.mnb.hu>.

27. OKTOBER 2008

ANDEN LIKVIDITETSTILFØRSEL I EURO

Danmarks Nationalbank meddeler i dag, at den vil gennemføre tiltag, der skal forbedre likviditeten i de kortfristede markeder i euro. For at understøtte disse tiltag har ECB og Danmarks Nationalbank i dag indgået en gensidig valutaaftale (swapaftale) for 12 mia. euro, der skal gælde, så længe det er nødvendigt.

21. NOVEMBER 2008

ANDEN LIKVIDITETSTILFØRSEL I EURO

Narodowy Bank Polski og ECB annoncerer i fællesskab en aftale om at understøtte Narodowy Bank Polskis instrumenter til likviditetstilførsel i euro. Aftalen, der blev indgået den 6. november 2008, vedrører repoaftaler og giver Narodowy Bank Polski mulighed for at låne op til 10 mia. euro for yderligere at understøtte sine operationer. Der er flere oplysninger om Narodowy Bank Polskis operationer på bankens websted: <http://www.nbp.pl>.

18. DECEMBER 2008

GENEREL MEDDELELSE VEDRØRENDE LIKVIDITETSPOLITIK

I forlængelse af pressemeddelelsen af 8. oktober 2008 om ændring af auktionsproceduren og af rentekorridoren for de stående faciliteter har ECBs styrelsesråd i dag besluttet følgende: De primære markedsoperationer gennemføres fortsat som auktioner til fast rente med fuld tildeling, også efter den reservekravsperiode, der slutter den 20. januar 2009. Ordningen fortsætter, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil den 31. marts 2009, hvor sidste tildeling i den tredje reservekravsperiode i 2009 finder sted. Pr. 21. januar 2009 udvides rentekorridoren for de stående faciliteter, som den 9. oktober 2008 indsnævredes til 100 basispoint omkring den gældende rente for de primære markedsoperationer, igen til 200 basispoint. Pr. 21. januar forhøjes renten for den marginale udlånsfacilitet således fra 50 til 100 basispoint over renten for de primære markedsoperationer, og renten for indlånsfaciliteten nedsættes fra 50 til 100 basispoint under renten for de primære markedsoperationer.

MARKEDSOPERATIONER FORDELT EFTER VALUTA

EUR-operationer

Type operation ¹⁾	Varighed (dage)	Afviklingsdato	Tildelt beløb ²⁾ (mia. euro)	Samlet budbeløb ²⁾ (mia. euro)	Skæringsrente (pct.)	Vægtet gennemsnitsrente (pct.)	Fast rente (pct.)	Antal budgivere	Budkvotient
FTO	1	2. jan. 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
FTO	1	3. jan. 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
MRO	5	4. jan. 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
MRO	7	9. jan. 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
FTO	1	15. jan. 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
MRO	7	16. jan. 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
MRO	7	23. jan. 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
MRO	7	30. jan. 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
LTRO	92	31. jan. 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
MRO	7	6. feb. 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
FTO	1	12. feb. 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
MRO	7	13. feb. 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
MRO	7	20. feb. 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
SLTRO	91	21. feb. 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
MRO	7	27. feb. 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
LTRO	91	28. feb. 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
MRO	7	5. mar. 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
FTO	1	11. mar. 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
MRO	7	12. mar. 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
SLTRO	91	13. mar. 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
MRO	7	19. mar. 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
FTO	5	20. mar. 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
MRO	7	26. mar. 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
LTRO	91	27. mar. 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
FTO	1	31. mar. 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
MRO	7	2. apr. 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
SLTRO	189	3. apr. 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
MRO	7	9. apr. 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
FTO	1	15. apr. 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
MRO	7	16. apr. 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
MRO	7	23. apr. 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
MRO	7	30. apr. 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
LTRO	90	2. maj 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
MRO	7	7. maj 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
FTO	1	13. maj 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
MRO	7	14. maj 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
MRO	7	21. maj 2008	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
SLTRO	84	22. maj 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
MRO	7	28. maj 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
LTRO	91	29. maj 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
MRO	7	4. jun. 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
FTO	1	10. jun. 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
MRO	7	11. jun. 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
SLTRO	91	12. jun. 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
MRO	7	18. jun. 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
MRO	7	25. jun. 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
LTRO	91	26. jun. 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
MRO	7	2. jul. 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
FTO	1	8. jul. 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
MRO	7	9. jul. 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
SLTRO	182	10. jul. 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
MRO	7	16. jul. 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
MRO	7	23. jul. 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
MRO	7	30. jul. 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
LTRO	91	31. jul. 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
MRO	7	6. aug. 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51

1) MRO = primær markedsoperation, LTRO = langfristet markedsoperation, SLTRO = supplerende langfristet markedsoperation, STRO = markedsoperation med særlig løbetid.

2) Positive tal angiver likviditetstilførende operationer, negative tal angiver likviditetsopsugende operationer.

EUR-operationer

Type operation ¹⁾	Varighed (dage)	Afviklingsdato	Tildelt beløb ²⁾ (mia. euro)	Samlet budbeløb ²⁾ (mia. euro)	Skæringsrente (pct.)	Vægtet gennemsnitsrente (pct.)	Fast rente (pct.)	Antal budgivere	Budkvotient
FTO	1	12. aug. 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08
MRO	7	13. aug. 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33
SLTRO	91	13. aug. 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
MRO	7	20. aug. 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
MRO	7	27. aug. 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
LTRO	91	28. aug. 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
MRO	7	3. sep. 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
FTO	1	9. sep. 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
MRO	7	10. sep. 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
SLTRO	91	11. sep. 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
FTO	1	15. sep. 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
FTO	1	16. sep. 2008	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
MRO	7	17. sep. 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
FTO	1	18. sep. 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
MRO	7	24. sep. 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
FTO	1	24. sep. 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
LTRO	84	25. sep. 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
STRO	38	30. sep. 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
MRO	7	1. okt. 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
FTO	1	1. okt. 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
FTO	1	2. okt. 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
FTO	3	3. okt. 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
FTO	1	6. okt. 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
FTO	1	7. okt. 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
MRO	7	8. okt. 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
SLTRO	182	9. okt. 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
FTO	6	9. okt. 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
MRO	7	15. okt. 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
MRO	7	22. okt. 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
MRO	7	29. okt. 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
LTRO	91	30. okt. 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
MRO	7	5. nov. 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
STRO	33	7. nov. 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
FTO	1	11. nov. 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
MRO	7	12. nov. 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
SLTRO	91	13. nov. 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
SLTRO	182	13. nov. 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
MRO	7	19. nov. 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
MRO	7	26. nov. 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
LTRO	91	27. nov. 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
MRO	7	3. dec. 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
FTO	1	9. dec. 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
MRO	7	10. dec. 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
STRO	42	10. dec. 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
SLTRO	91	11. dec. 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
SLTRO	182	11. dec. 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
MRO	6	17. dec. 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
LTRO	98	18. dec. 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
MRO	7	23. dec. 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
MRO	7	30. dec. 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) MRO = primær markedsoperation, LTRO = langfristet markedsoperation, SLTRO = supplerende langfristet markedsoperation, STRO = markedsoperation med særlig løbetid.

2) Positive tal angiver likviditetstilførende operationer, negative tal angiver likviditetsopsugende operationer.

USD-operationer

Type transaktion ¹⁾	Afviklingsdato	Varighed (dage)	Tildelt beløb (mia. euro)	Skæringsrente (pct.)	Fast rente (pct.) (RT) / Faste swappoint	Samlet budsum (mia. dollar)	Antal budgivere	Budkvotient
RT	17. jan. 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
RT	31. jan. 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
RT	27. mar. 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
RT	10. apr. 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
RT	24. apr. 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
RT	8. maj 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
RT	22. maj 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
RT	5. jun. 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
RT	19. jun. 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
RT	3. jul. 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
RT	17. jul. 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
RT	31. jul. 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
RT	14. aug. 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,56
RT	14. aug. 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
RT	28. aug. 2008	28	20,0	-	2,38	89,3	69	4,46
RT	11. sep. 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
RT	11. sep. 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
RT	18. sep. 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
RT	19. sep. 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
RT	22. sep. 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
RT	23. sep. 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
RT	24. sep. 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
RT	25. sep. 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
RT	25. sep. 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
RT	26. sep. 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
RT	26. sep. 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
RT	29. sep. 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
RT	30. sep. 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
RT	30. sep. 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
RT	1. okt. 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
RT	2. okt. 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
RT	3. okt. 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
RT	6. okt. 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
RT	7. okt. 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
RT	8. okt. 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
RT	9. okt. 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
RT	9. okt. 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
RT	10. okt. 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
RT	14. okt. 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
RT	15. okt. 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
RT	16. okt. 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
FX	23. okt. 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
RT	23. okt. 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
FX	23. okt. 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
RT	23. okt. 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
FX	30. okt. 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
RT	30. okt. 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
FX	6. nov. 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
RT	6. nov. 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
FX	6. nov. 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
RT	6. nov. 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
FX	13. nov. 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
RT	13. nov. 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
FX	20. nov. 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
RT	20. nov. 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
FX	20. nov. 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
RT	20. nov. 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00
FX	28. nov. 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
RT	28. nov. 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00

1) RT = tilbageførselsforretning, FX = valutaswap.

USD-operationer

Type transaktion ¹⁾	Afviklingsdato	Varighed (dage)	Tildelt beløb (mia. euro)	Skæringsrente (pct.)	Fast rente (pct.) (RT) / Faste swappoint	Samlet budsum (mia. dollar)	Antal budgivere	Budkvotient
FX	4. dec. 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00
RT	4. dec. 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
FX	4. dec. 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
RT	4. dec. 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
FX	11. dec. 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
RT	11. dec. 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
FX	18. dec. 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
RT	18. dec. 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
FX	18. dec. 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
RT	18. dec. 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
FX	23. dec. 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
RT	23. dec. 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
FX	30. dec. 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
RT	30. dec. 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) RT = tilbageførselsforretning, FX = valutaswap.

CHF-operationer

Type transaktion ¹⁾	Afviklingsdato	Varighed (dage)	Tildelt beløb (mia. euro)	Skæringsrente (pct.)	Faste swappoint	Samlet budsum (mia. euro)	Antal budgivere	Budkvotient
FX	22. okt. 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
FX	29. okt. 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
FX	5. nov. 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
FX	7. nov. 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
FX	12. nov. 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
FX	19. nov. 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
FX	21. nov. 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
FX	26. nov. 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
FX	3. dec. 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
FX	5. dec. 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
FX	10. dec. 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
FX	17. dec. 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
FX	19. dec. 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
FX	23. dec. 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
FX	30. dec. 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) FX = valutaswap.

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN 2008

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank siden januar 2008. Hvad angår Working Papers, viser oversigten kun publikationer udgivet mellem december 2008 og februar 2009. Medmindre andet angives, kan interesserede også gratis bestille publikationerne i trykt udgave, så længe lager haves, eller bestille et gratis abonnement på info@ecb.europa.eu.

En komplet oversigt over Den Europæiske Centralbanks og Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på ECBs websted (<http://www.ecb.europa.eu>).

ÅRSBERETNING

"Årsberetning 2007", april 2008.

KONVERGENSRAPPORT

"Konvergensrapport maj 2008".

MÅNEDSOVERSIGT – SPECIEL UDGAVE

"10th anniversary of the ECB 1998-2008", maj 2008.

ARTIKLER I MÅNEDSOVERSIGTEN

"Productivity developments and monetary policy", januar 2008.

"Globalisation, trade and the euro area macroeconomy", januar 2008.

"The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves", januar 2008.

"The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective", februar 2008.

"Securitisation in the euro area", februar 2008.

"The new euro area yield curves", februar 2008.

"Business investment in the euro area and the role of firms' financial positions", april 2008.

"Short-term forecasts of economic activity in the euro area", april 2008.

"Developments in the EU arrangements for financial stability", april 2008.

"Price stability and growth", maj 2008.

"The Eurosystem's open market operations during the recent period of financial market volatility", maj 2008.

"One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU", juli 2008.

"Euro area trade in services: some key stylised facts", juli 2008.

"The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions", juli 2008.

"The external dimension of monetary analysis", august 2008.

"The role of banks in the monetary policy transmission mechanism", august 2008.

"Ten years of the Stability and Growth Pact", oktober 2008.

"Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors", oktober 2008.

"Monitoring labour cost developments across euro area countries", november 2008.

"Valuing stock markets and the equity risk premium", november 2008.

"Ten years of TARGET and the launch of TARGET2", november 2008.

"Housing wealth and private consumption in the euro area", januar 2009.

"Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets", januar 2009.

"New survey evidence on wage setting in Europe", februar 2009.

"Assessing global trends in protectionism", februar 2009.

STATISTICS POCKET BOOK

Tilgængelig hver måned siden august 2003.

LEGAL WORKING PAPERS

- 6 "The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law" af S. Kerjean, juni 2008.
- 7 "Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects" af P. Athanassiou og N. Mas-Guix, juli 2008.

OCCASIONAL PAPERS

- 78 "A framework for assessing global imbalances" af T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora og R. Straub, januar 2008.
- 79 "The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues" af P. Moutot, A. Jung og F. P. Mongelli, januar 2008.
- 80 "China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?" af M. Bussière og A. Mehl, januar 2008.
- 81 "Measuring financial integration in new EU Member States" af M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis og S. Manganeli, marts 2008.
- 82 "The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation" af L. Cappiello og G. Ferrucci, marts 2008.
- 83 "The predictability of monetary policy" af T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch og J. Turunen, marts 2008.
- 84 "Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise" af G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk og C. Van Nieuwenhuyze, maj 2008.
- 85 "Benchmarking the Lisbon strategy" af D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca og W. Cousens, juni 2008.
- 86 "Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach" af M. M. Borys, É. K. Polgár og A. Zlate, juni 2008.
- 87 "Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges", af en Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, juni 2008.
- 88 "Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia" af S. Herrmann og A. Winkler, juni 2008.
- 89 "An analysis of youth unemployment in the euro area" af R. Gomez-Salvador og N. Leiner-Killingler, juni 2008.
- 90 "Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts" af M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi og N. Vidalis, juli 2008.
- 91 "The impact of sovereign wealth funds on global financial markets" af R. Beck og M. Fidora, juli 2008.
- 92 "The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy" af M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf og D. Peschel, juli 2008.
- 93 "Russia, EU enlargement and the euro" af Z. Polański med og A. Winkler, august 2008.
- 94 "The changing role of the exchange rate in a globalised economy" af F. di Mauro, R. Ruffer og I. Bunda, september 2008.
- 95 "Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems" af the International Relations Committee expert group on financial stability challenges in candidate countries, september 2008.

- 96 "The monetary presentation of the euro area balance of payments" af L. Bê Duc, F. Mayerlen og P. Sola, september 2008.
- 97 "Globalisation and the competitiveness of the euro area" af F. di Mauro og K. Forster, september 2008.
- 98 "Will oil prices decline over the long run?" af R. Kaufmann, P. Karadeloglou og F. di Mauro, oktober 2008.
- 99 "The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches" af A. M. Agresti, P. Baudino og P. Poloni, november 2008.
- 100 "Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use" af Eurosystem Household Finance and Consumption Network, januar 2009.

RESEARCH BULLETIN

"Research Bulletin, No 7", juni 2008.

WORKING PAPERS

- 973 "Do China and oil exporters influence major currency configurations?" af M. Fratzscher og A. Mehl, december 2008.
- 974 "Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan" af P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou og M. Ward-Warmedinger, december 2008.
- 975 "Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side" af E. Hahn og F. Skudelny, december 2008.
- 976 "The term structure of interest rates across frequencies" af K. Assenmacher-Wesche og S. Gerlach, december 2008.
- 977 "Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates" af M. Guidolin og D. L. Thornton, december 2008.
- 978 "Measuring monetary policy expectations from financial market instruments" af M. Joyce, J. Relleen og S. Sorensen, december 2008.
- 979 "Futures contract rates as monetary policy forecasts" af G. Ferrero og A. Nobili, december 2008.
- 980 "Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan" af T. Nagano og N. Baba, december 2008.
- 981 "Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?" af T. Välimäki, december 2008.
- 982 "Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market" af N. Cassola og C. Morana, december 2008.
- 983 "What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB's policy rate?" af T. Linzert og S. Schmidt, december 2008.
- 984 "The daily and policy-relevant liquidity effects" af D. L. Thornton, december 2008.
- 985 "Portuguese banks in the euro area market for daily funds" af L. Farinha og V. Gaspar, december 2008.
- 986 "The topology of the federal funds market" af M. L. Bech og E. Atalay, december 2008.
- 987 "Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update" af J. Idier og S. Nardelli, december 2008.
- 988 "The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform" af R. Beaupain og A. Durré, december 2008.
- 989 "Modelling loans to non-financial corporations in the euro area" af C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez og C. Rossi, januar 2009.
- 990 "Fiscal policy, housing and stock prices" af A. Afonso og R. M. Sousa, januar 2009.

- 991 "The macroeconomic effects of fiscal policy" af A. Afonso og R. M. Sousa, januar 2009.
- 992 "FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation" af M. Bijsterbosch og M. Kolasa, januar 2009.
- 993 "Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table" af G. Pula og T. A. Peltonen, januar 2009.
- 994 "Fiscal sustainability and policy implications for the euro area" af F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Mancke, J. Pavot, D. Prammer og P. Tommasino, januar 2009.
- 995 "Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?" af M. Ca' Zorzi, A. Chudik og A. Dieppe, januar 2009.
- 996 "What drives euro area break-even inflation rates?" af M. Ciccarelli og J. A. García, januar 2009.
- 997 "Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations" af C. Coluzzi, A. Ferrando og C. Martinez-Carrascal, januar 2009.
- 998 "Infinite-dimensional VARs and factor models" af A. Chudik og M. H. Pesaran, januar 2009.
- 999 "Risk-adjusted forecasts of oil prices" af P. Pagano og M. Pisani, januar 2009.
- 1000 "Wealth effects in emerging market economies" af T. A. Peltonen, R. M. Sousa og I. S. Vansteenkiste, januar 2009.
- 1001 "Identifying the elasticity of substitution with biased technical change" af M. A. León-Ledesma, P. McAdam og A. Willman, januar 2009.
- 1002 "Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks" af O. Castrén, T. Fitzpatrick og M. Sydow, februar 2009.
- 1003 "Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains" af J. Messina, C. Strozzi og J. Turunen, februar 2009.
- 1004 "Characterising the inflation-targeting regime in South Korea" af M. Sánchez, februar 2009.
- 1005 "Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries" af F. Rumler og J. Scharler, februar 2009.
- 1006 "Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition" af P. Du Caju, C. Fuss og L. Wintr, februar 2009.
- 1007 "Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation" af G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens og R. Wouters, februar 2009.
- 1008 "Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions" af K. Nikolaou, februar 2009.
- 1009 "Optimal sticky prices under rational inattention" af B. Makowiak og M. Wiederholt, februar 2009.
- 1010 "Business cycles in the euro area" af D. Giannone, M. Lenza og L. Reichlin, februar 2009.
- 1011 "The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves" af S. Eickmeier og K. Moll, februar 2009.
- 1012 "Petrodollars and imports of oil-exporting countries" af R. Beck og A. Kamps, februar 2009.
- 1013 "Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect" af A. Beyer, A. Haug og B. Dewald, februar 2009.
- 1014 "Asset prices and current account fluctuations in G7 economies" af M. Fratzscher og R. Straub, februar 2009.
- 1015 "Inflation forecasting in the new EU Member States" af O. Arratibel, C. Kamps og N. Leiner-Killinger, februar 2009.

ANDRE PUBLIKATIONER

- "Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union", januar 2008 (online).
- "Oversight framework for card payment schemes – standards", januar 2008 (online).
- "The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006", februar 2008.
- "Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", marts 2008 (online).
- "ECB statistics quality framework (SQF)", april 2008 (online).
- "Quality assurance procedures within the ECB statistical function", april 2008 (online).
- "ECB statistics – an overview", april 2008 (online).
- "TARGET Annual Report 2007", april 2008 (online).
- "Financial integration in Europe", april 2008.
- "Financial Stability Review", juni 2008.
- "Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges", juni 2008.
- "The international role of the euro", juli 2008 (online).
- "Payment systems and market infrastructure oversight report", juli 2008 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament", juli 2008 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament", juli 2008 (online).
- "Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments", juli 2008.
- "CCBM2 User Requirements 4.1", juli 2008 (online).
- "Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007", september 2008.
- "New procedure for constructing ECB staff projection ranges", september 2008 (online).
- "Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation", september 2008 (online).
- "Euro money market survey", september 2008 (online).
- "EU banking structures", oktober 2008 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament", oktober 2008 (online).
- "Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament", oktober 2008 (online).
- "A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008", november 2008.
- "The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures", november 2008.
- "The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of 'legally and operationally located in the euro area' ", november 2008 (online).
- "Single Euro Payments Area – sixth progress report", november 2008 (online).
- "EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans", november 2008 (online).
- "Government finance statistics guide", december 2008 (online).
- "Financial Stability Review", december 2008.
- "Covered bonds in the EU financial system", december 2008 (online).
- "The incentive structure of the 'originate and distribute' model", december 2008 (online).

"Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations", december 2008 (online).

"Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt", december 2008 (online).

"Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures", december 2008 (online).

"Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties", december 2008 (online).

"Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament", januar 2009 (online).

"Euro money market study 2008", februar 2009 (online).

"Eurosystem oversight policy framework", februar 2009 (online).

"Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments", februar 2009 (online).

"European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution", februar 2009 (online).

INFORMATIONSBROCHURER

"The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks", 2. udgave, april 2008.

"Price Stability – why is it important for you?", juni 2008.

"A single currency – an integrated market infrastructure", september 2008.

ORDLISTE

Denne ordliste indeholder udvalgte begreber, der anvendes i Årsberetningen. En mere udførlig og detaljeret ordliste findes på ECBs websted.

Afviklingsrisiko: En generel betegnelse for risikoen for, at afvikling i et system til overførsel af betalinger eller værdipapirer ikke bliver udført som forventet. Denne risiko kan omfatte både **kreditrisiko** og likviditetsrisiko.

Aktiemarked: Marked, hvor **ejerandelsbeviser** udstedes og handles.

Andre finansielle formidlere: Selskaber eller kvasi-selskaber, undtagen forsikringsselskaber og pensionskasser, der hovedsagelig beskæftiger sig med finansiell formidling ved at indgå forpligtelser, undtagen i form af penge, indlån og/eller indlånslignende indskud fra andre institutionelle enheder end **monetære finansielle institutioner**, især dem, der hovedsagelig er beskæftiget med langfristet finansiering (fx selskaber, der beskæftiger sig med finansiell leasing), kreditformidlende selskaber oprettet med henblik på at eje værdipapirbaserede aktiver, finansielle holdingselskaber, forhandlere af værdipapirer og derivater (for egen regning), venture- og udviklingselskaber.

Benchmarkportefølje: I forbindelse med investeringer er en benchmarkportefølje en referenceportefølje eller et referenceindeks udarbejdet på baggrund af målene for investeringernes likviditet, risiko og afkast. Benchmarkporteføljen fungerer som sammenligningsgrundlag for udviklingen i den faktiske portefølje.

Betalingsbalancen: En statistisk opgørelse, der for en given periode viser en økonomis økonomiske transaktioner med resten af verden. De omfatter transaktioner vedrørende varer, tjenesteydelser samt løn- og formueindkomst, transaktioner vedrørende finansielle krav og passiver over for resten af verden samt transaktioner (fx gældseftergivelse), der klassificeres som overførsler.

Bruttooverskud af produktionen: Gevinsten (eller tabet) på værdien af produktionsoutputtet, efter at produktionsomkostninger, lønomkostninger og skatter minus subsidier til produktionen er blevet fratrukket, men før udgifter og indtægter forbundet med lån/leje eller ejerskab af finansielle og ikke-producerede aktiver indregnes.

Central modpart: En enhed, der fungerer som mellemmand for **modparterne** i en handel på et eller flere finansielle markeder, dvs. som køber for alle sælgere og sælger for alle købere.

Corporate governance: De regler, procedurer og processer, hvormed selskaber ledes og kontrolleres. Corporate governance-strukturen fastlægger fordelingen af rettigheder og ansvar mellem organisationens forskellige parter, såsom bestyrelsen, direktionen, aktionærerne og de øvrige interessenter, og detaljerede regler og beslutningsprocedurer.

Direkte investeringer: Grænseoverskridende investeringer med det formål at opnå en varig kapitalinteresse i en virksomhed i en anden økonomi (i praksis en andel svarende til mindst 10 pct. af de ordinære aktier eller stemmerettighederne). De omfatter egenkapital, geninvesteret indtjening og anden kapital, der er forbundet med aktiviteter mellem koncerner.

Direktionen: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Den omfatter formanden og næstformanden for ECB og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst af stats- og regeringscheferne i de EU-lande, der har indført euroen.

ECBs officielle renter: De renter, der afspejler **Den Europæiske Centralbanks** pengepolitik, og som fastsættes af **Styrelsesrådet**. ECBs officielle renter er **renten for de primære markedsoperationer**, renten på den **marginale udlånsfacilitet** og renten på **indlånsfaciliteten**.

Ecofin-Rådet: *Rådet i sammensætningen økonomi- og finansministre.*

Effektive eurokurser (EER) (nominelle/reale): Et vægtet gennemsnit af bilaterale eurokurser over for **euroområdet** vigtige handelspartners valutaer. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for to grupper handelspartnere, nemlig EER-21 (der omfatter de 11 EU-lande uden for euroområdet og 10 vigtige handelspartnere uden for EU) og EER-41 (som består af EER-21 og 20 andre lande). De anvendte vægte afspejler den enkelte handelspartners andel af euroområdets handel og konkurrencen på tredjemarkeder. De reale effektive eurokurser fremkommer ved at deflatere de nominelle effektive valutakurser med et vægtet gennemsnit af udenlandske priser eller omkostninger i forhold til de indenlandske. De er således udtryk for pris- eller omkostningskonkurrenceevne.

Ejerandelsbeviser: Repræsenterer ejerskab af en interesse i en virksomhed. Omfatter aktier, der handles på børsen (børsnoterede aktier), unoterede aktier og andre former for ejerandelsbeviser. Ejerandelsbeviser giver normalt en indtægt i form af udbytte.

Eonia (euro overnight index average): Et mål for den effektive rente på dag-til-dag eurointerbankmarkedet. Eonia beregnes som et vægtet gennemsnit af renterne for usikrede dag-til-dag udlån i euro. Renterne indberettes af et panel af deltagende banker.

ERM2 (exchange rate mechanism II): Valutakursmekanisme, som fastlægger rammerne for det valutakurspolitiske samarbejde mellem eurolandene og EU-landene uden for euroområdet. ERM2 er en multilateral ordning med faste, men justerbare, centalkurser og et standardudsvingsbånd på ± 15 pct. Beslutninger vedrørende centalkurser og mulige smallere udsvingsbånd træffes i fællesskab af de pågældende EU-lande, eurolandene, **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de øvrige EU-lande, som er med i ordningen. Alle deltagere i ERM2, inkl. ECB, er berettiget til at iværksætte en fortrolig procedure med henblik på at ændre centalkurserne (justering).

Euribor (euro interbank offered rate): Den rente, hvortil en kreditværdig bank er villig til at låne euro til en anden kreditværdig bank. Renten er baseret på indberetninger fra et panel af deltagende banker. Euribor beregnes dagligt for interbankindskud med forskellige løbetider på op til 12 måneder.

Euroområdet: Euroområdet består af de EU-lande, der i overensstemmelse med **traktaten** har indført euroen som valuta, og som fører en fælles pengepolitik under **Den Europæiske Centralbanks styrelsesråds** ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Cypern, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Portugal, Slovakiet, Slovenien, Spanien, Tyskland og Østrig.

Europæiske Centralbank (ECB), Den: ECB udgør kernen i **eurosystemet** og **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)** og er en juridisk person i henhold til traktaten (artikel 107, stk. 2). Banken sikrer, at de opgaver, der er pålagt eurosystemet og ESCB, gennemføres enten via egne eller de nationale centralbankers aktiviteter i henhold til statuten for ESCB. ECB er underlagt **Styrelsesrådet** og **Direktionen** og, som et tredje besluttende organ, **Det Generelle Råd**.

Europæiske Monetære Institut (EMI), Det: En midlertidig institution, som blev etableret ved starten af anden fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** 1. januar 1994. EMI ophørte med at eksistere, da **Den Europæiske Centralbank** blev oprettet 1. juni 1998.

Europæiske nationalregnskabssystem 1995, det (ENS95): Et omfattende og sammenhængende system af makroøkonomiske konti, som er baseret på et sæt internationalt anerkendte statistiske begreber, definitioner, klassifikationer og regnskabsregler med henblik på en harmoniseret kvantitativ beskrivelse af medlemslandenes økonomier. ENS95 er Fællesskabets udgave af det internationale nationalregnskabssystem SNA93.

Europæiske System af Centralbanker (ESCB), Det: Består af **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker i alle 27 EU-lande, dvs. at systemet ud over **eurosystemets** medlemmer omfatter de nationale centralbanker i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen. ESCB er underlagt ECBs **styrelsesråd** og **direktion** og, som et tredje besluttende organ i ECB, **Det Generelle Råd**.

Eurosystemet: Euroområdet centralbanksystem. Omfatter **Den Europæiske Centralbank** og de nationale centralbanker i de medlemslande, der har indført euroen.

Finansiell stabilitet: En tilstand, hvor det finansielle system – dvs. finansielle formidlere, markeder og markedsinfrastruktur – er i stand til at modstå stød og udjævne finansielle balanceproblemer, hvorved sandsynligheden for, at der opstår så alvorlige forstyrrelser af den finansielle formidlingsproces, at de udgør en væsentlig hindring for profitabel investering af opsparede midler, mindskes.

Finjusterende operation: En **markedsoperation**, som udføres af **eurosystemet**, for at klare uventede likviditetsudsving i markedet. De finjusterende operationers hyppighed og løbetid er ikke standardiserede.

Fremskrivninger: Resultatet af undersøgelser, der udføres fire gange om året med henblik på at forudsige den fremtidige makroøkonomiske udvikling i **euroområdet**. **Eurosystemets** stabs makroøkonomiske fremskrivninger offentliggøres i juni og december, mens **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** stabs fremskrivninger offentliggøres i marts og september. De indgår i den **økonomiske analyse** i ECBs pengepolitiske strategi og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af de faktorer, der udgør en risiko for **prisstabiliteten**.

Generelle Råd, Det: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Det omfatter formanden og næstformanden for ECB og cheferne for alle de nationale centralbanker, der er med i **Det Europæiske System af Centralbanker**.

Genkøbsforretning: En aftale om at sælge og derefter tilbagekøbe værdipapirer på et givet tidspunkt og til en aftalt pris. Kaldes også "repo".

Gældsinstrument: Udsteders (dvs. låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændehaber (långiver) på et eller flere givne tidspunkter i fremtiden. De forrentes normalt til en bestemt sats (kuponrente) og/eller sælges til et lavere beløb end det, som tilbagebetales ved forfald (underkurs). Gældsinstrumenter med en oprindelig løbetid på over 1 år klassificeres som langfristede.

Harmoniserede forbrugerprisindeks, det (HICP): *Et mål for forbrugerpriserne, som udarbejdes af Eurostat og harmoniseres for alle EU-lande.*

Ikke-finansielle selskabers finansieringsgab: Finansieringsgabets kan defineres som balancen mellem virksomhedernes opsparing (via indeholdt overskud og afskrivninger) og ikke-finansielle selskabers ikke-finansielle investeringer. Finansieringsgabets kan på baggrund af de finansielle konti ligeledes defineres som balancen mellem ikke-finansielle selskabers nettoanskaffelse af finansielle aktiver og nettoindgåelse af forpligtelser. Der er statistiske afvigelser mellem de to metoder på grund af forskelle i kildestatistikkerne.

Implicit volatilitet: Den forventede volatilitet (dvs. standardafvigelse) i prisen på et aktiv (fx en aktie eller obligation). Implicit volatilitet kan enten udledes af aktivets pris, forfaldsdag, strike-pris på dets **optioner** eller ud fra en risikofri afkastningsgrad ved hjælp af fx Black-Scholes-modellen til prisfastsættelse af optioner.

Indlånsfacilitet: En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparter** kan anvende til indlån på anfordring i en national centralbank, som forrentes til en på forhånd fastsat rente (se **ECBs officielle renter**).

Kandidatlande: Lande, for hvilke EU har accepteret en ansøgning om EU-medlemskab. Tiltrædelsesforhandlingerne med Kroatien og Tyrkiet blev indledt den 3. oktober 2005, mens forhandlingerne med Den Tidligere Jugoslaviske Republik Makedonien endnu ikke er indledt.

Kapitalbalancen over for resten af verden: Værdien og sammensætningen af en økonomis finansielle nettofordringer på (eller finansielle passiver over for) resten af verden.

Korrespondentcentralbankmodellen (CCBM): En mekanisme indført af **eurosystemet** med det formål at gøre det muligt for **modparter** at anvende belånbare aktiver på tværs af grænserne. I CCBM fungerer de nationale centralbanker som depotbanker for hinanden. I alle nationale centralbanker findes der en konto i værdipapiradministrationen for hver af de andre nationale centralbanker (og for **Den Europæiske Centralbank**).

Kreditderivat: Et finansielt instrument, der adskiller **kreditrisikoen** fra en underliggende finansiell transaktion, hvorved kreditrisikoen kan prissættes og overføres separat.

Kreditinstitut: i) Et foretagende, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning, eller ii) et foretagende og enhver anden juridisk person, der udsteder betalingsmidler i form af elektroniske penge, ud over kreditinstitutter som defineret under i).

Kreditrisiko: Risikoen for, at en **modpart** ikke til fulde overholder sin forpligtelse til tiden eller til enhver tid derefter. *Kreditrisiko omfatter genplaceringsrisiko og hovedstolsrisiko samt risikoen for, at afviklingsbanken ikke overholder sine forpligtelser.*

Langfristet markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De langfristede markedsoperationer udføres som månedlige standardauktioner, normalt med en løbetid på tre måneder.

Lissabon-strategien: Et omfattende program, der har som mål at gøre EU til den mest dynamiske og konkurrencedygtige videnbaserede økonomi i verden. Strategien blev iværksat i 2000 på Det Europæiske Råds møde i Lissabon.

Lønsomhed: Et mål for en virksomheds indtjening set i forhold til især dens salg, aktiver eller egenkapital. Der er en række forskellige mål for lønsomheden, som er baseret på virksomhedens årsregnskab, fx driftsresultat (omsætning fratrukket driftsomkostninger), overskudsgrad (resultat af primær og sekundær drift efter skat, afskrivninger og ekstraordinære poster), afkastningsgrad (sammenligning af det primære resultat med virksomhedens samlede aktiver) og egenkapitalforrentning (ordinært overskud efter renter i forhold til egenkapitalen). I makroøkonomiske sammenhænge anvendes **bruttooverskud af produktionen** ofte til at måle lønsomheden baseret på nationalregnskabet, fx i relation til BNP eller værditilvækst.

M1: Et snævert pengemængdemål, som omfatter seddel- og møntomløbet plus indlån på anfordring hos **MFIerne** og **staten** (fx postvæsnet eller finansministeriet).

M2: Et mellembredt pengemængdemål, som omfatter **M1** plus indlån med et opsigelsesvarsel på til og med 3 måneder (dvs. kortfristede opsparingsindskud) samt tidsindskud med en løbetid på til og med 2 år (dvs. kortfristede tidsindskud) hos **MFIerne** og **staten**.

M3: Det brede pengemængdemål, som omfatter **M2** plus omsættelige instrumenter, især **genkøbsforretninger**, andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af **MFIer**.

Marginale udlånsfacilitet, den: En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparterne** kan anvende til at opnå dag-til-dag kredit fra en national centralbank til en på forhånd fastsat rentesats mod belånbare aktiver (se **ECBs officielle renter**).

Markedslikviditetsrisiko: Risikoen for, at transaktioner på det finansielle marked ikke kan afsluttes eller kun kan afsluttes under ringere forhold end forventet på grund af utilstrækkelig markededybde eller andre forstyrrelser på markedet.

Markedsoperation: En operation, der udføres på initiativ af centralbanken i det finansielle marked. Med hensyn til formål, regelmæssighed og procedurer kan **eurosystemets** markedsoperationer inddeles i fire kategorier: **primære markedsoperationer**, **langfristede markedsoperationer**, **finjusterende markedsoperationer** og strukturelle markedsoperationer. Som instrument i forbindelse med markedsoperationerne anvender eurosystemet primært **tilbageførselsforretninger**, som kan benyttes til alle fire kategorier. Desuden kan udstedelse af gældsbeviser og egentlige købs- eller salgsforretninger benyttes til strukturelle operationer, mens egentlige købs- eller salgsforretninger, **valutaswaps** og modtagelse af tidsindskud fra modparter benyttes til finjusterende markedsoperationer.

Markedsrisiko: Risikoen for tab (både på balanceførte og ikke-balanceførte poster) som følge af bevægelser i markedspriserne.

MFIer (monetære finansielle institutioner): De finansielle institutioner, der udgør **eurområdets** pengeudstedende sektor. De omfatter **eurosystemet**, residente **kreditinstitutter** (som defineret i fællesskabslovgivningen) samt alle andre residente finansielle institutioner, som modtager indlån og/eller indlånslignende indskud fra enheder, undtagen MFIer, og som for egen regning (i det mindste

i økonomisk henseende) yder lån og/eller investerer i værdipapirer. Sidstnævnte gruppe omfatter hovedsagelig pengemarkedsforeninger.

MFIernes kreditgivning til residerter i euroområdet: MFIernes udlån til residerter i **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 egenkapital.

MFIernes nettofordringer på udlandet: MFIer i **euroområdets** fordringer på udlandet (fx guld, beholdninger af pengesedler og mønter i fremmed valuta, beholdninger af værdipapirer udstedt af residerter uden for euroområdet og udlån til residerter uden for euroområdet) minus euroområdets MFI-sektors eksterne passiver (fx indskud fra residerter uden for euroområdet, deres **genkøbsforretninger** samt deres andele i pengemarkedsforeninger og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af MFIer).

MFIernes rentesatser: De rentesatser, som residerter **kreditinstitutter** og andre **MFIer**, ekskl. centralbanker og pengemarkedsforeninger, anvender for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, der er residerter i **euroområdet**.

MFI-sektorens konsoliderede balance: Balance, der fås ved at modregne inter-MFI-positioner (fx ud- og indlån mellem MFIer) på den aggregerede MFI-balance. Den giver statistisk information om MFI-sektorens aktiver og passiver over for residerter i **euroområdet**, som ikke hører til denne sektor (dvs. den **offentlige sektor** og andre residerter i euroområdet), og over for residerter uden for euroområdet. Balancen er den vigtigste statistikkilde til beregning af pengemængdemål, og den danner grundlag for den regelmæssige analyse af **M3s** modposter.

Minimumsbudrente: Den nedre grænse for den rente, til hvilken **modparterne** kan afgive bud ved auktioner til variabel rente.

Modpart: *Den anden part i en finansiell transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).*

Monetær analyse: En af søjlerne i **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 tidshorisonter. Den monetære analyse tager højde for udviklingen i en lang række monetære indikatorer, herunder **M3** og dets komponenter og modposter, især udlån, og forskellige mål for overskudslikviditet (se også **økonomisk analyse**).

Monetær indkomst: De indtægter, som de nationale centralbanker i forbindelse med deres udførelse af **eurosystemets** pengepolitiske opgaver har af aktiver, som de besidder som modværdi for sedler i omløb og forpligtelserne i forbindelse med **kreditinstitutternes** indlån. Aktiverne er øremærket i overensstemmelse med **Styrelsesrådets** retningslinjer.

Obligationsmarked: Marked, hvor mellem- og langfristede **gældsinstrumenter** udstedes og handles.

Offentlige sektor, den (offentlig forvaltning og service): En sektor, der er defineret i det **europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**, og som omfatter residente enheder, der hovedsagelig beskæftiger sig med produktion af ikke-markedsmæssige varer og tjenester bestemt for individuelt og kollektivt konsum og/eller omfordeling af nationalindkomst og -formue. Sektoren består af statslig forvaltning og service, offentlig forvaltning og service på delstatsniveau, kommunal forvaltning og service samt sociale kasser og fonde. Offentligt ejede enheder, der driver erhvervsvirksomhed, fx offentlige virksomheder, indgår ikke i den offentlige sektor.

Omkostninger ved ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering (reale): Ikke-finansielle selskabers omkostninger, når de optager nye lån. For ikke-finansielle selskaber i **euroområdet** udregnes disse som et vægtet gennemsnit af omkostningerne ved låntagning, omkostningerne ved **gældsinstrumenter** og omkostningerne ved aktier baseret på det udestående beløb (justeret for værdiansættelseeffekter) og deflateret ud fra inflationsforventningerne.

Option: Et finansielt instrument, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et specifikt aktiv (fx en obligation eller en aktie) til en på forhånd aftalt pris (strike-pris) på eller indtil et aftalt tidspunkt (forfaldsdato).

Pengemarked: Marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt til og med 1 år.

Porteføljeeinvesteringer: Euroområdets residenters nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residenter uden for euroområdet ("aktiver") og disses nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residenter i euroområdet ("passiver"). Omfatter ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter** (obligationer og pengemarkedsinstrumenter) ekskl. beløb bogført under **direkte investeringer** eller reserveaktiver.

Primær markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De primære markedsoperationer udføres som ugentlige standardauktioner, normalt med en løbetid på en uge.

Primær saldo: Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

Prisstabilitet: Eurosystemets hovedmål er at fastholde prisstabilitet. **Styrelsesrådet** definerer prisstabilitet som en år-til-år stigning på under 2 pct. i det **harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP)** for **euroområdet**. Styrelsesrådet har også meddelt, at det med henblik på prisstabilitet agter at fastholde en inflation på under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

Proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud: I traktatens artikel 104 og protokollen om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud kræves det, at EU-landene overholder budgetdisciplin, og der opstilles kriterier for, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud. Endvidere beskrives de foranstaltninger, der skal træffes, hvis det konstateres, at kravene i forbindelse med budgetstillingen og den offentlige gæld ikke er opfyldt. Artikel 104 suppleres af Rådets forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud (som ændret

ved Rådets forordning (EF) nr. 1056/2005 af 27. juni 2005), der er en del af **stabilitets- og vækstpagten**.

Realtidsbruttoafviklingssystem (RTGS-system): Et afviklingssystem, hvor betalingsinstrukser behandles, efterhånden som de opstår (uden netting), og afvikles i realtid (kontinuerligt). Se også **Target**.

Referenceværdi for M3-vækst: Den årlige vækst i **M3** på mellemlangt sigt, der er i overensstemmelse med fastholdelse af **prisstabilitet**. Referenceværdien for den årlige M3-vækst er p.t. 4½ pct.

Reservekrav: De mindstereserver, som et **kreditinstitut** skal holde på konti hos **eurosystemet** i en på forhånd fastsat **reservekravsperiode**. Opfyldelse af reservekravet vurderes på grundlag af den gennemsnitlige daglige saldo i løbet af reservekravsperioden.

Reservekravsgrundlag: Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregning af et **kreditinstituts reservekrav**.

Reservekravskoefficient: En koefficient, som centralbanken fastsætter for hver enkelt kategori af balanceposter i **reservekravsgrundlaget**. Koefficienten bruges til beregning af **reservekravene**.

Reservekravsperiode: Den periode, for hvilken **kreditinstitutternes** overholdelse af **reservekravene** beregnes. Reservekravsperioden starter på afviklingsdagen for den første **primære markedsoperation** efter det møde i **Styrelsesrådet**, hvor den månedlige vurdering af pengepolitikken normalt finder sted. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør en kalender over reservekravsperioderne mindst tre måneder inden årets begyndelse.

Securitisation: Pooling af finansielle aktiver, fx realkreditlån, og efterfølgende salg heraf til en "special-purpose vehicle", som derefter udsteder fastforrentede værdipapirer med henblik på salg til investorer. Rente og afdrag på disse værdipapirer afhænger af pengestrømmen fra de underliggende finansielle aktiver.

Sikkerhed: Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af lån (fx af **kreditinstitutter** over for centralbanker), samt aktiver solgt (fx af kreditinstitutter til centralbanker) i forbindelse med **genkøbsforretninger**.

Stabilitets- og vækstpagten: Hensigten med stabilitets- og vækstpagten er, at den skal fungere som middel til at sikre sunde offentlige finanser i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union** med henblik på at styrke betingelserne for **prisstabilitet** og for kraftig, holdbar vækst, der fremmer jobskabelsen. Med henblik herpå foreskriver pagten, at medlemslandene specificerer mellemfristede budgetmålsætninger. Den indeholder også en række konkrete bestemmelser vedrørende **proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud**. Pagten består af Det Europæiske Råds resolution om stabilitets- og vækstpagten, der blev vedtaget i Amsterdam 17. juni 1997, og to rådsforordninger, nemlig i) forordning (EF) nr. 1466/97 af 7. juli 1997 om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker som ændret ved forordning (EF) nr. 1055/2005 af 27. juni 2005 og ii) forordning (EF) nr. 1467/97 af 7. juli 1997 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud som ændret ved forordning (EF) nr. 1056/2005 af 27. juni 2005. Stabilitets- og vækstpagten suppleres af **Ecofin-Rådets** rapport "En bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten", som blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Bruxelles 22.-23. marts 2005. Pagten suppleres lige-

ledes af en ny adfærdskodeks vedrørende specifikationer om gennemførelsen af stabilitets- og vækstpacten og retningslinjerne for indhold og form af stabilitets- og konvergensprogrammerne (Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes), som Ecofin-Rådet godkendte 11. oktober 2005.

Staten (statslig forvaltning og service): Statslig forvaltning og service som defineret i det **europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**, men ekskl. offentlig forvaltning og service på delstatsniveau og kommunal forvaltning og service (se også den **offentlige sektor**).

Straight-through processing (STP): *Automatiseret behandling af handler/betalingsoverførsler fra afsender til endelig modtager, herunder automatiseret bekræftelse, match, generering, clearing og afvikling af ordrer.*

Styrelsesrådet: Den Europæiske Centralbanks (ECBs) øverste besluttende organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **direktion** og de nationale centralbankchefer i de EU-lande, der har indført euroen.

Stående facilitet: En centralbankfacilitet, som **modparter** har adgang til på eget initiativ. **Eurosystemet** kan tilbyde to stående faciliteter: den **marginale udlånsfacilitet** og **indlånsfaciliteten**.

Systemisk risiko: Risikoen for, at en institutions manglende evne til at opfylde sine forpligtelser rettidigt vil medføre, at andre institutioner ikke er i stand til at opfylde deres forpligtelser rettidigt. Det kan medføre betydelige likviditets- eller kreditproblemer, som kan true de finansielle markeders stabilitet eller tilliden til markederne.

Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): Et **real-tidsbruttoafviklingssystem (RTGS)** for euroen.

Target2: En ny generation af **Target**-systemet, hvis nuværende decentraliserede tekniske opbygning erstattes af en fælles platform med en række harmoniserede ydelser og en ensartet prisstruktur.

Tilbageførselsforretning: En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver i en **genkøbsforretning** eller foretager udlån mod **sikkerhed**.

Traktaten: Refererer til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab ("*Rom-traktaten*"). Traktaten er blevet ændret ved flere lejligheder, navnlig ved traktaten om Den Europæiske Union ("*Maastricht-traktaten*"), som udgør grundlaget for **Den Økonomiske og Monetære Union** og indeholder statuten for **ESCB**.

Valutaswap: En samtidig spot- og terminsforretning, hvor én valuta handles mod en anden.

Værdipapirafviklingssystem: Et overførselssystem til afvikling af værdipapirtransaktioner. Det omfatter alle de institutionelle rammer, der kræves til clearing og afvikling af værdipapirhandler samt deponering af værdipapirer.

Værdipapircentral: en enhed, som i) muliggør værdipapirhandler i elektronisk form og ii) spiller en aktiv rolle i sikringen af integriteten i værdipapiranligger. Værdipapirer kan enten være fysiske papirer (der opbevares i værdipapircentralen) eller dematerialiserede værdipapirer (dvs. kun som elektroniske registreringer).

Økonomisk analyse: En af søjlerne i **Den Europæiske Centralbanks** ramme for udførelse af en omfattende analyse af risiciene for **prisstabilitet**, som danner grundlag for **Styrelsesrådets** pengepolitiske beslutninger. Den økonomiske analyse fokuserer primært på vurderingen af den aktuelle økonomiske og finansielle udvikling og de risici for prisstabiliteten, som udviklingen indebærer på kort til mellemlangt sigt, hvor perspektivet er samspillet mellem udbud og efterspørgsel på markederne for varer og tjenesteydelser og faktormarkederne på netop kort til mellemlangt sigt. Der lægges vægt på behovet for at identificere de stød, der rammer økonomien, deres indvirkning på omkostninger og priser og udsigterne på kort til mellemlangt sigt til, at de breder sig til andre dele af økonomien (se også **monetær analyse**).

Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC), Det: Et rådgivende fællesskabsorgan, som bidrager til forberedelsen af **Ecofin-Rådets** og Europa-Kommissionens arbejde. Udvalget har bl.a. til opgave at følge medlemslandenes og Fællesskabets økonomiske og finansielle situation samt budgetovervågning.

Økonomiske og Monetære Union (ØMU), Den: Processen, der førte til indførelsen af den fælles valuta, euroen, og den fælles pengepolitik i **eurområdet** samt samordningen af den økonomiske politik i EU-landene. Processen blev i overensstemmelse med **traktatens** bestemmelser gennemført i tre faser. Tredje og sidste fase begyndte 1. januar 1999 med afgivelse af den pengepolitiske kompetence til **Den Europæiske Centralbank** og indførelse af euroen. Med indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002 blev ØMUen fuldblyrdet.

