



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

2005

ÅRSBERETNING

2005

2005

2005

2005

BCE ECB EZB EKT EKP

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

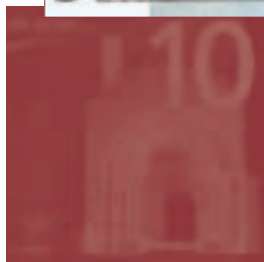
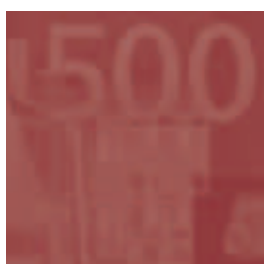
DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

ÅRSBERETNING  
2005





DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK



## ÅRSBERETNING 2005

I 2006  
vil alle  
publikationer  
bære et motiv  
taget fra  
en 5 euro  
pengeseddel

© Den Europæiske Centralbank, 2006

**Adresse**

Kaiserstraße 29  
D-60311 Frankfurt am Main  
Tyskland

**Postadresse**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main  
Tyskland

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

*Alle rettigheder forbeholdt.*

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

*Foto:*

*David Farrell  
Martin Joppen  
Robert Metsch  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen*

*Skæringsdato for statistik i denne  
årsberetning var den 24. februar 2006*

ISSN 1561-4506

ISSN 1725-2830 (online)

# INDHOLD

<b>FORORD</b>	<b>12</b>	3.3 Udstedelse og fremstilling af eurosedler	<b>100</b>
<b>KAPITEL 1 DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN</b>		<b>4. STATISTIK</b>	<b>103</b>
<b>1. PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER</b>	<b>18</b>	4.1 Den generelle statistiske udvikling i euroområdet	<b>103</b>
<b>2. DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING</b>	<b>22</b>	4.2 Nye eller forbedrede statistikker	<b>104</b>
2.1 De globale makroøkonomiske forhold	<b>22</b>	4.3 Statistik til vurdering af konvergens	<b>104</b>
2.2 Den monetære og finansielle udvikling	<b>25</b>	<b>5. ØKONOMISK FORSKNING</b>	<b>106</b>
2.3 Prisudviklingen	<b>48</b>	5.1 Forskningsprogram	<b>106</b>
2.4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	<b>53</b>	5.2 Forskningsnetværk	<b>108</b>
2.5 Udviklingen i de offentlige finanser	<b>61</b>	<b>6. ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER</b>	<b>109</b>
2.6 Udviklingen i valutakurser og betalingsbalancen	<b>66</b>	6.1 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	<b>109</b>
<b>3. DEN ØKONOMISKE OG MONETÆRE UDVIKLING I EU-LANDE UDEN FOR EUROOMRÅDET</b>	<b>75</b>	6.2 Rådgivende funktioner	<b>109</b>
		6.3 Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	<b>111</b>
<b>KAPITEL 2 CENTRALBANKOPERATIONER OG -AKTIVITETER</b>		<b>KAPITEL 3 FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION</b>	
<b>1. PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER</b>	<b>86</b>	<b>1. FINANSIEL STABILITET</b>	<b>114</b>
1.1 Pengepolitiske operationer	<b>86</b>	1.1 Overvågning af finansiell stabilitet	<b>114</b>
1.2 Valutaoperationer	<b>91</b>	1.2 Samarbejde i finansielle krisesituationer	<b>116</b>
1.3 Investeringsaktiviteter	<b>91</b>	<b>2. FINANSIEL REGULERING OG TILSYN</b>	<b>118</b>
<b>2. BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER</b>	<b>93</b>	2.1 Generelle emner	<b>118</b>
2.1 Target-systemet	<b>93</b>	2.2 Bankvirksomhed	<b>118</b>
2.2 Target2	<b>95</b>	2.3 Værdipapirer	<b>118</b>
2.3 Grænseoverskridende sikkerhed	<b>96</b>	2.4 Regnskabsprincipper	<b>119</b>
<b>3. SEDLER OG MØNTER</b>	<b>98</b>	<b>3. FINANSIEL INTEGRATION</b>	<b>121</b>
3.1 Udviklingen i cirkulerende eurosedler og -mønter og håndtering heraf	<b>98</b>	<b>4. OVERVÅGNING AF MARKEDETS INFRASTRUKTUR</b>	<b>126</b>
3.2 Forfalskning af eurosedler og beskyttelse mod forfalskning	<b>99</b>	4.1 Overvågning af systemer og infrastrukturer for store betalinger i euro	<b>126</b>
		4.2 Detailbetalingsydelser	<b>127</b>
		4.3 Værdipapirclearing og værdipapirafvikling	<b>127</b>

**KAPITEL 4  
EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE  
RELATIONER**

<b>1. EUROPÆISKE SPØRGSMÅL</b>	<b>132</b>
1.1 Politikspørgsmål	132
1.2 Institutionelle spørgsmål	135
1.3 Udviklingen i og forbindelserne med de tiltrædende lande og tiltrædelseslandene	136
<b>2. INTERNATIONALE SPØRGSMÅL</b>	<b>138</b>
2.1 Vigtige tendenser i det internationale monetære og finansielle system	138
2.2 Samarbejde med lande uden for EU	140

**KAPITEL 5  
ANSVARLIGHED**

<b>1. ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIG- HEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET</b>	<b>146</b>
<b>2. UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET</b>	<b>147</b>

**KAPITEL 6  
EKSTERN KOMMUNIKATION**

<b>1. KOMMUNIKATIONSPOLITIK</b>	<b>152</b>
<b>2. KOMMUNIKATIONSAKTIVITETER</b>	<b>153</b>

**KAPITEL 7  
INSTITUTIONELLE RAMMER,  
ORGANISATION OG ÅRSREGNSKAB**

<b>1. ECBs BESLUTTENDE ORGANER OG CORPORATE GOVERNANCE</b>	<b>159</b>
1.1 Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	159
1.2 Styrelsesrådet	160
1.3 Direktionen	162
1.4 Det Generelle Råd	164

1.5 Eurosystem-/ESCB-komiteer, Budgetkomiteen og Personalechefkredsen	165
1.6 Corporate governance	165

<b>2. ORGANISATORISK UDVIKLING</b>	<b>168</b>
2.1 Human resources	168
2.2 Gennemgang af ECBs effektivitet	170
2.3 ECBs nye hovedsæde	170
<b>3. ESCBs SOCIALE DIALOG</b>	<b>172</b>
<b>4. ÅRSREGNSKABET FOR ECB</b>	<b>173</b>
Ledelsens beretning	174
Balance pr. 31. december 2005	176
Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2005 til 31. december 2005	178
Anvendt regnskabspraksis	179
Noter til balancen	183
Noter til resultatopgørelsen	190
Note om fordeling af overskud	193
Revisionspåtegning	194

<b>5. EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2005</b>	<b>196</b>
---	------------

**BILAG**

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

<b>UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK</b>	<b>203</b>
--	------------

<b>KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EURO- SYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG</b>	<b>208</b>
--	------------

<b>DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN JANUAR 2005</b>	<b>209</b>
--	------------

<b>ORDLISTE</b>	<b>214</b>
-----------------	------------

## BOKSE

1	De seneste års kraftige pengemængde- vækst og dens skiftende karakter	28	Figur C Værditilvækst i euroområdet servicesektor	57
	Figur A Komponenter i M3	29	Figur D Værditilvækst i euroområdet industri sektor	57
	Figur B Bevægelser i M3 og dets modposter	29	6 Fremskridt med strukturreformer på arbejds- og produktmarkederne i EU	60
	Figur C Sektorfordeling af indskud	30	7 Udviklingen i udstedelsen af gældsinstrumenter i den offentlige sektor i euroområdet	63
2	De stigende olieprisers effekt på obligationsrenter og aktiekurser: en historisk sammenligning mellem euroområdet og USA	36	Tabel A Årlig vækst i gældsinstrumenter udstedt af euroområdets offentlige sektor	64
	Tabel A Ændringer i euroområdets og USAs 10-årige statsobligations- rente i 12 måneder frem til olieprisernes toppunkt	37	Tabel B Udestående gældsinstrumenter udstedt af euroområdets offentlige sektor	64
	Tabel B Ændringer i euroområdets og USAs aktiekurser i de 12 måneder frem til olieprisernes toppunkt	38	Figur A Udestående gældsinstrumenter udstedt af euroområdets offentlige sektor i 2005 fordelt efter udstederland	65
3	Forskelle i væksten i udlån til husholdninger mellem eurolandene	41	Figur B Nettoudstedelse af gældsinstrumenter i den offentlige sektor i 2005 fordelt efter udstederland	65
	Figur A Vækstinterval i MFI-lån til husholdninger på tværs af eurolandene	41	8 Feedback-effekter af olieeksportindtægterne	69
	Figur B Vægtet variationskoefficient for årlig vækst i MFI-lån til husholdningerne i eurolandene	42	Figur A Olieeksportindtægter	70
	Figur C Vækst i MFI-lån til husholdninger og hushold- ningernes gældsætning på tværs af euroområdet	42	Figur B OPECs nettoaktiver og valutaandel af indskud	70
	Figur D Boligmarkedsdynamik og boliglån i euroområdet 1999-2004	43	Figur C Ruslands nettoaktiver og valutaandel af indskud	71
4	Forskningsnetværk om inflationpersistens og prisfast- sættelsesadfærd i euroområdet	50	Tabel Udvalgte økonomiers markedsandel af OPECs og SNGs import	71
5	Sektorfordeling af væksten i euroområdet	55	9 Eurosystemets forvaltning af valutaeserver	111
	Figur A Fordeling af den samlede reale bruttoværditilvækst	56	10 Forskningsnetværk vedrørende kapitalmarkeder og finansiel integration i Europa	121
	Figur B Fordeling af den reale bruttoværditilvækst i servicesektoren	56	11 Regional sammenligning af realkreditrenter i euroområdet og USA	123
	Tabel Sektorudviklingen med hensyn til den reale brutto- værditilvækst i euroområdet	57	Figur A Spredning i variable og korte renter for udlån til husholdninger til boligkøb og tilsvarende markedsrenter mellem henholdsvis regioner i USA og eurolande	123

Figur B Spredning i lange renter for udlån til husholdninger til boligkøb og tilsvarende markedsrenter mellem henholdsvis regioner i USA og eurolande	<b>123</b>	11 3-måneders Euribor-renten implicit i futureskontrakter og implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter	<b>34</b>
12 ECBs offentlige udtalelser om reformen af stabilitets- og vækstpagten	<b>133</b>	12 Lange statsobligationsrenter	<b>34</b>
		13 Real obligationsrente og "break-even"-inflation i euroområdet	<b>35</b>
		14 Aktieindeks	<b>39</b>
		15 Vækst i virksomhedernes faktiske og forventede indtjening pr. aktie	<b>39</b>
		16 MFI-lån til husholdningerne	<b>40</b>
		17 Renter for udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	<b>40</b>
		18 Husholdningernes gæld og gældsbetjeningsbyrde	<b>44</b>
		19 Reale omkostninger ved euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering	<b>45</b>
		20 Indtjening for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet	<b>46</b>
		21 Fordeling af den årlige realvækst i ekstern finansiering til ikke-finansielle selskaber	<b>46</b>
		22 De ikke-finansielle selskabers gældskvoter	<b>47</b>
		23 De vigtigste komponenter i HICP-inflationen	<b>49</b>
		24 De vigtigste komponenters bidrag til HICP-inflationen	<b>49</b>
		25 Boligpriserne	<b>52</b>
		26 De enkelte komponenter i producentpriser i industrien	<b>52</b>
		27 Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor	<b>53</b>
		28 Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP	<b>53</b>
		29 Konjunkturbarometre	<b>55</b>
		30 Arbejdsløshed	<b>58</b>
		31 Arbejdskraftsproduktivitet	<b>59</b>
		32 Nominelle og reale effektive eurokurser	<b>68</b>
		33 Betalingsbalancens løbende poster	<b>68</b>
		34 Euroområdets finansielle poster	<b>73</b>
		35 Finansielle strømme fra euroområdet til de nye EU-lande	<b>73</b>
		36 Kapitalbalancen over for resten af verden, netto	<b>73</b>
		37 Ændringer i kursen mellem euro og EU-valutaer uden for ERM2	<b>81</b>
		38 Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2005	<b>86</b>

<b>TABELLER</b>	
1 Prisudviklingen	<b>48</b>
2 Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger	<b>52</b>
3 Sammensætningen af vækst i realt BNP	<b>54</b>
4 Udviklingen på arbejdsmarkedet	<b>59</b>
5 Budgetstillinger i euroområdet	<b>62</b>
6 Vækst i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	<b>75</b>
7 HICP-inflation i EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	<b>76</b>
8 Budgetstillinger i EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	<b>78</b>
9 Betalingsbalancen, udvalgte poster	<b>79</b>
10 Udviklingen i ERM2	<b>80</b>
11 Officiel pengepolitisk strategi i EU-lande uden for euroområdet	<b>82</b>
12 Betalinger i Target	<b>94</b>
13 Target-systemets tilgængelighed	<b>94</b>
14 Fordeling af falske sedler efter seddelværdi	<b>99</b>
15 Fordeling af euroseddelproduktionen i 2005	<b>101</b>

<b>FIGURER</b>	
1 ECB-renter og pengemarkedsrenter	<b>19</b>
2 Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier	<b>22</b>
3 Hovedtendenser på råvaremarkederne	<b>24</b>
4 M3 og udlån til den private sektor	<b>25</b>
5 Bidrag til årlig vækst i M3	<b>26</b>
6 Korte indlånsrenter	<b>26</b>
7 Bidrag til den årlige vækst i kortfristede indskud og genkøbsforretninger	<b>27</b>
8 M3s modposter	<b>31</b>
9 Skøn over pengegab	<b>32</b>
10 Korte renter i euroområdet og pengemarkedsrentekurvens hældning	<b>33</b>

39	Belånbare omsættelige aktiver	<b>89</b>
40	Brug af omsættelige aktiver til sikkerhedsstillelse	<b>89</b>
41	Forskel mellem andelen af omsættelige belånbare aktiver og andelen af faktisk sikkerhedsstillelse i 2005	<b>90</b>
42	Samlet værdi af sedler i cirkulation mellem 2000 og 2005	<b>98</b>
43	Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2005	<b>98</b>
44	Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2005	<b>99</b>
45	Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2005	<b>100</b>
46	ECB Working Papers: Klassifikation i henhold til Journal of Economic Literature	<b>107</b>



## FORKORTELSER

### LANDE

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

### ANDRE FORKORTELSER

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

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

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

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

**Kunstner: Peter Sauerer**

Titel: Großmarkthalle, 2004

Materiale: Træ og snore, Format: 90 x 20 x 15 cm 16

**Kunstner: Ilse Haider**

Titel: Kopf eines Athleten, 1994

Materiale: Pilekviste, fotoemulsion, Format: 180 x 120 x 40 cm 84

**Kunstner: Pep Agut**

Titel: Read your voice, 2000

Materiale: Blandede medier, Format: 190 x 195 cm 112

**Kunstner: Maria Hedlund**

Titel: Loosing Ground, 2003

Materiale: 4-farvet tryk på aluminium, Format: 85 x 76 cm hver 130

**Kunstner: David Farrell**

Titel: Ballynultagh, 2000, (fra serien "Innocent Landscapes")

Materiale: Fotografi, Format: 100 x 100 cm 144

**Kunstner: Natividad Bermejo**

Titel: Duérmete niño, 2000

Materiale: Grafit på papir, Format: 145 x 212 cm 150

**Kunstner: Pedro Proença**

Titel: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Materiale: Akryl på lærred, Format: 200 x 150 cm 156



**FORORD**



Indledningsvis vil jeg gerne hylde min forgænger, Wim Duisenberg, vores første formand, der afgik ved døden sidste år. Som jeg sagde ved flere lejligheder, i Amsterdam, i Frankfurt og i mange andre europæiske byer, står denne institution, Den Europæiske Centralbank, dens medarbejdere, mine kolleger og jeg i Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd alle i meget stor taknemmelighedsgæld til Wim. Hans minde vil altid være med os, eller som Chateaubriand ville have sagt: døden har ikke besejret ham, den har blot gjort ham usynlig.

\*\*\*

I 2005 steg realt BNP i euroområdet med 1,4 pct., mod 1,8 pct. i 2004 og 0,7 pct. i 2003. Den økonomiske aktivitet var afdæmpet i 1. halvår 2005, men viste tegn på at være styrket i 2. halvår, idet den blev understøttet af en vedvarende kraftig vækst i den globale efterspørgsel, en robust vækst i virksomhedernes indtjening og meget gunstige finansieringsvilkår. Den økonomiske aktivitet viste sig derfor på trods af høje og volatile oliepriser at være relativt modstandsdygtig. På grund af store stigninger i råvare- og

energipriser og – i mindre udstrækning – stigninger i administrerede priser og indirekte skatter var den årlige HICP-inflation i 2005 på 2,2 pct., hvilket var en smule højere end de to seneste års inflationsrate på 2,1 pct. Ikke desto mindre var det indenlandske inflationspres fortsat under kontrol, idet en fortsat afdæmpet lønudvikling og en gunstig prisudvikling for importerede industrivarer i en vis udstrækning opvejede stigningen i råvare- og energipriser.

\*\*\*

Det indenlandske inflationspres var afdæmpet, og Styrelsesrådet fastholdt ECBs officielle renter på 2 pct. – et historisk lavt niveau – det meste af året, samtidig med at de langfristede inflationsforventninger fortsat blev nøje overvåget. Som året skred frem, pegede ECBs økonomiske analyse i retning af øgede, opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt, en vurdering, der på baggrund af den kraftige vækst i pengemængden og kreditgivningen på et tidspunkt, hvor der allerede var rigelig likviditet, blev bekræftet af den monetære analyse. Mod slutningen af 2005 viste det regelmæssige krydstjek af den økonomiske og den monetære analyse, at det var berettiget at justere ECBs ekspansive pengepolitiske stilling for at modvirke disse risici. Den 1. december 2005 besluttede Styrelsesrådet derfor at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint, efter at have fastholdt dem uændret i to et halvt år.

Inflationsforventningerne for euroområdet som helhed er solidt forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med prisstabilitet, hvilket også afspejles af konjunkturbarometre og finansielle nøgletal. Dette har bidraget til at sikre et lavt niveau for risikopræmierne i de nominelle renter over hele løbetidsspektret og har derved ført til både lavere korte og lange renter. ECBs store troværdighed og stabilitetsorienterede politik har således hjulpet med til at fastholde de meget gunstige finansieringsvilkår for investorerne og har dermed understøttet den økonomiske vækst og jobskabelsen. Dette har også bidraget til at fastholde forbrugernes købekraft, der er af stor betydning for alle, der bor i euroområdet, og

ikke mindst dem med de laveste indkomster. Det er afgørende, at dette aktiv for økonomien i euroområdet kan bevares. Derfor vil Styrelsesrådet fortsat nøje overvåge enhver relevant udvikling for at sikre, at inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt kan forblive solidt forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med prisstabilitet.

\*\*\*

ØMUens succes afhænger også af en bæredygtig finanspolitik og omfattende strukturreformer, der skal øge vækstpotentialet i økonomien. En sådan kombination af politikker fremmer ikke blot sammenhæng og fleksibilitet i euroområdet økonomi, den understøtter også pengepolitikken og de pengepolitiske bestræbelser på at fastholde prisstabilitet. Dermed øger den effektiviteten af pengepolitikken og bidrager til vedvarende produktionsvækst og jobskabelse.

Overholdes de vedtagne finanspolitiske regler, styrkes de offentlige financers bæredygtighed. Dette er helt afgørende, ikke mindst på grund af den effekt som befolkningens aldring forventes at få på budgetterne. Derfor har eurosystemet altid givet stabilitets- og vækstpagten sin fulde støtte. En målrettet og ensartet gennemførelse af de reviderede regler fremmer budgetdisciplinen og bidrager til at genskabe troværdigheden af de finanspolitiske rammer i EU samt tilliden til, at der udvises tilbageholdenhed i finanspolitikken. En pålidelig og rettidig indberetning af statistikken over de offentlige finanser er også af afgørende betydning for EUs finanspolitiske rammer og for, at den gensidige overvågning fungerer effektivt.

Der er sket visse fremskridt på strukturreformområdet i de senere år, men midtvejsrevisionen af Lissabon-strategien i marts 2005 viste, at der er behov for en meget større indsats, hvis Europas vækst- og beskæftigelsespotentiale skal øges. Mere fleksible arbejds-, produkt- og finansmarkeder fremmer en bedre resurseallokering, og et bedre erhvervs-klima giver et større incitament til og bedre muligheder for innovation, investeringer og oprettelse af nye arbejdspladser.

Dertil kommer den udfordring, som det er at fuldende det indre marked, herunder også for tjenesteydelser, så virksomhederne kan opnå stor-driftsfordele og øge den økonomiske effektivitet. Generelt kan de muligheder, der opstår som følge af globaliseringen og den hurtige teknologiske udvikling, bedst udnyttes, hvis der skabes mulighed for og hurtigt gennemføres en række strukturelle ændringer. Herved opnås de bedste udsigter for fremtidig velstand for Europas borgere.

\*\*\*

Eurosystemet er meget opmærksomt med hensyn til enhver udvikling, der har relation til finansiel integration i Europa. Finansiel integration bidrager til, at den fælles pengepolitik kan gennemføres uden problemer i hele euroområdet. Den bidrager også til en effektiv allokering af de finansielle resurser og på denne måde til den økonomiske vækst. Den finansielle integration har betydning for, at eurosystemet kan opretholde finansiel stabilitet, men den er også vigtig for, at betalings- og afviklingssystemer kan fungere effektivt og problemfrit. I september 2005 offentliggjorde ECB sin første rapport, der indeholdt et sæt af indikatorer for finansiel integration i euroområdet. Indikatorerne viste, at der var sket en forbedring af den finansielle integration, selv om forbedringen varierede betydeligt i de forskellige markedssegmenter. Endelig støtter ESCB, uden at målsætningen om prisstabilitet berøres, EUs generelle mål, der omfatter finansiel integration.

Target-systemet betyder, at der allerede er opnået fuld integration, når det gælder realtids bruttoafviklingssystemer. Eurosystemet er for tiden ved at forberede Target2-systemet, som indebærer forbedrede ydelser og en ny prisramme for standardydelser. Target2 vil, som det blev meddelt af Styrelsesrådet 17. juni 2005, blive lanceret 19. november 2007 i den første gruppe af lande, der migrerer til det nye system. Alle centralbanker, der deltager i Target2, forventes – sammen med deres nationale banksektor – at anvende det nye system fra maj 2008.

På detailbetalingsområdet forbliver oprettelsen af et fælles eurobetalingsområde et helt afgørende mål. Inden for det fælles eurobetalingsområde bliver kunderne i stand til ved hjælp af et enkelt sæt af betalingsinstrumenter at foretage betalinger i hele euroområdet fra én bankkonto lige så effektivt og sikkert, som det sker inden for et nationalt betalingsområde i dag. Det er planen, at borgerne får denne mulighed i 2008. Planen støttes fuldt ud af eurosyste­met, selv om tidsfristen kræver en stor indsats fra alle involverede parter.

Efter underskrivelsen af traktaten om en forfatning for Europa (forfatningen) i oktober 2004, indledtes de nødvendige ratifikationsprocedurer i medlemslandene. Indtil videre har 15 medlemslande ratificeret forfatningen eller har næsten tilendebragt den formelle procedure. I Frankrig og Holland opnåede forfatningen ikke støtte fra et flertal i befolkningen. Det er ECBs opfattelse, at forfatningen præciserer EUs retlige og institutionelle rammer og fremmer Unionens evne til at handle både på europæisk og internationalt plan, samtidig med at den bekræfter den eksisterende monetære ramme. Det skal understreges, at ratifikationsprocessen ikke har nogen indflydelse på Den Monetære Unions funktion og ikke påvirker euroens stabilitet. ECB vil, hvad enten det sker i henhold til den nuværende traktat eller forfatningen, fortsætte med at sikre euroens troværdighed og sørge for pristabilitet, som er en forudsætning for et ikke-inflationært makroøkonomisk klima, der fremmer økonomisk vækst og jobskabelse.

I 2005 indtrådte fire EU-lande i valutakurssamarbejdet ERM2 med henblik på at blive optaget i euroområdet, når de opfylder alle konvergen­skriterier på holdbar vis. Både ECB og Europa-Kommissionen udarbejder hvert andet år en konvergen­ssrapport, og den næste regelmæssige rapport udgives i efteråret 2006. Det er værd at understrege, at medlemslandene bliver bedømt enkeltvis, i henhold til deres individuelle økonomiske og monetære resultater og ud fra et princip om lige behandling. Derved bliver udvidelsen af euroområdet en fordel for både nuværende og kommende medlemslande.

\*\*\*

ECBs regnskab for 2005 viser et overskud på 992 mio. euro. Et tilsvarende beløb blev hensat til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisrisici, hvorved nettoresultatet for 2005 blev lig nul. Hensættelsen skal bruges til at dække tab, der skyldes denne risikoeksponering, især værdiansættelsestab, som ikke dækkes af revalueringsskontiene. Overskuddet i 2005 kommer efter et nettounderskud i 2004 på 1.636 mio. euro, der hovedsagelig skyldtes euroens appreciering over for den amerikanske dollar. I 2005 deprecierede euroen over for denne valuta.

Det samlede antal stillinger i ECBs budget var i 2005 1.369,5 fuldtidsstillinger mod 1.362,5 i 2004. Ved udgangen af 2005 var der 1.360 medarbejdere i ECB med en tidsbegrænset eller tidsbegrænset kontrakt af mindst et års varighed (svarende til 1.351 fuldtidsstillinger). Siden 15. maj 2005 har ECB accepteret ansøgninger fra borgere i de to tiltrædende lande, Bulgarien og Rumænien. Gennemførelsen af den nye personalestrategi, der blev påbegyndt i 2004, fortsatte i 2005. Ud over at fremme mobilitet sætter strategien fokus på udvikling af ECBs ledelse, på efteruddannelse af medarbejderne og deres faglige udvikling. ECBs seks værdier, der blev identificeret i 2004, kom endvidere gradvist til at indgå i personalestrategien og vil også fremover være en retningslinje for alle medarbejdere i deres daglige arbejde.

Der blev også drøftet personalespørgsmål på eurosyste­mniveau. Med henblik på yderligere at fremme samarbejde og team spirit på dette område i eurosyste­met og blandt centralbankerne i ESCB har Styrelsesrådet i 2005 oprettet Personalechefkredsen. Uden at berøre NCBernes og ECBs enekompetence på området gør Personalechefkredsen det muligt at udveksle erfaringer, ekspertise og information om relevant personalepolitik og praksis. Målet er på denne måde bl.a. at bidrage til at identificere mulige fælles uddannelsesaktiviteter og til at udvikle foranstaltninger til at fremme udveksling af medarbejdere. Personalechefkredsen har også fået til opgave sammen med Komiteen for Eurosystem-/ESCB-

Kommunikation at gennemføre de konkrete foranstaltninger, der vedtages for at fremme indholdet af erklæringen om eurosystemets målsætning, der blev offentliggjort i januar 2005. Det er en løbende proces at give erklæringen om eurosystemets målsætning en konkret betydning for medarbejderne i eurosystemet i deres daglige arbejde, og den vil fremme team spirit mellem ECB og de nationale centralbanker i euroområdet.

ECB er i sin egenskab af offentlig institution forpligtet til at levere den bedste ydelse til den laveste pris. Denne forpligtelse var årsagen til, at Direktionen besluttede at gennemgå institutionens effektivitet ved at gennemføre en nulbasebudgetteringsrunde (ZBB), hvor medarbejderne og ledelsen medvirkede aktivt. Direktionen besluttede på baggrund af undersøgelsesresultaterne, at et betydeligt antal stillinger kunne spares væk eller deres indhold redefineres, og at dette skulle ske uden at afskedige medarbejdere. Et midlertidigt ansættelsesstop blev indført. Direktionen vedtog også en række andre foranstaltninger, der dækker et bredere spektrum af organisatoriske spørgsmål inden for og på tværs af ECBs forskellige forretningsområder, som vil gøre institutionen mere effektiv. De organisatoriske ændringer, som ZBB affødte – fx omstruktureringen af visse forretningsområder for at øge synergieffekten mellem dem, koncentrationen af ekspertise og analytisk kapacitet, forenklingen af arbejdsgange og et fornyet fokus på strategisk planlæg-

ning på mellemlangt sigt – gennemføres lidt efter lidt. Den impuls, som ZBB har givet, vil styrke ledelseskulturen, således at de eksisterende ressourcer anvendes bedst muligt.

Efter at der i begyndelsen af 2005 var blevet udvalgt en arkitekt til at udforme ECBs fremtidige bygning, besluttede Styrelsesrådet at gennemgå de overordnede krav til projektet samt dets størrelse. Denne optimeringsfase førte til en betydelig reduktion af de skønnede byggeomkostninger. Styrelsesrådet vedtog det reviderede designforslag og satte projektets planlægningsfase i gang i december 2005. ECB vil gøre sit yderste for at lede og overvåge projektet så omhyggeligt som muligt. Dette gælder både de samlede omkostninger og den rettidige gennemførelse af projektets forskellige delmål.

Frankfurt am Main, marts 2006



Jean-Claude Trichet



**Kunstner**

Peter Sauerer

**Titel**

Großmarkthalle, 2004

**Materiale**

Træ og snore

**Format**

90 x 20 x 15 cm

© ECB og kunstneren



## KAPITEL I

# DEN ØKONOMISKE UDVIKLING OG PENGEPOLITIKKEN

## I PENGEPOLITISKE BESLUTNINGER

Det økonomiske opsving i euroområdet svækkedes i 2. halvår 2004 og 1. halvår 2005 bl.a. på grund af stigende oliepriser, en midlertidig afmatning i verdenshandlen og forsinkede effekter af den tidligere appreciering af euroen. I 2. halvår 2005 styrkedes væksten i den økonomiske aktivitet i euroområdet dog igen, idet den blev understøttet af den vedvarende kraftige vækst i den globale efterspørgsel, en robust vækst i virksomhedernes indtjening og meget gunstige finansieringsvilkår. Samlet steg realt BNP, korrigeret – om end kun delvist – for antal arbejdsdage, med 1,4 pct. i 2005 mod 1,8 pct. i 2004 og 0,7 pct. i 2003. Set i lyset af de høje og volatile oliepriser viste den økonomiske aktivitet sig at være forholdsvis modstandsdygtig i 2005.

På trods af store stigninger i råvare- og energipriser var det indenlandske inflationspres fortsat begrænset på baggrund af den tiltagende, om end stadig forholdsvis afdæmpede, økonomiske vækst. Især lønudviklingen forblev moderat. Inflationspresset blev også begrænset af en gunstig prisudvikling for importerede industrivarer. De langsigtede inflationsforventninger i euroområdet var fortsat fast forankrede på et niveau, der var foreneligt med prisstabilitet. Ikke desto mindre lå den samlede inflation fortsat ret højt i 2005, hvilket primært skyldtes store stigninger i energipriserne og i mindre udstrækning, stigninger i administrativt fastsatte priser og indirekte skatter. Samlet set var den årlige HICP-inflation 2,2 pct. i 2005 eller en anelse højere end de to foregående års HICP-inflation på 2,1 pct. De opadrettede risici var stadig fremherskende, især med hensyn til potentielle anden runde-effekter i løn- og prisdannelsen, der kunne blive følgen af de højere oliepriser.

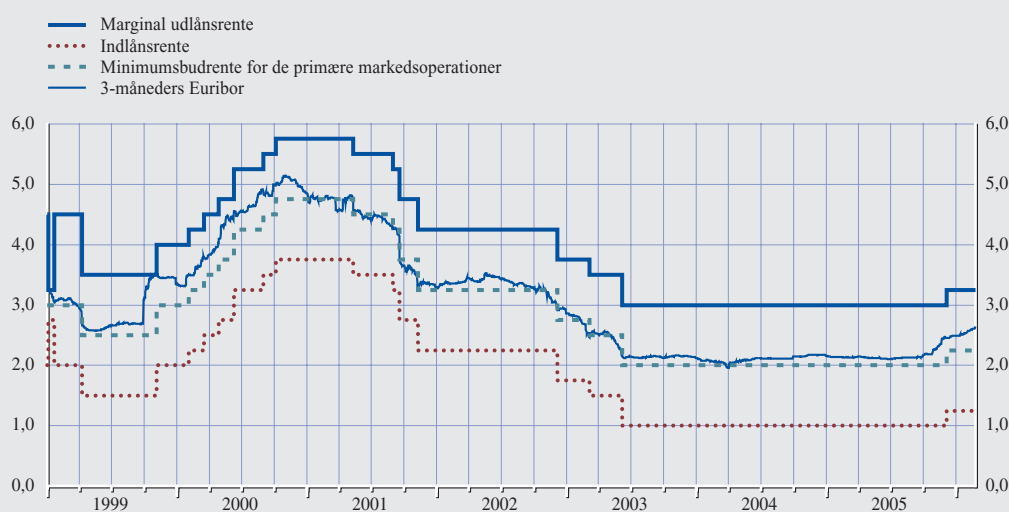
Væksten i pengemængden, der begyndte at tiltage midt i 2004, tog yderligere til i styrke i 2005, inden den igen aftog noget i de sidste tre måneder af året. Den styrkede vækst afspejlede delvist de lave renters stimulerende effekt på penge- og kreditefterspørgslen. Den kraftige pengemængdevækst bidrog yderligere til den allerede rigelige likviditet i euroområdet og pegede i retning af opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt.

På den baggrund blev minimumsbudrenten på eurosystemets primære markedsoperationer fastholdt på 2 pct. det meste af året, hvilket var et historisk lavt niveau. I begyndelsen af året pegede den økonomiske analyse i retning af et underliggende inflationspres. På grund af en kraftig pengemængdevækst og rigelig likviditet slog Styrelsesrådet dog til lyd for, at det var nødvendigt at udvise årvågenhed med hensyn til opadrettede risici for prisstabiliteten. Dertil kom, at inflationsfremskrivningerne lidt efter lidt blev opjusteret i årets løb, til dels fordi det blev tydeligt, at de kraftige olieprisstigninger ville fortsætte i en længere periode end oprindeligt forventet, hvilket bekræftede, at der fandtes opadrettede risici for prisstabiliteten. I december 2005 stod det efter den regelmæssige økonomiske og monetære analyse og krydstjekket af de to analyser klart, at det var berettiget at foretage en justering af den ekspansive pengepolitik for at modvirke disse risici. Den 1. december 2005 besluttede Styrelsesrådet derfor at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint, efter at de havde været fastholdt uændret i to et halvt år. Minimumsbudrenten på eurosystemets primære markedsoperationer blev forhøjet til 2,25 pct., mens renterne for indlånsfaciliteten og den marginale udlånsfacilitet blev forhøjet til henholdsvis 1,25 pct. og 3,25 pct. (se figur 1).

Et nærmere blik på de pengepolitiske beslutninger i 2005 viser, at året med fordel kan opdeles i to. I 1. halvår 2005 viste de data, der forelå i de første par måneder af 2005, at der var grund til at tro, at den svækkelse af væksten i realt BNP, som kunne iagttages i 2. halvår 2004, ville blive kortvarig. Denne vurdering blev dog på grund af især de vedvarende høje og volatile oliepriser noget mere pessimistisk i 2. kvartal 2005, da det stod klart, at der var øget usikkerhed om udviklingen i den indenlandske efterspørgsel på kort sigt. I juni 2005 nedjusterede eurosystemets stab væksten i realt BNP i de makroøkonomiske fremskrivninger i forhold til decemberfremskrivningerne 2004. Den årlige vækst i realt BNP ventedes herefter at falde fra 1,8 pct. i 2004 til mellem 1,1 pct. og 1,7 pct. i 2005 for at stige til mellem 1,5 pct. og 2,5 pct. i 2006. Prognoser fra internationale og private organisationer viste en

Figur 1. ECB-renter og pengemarkedsrenter

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



Kilde: ECB

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

lignende udvikling. Betingelserne for en styrket økonomisk aktivitet blev dog stadig anset for at være til stede på trods af nedadrettede risici for væksten i forbindelse med den lave forbrugertilid, de høje, volatile oliepriser og de globale ubalancer. Uden for euroområdet forblev væksten i verdensøkonomien kraftig og var med til at understøtte euroområdets eksport. I euroområdet gav de meget gunstige finansieringsvilkår, virksomhedernes robuste indtjening og omstruktureringen i virksomhederne et positivt investeringsmiljø. Det var ventet, at væksten i det private forbrug ville nyde godt af en forventet stigning i den disponible realindkomst som følge af kraftigere beskæftigelsesvækst og lavere inflation. Reviderede statistiske data (der først forelå senere på året) viste, at væksten i realt BNP, selv om den fortsat var afdæmpet, rent faktisk havde rettet sig lidt efter lidt i 1. halvår 2005 (fra 0,2 pct. i 4. kvartal 2004 til henholdsvis 0,3 pct. og 0,4 pct. i 1. og 2. kvartal 2005). Dette skyldtes hovedsagelig et større bidrag fra nettoeksporten.

Hvad angår priserne, faldt den gennemsnitlige årlige HICP-inflation til 2,0 pct. i 1. halvår 2005

fra ca. 2,3 pct. i 2. halvår 2004. Faldet afspejlede dog hovedsagelig basiseffekter. Den kraftige stigning i oliepriserne fortsatte med at lægge et betydeligt opadrettet pres på inflationsudviklingen. Ikke desto mindre forblev lønudviklingen moderat, og der var således ingen tegn på, at et underliggende indenlandsk inflationspres var under opbygning i euroområdet. I overensstemmelse hermed viste de makroøkonomiske fremskrivninger fra eurosystemets stab i juni 2005 en forventet gennemsnitlig årlig HICP-inflation på mellem 1,8 pct. og 2,2 pct. i 2005 og mellem 0,9 pct. og 2,1 pct. i 2006. Mens det underliggende indenlandske inflationspres forblev begrænset i det grundlæggende scenario, blev der i forbindelse med fremskrivningerne konstateret visse opadrettede risici, især i tilknytning til oliepriserne fremtidige udvikling og potentielle stigninger i indirekte skatter og administrativt fastsatte priser. Styrelsesrådet understregede endvidere, at årvågenhed fortsat var påkrævet, for så vidt angik potentielle anden runde-effekter i løn- og prisdannelsen, der kunne opstå som følge af de højere oliepriser.

Styrkelsen af pengemængdevæksten, der begyndte midt i 2004, fortsatte i 1. halvår 2005. I modsætning til den foregående periode med kraftig pengemængdevækst (mellem 2001 og midten af 2003) blev pengemængdevæksten drevet af de mest likvide komponenter i M3 og var på modpartssiden knyttet til væksten i kreditgivningen til den private sektor. Denne udvikling afspejlede i stor udstrækning den stimulerende effekt af det historisk meget lave renteniveau i euroområdet. Som følge af de seneste års kraftige M3-vækst var der betydeligt mere likviditet i euroområdet end nødvendigt for at finansiere en ikke-inflationær vækst. Desuden var efterspørgslen efter lån til boligkøb fortsat robust, hvilket bidrog til kraftige boligprisstigninger i nogle dele af euroområdet, mens den årlige vækstrate på lån til ikke-finansielle selskaber gradvist steg igen.

Samlet set kom Styrelsesrådet frem til den konklusion, at selv om det på baggrund af det afdæmpede indenlandske inflationspres fortsat var hensigtsmæssigt at fastholde det historisk lave renteniveau, så viste et krydstjek af den økonomiske analyse med den monetære analyse, at det stadig var nødvendigt at udvise årvågenhed med hensyn til virkeliggørelsen af de risici, der fandtes for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt. Udviklingen i inflationsudsigterne på langt sigt blev i den forbindelse overvåget særlig nøje.

I 2. halvår 2005 blev styrkelsen af den økonomiske aktivitet, der var forventet i fremskrivningerne fra eurosystemets stab i juni 2005, gradvist bekræftet i forbindelse med den økonomiske analyse. Væksten i reelt BNP i euroområdet steg til 0,7 pct. kvartal-til-kvartal i 3. kvartal 2005. Dertil kom, at de betingelser for fortsat vækst, der var konstateret i forbindelse med de forrige fremskrivninger fra eurosystemets stab, fortsat var på plads. På den baggrund pegede december-fremskrivningerne i retning af en vækst i reelt BNP på mellem 1,2 pct. og 1,6 pct. i 2005 og mellem 1,4 pct. og 2,4 pct. i både 2006 og 2007, dvs. en vækst i reelt BNP, der var stort set på linje med resultatet af junifremskrivningerne. Prognoser fra internationale og private organisationer tegnede et lignende billede. Samtidig

fandtes der stadig en række risikofaktorer, som lagde en dæmper på udsigterne for den økonomiske aktivitet, og som hovedsagelig var relateret til oliepriser, der var højere end forventet, globale ubalancer og en forbrugertillid, der – selv om den var stigende – fortsat var lav.

Hvad angår priserne, nåede HICP-inflationen i 2. halvår 2005 – primært som følge af stigninger i energipriserne – op på et niveau, der lå betydeligt over 2 pct. Det højeste niveau blev nået i september med 2,6 pct. I modsætning til forventningerne tidligere på året blev det desuden stadig tydeligere, at oliepriserne også ville holde sig på et højt niveau et godt stykke ud i fremtiden. Som følge heraf – og selv om de fremskrivninger og prognoser, der forelå tidligt i 2005, pegede i retning af et forholdsvis markant fald i HICP-inflationen i 2006 – ændredes denne opfattelse grundlæggende i årets løb. I 2. halvår 2005 blev det anset for sandsynligt, at den gennemsnitlige årlige HICP-inflation i 2006 ville forblive over 2 pct. på trods af antagelsen om, som det blev hævdet, at lønstigningerne ville forblive beherskede. Ifølge fremskrivningerne fra eurosystemets stab i december 2005 skulle den gennemsnitlige HICP-inflation således blive mellem 1,6 pct. og 2,6 pct. i 2006 og mellem 1,4 pct. og 2,6 pct. i 2007. Prognoser fra internationale og private organisationer tegnede stort set samme billede. Styrelsesrådet bekræftede desuden, at dette scenario fortsat var forbundet med de tidligere identificerede opadrettede risici.

I 2. halvår 2005 pegede resultatet af den monetære analyse stadig i retning af opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt til langt sigt. Ifølge alle plausible mål var likviditeten i euroområdet fortsat rigelig. Den stigning i pengemængdevæksten, man havde kunnet iagttage siden midten af 2004, blev yderligere styrket i 3. kvartal 2005. Væksten i det brede pengemængdemål, M3, blev fortsat drevet af M3s mest likvide komponenter, samtidig med at renterne var meget lave. Især på realkreditområdet var udlånsvæksten endvidere forblevet meget robust. Det var i denne sammenhæng nødvendigt nøje at følge prisdynamikken på boligmarkederne i en række lande.

Derfor udtrykte Styrelsesrådet i 2. halvår 2005 stigende bekymring over opadrettede risici for prisstabiliteten og understregede, at der var behov for at udvise stor årvågenhed med hensyn til udviklingen i inflationsforventningerne på langt sigt. I december var det berettiget at justere den ekspansive pengepolitiske stilling. Der blev i denne sammenhæng taget højde for de risici for prisstabiliteten, der var blevet identificeret i forbindelse med den økonomiske analyse og bekræftet af krydstjekket med den monetære analyse. Den 1. december 2005 besluttede Styrelsesrådet derfor at forhøje ECBs officielle renter med 25 basispoint. Styrelsesrådet var af den opfattelse, at beslutningen ville bidrage til at holde inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt solidt forankret på et niveau, der var foreneligt med prisstabilitet. En sådan forankring af inflationsforventningerne er en forudsætning for, at pengepolitikken også fremover kan bidrage til at fremme den økonomiske vækst i euroområdet. Efter beslutningen 1. december 2005 forblev både de nominelle renter og realrenterne i euroområdet meget lave over hele løbetidsspektret. ECBs pengepolitik var således fortsat ekspansiv og fortsatte med at understøtte den økonomiske aktivitet og jobskabelsen i betydelig grad. Styrelsesrådet understregede, at især udviklingen i de faktorer, der udgjorde en risiko for prisstabiliteten, stadig skulle overvåges nøje.

## 2 DEN MONETÆRE, FINANSIELLE OG ØKONOMISKE UDVIKLING

### 2.1 DE GLOBALE MAKROØKONOMISKE FORHOLD

#### VERDENSØKONOMIEN FORTSATTE SIN ROBUSTE VÆKST

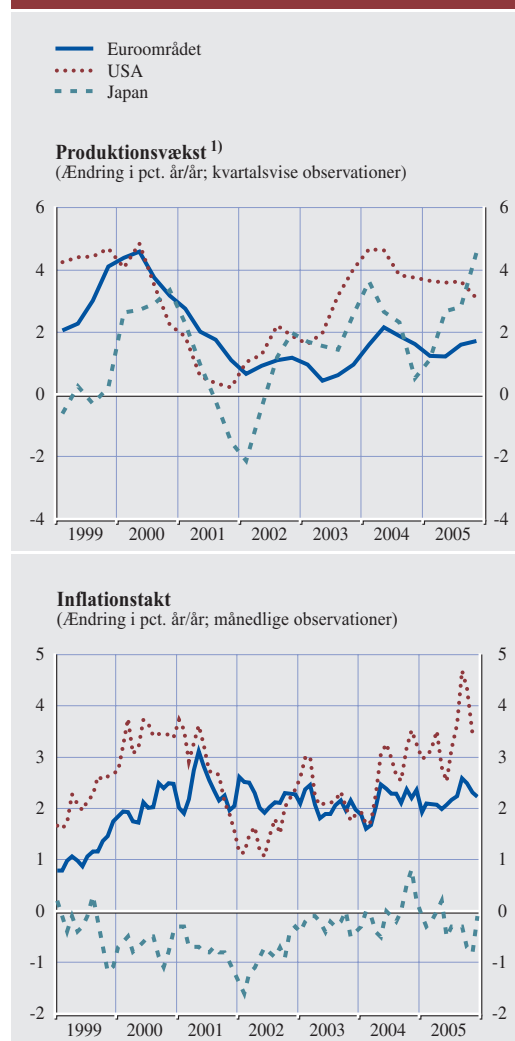
I 2005 var den globale økonomiske vækst fortsat robust og kun lidt mindre end den usædvanligt stærke vækst i 2004. Som i 2004 var væksten særlig kraftig i Asien. Navnlig i den kinesiske økonomi fortsatte væksten med mere eller mindre uformindsket styrke, mens væksten i den japanske økonomi tiltog. Den globale aktivitet nød fortsat godt af gunstige finansieringsvilkår og virksomhedernes stærke rentabilitet i mange lande. Endvidere blev den globale vækst fortsat understøttet af den stærke amerikanske økonomi.

Oliepriserne fortsatte med at stige gennem det meste af året, hvor prisen på Brent-råolie nåede et historisk toppunkt på 67,5 dollar pr. tønde primo september. Stigningerne afspejlede i høj grad den globale økonomis robuste vækst og den stigende efterspørgsel efter energi, der var forbundet hermed, samt den tiltagende udhuling af overskudskapaciteten i hele olieforsyningskæden. De høje oliepriser synes dog indtil videre at have haft en forholdsvis afdæmpet effekt på den globale vækst og inflation. Selv om det samlede forbrugerprisindeks var påvirket af stigningen i energikomponenten, var det underliggende inflationspres fortsat temmelig behersket i de fleste lande. For landene i Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD) var den årlige samlede stigning i forbrugerprisindekset 2,7 pct. for året som helhed.

USA oplevede kraftig økonomisk vækst i 2005, hvor realt BNP steg med 3,5 pct. for året som helhed. Væksten i realt BNP blev understøttet af et fortsat stærkt privat forbrug og investeringsudgifter, mens nettohandlens bidrag til væksten var svagt negativt. Det private forbrug var kraftigt det meste af året i lyset af gunstige finansieringsvilkår, stigende boligpriser og en fortsat forbedring af beskæftigelsesforholdene. Samtidig med at lønvæksten fortsat var forholdsvis behersket, lagde de stigende energipriser en dæmper på væksten i den disponible realindkomst, hvilket bidrog til et yderligere fald i den i forve-

jen lave personlige opsparingskvote. Samtidig steg husholdningernes gæld som andel af den disponible indkomst yderligere i 2005. Erhvervsinvesteringerne steg kraftigt på baggrund af de gunstige finansieringsvilkår og virksomhedernes stærke rentabilitet. Til trods for høje oliepriser og øgede omkostninger til råvarer bidrog beskedne lønstigninger samt en kraftig,

Figur 2. Hovedtendenser i vigtige udviklede økonomier



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

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

om end aftagende, produktivitetsvækst til en stigning i avancerne i løbet af året.

USAs betalingsbalance forværredes yderligere i 2005, hvor underskuddet på de løbende poster nåede et historisk højt niveau på 6,4 pct. af BNP. Importvæksten var større end eksportvæksten, hvilket førte til endnu større underskud på betalingsbalancen.

Forbrugerpriserne steg midlertidigt i 3. kvartal 2005 som følge af de negative effekter af stød i forbindelse med orkanerne og den langvarige stigning i energipriserne. Prispresset aftog dog i slutningen af året, hvor den årlige stigning i forbrugerprisindekset var 3,4 pct. Inflationen ekskl. energi og fødevarer var fortsat forholdsvis afdæmpet, nemlig 2,2 pct. På trods af de stigende oliepriser og råvareomkostninger og de negative effekter af orkanerne bidrog en appreciering af den nominelle effektive dollarkurs og en moderat stigning i enhedslønoms-kostningerne til at holde prispresset nede, samtidig med at inflationsforventningerne fortsat var beherskede.

Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) hævdede målet for federal funds-renten med 200 basispoint i 2005. Forhøjelsen blev gennemført i otte trin à 25 basispoint, hvilket bragte målet for federal funds-renten op på 4,25 pct. ved årets udgang. I en udtalelse efter årets sidste møde bemærkede FOMC, at det sandsynligvis ville blive nødvendigt med flere afmålte politiske stramninger. Hvad angår finanspolitikken, faldt underskuddet på den føderale budgetsaldo i finansåret 2005 i forhold til 2004, hvilket primært skyldtes øgede indtægter fra selskabs-skat og personlig indkomstskat. Underskuddet på den føderale budgetsaldo lå på 2,6 pct. af BNP i finansåret 2005.

I Japan fortsatte det økonomiske opsving i 2005, idet væksten i realt BNP (2,8 pct. i forhold til 2,3 pct. i 2004) for andet år i træk oversteg den potentielle vækst. Den økonomiske aktivitet tog hurtigt til i begyndelsen af 2005 i lyset af en kraftig vækst i det private forbrug og private investeringer ekskl. boliginvesteringer. Den robuste vækst i forbrugsudgifterne afspejlede vedva-

rende forbedringer i indkomst- og beskæftigelsesforhold, mens den hurtige vækst i kapitaludgifter ekskl. boligudgifter blev understøttet af gunstige finansieringsvilkår, en sund indtjening i virksomhederne og en forbedret finansiel stilling samt udskiftning af forældet kapitalapparat. Den indenlandske efterspørgsel var fortsat den vigtigste drivkraft bag den økonomiske vækst i 2005, men hen mod slutningen af året sås de første tegn på et opsving i eksporten (især til Kina). I løbet af 2005 nød banksektoren godt af det gradvise opsving i de makroøkonomiske forhold og forbedrede forhold med hensyn til kreditrisiko.

Bekymringerne vedrørende deflation aftog yderligere i 2005. Den årlige ændringstakt for forbrugerpriserne var en smule negativ for året som helhed (-0,3 pct. i forhold til 0,0 pct. i 2004), og mod slutningen af året ophørte forbrugerpriserne ekskl. ferske fødevarer med at falde. Bank of Japan fastholdt målet for saldoen på anfordringskonti uændret på omkring 30-35 billioner yen i 2005. I slutningen af 2005 tilkendegav Bank of Japan imidlertid, at den i løbet af finansåret 2006 sandsynligvis vil ophøre med at føre en kvantitativ lempelig politik (som den har ført siden marts 2001), hvis gunstige prognoser for prisudviklingen bliver til virkelighed (Bank of Japan har tilkendegivet, at en vedvarende stigning i forbrugerpriserne er en forudsætning for, at den ændrer sin nuværende pengepolitiske strategi).

I økonomierne i Asien ekskl. Japan fortsatte den kraftige vækst, idet den dog aftog noget i 2005 i forhold til det meget høje niveau i 2004, hvilket hovedsagelig skyldtes en nedgang i den udenlandske efterspørgsel, en mindre robust indenlandsk efterspørgsel og højere oliepriser. Hvad angår prisudviklingen, medførte højere oliepriser en høj inflation i en række større økonomier i området – med undtagelse af Kina – og de monetære myndigheder begyndte gradvis at forhøje renten. Den kinesiske økonomi fortsatte sin stærke vækst, understøttet af en stærk udenlandsk efterspørgsel og en robust indenlandsk efterspørgsel. De makroøkonomiske stramninger dæmpede investeringsvæksten, navnlig inden for fast ejendom, og stabiliserede inflationen. Over-



gangen til en mere fleksibel (men stadig stramt kontrolleret) valutakursordning i juli 2005 har tilsyneladende ikke haft nogen større indvirkning på økonomien. I december, efter udarbejdelsen af Kinas første samlede økonomiske oversigt for hele landet, opjusterede Kinas nationale statistikorgan landets BNP for 2004 med 2,3 billioner kinesiske yuan renminbi eller 16,8 pct. af det tidligere rapporterede nominelle BNP. Desuden reviderede det nationale statistikorgan ligeledes Kinas tal for BNP-væksten siden 1993, som gennemsnitligt steg ca. 0,5 procentpoint. Denne revision var hovedsagelig foranlediget af den forbedrede måling af Kinas servicesektor, som viste sig at være næsten 50 pct. større end tidligere beregnet. I 2005 som helhed steg Kinas BNP med 9,9 pct.

I Latinamerika var der fortsat tegn på en solid forbedring af de økonomiske forhold, som dog gik lidt langsommere end i 2004. Regionen nød godt af særdeles gunstige eksterne forhold og højere råvarepriser, som gjorde det muligt at reducere den finansielle sårbarhed på visse punkter. Væksten i regionen, som kunne tilskrives en stærk eksportvækst, kunne også drage fordel af øget forbrugsefterspørgsel og mulighed for nye investeringer. I Argentina var der tale om en hurtig real produktionsvækst, mens den økonomiske vækst i regionens to største lande, Brasilien og Mexico, var moderat.

### RÅVAREPRISERNE STEG KRAFTIGT I 2005

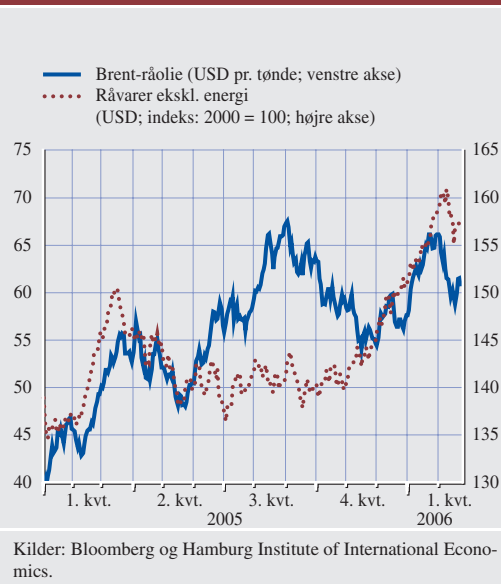
Oliepriserne steg kraftigt for andet år i træk i 2005. Prisen på Brent-råolie nåede et nyt topunkt primo september, hvor den lå på 67,5 dollar pr. tønde. Derefter faldt oliepriserne noget og lå ultimo 2005 på 58 dollar. For 2005 som helhed lå prisen på Brent-råolie i gennemsnit på 55 dollar, dvs. 45 pct. højere end gennemsnittet for 2004.

Selv om væksten i efterspørgslen efter olie aftog i 2005, blev kapacitetsbufferen i hele olieforsyningskæden yderligere udhulet. Oliepriserne var fortsat meget følsomme over for ændrede udbuds- og efterspørgselsforhold. En lav vækst i produktionen uden for OPEC-landene bidrog til strammere nøgletal for oliemarkedet. Produkti-

onsvæksten i Sammenslutningen af Uafhængige Stater (som i de seneste år har været hovedkilden til stigningen i olieproduktionen uden for OPEC-landene) aftog, og olieproduktionen i Nordsøen faldt i 2005. Ydermere medførte usædvanlige vejrforhold (fx orkaner) alvorlige stød til produktionen i Den Mexicanske Golf i USA. Som følge heraf steg efterspørgslen efter OPEC-olie, den såkaldte "call on OPEC". Den øgede OPEC-produktion var dog ikke i stand til at dæmpe priserne, da den aftagende overskudskapacitet i OPEC-produktionen fortsat vakte bekymring hos markedsdeltagerne over den manglende stødpude i tilfælde af fremtidige forstyrrelser af forsyningen.

Den stigende efterspørgsel efter raffinerede olieprodukter lagde pres på den ekstra raffinaderikapacitet, og flaskehalsene øgedes ligeledes på grund af manglende kapacitet til at bearbejde tunge og sure råolier. Den kvalitetsmæssige uoverensstemmelse mellem en tønne olie på henholdsvis udbuds- og efterspørgselsiden understøttede også priserne på lette og søde råolier som fx Brent. Geopolitiske bekymringer med hensyn til den fremtidige olieforsyningssikkerhed lagde ekstra pres på oliepriserne, idet der

Figur 3. Hovedtendenser på råvaremarkederne



(igen) opstod trusler i forskellige olieproducenterende lande.

Priserne på råvarer ekskl. energi, som måles ved Hamburg Institute of International Economics-indekset, har været stigende siden 2003 og toppede i marts 2005. De samlede priser på råvarer ekskl. energi aftog en smule i april og maj og fladede generelt ud i de følgende seks måneder. Priserne på råvarer ekskl. energi er steget kraftigt igen siden november 2005. Udtrykt i dollar steg de samlede priser på råvarer ekskl. energi gennemsnitligt 9,5 pct. i 2005. Guldprisen steg til det højeste niveau siden 1981 og lå i december 2005 på 538 dollar pr. troy ounce.

## 2.2 DEN MONETÆRE OG FINANSIELLE UDVIKLING

### FORTSAT STYRKELSE AF VÆKSTEN I M3 PÅ BAGGRUND AF LAVE RENTER

I 2005 tiltog pengemængdevæksten betydeligt som følge af den stimulerende effekt af de lave renter i euroområdet. Samtidig aftog den udliggende og afdæmpende effekt på M3-væksten, der er forbundet med normaliseringen af euroområdets residents porteføljeadfærd (efter deres stærke præference for likviditet mellem 2001 og medio 2003), især i 1. halvår. Alt i alt bidrog styrkelsen af pengemængdevæksten i 2005 til den i forvejen rigelige likviditet i euroområdet.

Efter stigningen i 2. halvår 2004 var M3-væksten robust i de første måneder af 2005. Fra april 2005 styrkedes pengemængdevæksten igen for alvor, og den årlige vækst i M3 steg til 8,0 pct. i 3. kvartal 2005. Kortsigtsdynamikken var især kraftig midt på året, og 6-måneders væksten i M3 på årsbasis nåede i september 2005 det højeste niveau siden indledningen af ØMUens tredje fase. I 4. kvartal 2005 viste pengemængdevæksten tegn på afdæmpning, selv om M3 stadig steg robust med 7,8 pct. på årsbasis.

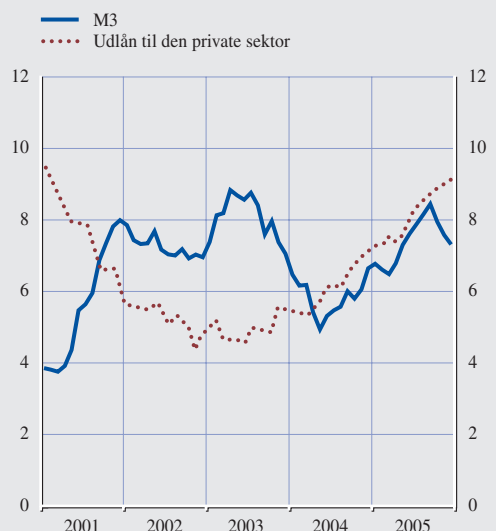
På komponentsiden bidrog de mest likvide aktiver i M3, som indgår i det snævre pengemængdemål, M1, mest til den samlede vækst i M3. På modpostsiden var MFIernes kreditgivning til den

private sektor den vigtigste drivkraft for pengemængdevæksten. Begge udviklingstendenser tyder på, at udviklingen i pengemængden i 2005 hovedsagelig kan tilskrives det aktuelle lave renteniveau i euroområdet, der indebærer lave alternativomkostninger ved at holde likvide midler og reducerede låneomkostninger.

Denne udvikling tyder også på, at den betydelige styrkelse fra medio 2004 var af en anden karakter end den styrkelse, der blev observeret mellem 2001 og primo 2003. I den tidligere periode, som var kendetegnet ved øget økonomisk og finansiel usikkerhed, var stigningen i den årlige M3-vækst ledsaget af et støt fald i den årlige vækst i udlån til den private sektor (se figur 4). Styrkelsen af pengemængdevæksten siden medio 2004 har derimod været forbundet med øget vækst i udlån til den private sektor. Den afspejler således snarere grundlæggende faktorer, især de lave renter, end effekten af porteføljeomlægninger – som det var tilfældet mellem 2001 og medio 2003 – som følge af volatiliteten på de finansielle markeder. (En analyse af drivkræfterne bag væksten i M3 siden medio 2004 findes i boks 1, "De seneste års

Figur 4. M3 og udlån til den private sektor

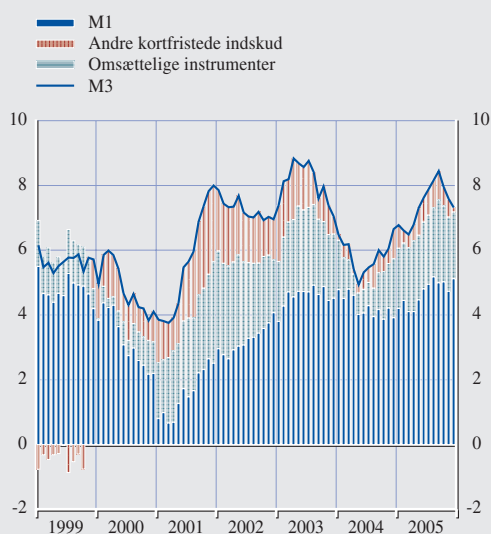
(Ændring i pct. år/år; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalender-effekter)



Kilde: ECB.

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

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



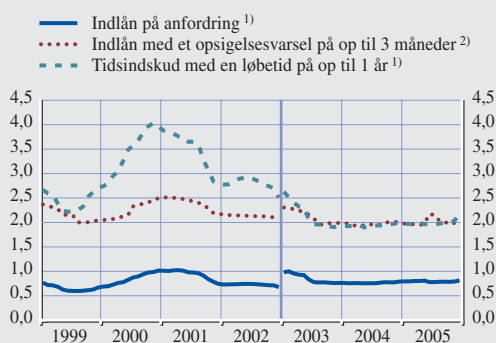
Kilde: ECB.

kraftige pengemængdevækst og dens skiftende karakter".)

Normaliseringen af euroområdet residents porteføljeadfærd efter deres øgede præference for likviditet mellem 2001 og medio 2003 fortsatte i hele 2005, men dog i et meget lavt tempo. Porteføljer blev omlagt fra penge til mere langfristede aktiver, hvilket havde en vis afdæmpende virkning på væksten i M3, men i en meget mere beskedne grad end forventet på grundlag af tidligere forløb. Navnlig var euroområdet pengeholdende sektor fortsat mere tilbageholdende med at investere i udenlandske aktiver, hvilket stod i modsætning til udenlandske residents villighed til at investere i aktiver fra euroområdet. Mod slutningen af året var der dog begyndende tegn på, at omgørelsen af tidligere porteføljeomlægninger til penge fortsatte, hvilket også kom til udtryk i udviklingen i MFInes nettofordringer på udlandet. I det omfang denne omgørelse lægger en dæmper på pengemængdevæksten, betyder det, at væksten i det officielle

**Figur 6. Korte indlånsrenter**

(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

Anm.: Observationer om bankrenterne indtil december 2002 og om MFI-renterne for nye forretninger ekskl. kassekreditter fra januar 2003 (vægtkorrigeret pr. december 2003). Se flere oplysninger om MFI-rentestatistikken og vægtkorrigeret i henholdsvis boks 2 i ECB Månedsoversigt for december 2003 og boks 3 i ECB Månedsoversigt for august 2004.

- 1) Før 2003 er det renten for indlån fra virksomheder. Fra januar 2003 er det renten for indlån fra husholdninger og ikke-finansielle selskaber.
- 2) Før 2003 er det renten for indlån fra virksomheder. Fra januar 2003 er det renten for indlån fra husholdninger.

M3 ikke altid fuldt ud viser den underliggende vækst i pengemængden.

Som i 2003 og 2004 kunne den årlige vækst i M3 i 2005 hovedsagelig tilskrives de mest likvide komponenter, der indgår i M1 (se figur 5). Det fortsat kraftige samlede bidrag fra M1 dækkede over visse forskelle i udviklingen i de underliggende komponenter. På den ene side aftog den årlige vækst i seddel- og møntomløbet i løbet af 2005 og var 13,7 pct. i december 2005 i forhold til 18,5 pct. i januar 2005. Denne udvikling var i overensstemmelse med forventningerne om en langvarig justering af beholdningerne af sedler og mønter efter overgangen til euro i januar 2002. På den anden side sås i 2005 en styrkelse af den årlige vækst i indlån på anfordring understøttet af de meget lave alternativomkostninger ved at holde disse instrumenter som følge af de meget lave renter. Den gennemsnitlige rente for indlån på anfordring for husholdninger og ikke-finansielle selskaber har stort set været uændret siden ultimo 2003 og var 0,81 pct. ultimo 2005

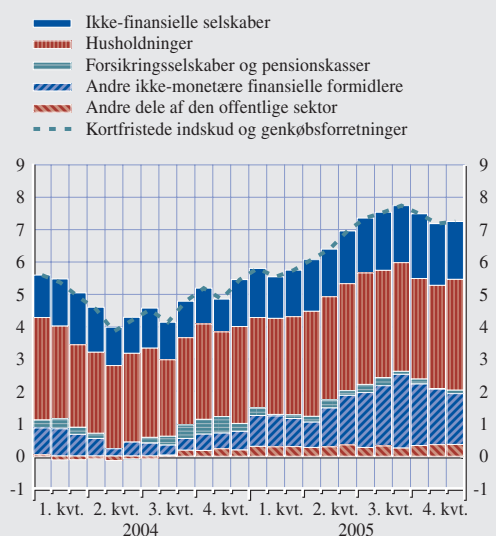
(se figur 6). Samtidig kan finansielle nyskabelser, fx stærkt likvide og meget højt forrentede indlånskonti på internettet, der til dels er registreret som indlån på anfordring, også have spillet en rolle.

Alt i alt bidrog M1 kraftigst til væksten i M3 i 2005. Styrkelsen af den årlige vækst i M3 i 2005 kunne dog i høj grad tilskrives udviklingen i kortfristede indskud ekskl. indlån på anfordring (se figur 5). Deres gennemsnitlige bidrag til den årlige vækst i M3 var ca. 2,1 procentpoint i 2005, dvs. næsten dobbelt så meget som i 2004. Det store bidrag afspejlede en vedvarende stigning i den årlige vækst i kortfristede tidsindskud (dvs. tidsindskud med en løbetid på til og med 2 år), mens væksten i kortfristede opsparingsindskud (dvs. indlån med et opsigelsesvarsel på til og med 3 måneder) gradvis faldt i årets løb. Generelt afspejler den relativt stærke efterspørgsel efter kortfristede indskud ekskl. indlån på anfordring ofte de lave alternativomkostninger ved at holde disse forholdsvis lavt forrentede, men også forholdsvis likvide aktiver på baggrund af et lavt renteniveau.

Omsættelige instrumenters gennemsnitlige bidrag til den årlige vækst i M3 steg kun en smule til 0,6 procentpoint i 2005 fra 0,5 procentpoint året før. Stigningen dækkede over forskellige udviklingstendenser i komponenterne. På den ene side var den årlige vækst i andele i pengemarkedsforeninger relativt afdæmpet. Da husholdninger og virksomheder ofte holder disse aktiver som sikkerhed i perioder med økonomisk og finansiell usikkerhed, var den moderate vækst i overensstemmelse med den igangværende, men langsomme normalisering af euroområdet residents porteføljeadfærd i 2005. På den anden side styrkedes efterspørgslen efter gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år betydeligt, hvilket muligvis afspejlede fremkomsten af nye strukturerede produkter, der er en kombination af disse instrumenter og afledte instrumenter og indebærer en vis eksponering for udviklingen på aktiemarkederne, men samtidig beskytter investorerne mod store kurstab. Den gennemsnitlige årlige vækst i genkøbsforretninger steg også

**Figur 7. Bidrag til den årlige vækst i kortfristede indskud og genkøbsforretninger**

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



Kilde: ECB.  
Anm.: Rapporteringssektoren omfatter MFier ekskl. eurosyste-  
met og staten.

kraftigt i 2005 i forhold til året før. Væksten i disse instrumenter kan dog være stærkt volatil.

En sektorfordeling af kortfristede indskud og genkøbsforretninger (dvs. den største aggregering af komponenter i M3, for hvilken der foreligger en pålidelig sektorfordeling) tyder på, at den øgede pengemængdevækst i løbet af 2005 i høj grad kunne tilskrives beholdningerne af indskud hos andre finansielle formidlere end MFier (se figur 7). Navnlig var ikke-monetære finansielle formidlere ekskl. forsikringsselskaber og pensionskasser (benævnt andre finansielle formidlere) i høj grad ansvarlige for væksten i M3 i størstedelen af 2005, selv om de kun tegnede sig for en lille del af de samlede kontantbeholdninger. Forklaringen på andre finansielle formidlers øgede betydning som pengeholdende sektor i de seneste år kan for en stor del være liberaliseringen af de finansielle markeder samt den dermed forbundne udvikling af dybere og mere likvide værdipapirmarkeder.

Samtidig steg bidraget fra de ikke-finansielle selskabers indskud til væksten i kortfristede indskud og genkøbsforretninger også en del i forhold til 2004. For de ikke-finansielle selskabers vedkommende er disse beholdninger typisk koncentreret om de mest likvide typer indskud, hvilket tyder på, at de generelt benyttes til transaktioner og er forbundet med behov for kortfristet finansiering og driftskapital. Desuden kan den kraftigere vækst i indskuddene også afspejle forsigtighedshensyn, da ikke-finansielle selskaber

kan tænkes at holde likvide indskud for at undgå alternativomkostninger i forbindelse med tidligere investeringsmuligheder og/eller omkostninger ved ekstern finansiering, hvis der skulle opstå et uventet behov for kontanter.

Endelig tyder sektorfordelingen af kortfristede indskud og genkøbsforretninger på, at husholdningerne har leveret det største bidrag til den kraftige vækst i disse instrumenter i 2005.

## Boks I

### DE SENESTE ÅRS KRAFTIGE PENGEMÆNGDEVÆKST OG DENS SKIFTENDE KARAKTER

De seneste års udvikling i pengemængdevæksten har været kendetegnet ved to perioder med betydelig styrkelse af den årlige vækst i M3. Den første periode startede med en fordobling af den årlige vækst i M3 fra ca. 4 pct. til ca. 8 pct. i 2001 og sluttede med en yderligere stigning til knap 9 pct. i 1. halvår 2003. Den anden periode begyndte midt i 2004, og siden da er den årlige vækst i M3 steget støt fra ca. 5 pct. til et toppunkt på 8 pct. i 3. kvartal 2005. I denne boks anvendes informationen i M3s komponenter og modposter samt sektorfordelingen af indskud til at illustrere den øgede pengemængdevækst i de to perioder og dens skiftende karakter.

Den kraftigere vækst i M3 mellem 2001 og 1. halvår 2003 kunne hovedsagelig tilskrives den øgede geopolitiske, økonomiske og især finansielle usikkerhed på daværende tidspunkt samt en række store stød til verdensøkonomien.<sup>1</sup> Disse stød omfattede et markant fald i aktiekurserne, terrorangrebene i USA den 11. september 2001, en strøm af regnskabsskandaler på begge sider af Atlanten efter korrektionen på aktiemarkederne samt krigen i Afghanistan i slutningen af 2001 og i Irak i begyndelsen af 2003. Den pengeholdende sektor (hovedsagelig husholdningerne og de ikke-finansielle selskaber) søgte et sikkert sted at placere sin opsparing på baggrund af disse stød og omlagde sin formueportefølje fra risikobetonede og langfristede aktiver til sikre og likvide monetære aktiver, hvilket medførte en øget pengemængdevækst. I perioden siden medio 2004 har den kraftige pengemængdevækst derimod tilsyneladende kunnet tilskrives de lave renter og dermed de lave alternativomkostninger ved at holde penge og har således været af en mere grundlæggende karakter.

Et nærmere blik på M3s komponenter viser, at porteføljeomlægningerne fra risikobetonede aktiver til penge mellem 2001 og medio 2003 øgede indstrømningen af gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år og andele i pengemarkedsforeninger, der holdes af husholdninger og virksomheder med henblik på "parkering" af likviditet i perioder med øget usikkerhed. Som følge deraf påvirkede udviklingen i disse to komponenter i betydelig grad den samlede pengemængdevækst, mens bidraget fra de mest likvide komponenter spillede en mere underordnet rolle. Den kraftige M3-vækst siden medio 2004 har derimod kunnet tilskrives de mest likvide komponenter i det snævre pengemængdemål, M1. Samtidig har den årlige indstrømning af gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år og andele i pengemarkedsforeninger været behersket (se figur A).

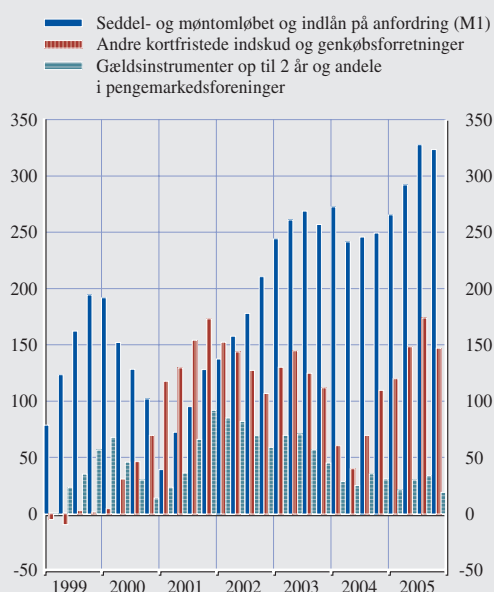
<sup>1</sup> Se artiklen "Money demand and uncertainty" i ECB Månedsoversigt for oktober 2005.

Hvad angår M3s modposter, fremgår den kraftige pengemængdevæksts skiftende karakter i de to perioder af udviklingen i udlån til den private sektor (se figur 4 i brødteksten). Mellem 2001 og medio 2003 var den øgede M3-vækst ledsaget af et støt fald i den årlige vækst i udlån til den private sektor. Med andre ord trak væksten i M3 og låntagningen i den private sektor i hver sin retning i den lange periode med øget økonomisk og finansiell usikkerhed. Perioden siden medio 2004 har derimod været kendetegnet ved en styrkelse af både pengemængdevæksten og væksten i udlån til den private sektor, hvilket afspejler de lave alternativomkostninger ved at holde monetære aktiver og de gunstige finansieringsvilkår som følge af de lave renter.

Figur B viser, hvor stor en rolle den kraftige kapitaltilstrømning til euroområdet spillede i forbindelse med den styrkede pengemængdevækst fra 2001 til medio 2003 (indikeret ved ændringerne i nettofordringer på udlandet i perioden). På baggrund af øget usikkerhed på de finansielle markeder og øget geopolitisk usikkerhed trak euroområdet resider midler, som de tidligere havde investeret i udenlandske aktier, hjem i forsøget på at finde en "safe haven", hvor disse midler var beskyttet mod de stød, der påvirkede den

**Figur A. Komponenter i M3**

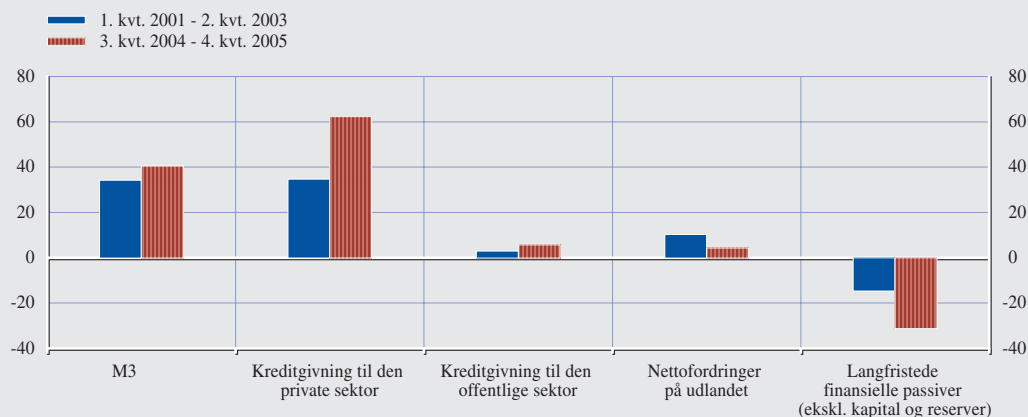
(Årlige strømme; milliarder euro; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

**Figur B. Bevægelser i M3 og dets modposter**

(Månedlige strømme; periodegennemsnit; milliarder euro; sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB

Anm.: M3 vises kun til orientering. Langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) vises med omvendt fortegn, da de er passiver for MFI-sektoren.

globale økonomi. I perioden siden medio 2004 har ændringen i nettofordringer på udlandet haft en meget mindre betydning for styrkelsen af pengemængdevæksten, selv om den fortsat har været positiv. Det tyder på, at euroområdet pengeholdende sektor har været tilbageholdende med at investere i udenlandske aktiver (i hvert fald i forhold til udenlandske investorer efterspørgsel efter aktiver fra euroområdet), men sammenlignet med effekten fra stigningen i udlån har det kun påvirket væksten i M3 i behersket omfang.

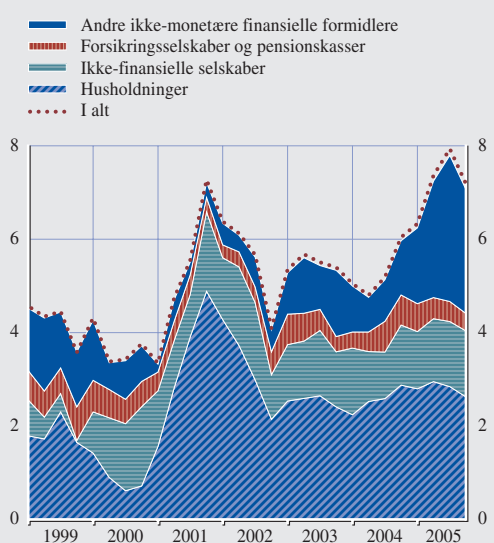
Hvad angår den generelle udvikling i M3s modposter, kan perioden mellem 2001 og medio 2003 karakteriseres ved et skift fra risikobetonede langfristede aktiver til kortfristede monetære aktiver som illustreret ved den begrænsede indstrømning til MFInes langfristede finansielle passiver. I perioden efter medio 2004 sås en betydelig indstrømning til MFInes langfristede finansielle passiver parallelt med den kraftige pengemængdevækst på baggrund af en generel stigning i MFI-sektorens konsoliderede balance.

Et afsluttende blik på sektorfordelingen af indskud på tværs af løbetid (det aggregat, for hvilket der foreligger en sektorfordeling siden 1999, som omfatter langfristede indskud uden for M3) viser, at stigningen i efterspørgslen efter indskud (inkl. genkøbsforretninger) i den første periode hovedsagelig forekom i husholdningssektoren (se figur C). Det afspejler husholdningernes øgede risikoaversion og præference for likviditet, efter at aktiemarkedsboblen var bristet, og der var opstået geopolitisk usikkerhed. I den anden periode er den styrkede vækst i indskud på tværs af løbetid karakteriseret ved et stigende bidrag fra sektoren "andre ikke-monetære finansielle formidlere", mens effekten af husholdningernes indskud var behersket. Data vedrørende kortfristede indskud og genkøbsforretninger (dvs. de komponenter i M3, for hvilke der først foreligger en sektorfordeling fra 2003) tyder på, at husholdningernes bidrag i denne periode er mere markant for indskud, der indgår i M3, end for de samlede beholdninger af indskud.

Alt i alt bekræfter en analyse af sektorfordelingen af indskud samt M3s komponenter og modposter, at de to perioder med kraftig vækst i M3 i de senere år, fra 2001 til 1. halvår 2003 og siden medio 2004, er af meget forskellig karakter. Navnlig tyder den kraftige vækst i de mest likvide komponenter og væksten i efterspørgslen efter kredit på, at pengemængdevæksten i den seneste periode hovedsagelig har kunnet tilskrives de lave renter. Med hensyn til konsekvenserne for prisstabiliteten afspejler stigningen i M3-væksten i den tidlige periode, som skete på baggrund af den usædvanlige finansielle og geopolitiske usikkerhed, der medførte øget præference for likviditet, tilsyneladende ændringer i porteføljeadfærden og kan opfattes som forholdsvis harmløs, hvad angår udsigterne for prisudviklingen, mens den kraftige monetære udvikling siden medio 2004 er af en anderledes karakter og indebærer øget risiko for inflationspres på mellemlangt til langt sigt.

**Figur C. Sektorfordeling af indskud**

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



Kilde: ECB.

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

## YDERLIGERE STYRKELSE AF VÆKSTEN I MFIernes KREDITGIVNING TIL DEN PRIVATE SEKTOR

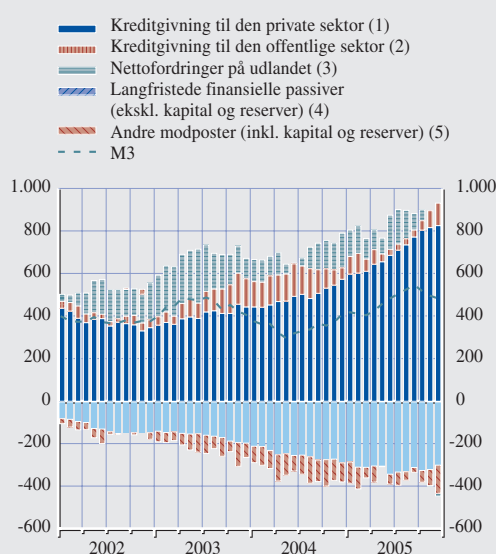
På modpostsiden kunne pengemængdevæksten tilskrives en vedvarende styrkelse af MFIernes kreditgivning til den private sektor (se figur 8). Det afspejlede en kraftig stigning i den årlige vækst i MFIernes udlån til den private sektor på baggrund af lave renter, forbedrede vilkår for kreditgivning (som fremgår af undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet) og betydelige stigninger i aktivpriserne, især på boligmarkedet. Ved udgangen af 2005 var den årlige vækst i udlån til den private sektor tiltaget til 9,1 pct. fra 7,1 pct. i december 2004. Udviklingen i MFIernes udlån til den private sektor i 2005 var bredt funderet på tværs af de vigtigste pengeholdende sektorer. Selv om det største bidrag til væksten i udlån til den private sektor kom fra husholdningssektoren og hovedsagelig afspejlede lån til boligkøb, afspejlede den fortsatte styrkelse af udlånsvæksten også i høj grad udviklingen i udlån til både ikke-finansielle selskaber og andre finansielle formidlere.

Blandt M3s øvrige modposter var udviklingen i MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) robust i 2005 efter den betydelige styrkelse året før. Det indikerede, at euroområdet pengeholdende sektor fortsat var tilbøjelig til at investere i langfristede aktiver i euro. I lyset af den manglende acceleration i MFIernes langfristede finansielle passiver i 2005 i forhold til 2004 tydede udviklingen dog også på et aftagende tempo i normaliseringen af euroområdets residents porteføljeadfærd, som var kendetegnet ved et skift fra likvide monetære aktiver til instrumenter med længere løbetid.

Udviklingen i MFIernes nettofordringer på udlandet var i størstedelen af 2005 stadig kendetegnet ved positive årlige strømme, der udøvede et opadrettet pres på udviklingen i M3 (se figur 8). Ifølge betalingsbalancetal afspejler dette fænomen, at udenlandske residents tilbøjelighed til at investere i aktier og obligationer fra euroområdet var større end euroområdets residents tilbøjelighed til at investere i udlandet. I 1. halvår

Figur 8. M3s modposter

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



Kilde: ECB.

Anm.: M3 vises kun til orientering ( $M3=1+2+3-4+5$ ). Langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) vises med omvendt fortegn, da de er passiver for MFI-sektoren.

kan dette investeringsmønster have været forbundet med eurokursudviklingen.<sup>1</sup>

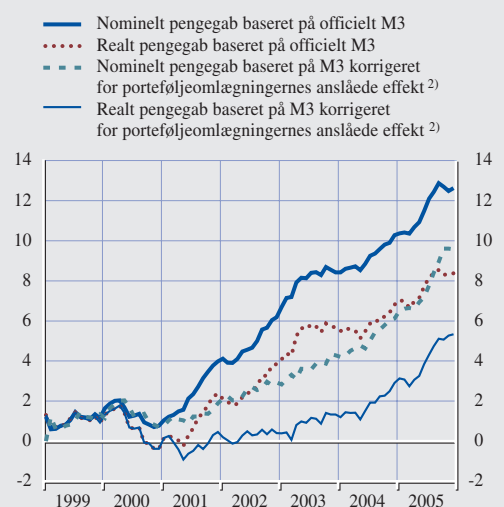
I 2. halvår sås derimod en række måned-til-måned nettoudstrømninger af kapital fra euroområdet, muligvis på grund af den yderligere udvidelse af rentespændet mellem USA og euroområdet i den korte ende af rentekurven. Det kan have været forbundet med en vis omgørelse af tidligere porteføljeomlæggelser til monetære aktiver, hvor disse midler blev geninvesteret i mere risikobetonede udenlandske værdipapirer efter et tydeligt fald i euroområdets investors tilbageholdenhed med at investere i udlandet. Som følge af denne udvikling mindskedes den årlige strøm af euroområdets MFIers nettofordringer på udlandet, som til sidst blev negativ i

<sup>1</sup> En nærmere beskrivelse af sammenhængen mellem udviklingen i valutakurserne og MFIernes nettofordringer på udlandet findes i boksen "Recent developments in MFI net external assets" i ECB Månedsoversigt for juli 2005.



**Figur 9. Skøn over pengegab<sup>1</sup>**

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



Kilde: ECB.

- 1) Det nominelle pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau og det M3-niveau, som ville have været tilfældet med en konstant M3-vækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. siden december 1998. Det reale pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau deflateret med HICP og det deflaterede M3-niveau, som ville have været tilfældet med en konstant nominal M3-vækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. og en HICP-inflation i overensstemmelse med ECBs definition af prisstabilitet, med december 1998 som referenceperiode.
- 2) Skøn over omfanget af porteføljeomlægninger til M3 er udarbejdet ved hjælp af metoden i afsnit 4 i artiklen "Monetary analysis in real time" i Månedsoversigten for oktober 2004.

november 2005, for første gang siden december 2001. Mod årets slutning opvejede den afdæmpende effekt på M3-væksten af udviklingen i nettofordringer på udlandet og langfristede finansielle passiver mere end rigeligt den øgede vækst i kreditgivning.

#### FORTSAT RIGELIG LIKVIDITET

Den styrkede vækst i M3 i 2005 indebar en forøgelse af den allerede rigelige likviditet i euroområdet. Foreliggende skøn over likviditetsforholdene (udtrykt ved det nominelle pengegab og det reale pengegab), dvs. mål for den likviditet, der er til rådighed ud over den mængde, som er nødvendig for at finansiere en ikke-inflationær vækst, viser en yderligere stigning i 2005 (se figur 9). Det nominelle pengegab defineres som

forskellen mellem det faktiske M3-niveau og det M3-niveau, som ville have været tilfældet med en konstant M3-vækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. siden december 1998, mens det reale pengegab korrigerer det nominelle pengegab for den overskudslikviditet, som er opsuget af den tidligere prisudvikling (dvs. inflationens akkumulerede afvigelse fra ECBs definition af prisstabilitet). Mod årets slutning viste begge mål visse tegn på stabilisering, men dog stadig på et højt niveau.

ECB har også regelmæssigt offentliggjort pengegab konstrueret på grundlag af en M3-serie, der søger at korrigere for den anslåede effekt af porteføljeomlægninger til monetære aktiver som følge af den øgede økonomiske og finansielle usikkerhed mellem 2001 og 2003.<sup>2</sup> Disse korrigerede mål viser samme opadrettede bevægelse i 2005, men lå betydeligt lavere end de tilsvarende pengegab baseret på det officielle M3.

Ved vurdering af disse likviditetsmål bør det dog bemærkes, at de er udtryk for ufuldkomne skøn over likviditetsforholdene. Da valget af referenceperiode til en vis grad er vilkårligt, er disse mål forbundet med betydelig usikkerhed og bør således fortolkes med forsigtighed. Desuden kan det ikke helt udelukkes, at de nuværende likviditetsforhold i et vist omfang afspejler en permanent ændring i de økonomiske aktørers efterspørgsel efter penge, dvs. en strukturelt højere præference for likviditet og dermed en forøgelse af kontantbeholdningernes ønskede størrelse. Endelig er skønnet over M3 korrigeret for porteføljeomlægninger forbundet med en betydelig usikkerhed, da selve korrektionerne af M3 også er skønnede.

Disse betydelige usikkerheder afspejles i den række af skøn, som de fire nævnte likviditetsmål er udtryk for. Det overordnede billede, som disse mål giver, er dog, at likviditeten i euroområdet var rigelig i 2005. På mellemlangt til langt sigt udgør rigelig likviditet risici for prisstabiliteten. Desuden indebærer kraftig vækst i pengemængde og kreditgivning på baggrund af alle-

<sup>2</sup> Se også afsnit 4 i artiklen "Monetary analysis in real time" i ECB Månedsoversigt for oktober 2004.

rede rigelig likviditet et behov for nøje at overvåge udviklingen i aktivpriserne, især på boligmarkederne, i lyset af muligheden for en skæv prisudvikling.

### EFTER AT HAVE VÆRET STABIL STEG PENGEMARKEDSRENTEN MOD ÅRETS SLUTNING

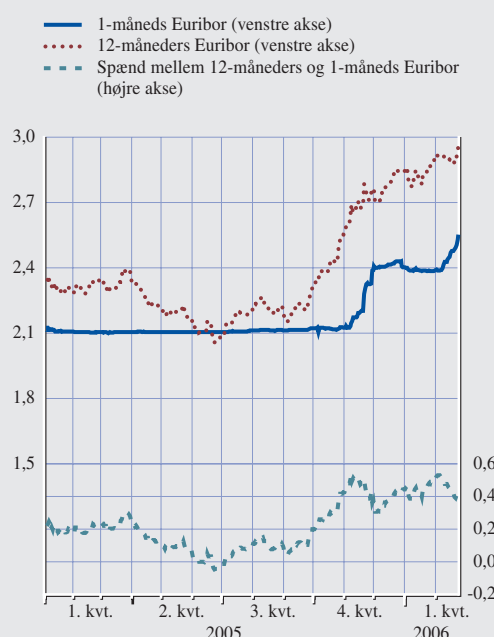
I størstedelen af 2005 besluttede Styrelsesrådet at fastholde de officielle renter uændret. Den 1. december 2005 blev ECBs officielle renter forhøjet med 25 basispoint, men var historisk set stadig lave. Pengemarkedsrenterne i den korte ende af rentekurven (fx 1-måneders Euribor som vist i figur 10) fulgte nøje denne udvikling i ECBs officielle renter. Pengemarkedsrenterne lå stort set stabilt på et niveau en smule under 2 pct. frem til november, hvor de steg på baggrund af forventninger om en stigning i ECBs officielle renter.

Pengemarkedsrenterne for de længere løbetider lå stort set stabilt i 1. kvartal 2005 på et niveau, der var noget højere end niveauet for de korte løbetider. I 2. kvartal 2005 begyndte 12-måneders Euribor at falde, og ved udgangen af juni havde den nået samme niveau som – og var endda kortvarigt faldet under – renterne i den korte ende af pengemarkedsrentekurven. Nedgangen ophørte mod slutningen af juli 2005, og fra begyndelsen af 4. kvartal tiltog stigningen i renterne for de længere løbetider. Denne udvikling fortsatte ind i 2006.

Udviklingen afspejledes i pengemarkedsrentekurvens hældning. Mod slutningen af maj 2005 udløste forventninger om en nedsættelse af ECBs officielle renter et fald i renterne, især i den lange ende af pengemarkedsrentekurven. Pengemarkedsrentekurven – målt som forskellen mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor – blev negativ i juni og nåede et lavpunkt på -5 basispoint den 23. juni 2005. Markedets forventninger om en yderligere nedsættelse af ECBs officielle renter forsvandt dog hurtigt, da udsigterne for euroområdet økonomiske vækst blev mere gunstige. Det medførte, at pengemarkedsrentekurven blev stadig stejlere indtil medio november, hvor de korte renter reagerede på de tiltagende forventninger om en stigning i de officielle renter, og rentekurven blev noget fladere.

**Figur 10. Korte renter i euroområdet og pengemarkedsrentekurvens hældning**

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



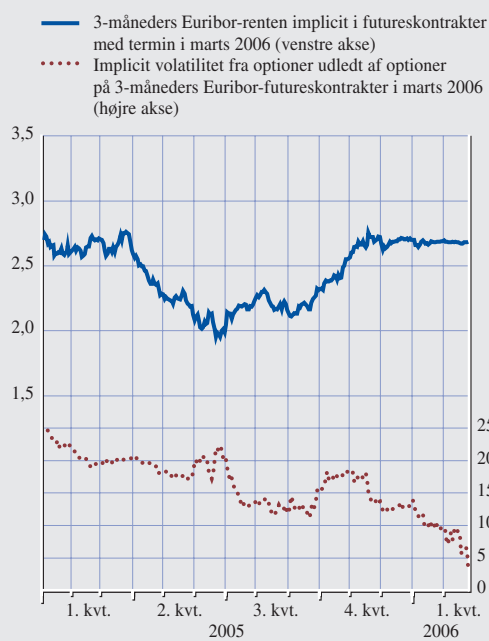
Kilde: Reuters.

Efter årsskiftet stabiliserede de korte pengemarkedsrenter sig stort set, mens de lange renter fortsatte med at stige. Pengemarkedsrentekurven blev følgelig stejlere i januar 2006 og nåede et niveau, der svarede til niveauet medio november. I februar vendte denne udvikling imidlertid, og de korte renter steg, mens de lange renter var stort set uændrede. Den 24. februar lå 1-måneders og 12-måneders Euribor på henholdsvis 2,55 pct. og 2,96 pct. Pengemarkedsrentekurvens hældning faldt følgelig igen med 10 basispoint i februar.

Den implicite volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter faldt betydeligt mellem januar og maj 2005, hvilket indikerede, at markedsdeltagerne forbandt den fremtidige udvikling i de korte renter med meget lille usikkerhed. Fra dette lave niveau steg volatiliteten dog efterfølgende to gange: i juni 2005 og, mere markant, i 4. kvartal 2005. Begge gange kunne volatilitetsstigningen tilskrives markedets

**Figur 11. 3-måneders Euribor-renten implicit i futureskontrakter og implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter**

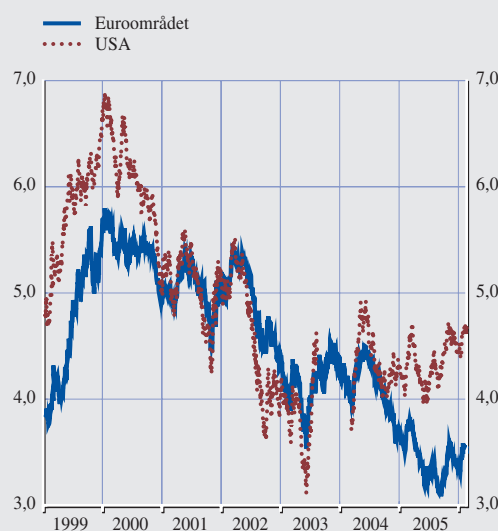
(I pct. p.a.; basispoint; daglige observationer)



Kilder: Reuters og Bloomberg.

**Figur 12. Lange statsobligationsrenter<sup>1</sup>**

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



Kilder: Reuters, Bloomberg og Thomson Financial Datastream.  
1) 10-årige obligationer eller den nærmeste tilsvarende løbetid for obligationer.

forventninger om en ændring af ECBs officielle renter. Mod slutningen af året, og især efter Styrelserådets beslutning om at forhøje renterne 1. december, faldt volatiliteten først, hvorefter den stabiliserede sig. I begyndelsen af 2006 faldt volatiliteten igen og nåede et meget lavt niveau i forhold til 2005 (se figur 11).

### DEN LANGE OBLIGATIONSRENTE VAR HISTORISK LAV I 2005

I 2005 viste de lange obligationsrenter i euroområdet det laveste niveau i 100 år.<sup>3</sup> Efter det historisk lave niveau på 3,1 pct. i september 2005 steg den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet til 3,4 pct. ved årets udgang, hvilket stadig var ca. 35 basispoint under niveauet i slutningen af 2004 (se figur 12).

Alt i alt afspejlede de lave lange obligationsrenter i euroområdet i 2005 markedsdeltageres op-

fattelse af et afdæmpet inflationspres på langt sigt og lave realrenter (se figur 13). Inflationsforventningerne på langt sigt – som afspejlet i "break-even"-inflationen – svingede inden for et ret snævert område i 2005 og var således godt forankret på et forholdsvis lavt niveau. De reale lange obligationsrenter var tilsyneladende påvirket ikke alene af nedjusteringer af vækstforventningerne på langt sigt, især i forbindelse med den kraftige stigning i oliepriserne (se boks 2, "De stigende olieprisers effekt på obligationsrenter og aktiekurser: en historisk sammenligning mellem euroområdet og USA"), men også af den kraftige efterspørgsel efter statsobligationer.

<sup>3</sup> Se boksen "Long-term and short-term nominal interest rates in the largest euro area countries from a historical perspective" i ECB Månedsoversigt for august 2005.

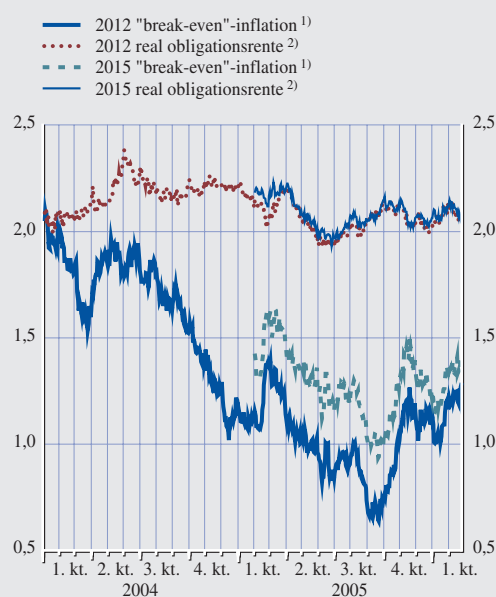
Ved udgangen af 1. kvartal lå de lange obligationsrenter i euroområdet på det højeste niveau i 2005, nemlig 3,8 pct., hvilket især afspejlede de stigende amerikanske lange statsobligationsrenter på baggrund af øget prispres og generelt gunstige nøgletal vedrørende de økonomiske udsigter for USA.

Fra slutningen af 1. kvartal til slutningen af 3. kvartal viste de lange obligationsrenter i euroområdet igen tendens til at falde og nåede et historisk lavt niveau på 3,1 pct. ved udgangen af 3. kvartal 2005. Dette fald i de lange obligationsrenter afspejlede en nedgang i realrenterne frem til slutningen af 3. kvartal, mens inflationsbetyrningerne var afdæmpet trods de stigende oliepriser (se figur 13). Faldet i realrenterne skyldtes tilsyneladende kun til dels grundlæggende makroøkonomiske forhold, dvs. vækstudsigterne på langt sigt, og var i større grad forbundet med andre faktorer, der primært vedrørte den usædvanlig kraftige efterspørgsel efter langfristede obligationer.<sup>4</sup> I euroområdet øgede navnlig pensionskasserne deres beholdninger af langfristede obligationer, til dels som følge af lovgivningsmæssige ændringer og pensionskassernes øgede behov for at matche deres aktiver og deres (langfristede) passiver. Set over en længere periode er en anden strukturel udviklingstendens, der kan have bidraget til de lave obligationsrenter, babyboom-generationens og generelt den aldrende befolknings stigende opsparingsaktivitet. Spekulativ adfærd såsom "carry trades" i renter, hvor man låner til en lav kort rente og investerer i langfristede instrumenter, kan have forstærket faldet i de lange obligationsrenter.

De lange statsobligationsrenter var lave på alle de vigtigste markeder. Det kan tyde på, at obligationsrenterne i euroområdet ikke kun faldt på grund af indenlandske faktorer, men også i høj grad på grund af øget global efterspørgsel efter obligationer udstedt i euroområdet. I den forbindelse kan de olieeksporterende landes voksende efterspørgsel efter obligationer, asiatiske og andre centralbankers fortsat kraftige efterspørgsel efter obligationer samt øget spredning af valuta-reserver have spillet en rolle. Desuden kan det ikke udelukkes, at de lave lange obligationsren-

**Figur 13. Real obligationsrente og "break-even"-inflation i euroområdet**

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



Kilder: Reuters og ECBs beregninger.

1) Udledt af markedskursen på franske statsobligationer, som indeksreguleres i forhold til euroområdets HICP (ekskl. tobakspriser).

2) Metoden, som anvendes til at beregningerne, er beskrevet i boks 2 i Månedsoversigten for februar 2002.

ter i 2005 også var forbundet med den rigelige likviditet i det globale finansielle system efter en lang periode med en ekspansiv pengepolitik.

Ved udgangen af 3. kvartal 2005 var faldet i de nominelle og reale obligationsrenter i euroområdet ophørt. Stigningen i de lange nominelle obligationsrenter og indeksobligationsrenter i 4. kvartal 2005 tyder på, at markederne forventede øget økonomisk vækst i euroområdet i den nærmeste fremtid. Stigningen i de lange nominelle og reale obligationsrenter i euroområdet afspejlede også markedsdeltagernes opjusterede forventninger til udviklingen i de korte renter på kort til mellemlangt sigt, hvilket fremgår af den gradvise opadrettede forskydning af den impli-

<sup>4</sup> Se boksen "Recent developments in long-term interest rates" i ECB Månedsoversigt for april 2005.

citte forwardrentekurve for de tilsvarende løbetidssegmenter i 4. kvartal 2005.

Som følge af denne udvikling endte den nominelle 10-årige statsobligationsrente i euroområdet på 3,4 pct. ved årets udgang, hvilket var ca. 35 basispoint lavere end ultimo 2004. I USA steg den 10-årige statsobligationsrente derimod med ca. 20 basispoint i samme periode. Spændet mellem USAs og euroområdets 10-årige renter udvidedes således betydeligt i 2005. I begyndelsen af 4. kvartal 2005 nåede det et toppunkt på 120 basispoint i forhold til 55 basispoint ultimo 2004. Den forskellige udvikling i de lange renter afspejlede markedsdeltagernes divergerende opfattelser af de makroøkonomiske udsigter og forventningerne til de korte renter i de to økonomier. Den reale lange obligationsrente faldt i euroområdet i 2005, mens den steg betydeligt i USA.

I 2005 svingede "break-even"-inflationen på langt sigt inden for et snævert område mellem

1,9 pct. og 2,2 pct. i euroområdet som vist i figur 13, trods den kraftige stigning i oliepriserne. "Break-even"-inflationen baseret på udløb i 2012 sluttede året på 2,0 pct., hvilket svarede til et fald på 20 basispoint i forhold til ultimo 2004.

I 2005 lå den implicitte volatilitet på obligationsmarkedet – der siger noget om markedets opfattelse af de forventede udsving i obligationsrenterne på kort sigt – fortsat på det lave niveau, som sås i 2. halvår 2004. Det tyder på, at markedsdeltagerne i 2005 forventede ret begrænsede udsving i obligationsrenterne i euroområdet på kort sigt.

I de første to måneder af 2006 steg de lange statsobligationsrenter på de globale markeder. Den 24. februar lå den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet 20 basispoint over niveauet ultimo 2005. Stigningen afspejlede i en stigning i de lange indeksobligationsrenter, mens inflationsforventningerne på langt sigt, målt ved "break-even"-inflationen, var stort set uændrede.

## Boks 2

### DE STIGENDE OLIEPRISERS EFFEKT PÅ OBLIGATIONSRENTER OG AKTIEKURSER: EN HISTORISK SAMMENLIGNING MELLER EUROOMRÅDET OG USA

I denne boks fokuseres på de højere olieprisers effekt på markedets forventninger til den økonomiske vækst og inflationen som afspejlet i de lange obligationsrenter og aktiekurserne i euroområdet og i USA. De finansielle markeders reaktioner på den seneste kraftige stigning i oliepriserne sammenlignes med reaktionerne i tidligere perioder med høje oliepriser. I skarp modsætning til tidligere har obligationsrenterne og aktiekurserne i euroområdet og USA reageret forholdsvis behersket i det seneste år.

"Fisher-hypotesen" kan bruges til at illustrere, hvorfor og hvordan obligationsrenterne reagerer på ændringer i oliepriserne. Den siger, at de lange nominelle renter kan opdeles i en forventet realrente og den præmie, som investorerne kræver som kompensation for den forventede inflation i obligationens løbetid. Realrentekomponenten kan igen knyttes til bl.a. de gennemsnitlige vækstudsigter for økonomien i obligationens løbetid ifølge investorerne i obligationsmarkedet. Højere oliepriser dæmper normalt vækstudsigterne for ikke-olieproducerende økonomier på kort til mellemlangt sigt og medfører samtidig øget inflationspres og dermed øgede inflationsforventninger. Teoretisk er de nominelle obligationsrenters reaktion på højere oliepriser gennem "forventningskanalen" derfor tvetydig, da den afhænger af den relative styrke af effekten på henholdsvis vækst- og inflationsforventninger.

Tidligere er de nominelle obligationsrenter normalt steget i forbindelse med olieprishop, da stigende inflation og inflationsforventninger klart modvirker det nedadrettede pres på realrenterne, der er forbundet med den samtidige økonomiske afmatning. De første tre rækker i tabel A viser ændringerne i den 10-årige obligationsrente i de 12 måneder frem til de to toppunkter i oliepriserne under olieprisstødene i 1970'erne (januar 1974 og november 1979) og udsvinget som følge af Golfkrigen i 1990 (oktober).<sup>1</sup> Den 10-årige statsobligationsrente steg kraftigt på begge sider af Atlanten, for Tysklands vedkommende med 90-180 basispoint og for USAs vedkommende med 50-150 basispoint. I forbindelse med disse historiske episoder steg den faktiske inflation betydeligt i begge økonomier og udløste øgede inflationsforventninger blandt investorerne. Sandsynligvis udøvede den lavkonjunktur, som kendetegnede disse episoder, også et nedadrettet pres på realrenten. De deraf følgende kraftige stigninger i de nominelle obligationsrenter tyder derfor på, at de øgede inflationsforventninger mere end opvejede de sandsynlige fald i de lange realrenter.

**Tabel A. Ændringer i euroområdet og USAs 10-årige statsobligationsrente i 12 måneder frem til oliepriserens toppunkt**

(Basispoint)

	Euroområdet	USA
Jan. 1973 - jan. 1974	91	46
Nov. 1978 - nov. 1979	117	152
Okt. 1989 - okt. 1990	176	73
Sept. 2004 - sept. 2005	-89	20
<i>hvoraf:</i>		
Lange realrenter	-79	-4
"Break-even"-inflation på langt sigt	-10	24

Kilder: BIS, Reuters og ECBs beregninger.

Anm.: Observationer fra det tyske obligationsmarked er anvendt for euroområdet i de første tre perioder.

Under det seneste opsving i oliepriserne har de lange renter derimod reageret helt anderledes, især i euroområdet (se fjerde række i tabel A). I de 12 måneder forud for toppunktet i oliepriserne i september 2005 faldt den 10-årige statsobligationsrente med omkring 90 basispoint i euroområdet og steg med 20 basispoint i USA. Det afspejler tilsyneladende hovedsagelig, at den faktiske og den forventede inflation denne gang har været ret stabil i forhold til de tidligere olieprisstød. Som det også fremgår af tabel A, har den 10-årige "break-even"-inflation – der ganske vist ikke er et perfekt mål for inflationsforventningerne – kun ændret sig lidt i løbet af den pågældende periode.<sup>2</sup> Desuden ser det ud til, at de højere oliepriser også har medført visse nedjusteringer af markedsdeltagernes vækstforventninger og dermed lavere lange realrenter. I perioden frem til oliepriserens toppunkt i september 2005 faldt 10-årige indeksobligationer i euroområdet med ca. 80 basispoint, hvorimod der ikke var mange tegn på en lignende reaktion i USA (se tabel A). Nedgangen i euroområdets lange nominelle obligationsrenter i denne periode afspejler således hovedsagelig lavere reale obligationsrenter, mens inflationsforventningerne var stort set uændrede. Endvidere kan centralbankernes øgede troværdighed og forudsigelighed have bidraget til at nedbringe usikkerheden og dermed også til de afdæmpede bevægelser i obligationsrenterne i det forløbne år. Men hvis forbindelsen mellem den seneste tids udvikling i de lange obligationsrenter og oliepriserne kun forklares ved oliepriserens effekt på markedsdeltagernes vækst- og inflationsforventninger, tilsidesættes en række andre faktorer, som direkte kan have påvirket begge variabler.<sup>3</sup>

Aktiekurserne kan også være påvirket af udviklingen i oliepriserne. Teoretisk svarer kursen på en aktie til summen af de forventede fremtidige udbytter diskonteret med den risikofri rente og den risikopræmie, som investorerne kræver for at holde den. De forventede fremtidige udbytter kan

1 Den tyske 10-årige statsobligationsrente repræsenterer euroområdets obligationsrenter i disse tre perioder.

2 Indeksobligationsmarkedet er en ret ny komponent, og denne opdeling er således ikke mulig for de tre tidligere perioder med opsving i oliepriserne.

3 Det er fx sandsynligt, at den seneste udvikling i de lange realrenter også skyldes en række faktorer, der bestemmer risikopræmierne i forbindelse med obligationsrenterne. Se boksen "Recent developments in long-term real interest rates" i ECB Månedsoversigt for april 2005.

**Tabel B. Ændringer i euroområdet og USAs aktiekurser i de 12 måneder frem til olieprisernes toppunkt**

(I pct.)

	<b>Euroområdet</b>	<b>USA</b>
Jan. 1973 - jan. 1974	-2	-19
Nov. 1978 - nov. 1979	2	3
Okt. 1989 - okt. 1990	-1	-9
Sept. 2004 - sept. 2005	30	12

Kilder: Datastream, Reuters og ECBs beregninger.

Anm.: Aktieindekset, som er anvendt i beregningen, er Datastreams samlede markedsindeks.

for den reale risikofri rente, og ændringer i oliepriserne kan også påvirke denne komponent som forklaret ovenfor. Endelig bliver investorer normalt mere usikre på udsigterne for virksomhedernes indtjening i perioder med høje oliepriser, og det kan føre til efterspørgsel efter højere risikopræmier på aktier. Selv om nogle af komponenterne kan modvirke hinanden, er høje og stigende oliepriser generelt dårlige nyheder for aktierne, da de normalt overskygges af den fremtidige negative effekt på virksomhedens opfattede rentabilitet (se de første tre rækker i tabel B).

Tabel B viser det årlige afkast på euroområdets og USAs aktiemarked i samme fire perioder med høje oliepriser. Tabellen fremhæver også nogle slående forskelle i aktiekurserne mellem den seneste periode og tidligere perioder frem til toppunkterne i oliepriserne. Mens de to olieprisstød i 1970'erne og toppunktet i begyndelsen af 1990'erne faldt sammen med forholdsvis ringe afkast for aktiemarkedsinvestorerne, var der tale om aktiekursstigninger i perioden mellem september 2004 og september 2005, især i euroområdet. I forbindelse med den seneste episode synes markedsdeltagerne således at have tillagt de olieprisrelaterede faktorer, der normalt påvirker aktiekurserne, mindre betydning.

En af forklaringerne på forskellen i forhold til 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne kan være, at modne økonomier er langt mindre afhængige af olie, og at den seneste tids olieprisstigninger i højere grad har været drevet af efterspørgsel som følge af en generelt sund global økonomisk aktivitet. Endvidere er risikoen for eskalering af lønforhandlingsprocessen og løn-prisspiraler tilsyneladende mere begrænset end ved tidligere olieprisstød. Med hensyn til den relative udvikling afspejler den stærkere stigning på euroområdets aktiemarked end på USAs i perioden 2004-05 i nogen grad det kraftigere fald i de lange realrenter i euroområdet (se tabel A).

Således reagerede obligations- og aktiemarkedene i euroområdet og USA mere afdæmpet under det seneste opsving i oliepriserne end i de historiske perioder med høje oliepriser. Nedgangen i realrenterne på euroområdets indeksobligationer kan være tegn på, at den seneste tids høje oliepriser har skabt en vis bekymring over udsigterne for den økonomiske vækst i euroområdet, selv om andre strukturelle og kortsigtede faktorer også kan have spillet en rolle i denne periode. Hvad angår den stabile "break-even"-inflation i euroområdet, kan det ikke udelukkes, at centralbankernes øgede troværdighed med hensyn til at sikre en lav og stabil inflation har haft en central betydning for de finansielle aktivprisers observerede modstandsdygtighed over for det seneste olieprisstød.

erstattes med indtjeningsforventningerne i værdiansættelsen, hvis det antages, at en bestemt del af indtjeningen udbetales som udbytte. Ændringer i oliepriserne kan have en effekt på alle tre komponenter. Således kan højere energiomkostninger føre til svagere vækst i den forventede indtjening for nogle virksomheder, men også til kraftigere vækst i den forventede indtjening for de virksomheder, der normalt drager fordel af olieprisstigninger, fx olieefterforskningsselskaber. De lange reale statsobligationsrenter bruges ofte som udtryk

## EUROOMRÅDETS AKTIEKURSER STEG FORTSAT I 2005

I 2005 fortsatte aktiekurserne i euroområdet den stigende tendens siden begyndelsen af 2003 (se figur 14). Dow Jones Euro Stoxx-indekset sluttede året med en stigning på 23 pct. i forhold til ultimo 2004, hvilket var en smule under Nikkei 225-indekset, men over Standard & Poor's 500-indekset, der bevægede sig sidelæns i 2005. Bortset fra den relative renteutvikling kan de lavere stigninger på de amerikanske aktiemarkeder til en vis grad forklares ved valutakursudviklingen: I 2005 apprecierede den amerikanske dollar med 13 pct. og 15 pct. over for henholdsvis euroen og den japanske yen.

Det stærke aktiemarked i euroområdet i 2005 synes at afspejle flere forskellige faktorer, især de lavere lange renter, der fungerer som diskontingsfaktor for de forventede fremtidige pengestrømme, og vedvarende tocifret vækst i faktisk

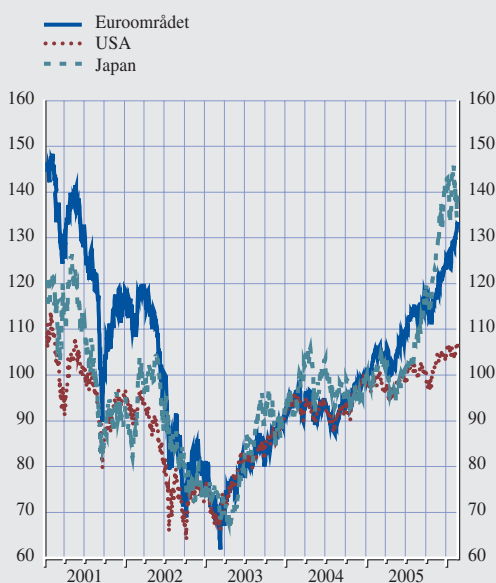
indtjening pr. aktie (se figur 15). Aktieanalytikerne opjusterede generelt deres indtjenings-skøn. Fortsat lav volatilitet på aktiemarkedet, hvilket tydede på, at markedsdeltagerne ikke forbandt udsigterne på aktiemarkedet på kort sigt med særlig stor usikkerhed, bidrog også positivt til udviklingen i aktiekurserne.

Potentielt negative faktorer, fx de mindre optimistiske økonomiske udsigter som følge af den kraftige stigning i oliepriserne (se boks 2), har kun delvis dæmpet aktiekursstigningerne.

Hvad angår sektorfordelingen, var stigningen i euroområdet aktiekurser i 2005 mest markant i olie- og gassektoren (i overensstemmelse med den kraftige vækst i indtjeningsstallene, der i høj grad kunne tilskrives udviklingen i oliepriserne) samt i den finansielle sektor. Af de 10 økonomiske sektorer i Dow Jones Euro Stoxx-indekset oplevede kun telekommunikationssektoren la-

Figur 14. Aktieindeks

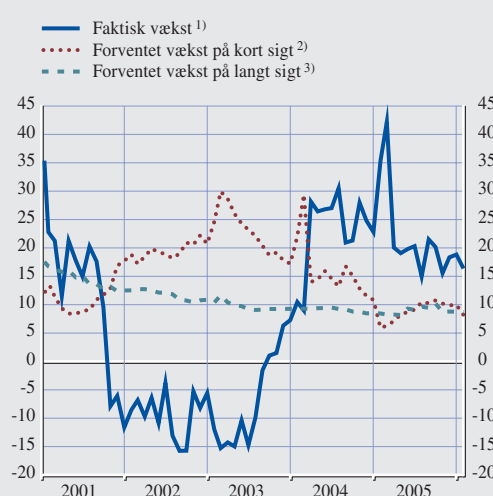
(Indeks: 31. december 2004 = 100; daglige observationer)



Kilder: Reuters og Thomson Financial Datastream.  
Anm.: De anvendte indekser er Dow Jones Euro Stoxx bredt indeks for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan.

Figur 15. Vækst i virksomhedernes faktiske og forventede indtjening pr. aktie

(I pct. år/år; månedlige observationer)



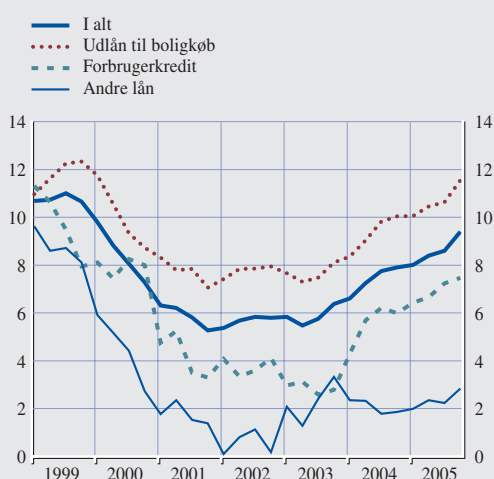
Kilder: Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.  
Anm.: Vækst i indtjening pr. aktie i Dow Jones Euro Stoxx-indekset.

- 1) Henviser til indtjening pr. aktie 12 måneder frem.
- 2) Henviser til analytikernes indtjeningsforventninger 12 måneder frem.
- 3) Henviser til analytikernes indtjeningsforventninger 3-5 år frem.



**Figur 16. MFI-lån til husholdningerne**

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

vere aktiekurser ultimo 2005 end året før. Sektoren for forbrugstjenesteydelser og sundhedssektoren viste også lavere stigninger end det samlede indeks i 2005. De lavere stigninger i disse sektorer tyder på, at indtjeningsudsigterne for virksomheder, der er mere afhængige af det private forbrug, var forholdsvis ugunstige i 2005.

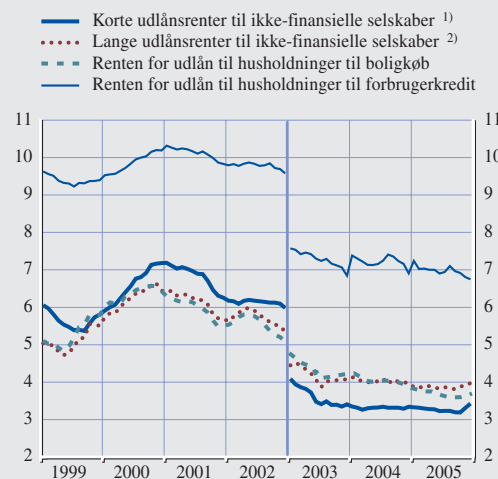
I begyndelsen af 2006 fortsatte de globale aktiekurser med at stige. Frem til 24. februar 2006 steg Dow Jones Euro Stoxx-indekset med 8 pct. i forhold til ultimo 2005. Standard & Poor's 500 og Nikkei 225 steg mindre kraftigt i samme periode. Disse aktiekursstigninger kan forklares ved en generelt solid vækst i virksomhedernes indtjening samt investorernes øgede villighed til at investere i risikobetonede aktier.

#### **KRAFTIG EFTERSPØRGSEL EFTER FINANSIERING BLANDT HUSHOLDNINGERNE**

I 2005 fortsatte husholdningernes låntagning den stigende tendens siden medio 2003, hvilket afspejlede robust vækst i udlån til boligkøb og tiltagende kraftig vækst i forbrugerkredit. Den årlige vækst i MFIernes udlån til husholdninger

**Figur 17. Renter for udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber**

(I pct. p.a.)



Kilde: ECB.

Anm.: Observationer om bankrenterne indtil december 2002 og om MFI-renterne for de nye forretninger ekskl. kassekreditter fra januar 2003 (vægtkorrigeret pr. december 2003). Se flere oplysninger om MFI-rentestatistikken og vægtkorrigeret i henholdsvis boks 2 i Månedsoversigten for december 2003 og boks 3 i Månedsoversigten for august 2004.

- 1) Før 2003 er det udlånsrenten til virksomheder med en løbetid på op til 1 år. Fra januar 2003 er det udlånsrenten til ikke-finansielle selskaber med en variabel rente og en initial rentebindingsperiode på op til 1 år.
- 2) Før 2003 er det udlånsrenten til virksomheder med en løbetid på over 1 år. Fra januar 2003 er det udlånsrenten til ikke-finansielle selskaber med en initial rentebindingsperiode på over 1 år.

steg til 9,4 pct. i december 2005 fra 7,9 pct. ultimo 2004. Samtidig dækkede udviklingen i euroområdet som helhed over forskelle mellem de enkelte eurolande (se boks 3, "Forskelle i væksten i udlån til husholdninger mellem eurolandene").

Udviklingen i udlån til husholdninger fra andre finansielle formidlere, der året før havde været meget kraftigere end udviklingen i MFIernes udlån, aftog betydeligt i 2005, hvilket betød, at den årlige vækst i det samlede udlån til husholdninger og væksten i MFIernes udlån til husholdninger nærmede sig hinanden.

Fordelingen af MFIernes udlån til husholdninger efter formål viser, at husholdningernes kraftige låntagning tilsyneladende er blevet mere bredt

funderet på tværs af forskellige udlåns kategorier i 2005 end året før. Ikke desto mindre kunne udviklingen i udlån fortsat hovedsagelig tilskrives den robuste efterspørgsel efter lån til boligkøb (se figur 16). Det er sandsynligt, at den fortsat kraftige realkreditlåntagning var forbundet med både den yderligere nedgang i realkreditrenterne i hele euroområdet og den dynamiske udvikling på boligmarkedet i mange regioner (se afsnit 2.3 i dette kapitel).

Realkreditrenterne faldt fortsat i 2005 fra det allerede lave niveau i de foregående år (se figur 17). MFI-renterne for nye lån til boligkøb med en initial rentebindingsperiode på over 5 og under 10 år faldt fx med 13 basispoint i årets løb og sluttede i december 2005 på 3,7 pct.

Endvidere tyder undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet på, at den robuste vækst i lån

til boligkøb, der ganske vist hovedsagelig kan tilskrives husholdningernes stærke efterspørgsel, også kan have været forbundet med en lempelse af bankernes kreditstandarder for godkendelse af lån til boligkøb i 1. og 3. kvartal 2005. Lempelsen og den kraftige efterspørgsel afspejlede til dels en mere og mere gunstig vurdering af udsigterne for boligmarkedet fra både bankernes og låntagernes side.

Trods forholdsvis afdæmpet vækst i det nominelle forbrug i euroområdet viste den årlige vækst i forbrugerkredit en stigende tendens i 2005 og nåede 7,5 pct. i 4. kvartal 2005. Styrkelser er i overensstemmelse med de lave renter for forbrugerkredit i 2005 og bekræftes ligeledes af undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet, der peger på en lempelse af kreditforholdene.

### Boks 3

#### FORSKELLE I VÆKSTEN I UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER MELLEM EUROLANDENE

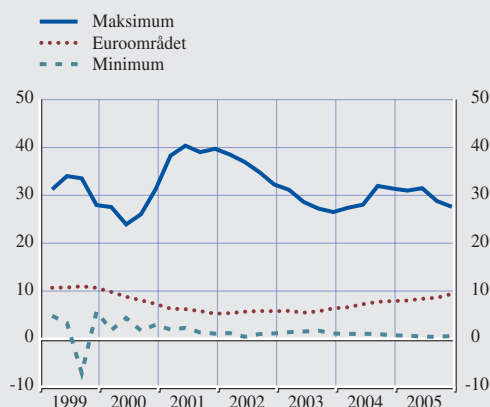
Den årlige vækst i MFIernes udlån til husholdningerne i euroområdet er tiltaget forholdsvis stabilt siden medio 2003 og lå ved udgangen af 2005 på 9,4 pct. Den robuste udvikling i udlån i euroområdet som helhed dækker dog over betydelige forskelle mellem de enkelte eurolandes vækstrater. I denne boks belyses forskellene ved hjælp af statistiske spredningsmål, og der anføres mulige forklaringer på variationen mellem landene.

#### Måling af forskelle i væksten i udlån til husholdninger mellem eurolandene

Forskellene i væksten i udlån til husholdninger mellem landene kan analyseres på en række måder. Figur A viser intervallet mellem den højeste og laveste årlige vækstrate for MFIernes samlede udlån til husholdninger i eurolandene i perioden siden indledningen af ØMUens tredje fase. Dette interval har typisk været meget stort og har flere gange været over 30 procentpoint. Den årlige vækst i lande, der oplevede den kraftigste stigning i udlån, svingede mellem 25 pct. og 40 pct., mens udviklingen i husholdninger-

Figur A. Vækstinterval i MFI-lån til husholdninger på tværs af eurolandene

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

nes låntagning i de lande, som oplevede den svageste vækst i referenceperioden, var meget afdæmpet og undertiden faldt til under nul. Når dette sammenholdes med vækstrater på mellem 5 pct. og 10 pct. for euroområdet som helhed, tyder det på, at de lande, der tegnede sig for den kraftigste vækst, er ekstreme tilfælde og/eller kun har en forholdsvis lille vægt i euroområdets samlede udestående lån til husholdninger.

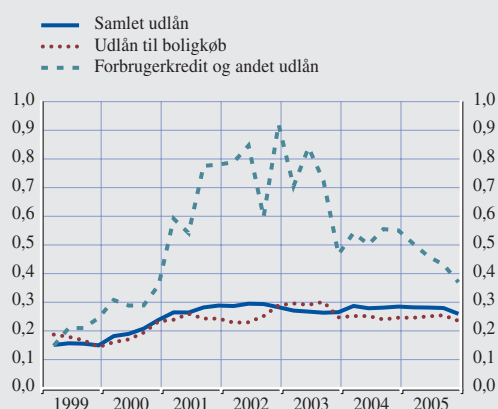
Hvad angår de enkelte landes vægt i aggregatet for euroområdet, viser figur B spredningen i den årlige vækst på tværs af landene i perioden 1999-2005 målt ved den vægtede variationskoefficient. Dette mål har den fordel, at det er mindre påvirket af ekstreme værdier. Overordnet er udviklingen i de to spredningsmål siden 1999 dog ret ens: efter at være toppet medio 2002 er spredningen i væksten i udlån til husholdninger på tværs af landene tilsyneladende faldet noget i 2003, hvorefter den stort set har stabiliseret sig på et niveau over niveauet i 1999.

MFIernes samlede udlån til husholdninger kan opdeles i udlån til boligkøb, forbrugerkredit og andet udlån. Som det fremgår af figur B, steg den vægtede variationskoefficient for realkreditlån indtil ultimo 2002, men har siden da været forholdsvis stabil. I betragtning af realkreditlånenes store andel af MFIernes samlede udlån til husholdninger (næsten 70 pct. ultimo 2005) er spredningen i væksten i det samlede udlån til husholdninger i høj grad bestemt af spredningen i realkreditlån. Udviklingen i den vægtede variationskoefficient for væksten i forbrugerkredit og andet udlån har tidligere været langt mere ujævn end koefficienten for væksten i realkreditlån. Den synes dog også at have stabiliseret sig i den seneste tid, men dog på et betydeligt højere niveau end den vægtede variationskoefficient for væksten i realkreditlån.

### Vækst i udlån til husholdninger og forskellige gælds niveauer mellem eurolandene

De seneste års forskelle i væksten i udlån til husholdninger mellem landene kan afspejle en række forskellige faktorer, herunder forskelle i husholdningernes finansielle stilling og graden af rentekonvergens forud for Den Monetære Union, forskelle i de finansielle markeders struktur

**Figur B. Vægtet variationskoefficient for årlig vækst i MFI-lån til husholdningerne i eurolandene**

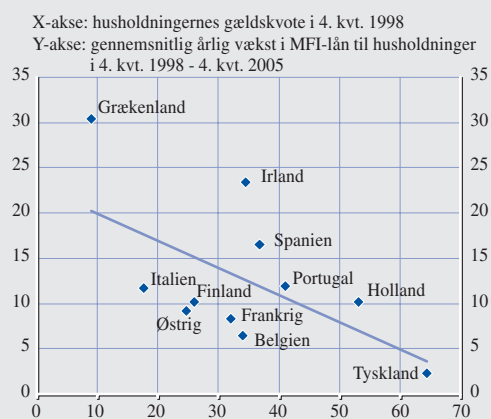


Kilde: ECB.

Anm.: Den vægtede variationskoefficient for en variabel er forholdet mellem dens vægtede standardafvigelse og den vægtede median. Vægtene er baseret på et lands andel i den tilsvarende lånekategori.

**Figur C. Vækst i MFI-lån til husholdninger og husholdningernes gældsætning på tværs af euroområdet**

(X-akse: i pct. af BNP; y-akse: ændring i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Anm.: Luxembourg er ikke med på figuren på grund af den høje andel af grænseoverskridende lån i husholdningernes samlede låntagning.

– især vedrørende realkreditlån – og forskelle i de vigtigste økonomiske bestemmende faktorer for husholdningernes låntagning – navnlig udviklingen i ejendomsmarkeder og boligpriser.

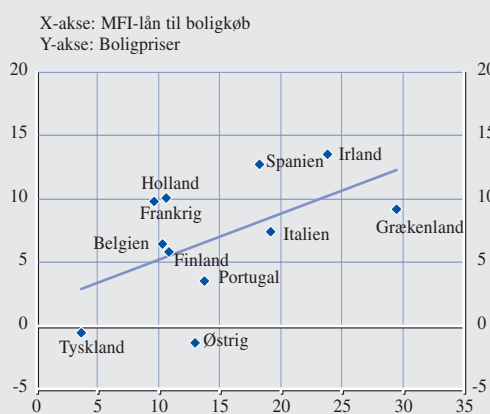
Figur C viser den gennemsnitlige årlige vækst i MFIernes samlede udlån til husholdninger i eurolandene mellem 4. kvartal 1998 og 4. kvartal 2005 over for landenes husholdningers gældsætning ved udgangen af 1998. Ved indledningen af ØMUens tredje fase viste eurolandene betydelig variation i husholdningernes gældsætning målt som MFIernes samlede udlån i forhold til BNP. Figuren illustrerer, at lande med en indledningsvis lavere gældskvote i gennemsnit har oplevet kraftigere vækst i udlån end lande med en indledningsvis højere gældskvote. En del af uoverensstemmelserne i den gennemsnitlige vækst i udlån siden 1999 kan således afspejle en "konvergensproces" for gældskvoterne, hvor rente- og inflationsniveauerne nærmer sig hinanden.

De finansielle markeders struktur varierede også betydeligt fra land til land i 1999 og kan således med stor sandsynlighed have bidraget til forskellene i husholdningernes indledende gældsætningsniveau. På realkreditmarkederne afspejles denne variation fx i forskellene i de tilgængelige produkter med hensyn til faktorer såsom kontraktlængde, brug af fast eller variabel rente samt gennemsnitlig og maksimal belåningsgrad. Selv om liberaliseringen på de finansielle markeder og den øgede konkurrence mellem de finansielle formidlere har været markant i de senere år, har effekten af disse strukturelle ændringer på de finansielle markeder været mere udpræget i nogle eurolande end i andre, afhængigt af både udgangspunktet og hastigheden og omfanget af de gennemførte reformer. Det har fx medført et kraftigere fald i rentemarginer og andre låneomkostninger samt en bredere vifte af innovative og varierede realkreditprodukter – fx 30-årige eller endda 50-årige lån og de nye rentetilpasningslån og afdragsfrie lån – i nogle lande end i andre, hvilket har givet flere husholdninger adgang til finansiering af boligkøb. Den forskellige vækst i husholdningernes låntagning i de enkelte lande kan således til dels være udtryk for de finansielle markeders uensartede bredde og dybde samt forskellige hastigheder og niveauer i udviklingen.

Selv om Den Monetære Union har medført en ensartet kort rente i alle lande, afspejler den forskellige vækst i husholdningernes låntagning på tværs af landene også den uensartede makroøkonomiske udvikling i de enkelte eurolande. Det har været særlig markant i udviklingen på ejendomsmarkederne. Som det fremgår af figur D, har en række lande (fx Irland og Spanien) oplevet meget kraftige stigninger i boligpriserne siden 1999, mens andre (fx Tyskland og Østrig) har været kendetegnet ved stabile boligpriser. Da realkredit er den største komponent i husholdningernes samlede låntagning og naturligt er forbundet med udviklingen på boligmarkederne, afspejles de betydelige forskelle i udviklingen i ejendomspriserne i den uensartede vækst i udlån til husholdninger. Forskelle i forbrugerkredit kan til gengæld hidrøre fra forskellige mønstre i husholdningernes disponible indkomst og private forbrug på tværs af landene.

**Figur D. Boligmarkedsdynamik og boliglån i euroområdet 1999-2004**

(Gennemsnitlig vækst i pct. år/år)



Kilde: ECB.

Anm.: Luxembourg er ikke med på figuren på grund af den høje andel af grænseoverskridende lån i husholdningernes samlede låntagning.

Alt i alt var der således betydelige forskelle i den årlige vækst i MFIernes samlede udlån til husholdninger mellem eurolandene mellem 1999 og 2005. Observationerne viser også, at disse forskelle mellem landene har været vedvarende. Selv om variationen mellem landene til dels kan tilskrives konvergensen i inflations- og renteniveauer inden ØMUen – og dermed effekten af indførelsen af en troværdig lav inflation ved indledningen af tredje fase – har de uensartede tendenser siden euroens indførelse, især med hensyn til udviklingen på boligmarkederne og ændringerne i de finansielle markeders struktur, også spillet en vigtig rolle. Andre faktorer kan naturligvis også have bidraget til forskellene i væksten i udlån til husholdninger på tværs af landene. Det gælder fx forskelle i udviklingen i indkomst og privatforbrug samt i demografi og holdninger til ejerboliger på tværs af landene, og forskelle i rentefradragsretten, kapitalvindingsskat på boliggevinster og securitisation af realkreditgæld kan også have spillet en rolle. Endvidere kan forskelle i udviklingen af modeller i den finansielle sektor, der har øget bankernes muligheder for at vurdere markedsudviklingen og kreditrisici, være en del af forklaringen.

### HUSHOLDNINGERNES GÆLD FOR OPADGÅENDE

Som følge af den fortsat kraftige vækst i låntagningen steg husholdningernes gæld som andel af den disponible indkomst yderligere i 2005 (se figur 18). Alligevel var husholdningernes gæld lavere i euroområdet end i andre industrialiserede lande, fx i USA, Storbritannien og Japan. Endvidere var husholdningssektorens samlede gældsbetjeningsbyrde (rente- og afdragsbetalinger i forhold til disponibel indkomst) trods den øgede gældsætning stort set uændret. Den øgede tilba-

gebetalingsbyrde i forbindelse med de seneste års kraftige vækst i udlån opvejes mere eller mindre af, at der på grund af de lave renter skal anvendes en mindre andel af indkomsten til rentebetalinger.

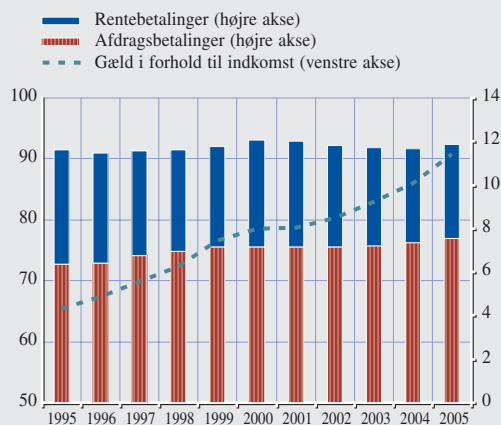
Trods dette har stigningen i gældsætning øget husholdningernes eksponering for ændringer i renter, indkomst og aktivpriser. Ved vurdering af disse aggregerede tal bør det desuden tages i betragtning, at de repræsenterer et gennemsnit for husholdningssektoren i euroområdet som helhed, og at gældsbetjeningskvoten er højere for de husholdninger, der har en udestående realkreditgæld. Desuden kan gældsbetjeningsbyrden variere fra euroland til euroland samt fra husholdning til husholdning i forskellige indkomstkategorier. Endelig er der en vis usikkerhed forbundet med, at andelen af eksisterende realkreditgæld, som er eksponeret for ændringer i de aktuelle renteforhold, afhænger af særlige træk ved de underliggende realkreditaftaler, der varierer betydeligt på tværs af euroområdet.

### FORTSAT LAVE REALOMKOSTNINGER VED EKSTERN FINANSIERING FOR IKKE-FINANSIELLE SELSKABER

De ikke-finansielle selskabers samlede realomkostninger ved ekstern finansiering, beregnet ved en vægtning af de forskellige eksterne finansieringskilder på grundlag af udestående (korrigeret for værdiansættelseeffekter), var fortsat

**Figur 18. Husholdningernes gæld og gældsbetjeningsbyrde**

(I pct. af disponibel indkomst)



Kilde: ECB.  
Anm.: Observationer for 2005 er skøn.

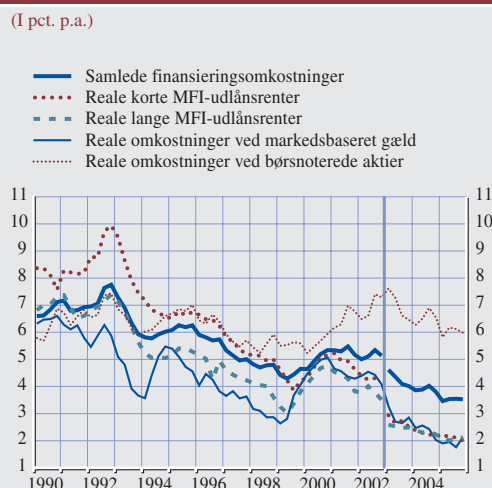
historisk lave i hele 2005 (se figur 19).<sup>5</sup> Navnlig var der tale om en markant stigning i de ikke-finansielle selskabers gældsstiftelse på grund af de meget lave omkostninger, mens udstedelsen af børsnoterede aktier kun steg en smule i 2. halvår.

Hvad angår de forskellige komponenter i realomkostningerne ved ekstern finansiering, steg MFI-renterne for udlån til ikke-finansielle selskaber en smule frem til 2. kvartal 2005 (se figur 17). Det afspejlede den yderligere nedgang i de korte og mellemlange statsobligationsrenter i 1. halvår. Stigningen i statsobligationsrenterne i 2. halvår afspejlede kun delvis i MFI-udlånsrenterne. I 4. kvartal var de reale omkostninger ved bankudlån uændret lave efter en lille stigning i 3. kvartal. Alt i alt afspejler de lave realomkostninger ved bankudlån, at bankernes kreditrisikovurdering af de ikke-finansielle selskaber er positiv. Det indikeres også af undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet, der viser en nettolempeelse af eller stort set uændrede kreditstandarder for virksomheder i 2005.

De reale omkostninger ved markedsbaseret gæld var mere volatile end de reale omkostninger ved bankudlån i 2005. Fra et lavpunkt i 1. kvartal 2005 steg realomkostningerne ved de ikke-finansielle selskabers markedsbaserede gæld frem til midten af 2. kvartal. Det var forbundet med udvidelsen af erhvervsobligationsspændene, der hovedsagelig skyldtes en række virksomheds-specifikke hændelser, som primært berørte bilindustrien. Efterfølgende faldt realomkostningerne ved markedsbaseret gæld frem til 3. kvartal, hovedsagelig som følge af en delvis udligning af udvidelsen af erhvervsobligationsspændene i 2. og 3. kvartal, hvorefter de igen steg i 4. kvartal 2005. Det kunne hovedsagelig tilskrives en opgang i markedsrenterne i 2. halvår og udvidelsen af erhvervsobligationsspændene i 4. kvartal. Ved udgangen af 2005 var niveauet noget højere end ultimo 2004, men stadig meget lavt historisk set.

I 2005 var de reale omkostninger ved de ikke-finansielle selskabers udstedelse af børsnoterede aktier betydeligt højere end de reale omkostninger ved gældsstiftelse og var stort set i overens-

**Figur 19. Reale omkostninger ved euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering**



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

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 Månedsoversigten for marts 2005). Indførelsen af harmoniserede MFI-udlånsrenter i begyndelsen af 2003 medførte et statistisk brud i serien.

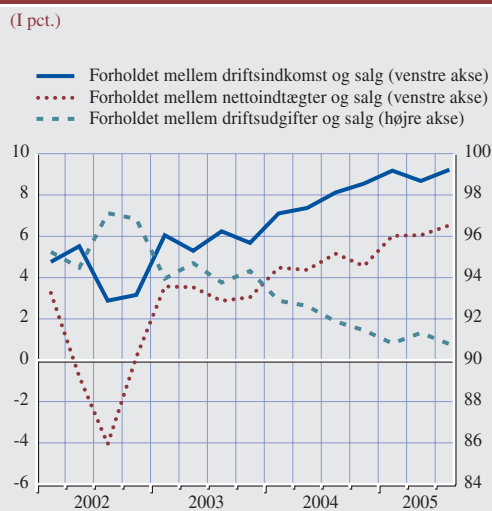
stemmelse med gennemsnittet for perioden siden 1995. I 1. halvår steg realomkostningerne ved at udstede børsnoterede aktier en del. Det kan skyldes, at de ikke-finansielle selskabers højere indtjening end forventet ikke afspejlede fuldt ud i aktiekurserne, eller at der har været tale om en stigning i risikopræmien i forbindelse med aktier. Mod årets slutning faldt realomkostningerne ved at udstede aktier dog til samme niveau som primo året, hovedsagelig som følge af en gunstig udvikling på aktiemarkedet.

#### STIGNING I DE IKKE-FINANSIELLE SELSKABERS EFTERSPØRGSEL EFTER EKSTERN FINANSIERING

De ikke-finansielle selskabers efterspørgsel efter ekstern finansiering steg betydeligt i 2005. Det skete på baggrund af robust virksomhedsindtje-

<sup>5</sup> En nærmere beskrivelse af målet for de reale omkostninger ved euroområdets ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering findes i boks 4 i ECB Månedsoversigt for marts 2005.

**Figur 20. Indtjening for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet**

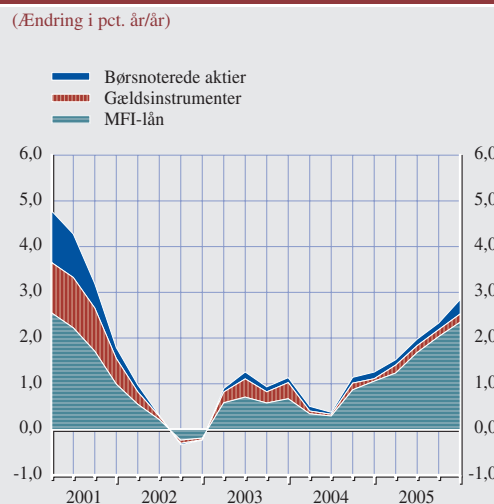


Kilder: Thomson Financial Datastream og ECBs beregninger.  
 Anm.: Beregningen er baseret på aggregerede kvartalsregnskaber for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet. Udsnippet er korrigeret for enkelttilfælde. I forhold til driftsindkomsten, som er defineret som salg ekskl. driftsomkostninger, henviser nettoindtægterne til driftsindtægter og ikke-driftsindtægter efter skat, afskrivninger og ekstraordinære poster.

ning i 2005 (og den dermed forbundne forbedring af de interne finansieringsmuligheder) efter en kraftig indtjeningsvækst i 2003 og 2004, som det fremgår af de aggregerede regnskaber for børsnoterede ikke-finansielle selskaber i euroområdet (se figur 20).<sup>6</sup> En af hovedårsagerne til indtjeningsvæksten var nedskæringer i driftsudgifterne i forhold til omsætning. Mens virksomhedernes stigende indtjening var forventet 12 måneder frem i perioden februar-oktober 2005, tydede aktiemarkedsbaserede indtjeningsmål mod slutningen af 2005 på, at store børsnoterede selskabers indtjeningsvækst var forventet at aftage en smule i løbet af de næste 12 måneder. Samtidig forventes virksomhedsindtjeningen fortsat at være ret høj.

I løbet af 2005 steg den reale årlige vækst i de ikke-finansielle selskabers eksterne finansiering betydeligt, til 2,8 pct. i 4. kvartal, fra 1,3 pct. ultimo 2004. Udviklingen kunne hovedsagelig tilskrives en kraftig stigning i bidraget fra lån, mens stigningen i bidraget fra gældsinstrumenter

**Figur 21. Fordeling af den årlige realvækst i ekstern finansiering til ikke-finansielle selskaber<sup>1)</sup>**



Kilde: ECB.

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

og børsnoterede aktier var mere behersket (se figur 21).

Den årlige vækst i MFIernes udlån til ikke-finansielle selskaber tiltog til 8,0 pct. i december fra 5,4 pct. ultimo 2004. I 1. halvår skyldtes stigningen overvejende udviklingen i kortfristede lån. I 2. halvår steg den årlige vækst i langfristede lån derimod kraftigt. Kortfristede lån anvendes ofte til finansiering af driftskapital, mens langfristede lån generelt hænger nøjere sammen med erhvervsinvesteringer. I overensstemmelse med denne udvikling viste undersøgelserne af bankernes udlån i oktober 2005 og januar 2006, at anlægsinvesteringer bidrog til en stigning i virksomhedernes nettoefterspørgsel efter lån eller kreditfaciliteter. Desuden steg den årlige vækst i faste bruttoinvesteringer betydeligt i 2. og 3. kvartal 2005. I den forbindelse kan de ikke-

<sup>6</sup> Oplysninger om metoder og udviklingen på langt sigt findes i artiklen "Developments in corporate finance in the euro area" i ECB Månedsoversigt for november 2005.

finansielle selskaber have ønsket at udnytte de lave finansieringsomkostninger og de forholdsvis lempelige kreditstandarder til finansiering af driftsudgifter.

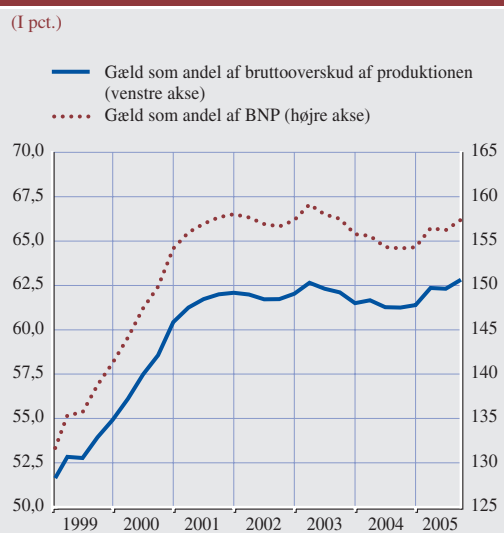
Den foreliggende dokumentation for perioden frem til ultimo 3. kvartal 2005 viser, at den årlige ændring i ikke-MFIers udlån til ikke-finansielle selskaber, i modsætning til ændringen i MFIERnes udlån, fortsat var negativ. Det kan stadig skyldes ændringer i et enkelt eurolands skattelevgivning, der gav anledning til et skift fra interne lån til ikke-børsnoterede aktier.

Den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber var generelt afdæmpet i 2005. Efter et opsving i 1. kvartal, som til dels kunne tilskrives en stigning i fusioner og virksomhedsovertagelser, aftog den årlige vækst i 2. og 3. kvartal og var behersket i 4. kvartal 2005. Den generelt forholdsvis lave nettoudstedelse af gældsinstrumenter kan muligvis forklares ved, at gældsinstrumenter substitueres med lånefinansiering, og ved stigningen i store børsnoterede virksomheders indtjening. Samtidig øgede de ikke-finansielle selskaber kraftigt udstedelsen af langfristede gældsinstrumenter til variabel rente, mens nettoudstedelsen af gældsinstrumenter til fast rente var afdæmpet i 2005. Endvidere var 2005 kendetegnet ved omfattende indfrielse af gældsinstrumenter udstedt i perioden 1999-2001, hvor eurområdets erhvervsobligationsmarked var stærkt stigende.

Den årlige vækst i børsnoterede aktier udstedt af ikke-finansielle selskaber tiltog en smule i 2005, men var generelt afdæmpet, hvilket til dels skyldtes, at de reale omkostninger ved at udstede aktier var betydeligt højere end omkostningerne ved gældsstiftelse. Der var dog tale om en lille stigning i de ikke-finansielle selskabers udstedelse af børsnoterede aktier i 2. halvår.

Hvad angår udviklingen i eurområdets ikke-finansielle selskabers balance, førte stigningen i de ikke-finansielle selskabers efterspørgsel efter gældsstiftelse til en lille stigning i de ikke-finansielle selskabers gældskvotestigning i 2005, til 63 pct. af BNP ultimo 4. kvartal (se figur 22). Det kan være

**Figur 22. De ikke-finansielle selskabers gældskvoter**



Kilder: ECB og Eurostat.

Anm.: Bruttooverskud af produktionen vedrører bruttooverskud af produktionen plus blandet indkomst for hele økonomien. Observationer vedrørende gæld stammer fra den kvartalsvise statistik over finansielle konti og omfatter lån, udstedte gældsinstrumenter og pensionskassereserver. I forhold til observationerne udledt på basis af de årlige finansielle konti er gældskvotestigningen en del lavere her, hovedsagelig fordi udlån fra banker uden for eurområdet medtages her, og dækningen af udlån fra ikke-finansielle sektorer er mere omfattende i de årlige finansielle konti. Tallene for det seneste foreliggende kvartal er skøn.

tegn på, at de ikke-finansielle selskabers intensive omstrukturering af balancen ophørte i 2005. Det er dog samtidig sandsynligt, at situationen varierer betydeligt fra virksomhed til virksomhed.

Den lille stigning i gældskvoterne skal ses i sammenhæng med de ikke-finansielle selskabers forbedrede indtjening og de fortsat historisk lave realomkostninger ved ekstern finansiering. Desuden var de ikke-finansielle selskabers nettorentebetalinger på lån og indskud hos MFIER (i pct. af BNP) fortsat lave.

Alt i alt tyder det dog på en forbedring af de ikke-finansielle selskabers balancer i 2005 trods den lille stigning i gældskvoterne, hovedsagelig på grund af robust indtjening. Det bekræftes også af den gunstige generelle udvikling i kredit-



standarderne for udlån til virksomheder, som fremgår af undersøgelsen af bankernes udlån i euroområdet, samt af udviklingen i kreditvurderinger.

### 2.3 PRISUDVIKLINGEN

Den samlede HICP-inflation i euroområdet lå i gennemsnit på 2,2 pct. i 2005 i forhold til 2,1 pct. i de to foregående år (se tabel 1). Det underliggende indenlandske inflationspres var fortsat lavt i 2005, hvilket delvis afspejler den stadig beherskede lønudvikling på baggrund af den afdæmpede udvikling på arbejdsmarkedet. Højere oliepriser var den vigtigste faktor, der især i 2. halvår udøvede et opadrettet pres på priserne. Der var dog kun begrænsede tegn på, at de tidligere olieprisstigninger slog igennem på priserne på senere trin i produktionskæden. Samtidig blev inflationen dæmpet af den forsinkede effekt af euroens tidligere appreciering og kraftig global konkurrence. Desuden var bidraget til HICP-inflationen fra indirekte skatter netto og administrativt fastsatte priser en smule lavere i 2005 end i 2004.

#### DEN SAMLEDE INFLATION VAR PRIMÆRT PÅVIRKET AF OLIEPRISERNE

I 2005 var den samlede HICP-inflation betydeligt påvirket af udviklingen i energikomponen-

ten, da oliepriserne steg kraftigt (se figur 23). Den gennemsnitlige pris i euro på en tønde Brent-råolie steg med ca. 45 pct. i 2005 i forhold til 2004. Det medførte, at den årlige vækst i energipriserne var 10,1 pct. i 2005 sammenlignet med 4,5 pct. i 2004. Energiprisernes bidrag på 0,8 procentpoint til den årlige gennemsnitlige inflation i 2005 var det højeste i fem år (se figur 24).

Den samlede inflation var fortsat tæt på 2,0 pct. i 1. halvår 2005. I 2. halvår steg inflationen til et toppunkt på 2,6 pct. i september og faldt derefter til 2,2 pct. ultimo 2005, hvilket hovedsagelig afspejler udviklingen i oliepriserne. Olieprisstigningernes indvirkning på inflationen kom også til udtryk i justeringerne af inflationsforventningerne i løbet af 2005. Inflationsforventningerne for 2005 ifølge ECBs Survey of Professional Forecasters (SPF) steg fx fra 1,9 pct. i 1. kvartal til 2,2 pct. i 4. kvartal 2005. Derimod var SPFs inflationsforventninger på langt sigt uændrede på 1,9 pct. i 2005. Andre undersøgelsesindikatorer for inflationsforventningerne på kort og langt sigt viste stort set samme mønster.

De mindre volatile HICP-komponenter spillede en vigtig rolle i begrænsningen af olieprisernes opadrettede pres på den samlede inflation. Efter et fald i 1. halvår 2005 fladede den årlige vækst i HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer

Tabel 1. Prisudviklingen

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

	2003	2004	2005	2004 4. kvrt.	2005 1. kvrt.	2005 2. kvrt.	2005 3. kvrt.	2005 4. kvrt.	2005 Dec.	2006 Jan.
<b>HICP og dets komponenter</b>										
Samlet indeks	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Energi	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Forarbejdede fødevarer	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Uforarbejdede fødevarer	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Industrivarer ekskl. energi	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Tjenesteydelser	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
<b>Andre pris- og omkostningsindikatorer</b>										
Producentpriser i industrien <sup>1)</sup>	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Oliepriser (EUR pr. tønde) <sup>2)</sup>	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Råvarepriser <sup>3)</sup>	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

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

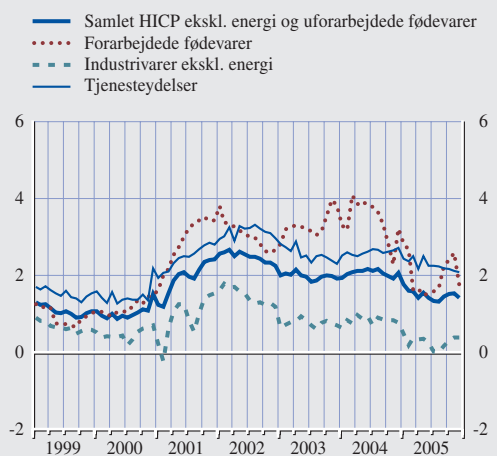
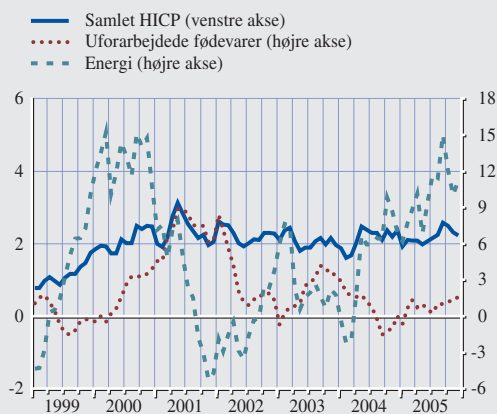
1) Ekskl. byggeri.

2) Brent Blend (til levering om 1 måned).

3) Ekskl. energi; i euro.

**Figur 23. De vigtigste komponenter i HICP-inflationen**

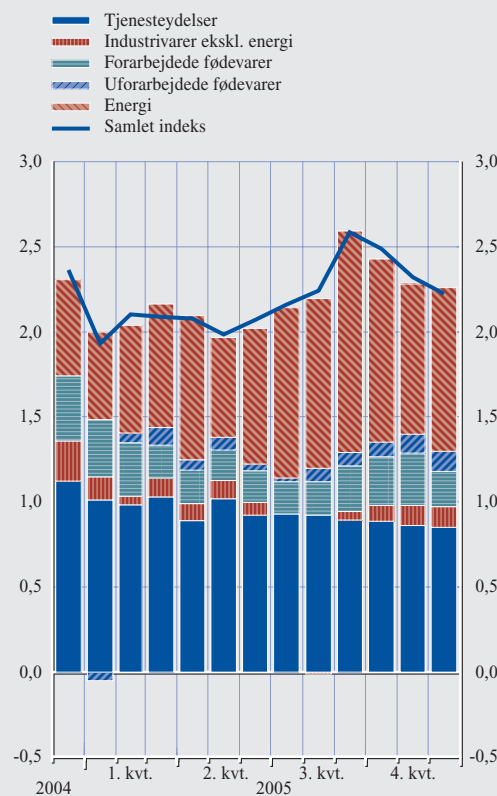
(Ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

**Figur 24. De vigtigste komponents 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.

ud i 2. halvår. Samlet set var den årlige vækst i HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer 1,5 pct. i 2005 i forhold til 2,1 pct. i 2004. En del af nedgangen kan tilskrives det lavere bidrag fra indirekte skatter netto og administrativt fastsatte priser til den samlede inflation i 2005 på ca. 0,4 procentpoint sammenlignet med ca. 0,6 procentpoint i 2004.<sup>7</sup> Fx blev stigningen i priserne på forarbejdede fødevarer understøttet af gunstige basiseffekter i 1. halvår 2005, hvilket afspejler stigninger i tobaksafgifterne i nogle lande i 1. halvår 2004. Disse basiseffekter blev kun delvis opvejet af en stigning i tobaksafgifterne i Tyskland i september 2005. Overordnet set var den

årlige ændring i priserne på forarbejdede fødevarer 2,0 pct. i 2005, hvilket er betydeligt lavere end ændringen på 3,4 pct. i 2004. Den årlige ændring i priserne på industrivarer ekskl. energi faldt også – fra 0,8 pct. i 2004 til 0,3 pct. i 2005. Det historisk lave bidrag fra priserne på industrivarer ekskl. energi kan afspejle en nedadrettet virkning på priserne som følge af stærk ekstern konkurrence og forsinkede effekter af euroens

<sup>7</sup> Nærmere oplysninger om HICPs komponenter, der er brugt til at vurdere effekten af indirekte skatter netto og administrativt fastsatte priser findes i boksen "Afgifters og administrerede prisers indvirkning på inflationen" i Månedsoversigten for januar 2004.

tidligere appreciering. Trods visse kortvarige udsving som følge af volatile komponenter såsom charterrejser og transporttjenester aftog stigningen i priserne på tjenesteydelser i løbet af 2005 og lå gennemsnitlig på 2,3 pct. i 2005 i forhold til 2,6 pct. i 2004. I 2005 som helhed var der stort set ingen tegn på betydelige indirekte effekter af energiprisstigningerne.

I 2005 var den samlede HICP-inflation godt 2 pct. for femte år i træk, hvilket understreger betydningen af at analysere de bestemmende faktorer for inflationspersistens. I boks 4 beskrives de vigtigste konklusioner fra forskningsnetværket Eurosystem Inflation Persistence Network om inflationspersistens og prisfastsættelsesadfærd i euroområdet.

#### Boks 4

##### **FORSKNINGSNETVÆRK OM INFLATIONSPERSISTENS OG PRISFASTSÆTTelsesADFÆRD I EUROOMRÅDET**

Forskningsnetværket Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN) blev oprettet i 2003 med henblik på at analysere mønstre, bestemmende faktorer og konsekvenser i forbindelse med inflationspersistens og prisfastsættelsesadfærd i euroområdet og i medlemslandene. Inflationspersistens forekommer, når inflationen efter et stød kun langsomt nærmer sig værdien på langt sigt. IPN afsluttede sit arbejde i 2005.

IPN var et fælles forskningsprojekt mellem alle centralbankerne i eurosystemet. Det anvendte et enestående datasæt, der omfattede en lang række informationer om makroøkonomiske variabler, sektorvariabler og enkelte virksomheders prisfastsættelsesadfærd. De individuelle prisoplysninger, som både forbruger- og producentprisindeks er bygget på, blev gjort tilgængelige for en lang række eurolande. Desuden foretog IPN undersøgelser af prisfastsættelsesadfærd i ni lande. Samlet set udgør disse databaser en enestående mulighed for at forstå prisfastsættelsesadfærd. De er uden fortilfælde, selv efter internationale standarder, da IPNs datadækning er langt mere vidtspændende end de informationer, der er tilgængelige for andre økonomier.

IPN præsenterede sine foreløbige resultater på akademiske konferencer for at få feedback fra den akademiske verden, som kunne tages i betragtning i det efterfølgende arbejde. I løbet af 2005 blev resultaterne præsenteret på American Economic Associations årsmøde i Philadelphia og på European Economic Associations årsmøde i Amsterdam. En lang række forskningspapirer er blevet offentliggjort i ECBs Working Papers, og flere offentliggøres i de kommende måneder, mens atter andre er eller bliver offentliggjort i tidsskrifter, der er underkastet peer-review.

IPNs vigtigste resultater med hensyn til prisfastsættelse er beskrevet i det følgende. Priserne i euroområdet er forholdsvis stive, idet de kun ændrer sig en gang om året i gennemsnit.<sup>1</sup> Når der forekommer prisjusteringer, er de ofte forholdsvis markante på ca. 8-10 pct. i detailsektoren og ca. 5 pct. i producentsektoren. Det interessante er, at prisstigninger og prisfald forekommer næsten lige hyppigt, og at de er næsten lige store, med servicesektoren, der ofte viser små prisstigninger og sjældent prisfald, som en bemærkelsesværdig undtagelse. Der er markante forskelle mellem sektorerne, især med hensyn til prisjusteringernes hyppighed. Endvidere afhænger prisændringernes hyppighed, størrelse og retning af makroøkonomiske forhold (fx inflation) og tidsfaktorer (fx sæsonudsving), og de kan være en reaktion på specifikke hændelser (fx momsændringer).

1 Dette er langt mindre hyppigt end prisændringer i fx USA. Et mere detaljeret overblik over disse resultater findes i artiklen "Price-setting behaviour in the euro area" i Månedsoversigten for november 2005.

Undersøgelser viste, at de fleste virksomheder reviderer priserne både regelmæssigt og som reaktion på ændrede økonomiske forhold. Prisrevision forekommer oftere end prisændringer. Det kan skyldes, at revisionen viser, at der ikke er behov for at ændre priserne, eller at bestemte faktorer forhindrer prisændringer, selv om prisen bør ændres ifølge revisionen. Ifølge IPNs undersøgelser var de vigtigste hindringer for prisændringer eksplicitte eller implicitte kontrakter mellem virksomheder og deres kunder og strategisk samspil virksomhederne imellem.

Et andet vigtigt resultat fra IPN er, at graden af inflationspersistens stiger i takt med aggregeringsniveauet. Individuelle eller disaggregerede prisserier er i gennemsnit langt mindre persistente end aggregerede serier. Ifølge empiriske skøn er der en moderat grad af inflationspersistens i det nuværende pengepolitiske system. Ved skøn, som omfatter udvidede perioder, er det dog vigtigt at tage højde for tidligere skift i det gennemsnitlige inflationsniveau. Selv når det er gjort, skal sådanne skøn ikke desto mindre fortolkes med en vis forsigtighed.

Overordnet set har IPNs resultater øget kendskabet betydeligt til inflationspersistens og prisfastsættelsesadfærden i euroområdet. Resultaterne har vigtige pengepolitiske følger og konsekvenser i forbindelse med modelkonstruktion, da flere af de mest anvendte forudsætninger i makroøkonomiske modeller med mikroøkonomisk grundlag udfordres kraftigt. Hvad angår politikken, understreger resultaterne vigtigheden af, at centralbankerne sikrer en solid forankring af inflationsforventningerne, da det vil gøre inflationen mindre persistent og dermed gøre det lettere at føre pengepolitik.

### DYNAMISKE BOLIGPRISER

Boligpriserne i euroområdet, som ikke indgår i HICP, fortsatte opgangen i 2005 og steg med 7,7 pct. (år-til-år) i 1. halvår 2005 i forhold til 7,0 pct. i 2004 som helhed (se figur 25). Den kraftige samlede vækst dækkede dog over betydelige forskelle på landeniveau. Den seneste dynamik afspejler hovedsagelig fortsat stigende boligpriser i Spanien, Frankrig og Italien, hvorimod boligpriserne er faldet en smule i Tyskland. Kvartalsdata for 2. halvår 2005 viste fortsat kraftige prisstigninger i Spanien og Frankrig, som dog var mere afdæmpede end tidligere.

### BEGRÆNSEDE INDIREKTE EFFEKTER PÅ SENERE TRIN I PRODUKTIONSKÆDEN

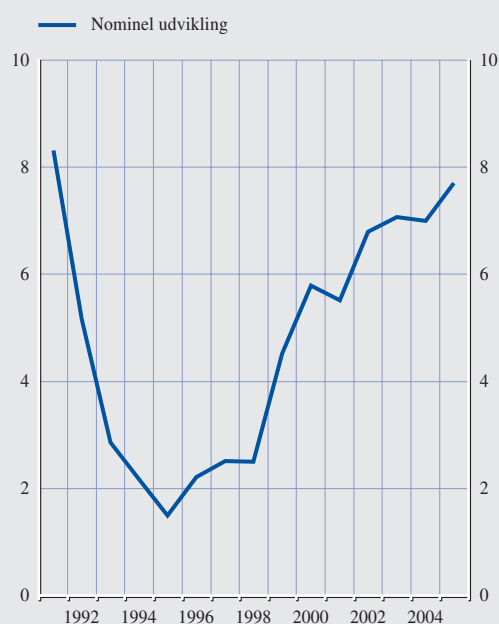
Den årlige vækst i producentpriserne i industrien (ekskl. byggeriet) i euroområdet var 4,1 pct. i 2005, hvilket er betydeligt over niveauet på 2,3 pct. i 2004 (se figur 26). Stigningen kunne hovedsagelig tilskrives energipriserne, da den årlige vækst i producentpriserne i industrien ekskl. energi (og byggeri) var 1,8 pct. i 2005 sammenlignet med 2,0 pct. i 2004.

Den overordnede stabilitet i den årlige vækst i producentpriserne i industrien ekskl. energi dækkede over forskellige udviklingstendenser på sektorniveau. Den årlige vækst i priserne på kapitalgoder var 1,3 pct. i 2005 i forhold til 0,7 pct. i 2004. Dette opadrettede pres blev delvis opvejet af en kraftig nedgang i den årlige vækst i priserne på halvfabrikata, hvilket delvis afspejler prisudviklingen for råvarer ekskl. olie og forsinkede effekter af euroens tidligere appreciering. Den årlige vækst i priserne på halvfabrikata faldt fra 5,5 pct. i januar 2005 til 1,9 pct. i december 2005 og lå i gennemsnit på 2,9 pct. i 2005 i forhold til 3,5 pct. i 2004.

Der var stort set ingen tegn på opbygning af betydelige prispres på senere trin i produktionskæden. Producentpriserne på forbrugsgoder steg med 1,1 pct. i 2005 i forhold til 1,3 pct. i 2004. Forbrugernes svage efterspørgsel, den øgede eksterne konkurrence og euroens tidligere appreciering kan have afholdt virksomheder fra at lade stigninger i energipriserne og i mindre grad i priserne på halvfabrikata gå videre.

**Figur 25. Boligpriserne**

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



Kilde: ECBs beregninger baseret på ikke-harmoniserede nationale observationer.  
Anm.: 2005-observationerne vedrører 1. halvår 2005.

**Figur 26. De enkelte komponenter i producentpriser i industrien**

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



Kilde: Eurostat.

### MODERAT UDVIKLING I ARBEJDSKRAFTSOMKOSTNINGERNE I 2005

Væksten i lønsum pr. ansat faldt betydeligt i de første tre kvartaler af 2005, hvor den gennemsnitlige årlige vækst var 1,5 pct. sammenlignet med 2,0 pct. i 2004 (se tabel 2). Faldet var hovedsagelig forårsaget af lønudviklingen i industrien ekskl. byggeriet og i mindre grad i service-sektoren (se figur 27). Udviklingen i service-

sektoren gik dog i en anden retning. Mens væksten i lønsum pr. ansat i sektoren for markedsrelaterede tjenesteydelser steg i de første tre kvartaler af 2005, med en gennemsnitlig årlig vækst på 1,8 pct. i forhold til 1,5 pct. i 2004, faldt væksten i sektoren for ikke-markedsrelaterede tjenesteydelser betydeligt, med en gennemsnitlig årlig vækst på 0,8 pct. sammenlignet med 2,1 pct. i 2004.

**Tabel 2. Indikatorer for arbejdskraftsomkostninger**

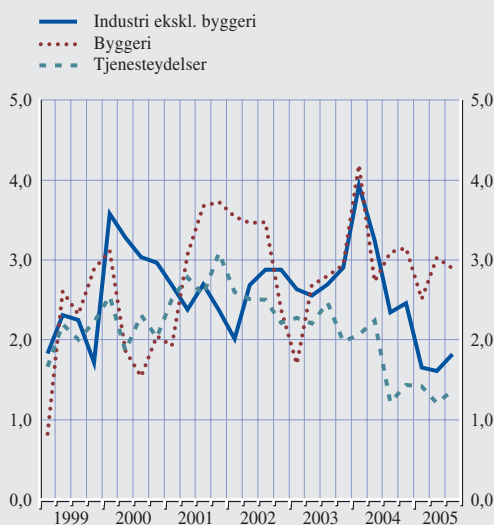
(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)

	2003	2004	2005	2004 4. kvrt.	2005 1. kvrt.	2005 2. kvrt.	2005 3. kvrt.	2005 4. kvrt.
Aftalt løn	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Samlede timelønomsomkostninger	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Lønsum pr. ansat	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Memoposter</i>								
Arbejdskraftsproduktivitet	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Enhedslønomkostninger	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Kilder: Eurostat, nationale observationer og ECBs beregninger.

**Figur 27. Lønsum pr. ansat fordelt efter sektor**

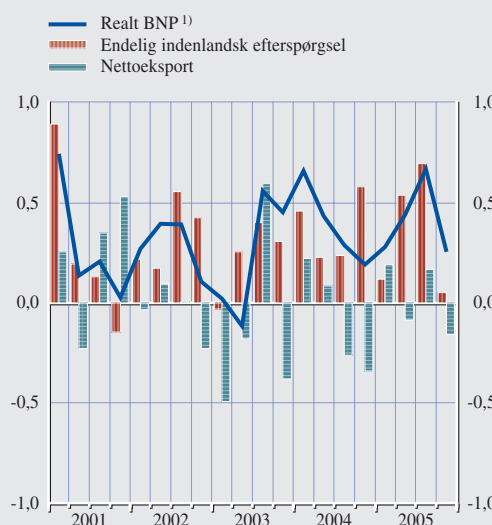
(Ændring i pct. år/år; kvartalsvise observationer)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

**Figur 28. Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP**

(Kvartalsvise bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

Andre indikatorer for arbejdskraftsomkostningerne tyder også på moderat lønvækst. Den årlige vækst i aftalt løn var 2,1 pct. i 2005, dvs. uændret i forhold til 2004. Observationer fra overenskomstaftaler, der blev indgået i perioden indtil slutningen af 2005 i flere eurolande, viser desuden ingen tegn på betydelige anden runde-effekter fra højere oliepriser ud over den mekaniske effekt af lønindekseringsordninger i de lande, hvor de findes. Samlet set var lønudviklingen fortsat afdæmpet i 2005 på baggrund af den aktuelle moderate vækst i realt BNP og det begrænsede pres på arbejdsmarkedet i euroområdet.

Trods faldet i lønvæksten var væksten i enhedslønomkostningerne fortsat uændret i 2005. Enhedslønomkostningerne steg med 0,9 pct. i gennemsnit i de første tre kvartaler af 2005 som i 2004. Det afspejlede faldet i produktivitetsvæksten, som var 0,6 pct. i gennemsnit i de første tre kvartaler af 2005 i forhold til 1,1 pct. i 2004.

## 2.4 UDVIKLINGEN I PRODUKTION, EFTERSPØRGSEL OG ARBEJDSMARKED

### DEN ØKONOMISKE VÆKST AFTOG I 2005

Væksten i realt BNP i euroområdet (delvis korrigeret for antal arbejdsdage) var 1,4 pct. i 2005 og var således lavere end væksten på 1,8 pct. i 2004 og den trendmæssige potentielle produktionsvækst (se tabel 3). Lavere resultater i 2005 end forventet viste, at den moderate vækst i den økonomiske aktivitet siden medio 2004 fortsatte. Det afspejlede de høje oliepriser, forsinkede effekter af euroens appreciering i 2004 og en midlertidig nedgang i den globale efterspørgsel i 1. halvår 2005.

Det opsving, der startede i 3. kvartal 2003 efter en længere periode med behersket vækst fra medio 2001 til medio 2003, har været temmelig trægt i forhold til opsvingsperioder i begyndelsen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Det skyldes en række faktorer. For det første har den aktuelle periode, i modsætning til tidligere opsving, været præget af meget kraftige oliepris-

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

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

	2003 2004 2005			Årlig vækst <sup>1)</sup>					Kvartalsvis vækst <sup>2)</sup>				
	2003	2004	2005	2004 4. kv.	2005 1. kv.	2005 2. kv.	2005 3. kv.	2005 4. kv.	2004 4. kv.	2005 1. kv.	2005 2. kv.	2005 3. kv.	2005 4. kv.
Realt bruttonationalprodukt	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
<i>heraf:</i>													
Indenlandsk efterspørgsel <sup>3)</sup>	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Privat forbrug	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Offentligt forbrug	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Faste bruttoinvesteringer	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Lagerændringer <sup>4)</sup>	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Nettoeksport <sup>3)</sup>	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Eksport <sup>5)</sup>	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Import <sup>5)</sup>	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Real bruttoværditilvækst:													
<i>heraf:</i>													
Industri ekskl. byggeri	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Byggeri	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Markedsrelaterede tjenesteydelser <sup>6)</sup>	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

Anm.: De rapporterede tal er sæsonkorrigerede og til dels korrigeret for antal arbejdsdage, da ikke alle eurolande rapporterer kvartalsvise nationalregnskabsserier korrigeret for antal arbejdsdage.

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-euroområdet. Intra-euroområdet fratregkes ikke i tal for import og eksport i nationalregnskaberne. Disse observationer er derfor ikke fuldt sammenlignelige med betalingsbalanceobservationer.

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

stigninger og en markant appreciering af euroen. For det andet er der begyndende tegn på, at den potentielle produktionsvækst er faldet i de seneste år, hvilket hovedsagelig skyldes en lavere vækst i arbejdskraftsproduktiviteten. For det tredje bør det også tages i betragtning, at den afmatning, der gik forud for opsvinget, ikke var særlig dyb. Eftersom opsvingets styrke som regel afhænger af, hvor dyb den forudgående afmatning har været, er det ikke overraskende, at det aktuelle opsving til en vis grad er mindre dynamisk end de tidligere opsving.<sup>8</sup>

Nedgangen i væksten i 2005 som helhed kan tilskrives et lavere bidrag fra både den eksterne sektor og den interne indenlandske efterspørgsel. Væksten i både den indenlandske efterspørgsel og eksporten i 2005 var lavere end forventet ultimo 2004 (se figur 28).

Hvad angår det indenlandske bidrag til væksten, var væksten i det private forbrug fortsat afdæmpet i 2005 (se tabel 3). Det skyldes til dels lave stigninger i den disponible realindkomst, som afspejlede en behersket vækst i den nominelle indkomst og stigningen i energipriserne. Disse effekter blev ikke opvejet af en lavere opsparring i husholdningerne, muligvis fordi beskæftigelsesforventningerne fortsat var temmelig pessimistiske. Bekymringer med hensyn til pensions- og sundhedssystemernes holdbarhed kan også have spillet en rolle sammen med det forhold, at de lavtlønnede, der har en højere marginal forbrugstilbøjelighed, muligvis har været uforholdsvist stærkt påvirket af en svag indkomstvækst og prisstød på dagligvarer og tjeneste-

<sup>8</sup> Se også boksen "The current euro area recovery from a historical perspective" i Månedsoversigten for november 2005.

ydelse. Forbrugertilliden var fortsat afdæmpet i 2005, men viste dog tegn på forbedring mod slutningen af året (se figur 29).

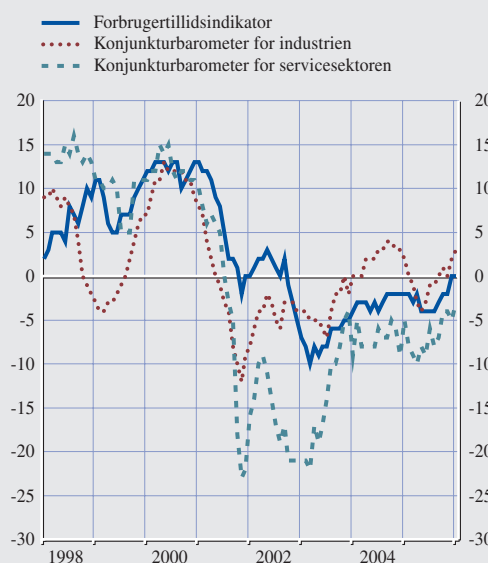
Investeringsvæksten i 1. halvår 2005 var betydeligt lavere end i 2. halvår 2004. Nedgangen skyldes fortrinsvis en lavere vækst i investeringer ekskl. byggeriet, som overvejende kan tilskrives en negativ udvikling i transportsektoren.

Væksten i faste bruttoinvesteringer øgedes dog fra medio 2005. Øget effektivitet og en robust indtjening i virksomhederne, de meget gunstige finansieringsvilkår og en voksende global efterspørgsel understøttede investeringerne i 2005.

En sektorfordeling af den økonomiske vækst i 2005 viser, at værditilvæksten i industrien (ekskl. byggeriet), byggesektoren og servicesektoren bidrog positivt til væksten. Værditilvæksten inden for markedsrelaterede tjenesteydelser var højere end i 2004, men lavere inden for industrien ekskl. byggeriet. Tilliden i industrien og servicesektoren forværredes i 1. halvår 2005, men forbedredes i 2. halvår (se figur 29). Servicesektoren har fået væsentligt større betydning i de seneste årtier, og dens bidrag til euroområdet økonomi forventes at vokse yderligere i de kommende år. I boks 5 gøres rede for sektorfordelingen af væksten i euroområdet, og udviklin-

**Figur 29. Konjunkturbarometre**

(Nettotal i pct.; sæsonkorrigeret)



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

gen inden for servicesektoren analyseres nærmere.

## Boks 5

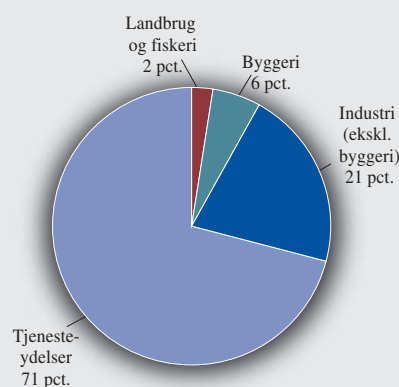
### SEKTORFORDELING AF VÆKSTEN I EUROOMRÅDET

I denne boks gives et overblik over sektorstrukturen i euroområdet økonomi og de seneste års sektorskift. Endvidere behandles de vigtigste økonomiske sektors bidrag til værditilvæksten i euroområdet og til volatiliteten i de seneste år, og det undersøges, om det nuværende opsvings relative svaghed i forhold til tidligere opsving hænger sammen med udviklingen inden for specifikke sektorer.

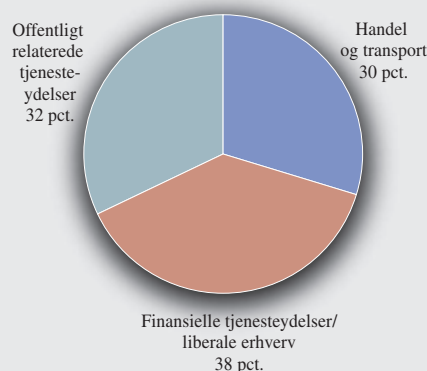
Sektorfordelingen af værditilvæksten belyser servicesektorens fremtrædende rolle i euroområdet (se figur A). Med en andel på ca. 70 pct. udgør servicesektoren langt den største økonomiske sektor i euroområdet. Industrisektoren, som hovedsagelig består af fremstillingssektoren (men også minedrift og -brydning og el-, gas- og vandforsyningsindustrien) tegner sig for ca. 20 pct. af værditilvæksten i euroområdet. Byggesektoren tegner sig for 6 pct. og landbruget for 2 pct.



**Figur A. Fordeling af den samlede reale bruttoværditilvækst<sup>1)</sup>**



**Figur B. Fordeling af den samlede reale bruttoværditilvækst i servicesektoren<sup>1)</sup>**



Kilde: Eurostat.  
1) Vægtene vedrører 2005.

Servicesektoren opdeles normalt i yderligere tre hovedkategorier, der er stort set lige store, nemlig handel og transport, finansielle og erhvervsrelaterede tjenesteydelser og en sektor, der hovedsagelig omfatter offentligt relaterede tjenesteydelser (se figur B). Selv om der i denne opdeling ikke skelnes strengt mellem private og offentlige tjenesteydelser, benævnes kategorierne handel og transport samt finansielle og erhvervsrelaterede tjenesteydelser sædvanligvis markedsrelaterede tjenesteydelser.

Euroområdet økonomi har gennemgået væsentlige strukturelle ændringer i overensstemmelse med det generelle mønster for industrilande. Dette har bevirket, at servicesektoren har fået væsentligt større betydning, mens industrisektorens andel har været konstant faldende. Fx er servicesektorens andel af den samlede værditilvækst steget med ca. 3 procentpoint siden 1996, mens industrisektorens andel er faldet med 2 procentpoint. Servicesektorens stigende andel kan tilskrives en række faktorer, herunder en ændring i forbrugerefterspørgslen i retning af tjenesteydelser i takt med stigende indtægter, liberaliseringen af servicesektoren samt kvinders erhvervsdeltagelse, som medfører visse skift fra husholdninger til tjenesteydelser.

Ændringerne i de andele af værditilvæksten, som kan tilskrives de enkelte sektorer i euroområdet, afspejler betydelige forskelle i sektorernes vækst. Hvad angår erhvervsrelaterede tjenesteydelser, kan udlicitering af visse aktiviteter fra virksomheder i industrisektoren også til dels forklare stigningen i servicesektoren. Denne udvikling styrker endvidere samspillet mellem de to sektorer. Det fremgår af tabellen, at den reale bruttoværditilvækst i euroområdet er steget med 0,5 pct. kvartaltil-kvartal siden begyndelsen af 1990'erne. Servicesektoren steg med samme hastighed, især som følge af væksten i markedsrelaterede tjenesteydelser. Industrien (ekskl. byggeriet) voksede med gennemsnitligt 0,3 pct., mens byggeriet havde den laveste vækst på kun 0,1 pct. I kraft af sin størrelse og stærk vækst ydede servicesektoren det største bidrag til stigningen i euroområdets værditilvækst. Siden midten af 1990'erne har servicesektoren i gennemsnit bidraget med 0,4 procent-

## Sektorudviklingen med hensyn til den reale bruttoværditilvækst i euroområdet

(Gennemsnit for de respektive perioder)

	Vækst kvartal-til-kvartal (i pct.) (1991-2005)	Standardafvigelse (i væksten kvartal-til-kvartal) (1991-2005)	Bidrag til væksten kvartal-til-kvartal (i procentpoint) (1996-2005)	Gennemsnitlige absolutte bidrag til ændringen i væksten kvartal-til-kvartal (i procentpoint) (1996-2005)
Tjenesteydelser	0,5	0,3	0,4	0,2
Handels- og transportydelser	0,5	0,6	0,1	0,1
Finansielle tjenesteydelser/liberale erhverv	0,7	0,4	0,2	0,1
Offentligt relaterede tjenesteydelser	0,4	0,3	0,1	0,0
Industri (ekskl. byggeri)	0,3	1,0	0,1	0,2
Byggeri	0,1	1,7	0,0	0,1
Landbrug	0,4	1,6	0,0	0,0
<b>I alt</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-</b>

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

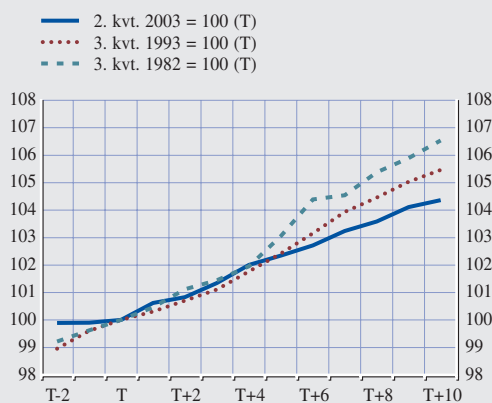
point til euroområdets værditilvækst i forhold til industrisektorens gennemsnitlige bidrag på kun 0,1 procentpoint.

Sektorerne udviser også betydelige forskelle, hvad angår værditilvækstens volatilitet. Værditilvæksten er langt mindre volatil i servicesektoren end i andre sektorer (målt ved standardafvigelsen). Alligevel har servicesektoren, på grund af sin størrelse, i gennemsnit bidraget næsten lige så meget som industrisektoren til værditilvækstens volatilitet siden midten af 1990'erne.

De betydelige forskelle i gennemsnitlig vækst mellem de vigtigste sektorer i euroområdet giver anledning til spørgsmålet om, i hvilket omfang udviklingen inden for sektorerne kan have bidraget til det aktuelle opsvings relative svaghed set i en historisk sammenhæng. Opsvinget begyndte medio 2003, aftog i opsvingsperiodens andet år for så at genvinde styrken i 3. kvartal 2005. I figur C og D sammenlignes udviklingen inden for service- og industrisektoren i det aktuelle opsving

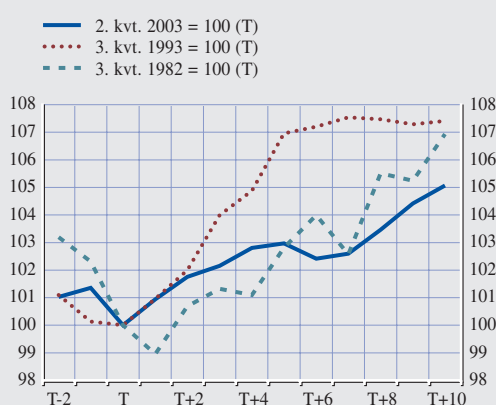
**Figur C. Værditilvækst i euroområdets servicesektor**

(Indeks; T=100)



**Figur D. Værditilvækst i euroområdets industrisektor**

(Indeks; T=100)



Kilde: ECBs beregninger baseret på Eurostats observationer.

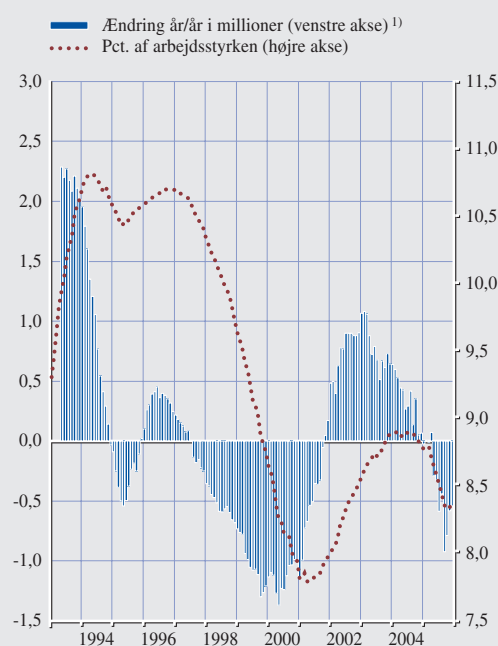
Anm.: Opsvinget starter i T+1, hvor kvartal T er lavpunktet som defineret af Centre for Economic Policy Researchs Euro Area Business Cycle Dating Committee (se <http://www.cepr.org/data/Dating>), bortset fra det seneste opsving, der er identificeret på grundlag af mønstret i væksten i realt BNP kvartal-til-kvartal.

med de to foregående opsving. Figurene viser, at opsvingets relative svaghed i periodens andet år ikke skyldtes en svag udvikling inden for en bestemt sektor. Mønstret i de relative resultater i både industrisektoren og servicesektoren fulgte faktisk mønstret i det samlede BNP. I ingen af de to sektorer adskilte det aktuelle opsvings første år sig på nogen måde klart fra den gennemsnitlige udvikling i de to foregående opsving. I opsvingsperiodens andet år var værditilvæksten i begge sektorer imidlertid svagere end gennemsnittet i de to tidligere opsving. Figurene illustrerer desuden, at udviklingen i industrisektoren er langt mere volatil end udviklingen i servicesektoren. Sandsynligvis har en række faktorer haft betydning for den relativt svage vækst i opsvingets andet år, herunder lavere trendmæssig produktionsvækst, stød til eurokursen og oliepriserne samt usikkerhed med hensyn til igangværende reformer i nogle af euroområdet økonomier (se boks 5 "The current euro area recovery from a historical perspective" i Månedsoversigten for november 2005).

Samlet set belyser sektorfordelingen af værditilvækstens udvikling i euroområdet servicesektorens betydning. Servicesektoren er langt den største økonomiske sektor i euroområdet. Dens betydning er vokset markant i de seneste årtier og vil sandsynligvis vokse endnu mere. Den bidrager nu omtrent lige så meget til den samlede volatilitet i værditilvæksten som industrisektoren. Når man sammenligner med tidligere opsving, har den svagere vækst i den aktuelle opsvingsperiodens andet år, dvs. fra medio 2004 til medio 2005, således været bredt fordelt på de vigtigste sektorer i euroområdet.

**Figur 30. Arbejdsløshed**

(Månedlige observationer; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.  
 Anm.: Observationer for alle år vedrører alle 12 eurolande.  
 1) De årlige ændringer er ikke sæsonkorrigeret.

Diverse mål for spredningen peger på, at forskellene mellem eurolandene med hensyn til væksten i realt BNP var forholdsvis uændrede i 2005. Til dels som følge af en mere moderat global økonomisk vækst og global handel samt olieprisstigningen viste alle eurolande enten et fald i den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP, eller væksten forblev praktisk taget uændret i 2005 i forhold til 2004. En undtagelse var Spanien, hvor væksten steg en smule og forblev forholdsvis stærk.

**LØBENDE FORBEDRINGER PÅ ARBEJDSMARKEDET**

Beskæftigelsen steg gennem hele året med samme hastighed som i 2004 (se tabel 4). På sektorniveau oplevede servicesektoren og byggesektoren en stærk beskæftigelsesvækst, mens beskæftigelsen fortsatte sit fald i industrien (ekskl. byggeriet) og i landbruget. Konjunkturbarometrene for beskæftigelsesudsigterne i både servicesektoren og industrisektoren steg også markant mod slutningen af 2005. Set i lyset af den afdæmpede økonomiske aktivitet i 2005 er det sandsynligt, at virkningen af de seneste arbejdsmarkedspolitiske foranstaltninger for at fremme deltidsbeskæftigelse og øge antallet af selvstændige spiller en central rolle.

**Tabel 4. Udviklingen på arbejdsmarkedet**

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

	2003	2004	2005	2003 3. kvrt.	2003 4. kvrt.	2004 1. kvrt.	2004 2. kvrt.	2004 3. kvrt.	2004 4. kvrt.	2005 1. kvrt.	2005 2. kvrt.	2005 3. kvrt.	2005 4. kvrt.
Arbejdsstyrke	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Beskæftigelse	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Landbrug <sup>1)</sup>	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Industri <sup>2)</sup>	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– Ekskl. byggeri	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– Byggeri	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Tjenesteydelser <sup>3)</sup>	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
<b>Arbejdsløshedsprocent <sup>4)</sup></b>													
I alt	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Under 25 år	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 år og derover	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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.

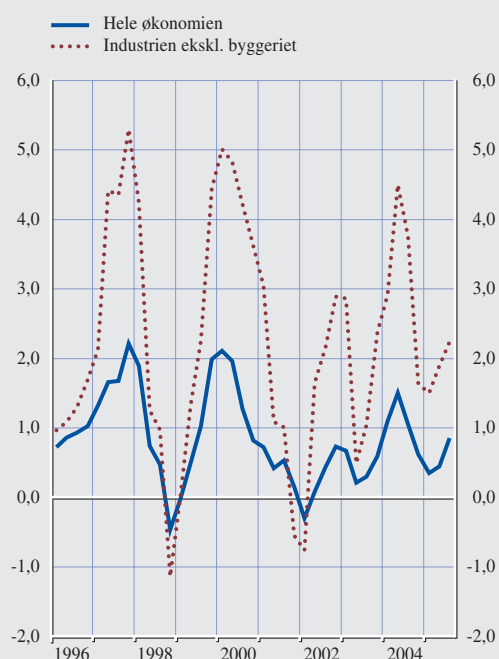
Arbejdsløsheden i euroområdet faldt støt i 2005 og lå ved årets udgang på 8,3 pct. (se figur 30). Der sås et markant fald i arbejdsløsheden for ar-

bejdstagere under 25 år. Efter at NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment) var steget mellem midten af 1970'erne og midten af 1990'erne, hvilket hovedsagelig afspejlede ugunstige stød og stive arbejdsmarkedsinstitutioner i de fleste eurolande, er NAIRU-skønnene blevet nedjusteret en smule i det sidste årti.<sup>9</sup> Denne reduktion er først og fremmest blevet tilskrevet virkningen af arbejdsmarkedsreformer i nogle eurolande (se også boks 6). Mens der i adskillige lande er gjort betydelige fremskridt hen imod mere fleksible arbejdsmarkeder, er der i mange lande behov for mere ambitiøse reformer. Kun med en mere målrettet og engageret indsats med strukturelle arbejdsmarkedsreformer kan arbejdsløsheden reduceres væsentligt i de kommende år, uden at prisstabiliteten bringes i fare.

Væksten i arbejdskraftsproduktivitet var fortsat afdæmpet i 2005 (se figur 31). Produktivitetsvæksten i industrisektoren (ekskl. byggeriet) lå fortsat højere end produktivitetsvæksten for økonomien som helhed. Produktivitetsvæksten i euroområdet har været skuffende i de seneste år. Den er faldet fra over 2 pct. i 1990'erne til godt 1 pct. i den seneste tid. Den lavere produktivitetsvækst i euroområdet har delvis været forbun-

**Figur 31. Arbejdskraftsproduktivitet**

(Ændring i pct. år/år)



Kilde: Eurostat.

<sup>9</sup> Se også boksen "A longer-term perspective on structural unemployment in the euro area" i Månedsoversigten for august 2005.

det med øget beskæftigelse, men afspejler også utilstrækkelig anvendelse af nye produktivitsfremmende teknologier. En opdeling af de senere års vækst i arbejdskraftsproduktivitet viser også, at arbejdskraftens lavere kvalitet spiller en rolle for udviklingen i arbejdskraftsproduktivitet.<sup>10</sup> Foreløbige empiriske undersøgelser viser en sammenhæng mellem på den ene side forholdsvis dårlige produktivitsresultater i eurolandene og på den anden side manglende konkurrence samt lovgivningen om beskyttelse i ansættelsen.<sup>11</sup> Det tyder på, at politikker inden for humankapitalområdet fremover bør orienteres mod

et højere uddannelsesniveau og mere videreuddannelse på arbejdspladsen. Der er også klart behov for økonomiske politikker, der stimulerer innovation og fremmer anvendelsen af produktivitsfremmende teknologier.

10 Se G. Schwerdt og J. Turunen, "Growth in euro area labour quality", ECB Working Paper nr. 575, januar 2006.

11 Se G. Nicoletti og S. Scarpetta, "Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD", OECD Economics Department Working Paper nr. 460, november 2005.

## Boks 6

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

Øget konkurrence, den hurtige teknologiske udvikling og befolkningens aldring betyder, at de europæiske lande er nødt til at tage nye udfordringer op og forvandle dem til muligheder. Hvad angår arbejds- og produktmarkederne, omfatter udfordringerne øget fleksibilitet på arbejdsmarkedet, forbedring af arbejdskraftens kvalifikationer, fuldførelse af det indre marked (også for tjenesteydelser), fremme af innovation og styrkelse af erhvervs klimaet. Det kræver strukturreformer med henblik på at øge Europas økonomiske vækstpotentiale, fremme jobskabelse, lette tilpasningen og øge modstandsdygtigheden over for stød.

For at imødegå disse udfordringer besluttede Det Europæiske Råd på sit møde i foråret 2005, at Rådet og medlemslandene skulle relancere Lissabon-strategien – den ambitiøse reformagenda, der blev indført i marts 2000 – med fornyet fokus på bæredygtig vækst og beskæftigelse.<sup>1</sup> I den sammenhæng vedtog Ecofin-Rådet i 2005, efter forslag fra Kommissionen, de "integrerede retningslinjer for vækst og beskæftigelse", som omfattede såvel de nye overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker som de nye retningslinjer for beskæftigelsen for en treårig periode (2005-08). I disse retningslinjer for økonomiske politikker og beskæftigelsespolitikker opfordres bl.a. til gennemførelse af strukturreformer for at forbedre arbejds- og produktmarkederne i EU. På grundlag af de integrerede retningslinjer har medlemslandene udarbejdet nationale reformprogrammer for deres planlagte strukturreformer for perioden 2005-08 (se afsnit 1 i kapitel 4). Kommissionen vedtog i juli 2005 Fællesskabets Lissabon-program, der skal supplere de nationale reformprogrammer med tiltag, som skal iværksættes på fællesskabsplan.

Forbedring af resultaterne på arbejdsmarkederne er noget af det, der prioriteres højest i de nationale reformprogrammer. I betragtning af at der stadig er 20 mio. arbejdsløse i EU, er der indtil videre kun gjort begrænsede fremskridt med hensyn til at øge beskæftigelsen og reducere arbejdsløsheden. Selv om medlemslandene har bekendtgjort mange reformforanstaltninger for at forbedre resultaterne for arbejdsmarkedet, er der tilsyneladende behov for en mere akut indsats for at nå beskæftigelsesmålene i Lissabon-strategien. Det er især nødvendigt at øge erhvervsfrekvensen og

1 Se artiklen "The Lisbon strategy – five years on" i Månedsoversigten for juli 2005.

beskæftigelsen for kvindelige arbejdstagere, unge arbejdstagere under 25 og ældre arbejdstagere over 55. På baggrund heraf tog medlemslandenes arbejdsmarkedspolitik i 2005 hovedsagelig sigte på at påvirke udbuddet af arbejdskraft ved at indføre incitamenter til at få flere ind på arbejdsmarkedet. Hovedparten af de politiske tiltag vedrørte beskatning af arbejdskraften, aktive arbejdsmarkedspolitikker samt arbejdsløshedsydelse og sociale ydelser. De fleste af de foranstaltninger, der blev indført inden for beskatning af arbejdskraften, havde til formål at mindske skattebyrden på arbejdskraft og derved styrke beskæftigelsen gennem lavere arbejdskraftsomkostninger. Hvad angår aktive arbejdsmarkedspolitikker, omstrukturerede flere lande deres offentlige arbejdsformidlinger. Inden for arbejdsløshedsydelse og sociale ydelser blev der truffet forskellige foranstaltninger i form af mere målrettede indgreb, strammere kontrol og strengere kriterier for, hvornår man er berettiget til disse ydelser. Visse EU-lande har indtil nu meldt om generelt positive effekter på deres arbejdsmarkeder af, at de har åbnet grænserne for indvandring fra de nye medlemslande. Samtidig blev der kun iværksat få reformer vedrørende førtidspensionsordninger.

Europa risikerer også at tabe terræn, hvis erhvervs klimaet ikke forbedres med hensyn til konkurrence og regulering. Markederne for varer og tjenesteydelser og energimarkederne, herunder netværksindustriene, er stadig ikke fuldt konkurrencedygtige. Overordnet set har processen med at forbedre reguleringen på nationalt plan og EU-plan taget fart. Med hensyn til tjenesteydelser vil gennemførelsen af direktivet om tjenesteydelser på det indre marked være et vigtigt skridt mod det indre markeds gennemførelse. Det er dog nødvendigt med en yderligere indsats for at fjerne hindringer for adgang og sikre, at markederne fungerer tilfredsstillende, også markederne for netværksindustriene.

Arbejds- og produktmarkedsreformerne bør suppleres af reformer, der skaber det rette klima for videnudvikling og innovation. Hvad angår udgifter til forskning og udvikling, ligger EU imidlertid lavt på den internationale rangliste. Som andel af BNP har disse udgifter ligget mere eller mindre på samme niveau, ca. 1,9 pct. af BNP, siden 2001. Det er et godt stykke under Lissabon-målet på 3 pct. Selv om mange medlemslandes nationale reformprogrammer omfatter en markant forhøjelse af de samlede udgifter til forskning og udvikling frem til 2010, kræves der en yderligere indsats på mellemlangt til langt sigt for at fremme især private udgifter til forskning og udvikling. Desuden bør der lægges mere vægt på uddannelse, hvis arbejdskraftens kvalitet fortsat skal være i overensstemmelse med målene i Lissabon-strategien.

Sammenfattende skete der yderligere fremskridt med strukturreformer i 2005. De reformtiltag, der blev iværksat i forbindelse med den relancerede Lissabon-strategi og efterfølgende bekendtgjort i Fællesskabets Lissabon-program og de nationale reformprogrammer, er endnu et positivt skridt i den rigtige retning. På grundlag af disse programmer må det generelle reformtempo nu sættes op.

## 2.5 UDVIKLINGEN I DE OFFENTLIGE FINANSER

### SKUFFENDE BUDGETUDVIKLING I 2005

Udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet i 2005 viste næsten ingen fremskridt mod holdbare offentlige finanser. Ifølge de seneste tal fra medlemslandenes opdaterede stabilitetspro-

grammer mindskedes euroområdet underskud en smule til 2,5 pct. af BNP, hvilket ikke var nok til at hindre en yderligere stigning i den gennemsnitlige gældskvote (se tabel 5). Det skønnede budgetresultat for 2005 afspejlede en vis finanspolitisk stramning i en situation med moderat økonomisk vækst.

**Tabel 5. Budgetstillinger i euroområdet**

(I pct. af BNP)

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

	2002	2003	2004	Tal fra stabilitetsprogram for 2005
<b>Euroområdet</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>
Belgien	0,0	0,1	0,0	0,0
Tyskland	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3
Grækenland	-4,9	-5,7	-6,6	-4,3
Spanien	-0,3	0,0	-0,1	1,0
Frankrig	-3,3	-4,1	-3,7	-3,0
Irland	-0,6	0,2	1,4	0,3
Italien	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3
Luxembourg	2,1	0,2	-1,2	-2,3
Holland	-2,0	-3,2	-2,1	-1,2
Østrig	-0,4	-1,2	-1,0	-1,9
Portugal	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
Finland	4,3	2,5	2,1	1,8

**Offentlig bruttogæld**

	2002	2003	2004	Tal fra stabilitetsprogram for 2005
<b>Euroområdet</b>	<b>69,2</b>	<b>70,4</b>	<b>70,8</b>	<b>71,0</b>
Belgien	105,8	100,4	96,2	94,3
Tyskland	61,2	64,8	66,4	67,5
Grækenland	111,6	108,8	109,3	107,9
Spanien	53,2	49,4	46,9	43,1
Frankrig	58,8	63,2	65,1	65,8
Irland	32,4	31,5	29,8	28,0
Italien	108,3	106,8	106,5	108,5
Luxembourg	6,8	6,7	6,6	6,4
Holland	51,3	52,6	53,1	54,4
Østrig	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugal	56,1	57,7	59,4	65,5
Finland	42,3	45,2	45,1	42,7

Kilder: Europa-Kommissionen (for 2002-04), opdaterede stabilitetsprogrammer fra 2005-06 (for 2005) og ECBs beregninger.

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

En række lande opfyldte ikke budgetmålene i deres opdaterede stabilitetsprogrammer fra slutningen af 2004 og 1. halvår 2005. Den gennemsnitlige afvigelse fra målet udgjorde ifølge de foreløbige tal 0,2 procentpoint af BNP. Det skyldtes til dels lavere økonomisk vækst end forventet, men også utilstrækkelig konsolidering og budgetoverskridelser i visse lande. Den utilstrækkelige konsolidering sås især i nogle af de lande, der allerede havde et stort underskud. Forværringen af budgetstillingen i 2005 kommer også til udtryk i det øgede antal lande, hvis underskudskvotient er højere end referenceværdien på 3 pct. af BNP, i forhold til de opdaterede sta-

bilitetsprogrammer fra 2004. Fire landes underskud skønnes at ligge over referenceværdien (Tyskland, Grækenland, Italien og Portugal), selv om det ifølge stabilitetsprogrammerne kun drejede sig om to lande. Med undtagelse af Portugal, som havde indført betydelige midlertidige foranstaltninger for at holde underskuddet på eller under 3 pct. af BNP mellem 2002 og 2004, har disse landes underskud ligget over referenceværdien i størstedelen af perioden siden euroens indførelse i 1999. Tysklands underskudskvotient forventes at være 3,3 pct. af BNP i 2005, mens Frankrigs forventes at være 3,0 pct. Tysklands underskud er således over 3 pct. af BNP for

fjerde år i træk. Efter en omfattende statistisk revision i 2004 stod det klart, at Grækenland ifølge ENS95-metoderne siden 1997 havde haft et underskud, der lå over referenceværdien, og landets underskud forventes at være 4,3 pct. i 2005. Italiens underskud lå også betydeligt over referenceværdien i 2005, idet det skønnes at være 4,3 pct. af BNP. Portugals underskud nåede op på 6,0 pct. af BNP, dvs. næsten en fordobling i forhold til 2004, efter at de betydelige midlertidige foranstaltninger holdt op med at virke.

Budgetresultatet for hele euroområdet afspejlede en ret stram finanspolitik. Den skønnede vækst i realt BNP lå under den potentielle vækst, hvilket medførte en negativ konjunktoreffekt på budgetudviklingen. Rentebetalingerne var fortsat stabile og afspejlede de historisk lave renter og gunstige finansielle forhold.

Eurolandenes konsolideringsbehov varierede kraftigt, idet den konjunkturkorrigerede saldo varierede mellem et overskud på ca. 2,5 pct. af BNP til et underskud på ca. 5 pct. af BNP, og i en række lande var de strukturelle forbedringer af de offentlige finanser stadig langt fra tilstrækkelige. Midlertidige foranstaltninger til nedbringelse af underskuddet samt engangseffekter slører billedet en del, selv om omfanget er mindre end i tidligere år, og de har pr. definition ikke medført vedvarende forbedringer. For hele euroområdet steg både de offentlige udgifter og indtægter som andel af BNP en smule ifølge prog-

noserne. Lempelser af skatter og sociale bidrag har stort set opvejet de beherskede udgiftsbe- grænsninger og stigningerne i de indirekte skat- ter i 2005.

Euroområdet gældskvote forventes at være ste- get i 2005 for tredje år i træk til 71,0 pct. af BNP. Stigningen skyldes en lav primær overskudskvo- ten samt en lavere økonomisk vækstrate end den gennemsnitlige implicitte rente for den of- fentlige gæld og i nogle tilfælde også stock- flow-justeringer, der øger gælden. De fleste eurolandes gældskvote lå over referenceværdien på 60 pct. af BNP, og i mange tilfælde fortsatte gældskvoten med at stige. Italiens gældskvote skønnes at være 108,5 pct. af BNP, hvilket er den højeste i euroområdet. Grækenlands gældskvote faldt kun marginalt og lå fortsat over 100 pct. i 2005. Ifølge prognoserne forventes tre andre lande (Tyskland, Frankrig og Portugal) med en gældskvote, der ligger over referenceværdien på 60 pct. af BNP, ikke at have nedbragt deres gældskvote. Belgiens budgetstilling forventes at være i balance igen i 2005, delvis på grund af midlertidige tiltag, men nedbringelsen af gælds- kvoten er aftaget betydeligt som følge af betyde- lige gælds-/underskudsjusteringer. De fortsat be- tydelige budgetmæssige balanceproblemer og den negative udvikling i gældskvoterne i euro- området kom også til udtryk i mængden af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sek- tor (se boks 7).

## Boks 7

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

Den offentlige sektors udstedelse af gældsinstrumenter var fortsat kraftig i 2005 som følge af regeringernes stigende behov for finansiering af budgetunderskud. I 1999, ved indledningen af ØMUens tredje fase, havde de fleste eurolande kun små budgetproblemer, eller endda overskud, og dermed et begrænset lånebehov. Fra 2000 begyndte forværringen af budgetstillingerne imid- lertid, delvis som følge af forværrede økonomiske forhold, hvilket medførte en stigning i eurolan- denes bruttolånebehov. Udviklingen afspejles både i stigningen i gældskvoten og i den årlige vækst i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet. Den årlige vækst i sidst- nævnte har i gennemsnit været ca. 4,5 pct. i de seneste fire år (se tabel A).



**Tabel A. Årlig vækst i gældsinstrumenter udstedt af euroområdet offentlige sektor**

(I pct.; ultimo perioden)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Den offentlige sektor i alt	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
Langfristede gældsinstrumenter	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
Fastforrentede			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
Variabelt forrentede			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
Kortfristede gældsinstrumenter	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Kilde: ECB.

En strukturanalyse af udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor viser, at staten tegnede sig for langt størstedelen af udstedelsen af gældsinstrumenter, nemlig 93,8 pct. af udestående gældsinstrumenter i december 2005, hvor andre dele af den offentlige sektor udstedte de resterende 6,2 pct. Andre dele af den offentlige sektor er imidlertid blevet mere aktive udstedere. Mellem 1998 og 2005 faldt andelen af gældsinstrumenter udstedt af staten støt, mens andelen af gældsinstrumenter udstedt af andre dele af den offentlige sektor blev fordoblet (se tabel B).

Landene fokuserede fortsat på langfristede gældsinstrumenter. De lave renter var en vigtig faktor, der gjorde det mere attraktivt for den offentlige sektor at udstede gældsinstrumenter. Langfristede gældsinstrumenter udgjorde 92,3 pct. af udestående gældsinstrumenter ultimo 2005, mens andelen af kortfristede gældsinstrumenter kun var 7,7 pct. Det stemmer også overens med den negative vækst i kortfristede gældsinstrumenter i 2005. Den årlige vækst i langfristede gældsinstrumenter faldt en del fra 5,7 pct. i 2004 til 4,8 pct. i 2005.

Tabel B indikerer, at langt størstedelen af langfristede gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor er fastforrentede. Med tiden er andelen af langfristede gældsinstrumenter med variabel rente faldet betydeligt, fra 11,9 pct. i 1998 til 7,9 pct. i december 2005. Baggrunden for denne udvikling er et gradvist fald mod slutningen af 1990'erne i den løbetidsrisikopræmie, som nogle lande betalte i forbindelse med langfristede fastforrentede gældsinstrumenter i et miljø med prisstabilitet. Ikke desto mindre steg andelen af gældsinstrumenter til variabel rente en smule, fra 7,7 pct. i 2004 til 7,9 pct. i 2005. Italien er det eneste land, hvor andelen af variabelt forrentede gældsinstrumenter (21 pct.) ligger betydeligt over gennemsnittet for euroområdet, selv om andelen er fal-

**Tabel B. Udestående gældsinstrumenter udstedt af euroområdet offentlige sektor**

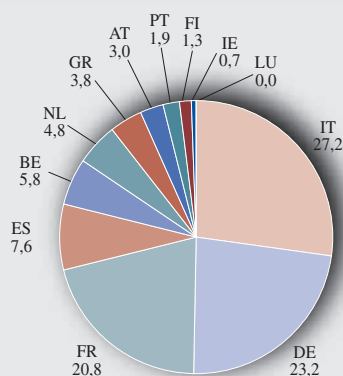
(I pct. af den offentlige sektors samlede udstedelse af gældsinstrumenter; ultimo perioden)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Staten	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
Langfristede gældsinstrumenter	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
Kortfristede gældsinstrumenter	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Andre dele af den offentlige sektor	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
Langfristede gældsinstrumenter	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
Kortfristede gældsinstrumenter	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Den offentlige sektor i alt								
Langfristede gældsinstrumenter	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
Fastforrentede	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
Variabelt forrentede	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
Kortfristede gældsinstrumenter	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Den offentlige sektor i alt, i milliarder euro	3.314,6	3.450,7	3.547,6	3.765,7	3.940,2	4.142,0	4.370,5	4.588,3

Kilde: ECB.

**Figur A. Udestående gældsinstrumenter udstedt af euroområdet offentlige sektor i 2005 fordelt efter udstederland**

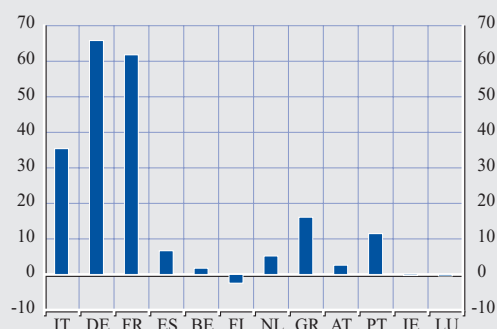
(I pct.; ultimo perioden)



Kilde: ECB.

**Figur B. Nettoudstedelse af gældsinstrumenter i den offentlige sektor i 2005 fordelt efter udstederland**

(Milliarder euro; periodegennemsnit)



Kilde: ECB.

det markant siden 1998. I euroområdet tiltog væksten i variabelt forrentede langfristede gældsinstrumenter til 9,3 pct. i 2005, hvilket afspejlede udstedelsen af gældsinstrumenter i andre markedssegmenter, fx MFler (se afsnit 2.2 i dette kapitel). Denne stigning kan skyldes, at variabelt forrentede gældsinstrumenter var positivt påvirket af de meget lave korte renter (se tabel A).

Alt i alt er de seneste tendenser i den offentlige sektors finansiering udtryk for, at de nationale gældsstrategier har udnyttet den gunstige udvikling i finansieringsforholdene som følge af de seneste 10 års mere stabilitetsorienterede økonomiske politik. Den mest synlige fordel for offentligheden er, at en betydeligt mindre del af det offentlige budget går til rentebetalinger.

Hvad angår den offentlige sektors samlede udestående gæld i september 2005 (se figur A), er Italien langt den største udsteder med 27,2 pct. af det samlede tal for euroområdet. Derefter følger Tyskland med 23,2 pct. og Frankrig med 20,8 pct. De tre lande tegner sig til sammen for over to tredjedele af udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor i euroområdet. Med hensyn til nettoudstedelse i 2005 tegner Tyskland sig for den største mængde, nemlig 65,8 mia. euro, efterfulgt af Frankrig med 61,8 mia. euro og Italien med 35,4 mia. euro (se figur B).

## UDSIGTERNE FOR DE OFFENTLIGE FINANSER I 2006

De seneste opdaterede stabilitetsprogrammer tyder på, at målene repræsenterer fremskridt med konsolideringen, der i de fleste tilfælde stort set er i overensstemmelse med den reviderede stabilitets- og vækstpagt. Som i tidligere år mangler mange lande dog tilstrækkeligt konkrete og troværdige planer, der skal sikre en sammenhæn-

gende løsning af deres finanspolitiske balanceproblemer. Programmerne indebærer visse udgiftsbegrænsninger, som imidlertid forventes at blive opvejet af skattelettelser, hvilket betyder, at både de offentlige udgifter og indtægter falder. Det frygtes derfor, at de fleste lande igen ikke gør nok for at begrænse deres budgetunderskud, og at de heller ikke i tilstrækkelig grad gennemfører sammenhængende strukturrefor-

mer. Stabilitetsprogrammerne indikerer en lille nedgang på 0,2 procentpoint i det gennemsnitlige underskud i euroområdet til 2,3 pct. i 2006, mens den økonomiske vækst forventes at være tæt på den potentielle vækst. Under de nuværende omstændigheder forventes konjunktrefekten på de offentlige finanser at være neutral i 2006, og rentebetalingerne forventes at falde en smule for euroområdet som helhed. Den gennemsnitlige gældskvotestørrelse vil ligge stort set stabilt omkring 71 pct. af BNP.

Blandt landene med et uforholdsmæssigt stort underskud planlægger Grækenland at nedbringe sit underskud til under referenceværdien på 3 pct. af BNP i 2006, mens Tyskland og Italien først planlægger at gøre det i 2007. Portugal forventer at korrigere sit uforholdsmæssigt store underskud i 2008. Disse lande og Frankrig forventer først at opnå en budgetstilling i overensstemmelse med deres mellemfristede mål efter udløbet af programperioden, mens alle andre lande forventer at nå dette mål senest i 2008.

### **BEHOV FOR STRATEGISK SKIFT I FINANSPOLITIKKEN**

Den tidligere og kommende udvikling i de offentlige finanser, som er observeret af Kommissionen og beskrevet i de opdaterede stabilitetsprogrammer, indebærer en række store udfordringer.

For det første bør budgetkonsolidering prioriteres. Navnlig antallet af lande med alvorlige finanspolitiske problemer giver anledning til bekymring. De forbedrede vækstudsigter giver landene gode muligheder for at nå videre med at korrigere deres uforholdsmæssigt store underskud og opnå holdbare offentlige finanser. Det fremgår imidlertid, at en række lande får svært ved at opfylde deres konsolideringsforpligtelser uden yderligere tiltag. Denne situation skal undgås, ikke mindst for at genskabe den reviderede stabilitets- og vækstpagts troværdighed. De finanspolitiske rammer i Europa spiller en afgørende rolle for ØMUen og forankrer forventningerne om budgetdisciplin, hvorved de bidrager til vækst, stabilitet og samhørighed i euroområdet.

For det andet lægges der i stabilitets- og vækstpagten, i overensstemmelse med økonomisk teori, stor vægt på vedvarende budgetkonsolidering frem for engangstiltag eller kortvarige tiltag med henblik på at forbedre budgetsituationen. Det ville således være meget positivt, hvis landene mindskede anvendelsen af sådanne tiltag, hvilket nogle lande da også har planer om. Det siger sig selv, at kortvarige tiltag kan forsinke den konsolideringsindsats, der kræves i mange eurolande for at løse de strukturelle budgetproblemer. Endvidere kan de kortsigtede fordele ved disse tiltag medføre yderligere forringelse i fremtiden. Det kan forøge budgetproblemerne for senere generationer.

For det tredje er der brug for en omfattende reformstrategi i de fleste eurolande for at understøtte vækst og beskæftigelse. Reformerne skal omfatte budgetkonsolidering. Da mange lande ønsker at nedsætte den effektive skat på arbejds- og kapitalindkomst som led i en sådan strategi, spiller begrænsning af offentlige udgifter en central rolle. Strukturelle udgiftsreformer er afgørende for sunde og væksthæmende offentlige finanser. For at kunne fremme investering, innovation og beskæftigelse skal udgifterne rettes mod produktive mål. Samtidig kan der være behov for at styrke udgiftskontrollen for at undgå budgetoverskridelser, som ofte medfører en opjustering af budgetunderskudsmålene. I mange lande er det også afgørende at gennemgå regeringens forpligtelser med henblik på at forbedre kvaliteten af de offentlige udgifter. Det giver landene mulighed for at opnå holdbare offentlige finanser og samtidig sikre tilstrækkelig finansiering af den offentlige sektors kerneopgaver.

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

#### **EUROEN DEPRECIEREDE I 2005**

Efter den kraftige appreciering i de sidste tre måneder af 2004 faldt euroen i 1. halvår 2005. Deprecieringen var forholdsvis bredt funderet, men var mest markant over for den amerikanske dollar og en række asiatiske valutaer, der formelt el-

ler reelt var knyttet til den amerikanske dollar. Efterfølgende indhentede euroen de tidligere tab over for den japanske yen, mens udsvingene over for de fleste andre valutaer var relativt beherskede. Ved udgangen af 2005 havde den nominelle effektive eurokurs således stabiliseret sig på et niveau, der var 6 pct. under niveauet primo året (se figur 32).

Efter at både den nominelle effektive eurokurs og kursen over for den amerikanske dollar i slutningen af 2004 havde nået sit højeste niveau siden euroens indførelse i 1999, begyndte euroen at tabe terræn på baggrund af markedets skiftende opfattelser af de kræfter, der påvirker valutakurserne. På daværende tidspunkt var der tiltagende tegn på en forbedring af både USAs og Japans økonomi, mens den fremherskende opfattelse af udsigterne for euroområdet fortsat var mere afdæmpet. Især i USA bevirkede nye oplysninger, der tydede på robust økonomisk aktivitet, samt tegn på stigende inflationspres tilsyneladende, at markedets opmærksomhed skiftede fra det store og vedvarende underskud på betalingsbalancens løbende poster til forventninger om højere renter i USA, hvilket støttede den amerikanske dollar. Denne proces blev kun kortvarigt afbrudt mellem medio februar og primo marts 2005, hvor den amerikanske dollar kom under midlertidigt pres som følge af spekulationer om visse centralbankers eventuelle spredning af deres valutaeserver. Fra medio marts forbedredes markedets opfattelse af den amerikanske dollar imidlertid, mens den blev mere negativ over for euroen. Denne udvikling blev yderligere forstærket i begyndelsen af juni efter Frankrigs og Hollands forkastelse af traktaten om en forfatning for Europa. Euroens bredt funderede nedgang over for andre valutaer mellem medio marts og ultimo juli blev kun delvis opvejet af dens appreciering over for valutaerne i de fire største nye EU-lande. Et midlertidigt fald i den globale risikovillighed synes at have påvirket investeringsbeslutningerne i Central- og Østeuropa, især mellem medio marts og primo juni, hvilket har ført til den forholdsvis bredt funderede svækkelse af valutaerne i denne region.

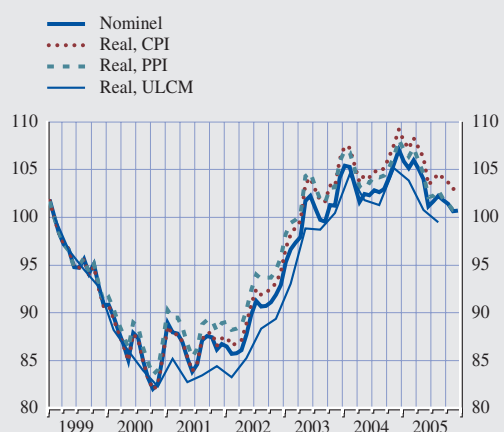
I 2. halvår 2005 var valutamarkedene fortsat domineret af cykliske faktorer, hvorimod strukturelle faktorer tilsyneladende ikke spillede nogen stor rolle. Især synes det voksende rentespænd mellem USA og andre større økonomier fortsat at have støttet dollaren. Udviklingen styrkedes yderligere af, at amerikanske virksomheder trak dollar hjem som følge af Homeland Investment Act<sup>12</sup>, og af oplysninger om, at den udenlandske efterspørgsel efter amerikanske aktiver fortsat var kraftig, hvilket kan have bidraget til at dæmpe markedets bekymring over finansieringen af underskuddet på den amerikanske betalingsbalancens løbende poster. Tegn på en forbedring af euroområdet erhvervs-klima opvejede dog dollarens styrke, og euroen faldt således kun marginalt over for den amerikanske dollar mellem juli og ultimo december 2005. Forbedringen af udsigterne for den japanske økonomi var tilsyneladende ikke nok til at modvirke den nedadrettede virkning på den japanske yen som følge af højere oliepriser og et voksende rentespænd mellem Japan og andre større økonomier. Som følge deraf oplevede den japanske yen en bredt funderet svækkelse i 2. halvår 2005. Den 21. juli gik Kina væk fra tilknytningen til dollaren og over til en ny valutakursordning med styret flydning med henvisning til en valutakurv. Denne ændring var mest mærkbar i Asien og havde tilsyneladende ikke nogen vedvarende direkte effekt på eurokursen.

Den 30. december 2005 lå euroen på USD 1,20. Det var omkring 11 pct. lavere end primo året. I 2005 svækkedes euroen også over for det britiske pund (med 3,9 pct.), den norske krone (med 2,5 pct.) og den australske og den canadiske dollar (med henholdsvis 7,0 pct. og 14,4 pct.). Euroen deprecierede også over for nogle af de nye EU-landes valutaer, nemlig den polske zloty (med 5,4 pct.) og den tjekkiske koruna (med 4,7 pct.). I samme periode var euroen stort set uændret over for den japanske yen og schweizerfrancen.

<sup>12</sup> Homeland Investment Act giver amerikanske virksomheder mulighed for at trække overskud i udenlandske datterselskaber hjem til en gunstig skattesats i deres respektive regnskabsår.

**Figur 32. Nominelle og reale effektive eurokursen <sup>1)</sup>**

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

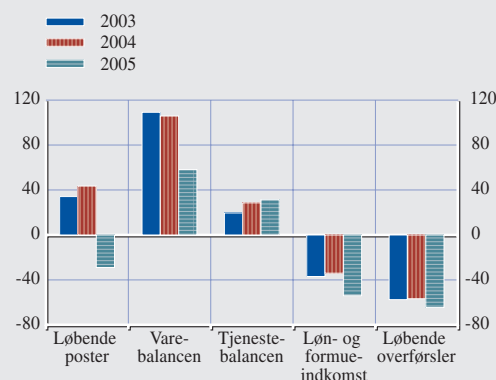


Kilde: ECB.

1) En stigning i EER-23-indeksene repræsenterer en appreciering af euroen. De seneste observationer vedrører december 2005 for månedlige observationer og 3. kvartal 2005 for det ULCM-baserede reale EER-23. Den seneste observation for ULCM-indeksset er delvis baseret på skøn.

**Figur 33. Betalingsbalancens løbende poster**

(Milliarder euro; sæsonkorrigerede observationer)



Kilde: ECB.

Euroens depreciering over for ovennævnte valutaer blev kun delvis opvejet af den moderate appreciering over for den ungarske forint og den kraftigere appreciering over for den svenske krone (med 5,1 pct.).

I januar 2006 steg euroen over for de fleste større valutaer, men faldt i februar. I de første to måneder af 2006 var udviklingen i eurokursen tilsyneladende hovedsagelig påvirket af markedets forventninger til den fremtidige pengepolitik, navnlig i euroområdet, USA og Japan. Den 24. februar 2006, som er skæringsdatoen for denne Årsberetning, lå den nominelle effektive eurokurs ca. 0,3 pct. under niveauet primo året.

Den reale effektive eurokurs – baseret på forskellige omkostnings- og prisindeks – faldt også i 2005 i overensstemmelse med nedgangen i den nominelle effektive kurs (se figur 32). I 4. kvartal 2005 lå de reale effektive euroindeks en smule over niveauet i 1. kvartal 1999 og tæt på gennemsnittet for de seneste 10 år.

**DE LØBENDE POSTER FALDT I 2005, HOVEDSAGELIG SOM FØLGE AF HØJERE OLIEIMPORTOMKOSTNINGER**

I 2005 viste de løbende poster på euroområdet betalingsbalance et underskud på 29,0 mia. euro (eller 0,4 pct. af BNP) i forhold til et overskud på 43,5 mia. euro i 2004 (0,6 pct. af BNP). Nedgangen skyldtes overvejende et fald i overskuddet på varebalancen og, i mindre grad, underskuddet på løn- og formueindkomst, mens tjenestebalancen og løbende overførsler var stort set uændrede (se figur 33).

En geografisk fordeling af de løbende poster på euroområdet betalingsbalance, der foreligger frem til 3. kvartal 2005, viser, at den kraftige nedgang i det akkumulerede overskud på de løbende poster i 12-måneders perioden frem til september 2005 hovedsagelig kunne tilskrives stigende underskud på oliehandlen med olieeksporterende lande. I samme periode var overskuddet over for USA stort set uændret (på ca. 41 mia. euro), mens overskuddet over for andre lande i EU steg med 14 mia. euro, hovedsagelig

som følge af et stigende overskud over for Storbritannien.

I 2005 faldt overskuddet på varebalancen med 47,6 mia. euro, da værdien af importen steg hurtigere end værdien af eksporten. Værdimæssigt viste vareeksporten omtrent samme vækst som i 2004, mens vareimporten steg noget kraftigere. Underskuddet på løn- og formueindkomst steg brat, især mod slutningen af året, hvilket afspejlede en større stigning i udgifter.

Udviklingen i varehandlen bliver tydeligere, hvis man ser på Eurostats statistik over udenrigshandlen, hvor værdien af eksport til og import fra lande uden for euroområdet fordeles efter pris- og mængdekomponenter (den foreliggende statistik dækker perioden frem til november 2005). På importsiden kunne den kraftige værdimæssige stigning i vareimporten i 2005 hovedsagelig forklares ved den robuste værdimæssige vækst i importen af energiprodukter, der overvejende afspejlede stigningen i oliepriserne. Endvidere steg importmængderne, især i 2. halvår 2005. Efter at have været uændret i første del af 2005 steg importmængderne på grund af opsvinget i den samlede endelige efterspørgsel i euroområdet, især i de importintensive udgiftskategorier, fx investeringer og eksport.

På eksportsiden bidrog både eksportpriser og eksportmængder til den værdimæssige vækst i vareeksporten i 2005. Stigningen i eksportpriserne kunne til dels tilskrives stigningen i omkostningerne som følge af højere oliepriser. I årets løb steg vareeksporten mængdemæssigt primært på grund af udviklingen i den udenlandske efterspørgsel efter euroområdets varer. Efter at have været svag i 1. kvartal var der en robust vækst i den udenlandske efterspørgsel i resten af året, som dog var svagere end året før. Især steg eksporten til Asien (især Kina) og de nye EU-lande kraftigt, hvilket afspejlede den stærke økonomiske aktivitet i disse regioner i 2005. Euroområdets eksport nød også godt af de olieeksporterende landes genanvendelse af olieeksportindtægter (se boks 8). Hvad angår produkter, viste eksporten af kapitalgoder den kraftigste vækst, mens eksporten af forbrugsgoder var mere afdæmpet. Med hensyn til priskonkurrenceevnen var eksportmængderne ved årets begyndelse negativt påvirket af den forsinkede effekt af euroens appreciering. Euroens efterfølgende depreciering kan dog have bidraget til, at eksportmængderne voksede kraftigere end den udenlandske efterspørgsel i 2. og 3. kvartal 2005.

## Boks 8

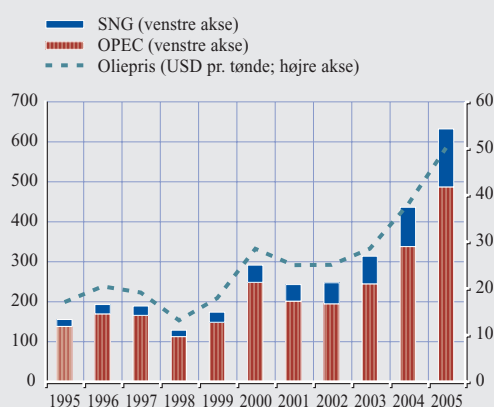
### FEEDBACK-EFFEKTER AF OLIEEKSPORTINDTÆGTERNE

Olieprisstigninger og stigende produktionsmængder har medført betydeligt større olieeksportindtægter i de olieeksporterende lande siden 2002. I denne boks fokuseres på eksportindtægterne i OPEC- og SNG-landene, der tilsammen producerer ca. 70 pct. af den internationalt handlede olie. De samlede indtægter i OPEC- og SNG-landene skønnes at være steget fra 250 mia. dollar i 2002 til omkring 630 mia. dollar i 2005 (se figur A). I denne boks gennemgås feedback-effekterne af de stigende olieindtægter og især de to vigtigste kanaler – de finansielle markeder og international handel – hvorigennem olieeksportindtægterne flyder tilbage til de olieimporterende lande.

Et muligt scenario i forbindelse med omfordeling af formue efter en periode med vedvarende høje oliepriser er, at de olieeksporterende lande øger deres indskud hos internationale banker og/eller køber udenlandske aktier og gældsinstrumenter. Traditionelt, og især efter det andet olieprisstød i begyndelsen af 1980'erne, har OPEC-landene hovedsagelig investeret i amerikanske aktiver og markeder og næsten udelukkende foretaget deres bankindskud i amerikanske dollar. Tilsvarende var stigningen i oliepriserne fra medio 1998 til ultimo 2000 ledsaget, med en let forsinkelse, af

**Figur A. Olieeksportindtægter**

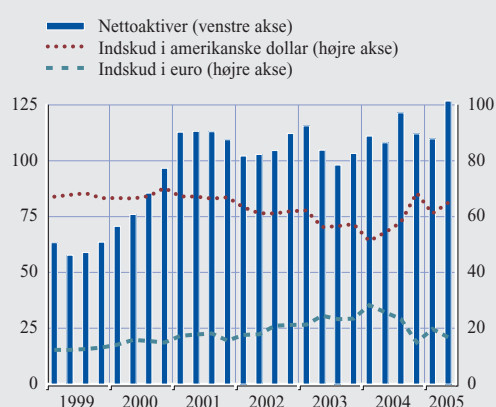
(Milliarder amerikanske dollar, medmindre andet er angivet)



Kilder: Det Internationale Energiagentur og ECBs beregninger.

**Figur B. OPECs nettoaktiver og valutaandel af indskud**

(Milliarder euro; periodegennemsnit)



Kilder: BIS og ECBs beregninger.

Anm.: Seneste observation vedrører 2. kvartal 2005.

næsten en fordobling af beholdningen af OPEC-landenes nettoaktiver i dollar hos internationale banker – et mål for nettokanaliseringen af OPEC-landenes midler over i indskud hos internationale banker. Dette var dog ikke tilfældet i den seneste periode med stigende oliepriser, da beholdningen af OPEC-landenes nettoaktiver over for de banker, der rapporterer til Den Internationale Betalingsbank (BIS), har været stort set uændret siden 1. kvartal 2001 (se figur B)<sup>1</sup>. Det investeringsmønster, der fremgår af bankernes balancer, giver dog muligvis ikke det fulde billede. Med hensyn til grænseoverskridende kapitalstrømme rapporterer det amerikanske finansministerium en stigning på 92 pct. i OPEC-landenes beholdninger af amerikanske statspapirer mellem januar 2001 og september 2005 (fra 28,5 mia. dollar til 54,6 mia. dollar). Desuden kan olieeksportindtægter også være blevet kanaliseret over i amerikanske statspapirer via offshoremarkeder.

Der er sket synlige ændringer i valutafordelingen af de olieeksporterende landes aktiver. OPEC-landene øgede gradvis andelen af indskud i euro fra 12 pct. i begyndelsen af 1999 til over 28 pct. i slutningen af 1. kvartal 2004. Dette var ledsaget af et støt fald i andelen af indskud i amerikanske dollar. Siden 2004 er OPEC-landene dog gradvis gået tilbage til indskud i amerikanske dollar trods euroens forholdsvis kraftige appreciering i 2004. Det medførte en stigning i andelen af indskud i amerikanske dollar fra et lavpunkt på 51 pct. i slutningen af 1. kvartal 2004 til 65 pct. i 2. kvartal 2005. Denne udvikling faldt sammen med et lige så stort fald i andelen af eurodenominerede indskud, der var 17 pct. i 2. kvartal 2005.

Rusland, der er den største olieproducent i SNG og verdens største olieeksportør uden for OPEC, øgede sine nettoaktiver betydeligt under de seneste olieprisstigninger, og valutafordelingen af indskuddene ændrede sig også (se figur C). Rusland har siden 2002 været nettokreditor over for de banker, der rapporterer til BIS. Andelen af indskud i euro blev mere end tredoblet fra 11 pct. medio 2002 til 36 pct. i 2. kvartal 2005. Den forholdsvis kraftige stigning i de seneste tre år af-

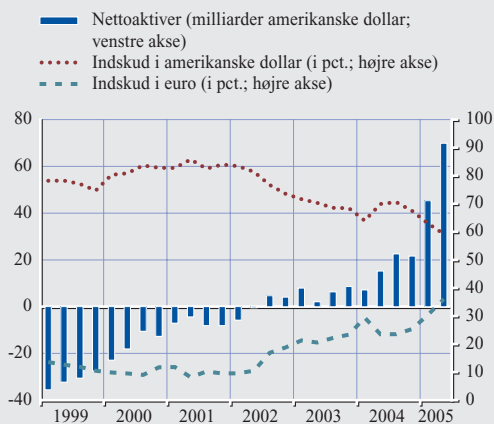
1 Se BIS Quarterly Review, december 2005, s. 25-27. Nettoaktiver er forskellen mellem OPEC-landenes aktiver og passiver over for de banker, der rapporterer til BIS, og er et mål for nettokanaliseringen af midler til den internationale banksektor.

spejler også til en vis grad euroens betydelige appreciering over for den amerikanske dollar i perioden og de russiske monetære myndigheds stigende anvendelse af euroen som reservevaluta. Som beskrevet nedenfor kan dette skridt i retning af en valutamæssigt mere afbalanceret indskudsportefølje være et signal om, at olieproducenterne ønsker at sikre deres købekraft, efterhånden som de importerer mindre fra USA og mere fra Europa og andre lande.

Den internationale handel udgør den anden potentielle genanvendelseskanal for de øgede olieindtægter. Under det første og andet olieprisstød i 1970'erne var OPEC-landenes indtægter konstant en hel del større end deres samlede import, hvilket medførte "oliebetingede handelsoverskud". Disse overskud blev til små underskud midt i 1980'erne, hvor prisen på olie igen faldt til 15 dollar pr. tønde. Det store overskud kom igen i 2000, hvor oliepriserne begyndte at stige kraftigt. Siden 2001 har OPEC-landenes oliebetingsede handelsoverskud dog været forholdsvis moderate i forhold til tidligere perioder med høje oliepriser, selv om både oliepriserne og olieeksportmængderne er steget markant. Det tyder på, at OPEC-landenes stigende olieeksportindtægter er faldet sammen med stigende import til OPEC-landene. En tilsvarende tendens ses i SNG-landene. SNG-landenes oliebetingsede handelsunderskud faldt kraftigt efter stigningen i oliepriserne i 1999 og 2000. Den kraftige stigning i oliepriserne faldt dog sammen med en forringelse af SNGs oliebetingsede handelsbalance mellem 2001 og 2004. Det tyder på, at SNG-landenes stigende olieeksportindtægter i disse år også faldt sammen med en stigende import. I 1. halvår 2005 faldt SNG-landenes oliebetingsede handelsunderskud igen betydeligt.

OPEC- og SNG-landenes samlede import i dollar viste nominelle gennemsnitlige stigninger på henholdsvis 18 pct. og 21 pct. mellem 2001 og 2004. Euroområdet har tilsyneladende nydt godt af den kraftige efterspørgsel i de olieeksporterende lande. Den gennemsnitlige årlige vækst i OPEC- og SNG-landenes import fra euroområdet var henholdsvis 21 pct. og 26 pct. mellem 2001 og 2004, hvilket medførte en stigning i euroområdets markedsandel i begge olieeksporterende regioner (se tabellen). Det er også lykkedes Asien ekskl. Japan at øge sin relative andel af OPEC-

**Figur C. Ruslands nettoaktiver og valutaandel af indskud**



Kilder: BIS og ECBs beregninger.  
Anm.: Seneste observation vedrører 2. kvartal 2005.

### Udvalgte økonomiers markedsandel af OPECs og SNGs import

(I pct. af samlet import)

	OPEC			SNG		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Euroområdet	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
USA	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Storbritannien	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Asien ekskl. Japan og Kina	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japan	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
Kina	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Kilder: IMF og ECBs beregninger.



og SNG-landenes samlede import. Disse tal står i skarp modsætning til tallene for USA, hvis markedsandel faldt markant i samme periode. I 2005 nød euroområdet fortsat godt af de olieeksporterende landes stigende import. OPEC- og SNG-landenes import i 1. halvår 2005 (som de seneste foreliggende data vedrører) var henholdsvis 22 pct. og 25 pct. højere end i samme periode året før.

Alt i alt har der siden 1999 vist sig forskellige mønstre i anvendelsen af de olieeksporterende økonomiers yderligere olieeksportindtægter, især OPEC-økonomiernes. Efter den betydelige stigning i oliepriserne i 1999 indsatte OPEC-landene en stor procentdel af deres olieindtægter i internationale banker, mens importudgifterne fortsat var lave. Siden 2001 er både OPEC- og SNG-landenes import dog steget betydeligt. Euroområdet har tilsyneladende nydt godt af denne opgang i SNG- og OPEC-økonomiernes import. Selv om de forhøjede oliepriser således kunne forventes at virke afdæmpende på den økonomiske aktivitet i euroområdet, har feedback-effekterne af olieeksportindtægterne tilsyneladende mildnet de negative første runde-effekter af de seneste olieprisstigninger.

### **STIGENDE NETTOUDSTRØMNING AF DIREKTE INVESTERINGER OG PORTEFØLJEINVESTERINGER I 2005**

Eurorådets finansielle poster viste en netto-udstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer på 13 mia. euro i 2005 i forhold til en nettoindstrømning på 24 mia. euro i 2004. Det kunne hovedsagelig tilskrives en større nettoindstrømning af porteføljeinvesteringer i aktier, som blev opvejet af nettoudstrømningen af direkte investeringer og en mindre nettoindstrømning af investeringer i gældsinstrumenter (se figur 34).

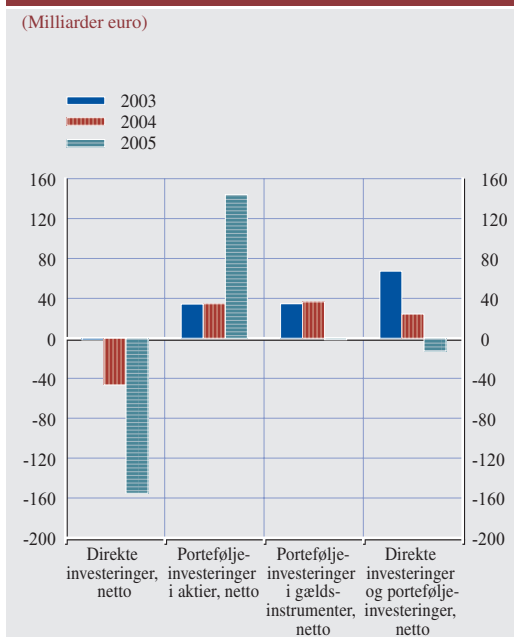
Det større underskud på direkte investeringer i 2005 skyldes stigningen i eurorådets udenlandske direkte investeringer, hovedsagelig investeringer i egenkapital. Opsvinget kan til dels være udtryk for fornyet interesse blandt eurorådets virksomheder i at øge konkurrenceevnen via udenlandske søsterselskaber samt den usædvanlige operation i forbindelse med omstrukturen af Royal Dutch Shell. Samtidig stabiliserede indstrømningen af udenlandske direkte investeringer til euroområdet sig på et lavt niveau i 2004. Forventninger om, at resten af verden ville opleve kraftigere økonomisk vækst end euroområdet, kan være forklaringen på den observerede udvikling.

Den øgede nettoindstrømning af porteføljeinvesteringer kunne tilskrives en stigning i udenlandske residenters nettokøb af aktier udstedt i euroområdet. Disse køb kunne til dels tilskrives køb af aktier som led i omstruktureringen af Royal Dutch Shell, men også forventninger om relativt højere afkast på eurorådets aktiemarkeder. Markedsundersøgelser tydede også på, at udenlandske investorer var interesserede i aktier fra euroområdet, som de anser for mere attraktivt prissat end aktier på andre markeder.

Hvad angår gældsinstrumenter, steg de grænseoverskridende strømme kraftigt i 2005, hvor de fleste transaktioner omhandlede obligationer. Der sås to forskellige tendenser i 2005. Først på året var der tale om en støt stigning i nettoindstrømningen knyttet til gældsinstrumenter udstedt i euroområdet, der nåede et toppunkt i begyndelsen af sommeren. Derefter vendte denne tendens til en nettoudstrømning i 2. halvår. Det kan være udtryk for, at renteforskellene mellem statsobligationer fra henholdsvis USA og euroområdet øgedes kraftigt, især i løbet af sommeren.

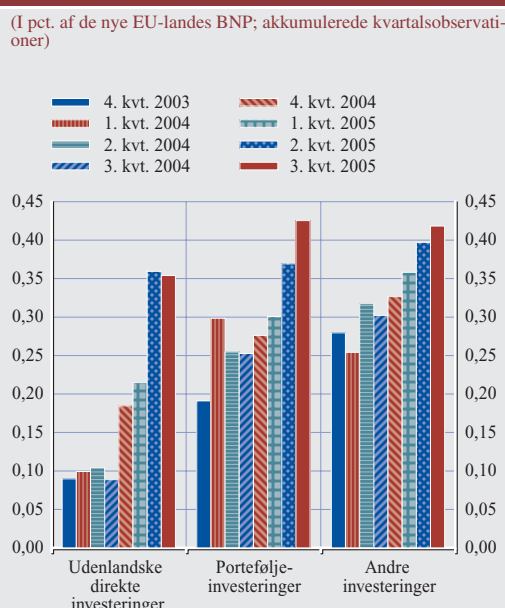
På grundlag af akkumulerede strømme i de første tre kvartaler af 2005 var Storbritannien og de nye EU-lande hovedmodtagere af eurorådets direkte investeringer. De nye EU-lande var også hovedinvestorer i euroområdet i denne periode.

**Figur 34. Euroområdet finansielle poster**



Kilde: ECB.

**Figur 35. Finansielle strømme fra euroområdet til de nye EU-lande**



Kilde: ECB.

En geografisk fordeling af porteføljeinvesteringerne viser, at euroområdets udenlandske porteføljeinvesteringer i de første tre kvartaler af 2005 primært var rettet mod Storbritannien og offshorecentre. Euroområdets investorer var også store nettokøbere af amerikanske obligationer, men var nettosælgere af amerikanske aktier og pengemarkedsinstrumenter.

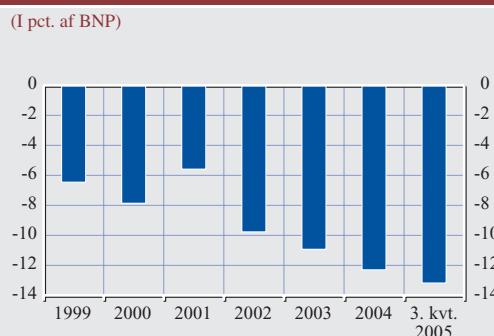
De nye EU-lande modtog tilsammen en betydelig del af euroområdets udenlandske investeringer. Der er en klart positiv tendens, som indikerer, at euroområdets investorer kan have anset denne region for relativt rentabel, og at den finansielle integration mellem euroområdet og de nye EU-lande kan være øget i denne periode (se figur 35).

**KAPITALBALANCEN OVER FOR RESTEN AF VERDEN FORRINGEDES YDERLIGERE I 2005**

Tal fra euroområdets kapitalbalance over for resten af verden frem til 3. kvartal 2005 viser, at euroområdet havde nettopassiver på 1.049 mia. euro (hvilket er 13,2 pct. af euroområdets BNP)

i forhold til nettopassiver på 946 mia. euro (12,4 pct. af BNP) ultimo 2004 og 809 mia. euro (11,0 pct. af BNP) ultimo 2003 (se figur 36). De øgede nettopassiver i 2005 kunne overvejende tilskrives en stigning i nettopassivposten for porteføljeinvesteringer (fra 1.071 mia. euro til 1.350 mia. euro), der delvis blev opvejet af en stigning i nettoaktivposten for direkte investeringer (fra

**Figur 36. Kapitalbalancen over for resten af verden, netto**



Kilde: ECB.

89 mia. euro til 224 mia. euro) og et fald i netto-passivposten for andre investeringer (fra 241 mia. euro til 212 mia. euro).

Den geografiske fordeling af euroområdet udenlandske direkte investeringer ultimo 2004 viser, at 24 pct. var investeret i Storbritannien og 21 pct. i USA. Med hensyn til euroområdets porteføljeinvesteringer i udlandet var den tilsvarende andel i disse to lande henholdsvis 23 pct. og 35 pct. Storbritannien og USA var også de vigtigste direkte investorer i euroområdet.

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

#### DEN ØKONOMISKE AKTIVITET

Væksten i realt BNP i EU-landene uden for euroområdet aftog i 2005 i forhold til 2004, men var stadig kraftigere end i euroområdet (se tabel 6). Som i tidligere år var produktionsvæksten højest i de baltiske lande, på over 7 pct., og i Slovakiet samt Tjekkiet, på 6 pct. i begge lande.

Den robuste indenlandske efterspørgsel kunne i de fleste lande tilskrives en kraftig vækst i det private forbrug, som fortsat lå på et højt niveau i 2005, især i de fleste nye EU-lande. Husholdningernes forbrug blev understøttet af betydelig vækst i den disponible realindkomst samt ekspansive finanspolitikker og stigende boligpriser i nogle lande. Øget kreditgivning til den private sektor i en række EU-lande uden for euroområdet, navnlig de baltiske lande, bidrog desuden til en fortsat stigning i ejendomsinvesteringerne og husholdningernes forbrug. I 2005 var forbrugs-væksten afdæmpet i Malta (som følge af svag vækst i den disponible indkomst), i Polen (som følge af løntilbageholdenhed og højere opsparing) og i Storbritannien (som følge af højere renter og et afkølet boligmarked). Den inden-

landske efterspørgsel blev yderligere understøttet af fortsat kraftig investeringsvækst i mange EU-lande uden for euroområdet, især de baltiske lande, Ungarn, Malta, Slovakiet og Sverige. Lave renter, en forbedret tillidsindikator for industrien, en høj grad af kapitalanvendelse og positive udsigter til en vedvarende efterspørgsel bidrog til den kraftige investeringsvækst, mens EU-midler også bidrog til investeringsvæksten i de nye medlemslande.

Hvad angår den udenlandske efterspørgsel, var eksporten den vigtigste drivkraft bag væksten i realt BNP i de fleste nye EU-lande, navnlig de baltiske lande, Tjekkiet, Ungarn og Polen. Nettoeksportens bidrag til væksten i realt BNP varierede dog betydeligt i EU-landene uden for euroområdet og var stort set neutral for gruppen samlet set. Både eksport- og importvæksten var fortsat ret høj i 2005 i de nye EU-lande, hvilket tyder på yderligere fremskridt i den langvarige proces med handelsintegration, da handelshindringerne for især fødevarer blev fjernet efter tiltrædelsen af EU.

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

(Ændring i pct. år/år)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 1. kv.	2005 2. kv.	2005 3. kv.	2005 4. kv.
Tjekkiet	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Danmark	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estland	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Cypern	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Letland	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Litauen	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Ungarn	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Polen	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Slovenien	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Slovakiet	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Sverige	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Storbritannien	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
EU-10 <sup>1)</sup>	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
EU-13 <sup>2)</sup>	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Euroområdet	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Kilder: Eurostat og de nationale statistikbureauer i Litauen og Slovenien vedrørende den årlige vækst i 2005 i de to lande.

Anm.: De kvartalsvise tal er ikke sæsonkorrigeret med undtagelse af Tjekkiet (sæsonkorrigeret) og Storbritannien (sæsonkorrigeret samt korrigeret for antal arbejdsdage). Den årlige vækst i Tjekkiet i 2005 er et gennemsnit af kvartalsvise tal.

1) Aggregatet EU-10 omfatter observationer for de 10 medlemslande, der tiltrådte EU 1. maj 2004.

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

Arbejdsmarkedssituationen forbedredes fortsat i de fleste EU-lande uden for euroområdet i 2005, især i de baltiske lande, Polen og Slovakiet. Arbejdsløsheden faldt kun gradvist, mens beskæftigelsesvæksten styrkedes markant i de nye medlemslande, navnlig i landene med den højeste arbejdsløshed. I Polen og Slovakiet var arbejdsløsheden fortsat særlig høj, ca. dobbelt så høj som i euroområdet. I Cypern, Danmark og Storbritannien var arbejdsmarkedet forholdsvis stramt, og arbejdsløsheden var under 6 pct.

### PRISUDVIKLINGEN

I 2005 var HICP-inflationen lavest – under gennemsnittet for euroområdet – i Sverige, Tjekkiet, Danmark og Storbritannien. I de fleste andre EU-lande uden for euroområdet lå HICP-inflationen lige over gennemsnittet i euroområdet, men var dog over 3 pct. i Letland, Estland og Ungarn (se tabel 7). I forhold til 2004 havde størstedelen af de nye medlemslande, med undtagelse af de baltiske lande, en lavere HICP-inflation i 2005, mens inflationen tiltog fra et lavt niveau i Danmark og Storbritannien.

Inflationsudviklingen i EU-landene uden for euroområdet var delvis forårsaget af de samme

faktorer. I flere af de nye EU-lande afspejlede en afdæmpning af inflationen i 1. halvår 2005 basis-effekten af prisstigninger i 2004 i forbindelse med EU-tiltrædelsen. Kraftig konkurrence har tilsyneladende udøvet et nedadrettet pres på prisudviklingen i de fleste EU-lande uden for euroområdet, især inden for industrivarer og fødevarer. Derimod udøvede de stigende oliepriser et opadrettet pres på inflationen. Den nøjagtige effekt varierede dog mellem landene, hvilket i høj grad afspejlede forskelle i forbrugsmønstret, markedsstrukturer og produktionens energintensitet. Da energipriserne desuden hovedsagelig er administrativt fastsat i mange EU-lande uden for euroområdet, er de højere oliepriser måske ikke slået fuldt igennem på inflationen i 2005. Inflationspresset kunne også tilskrives fortsat kraftig indenlandsk efterspørgsel i nogle af de nye EU-lande.

Valutakursudviklingen og dens forsinkede gennemslag i den samlede inflation påvirkede også inflationsudviklingen i 2005. I en række lande, især Tjekkiet, Ungarn, Polen og Slovakiet, lagde valutaernes appreciering en dæmper på inflationen.

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

(Ændring i pct. år/år)									
	2001	2002	2003	2004	2005	2005 1. kvrt.	2005 2. kvrt.	2005 3. kvrt.	2005 4. kvrt.
Tjekkiet	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Danmark	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estland	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Cypern	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Letland	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Litauen	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Ungarn	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Polen	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Slovenien	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slovakiet	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Sverige	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Storbritannien	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
EU-10 <sup>1)</sup>	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
EU-13 <sup>2)</sup>	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Euroområdet	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Kilde: Eurostat.

1) Aggregatet EU-10 omfatter observationer for de 10 medlemslande, der tiltrådte EU 1. maj 2004.

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

## FINANSPOLITIK

På baggrund af de seneste opdateringer af konvergensprogrammerne ultimo 2005 og primo 2006 var billedet af finanspolitikkerne i EU-landene uden for euroområdet uensartet i 2005. Tre EU-lande uden for euroområdet (Danmark, Estland og Sverige) havde budgetoverskud, mens de 10 andre lande havde budgetunderskud. Prognoserne over budgetresultaterne i 2005 var enten stort set i overensstemmelse med eller bedre end målene i konvergensprogrammerne, med Tjekkiet, Ungarn, Malta og Slovakiet som undtagelser. Den offentlige budgetsaldo forværredes i seks af de 13 EU-lande uden for euroområdet i løbet af året (se tabel 8), selv om skønnene i konvergensprogrammerne i visse tilfælde er relativt forsigtige. Budgetsaldiene forværredes trods de gunstige økonomiske forhold, som medførte højere indtægter end forventet i en række lande.

Konjunkturforsværgenes bidrag til budgettet var hovedsagelig positivt eller neutralt. Ikke desto mindre var der kun tale om finanspolitiske stramninger i Danmark, Cypern, Malta, Polen og Storbritannien. I Cypern og Ungarn reducerede midlertidige foranstaltninger underskuddet med mere end 0,5 pct. af BNP i 2005. Derimod steg Slovakiet underskud i 2005 som følge af engangsudgifter.

Udgifterne lå generelt tæt på det budgetterede. Som i 2004 anvendte nogle lande, herunder Tjekkiet, Estland, Letland, Litauen og Slovakiet, nogle af de ekstra indtægter til at finansiere yderligere udgifter i stedet for at forbedre deres budgetsaldi.

Ifølge Ecofin-Rådets beslutninger af 5. juli 2004 blev det konstateret, at seks EU-lande uden for euroområdet (Tjekkiet, Cypern, Ungarn, Malta, Polen og Slovakiet) havde et uforholdsmæssigt stort underskud. Blandt disse lande reducerede Cypern sit underskud til under 3 pct. af BNP i 2005 i overensstemmelse med Rådets beslutning. Derimod steg underskuddet i Tjekkiet, Ungarn og Slovakiet ifølge de seneste opdateringer af konvergensprogrammerne (om end det for Slovakiet vedkommende er resultatet af en enkeltstå-



ende gældsreturnering på 0,8 pct. af BNP). Cypern, Malta og Polen opfyldte benchmarkmålet for konsolidering med en positiv ændring i den konjunkturkorregerede budgetsaldo på mindst 0,5 pct. af BNP ekskl. enkeltstående og andre midlertidige foranstaltninger. Ungarn havde på ny betydelige budgetoverskridelser i forhold til målene for 2005, som blev opjusteret fra 3,6 pct. til 6,1 pct. af BNP. Rådet konstaterede to gange, i overensstemmelse med traktatens artikel 104, stk. 8, at Ungarn ikke havde truffet virkningsfulde foranstaltninger til at korrigere det uforholdsmæssigt store underskud (se også afsnit 1.1 i kapitel 4). Storbritanniens underskud oversteg referenceværdien på 3 pct. af BNP for tredje år i træk. Ecofin-Rådet besluttede 24. januar 2006, at Storbritannien havde et uforholdsmæssigt stort underskud, og rettede en henstilling til Storbritannien i overensstemmelse med traktatens artikel 104, stk. 7, med anmodning om, at det uforholdsmæssigt store underskud blev korrigeret så hurtigt som muligt og senest inden udgangen af finansåret 2006-07.

I 2005 lå gældskvoten i de fleste EU-lande uden for euroområdet et godt stykke under gennemsnittet i euroområdet. Kun i Cypern og Malta var gældskvoten fortsat over referenceværdien på 60 pct. af BNP. Med visse undtagelser faldt gældskvoten i EU-landene uden for euroområdet, hvilket delvis afspejler et gunstigt vækst/rente-

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

(I pct. af BNP)

Offentligt overskud (+)/underskud (-)				
	2002	2003	2004	Observationer fra konvergensprogrammet for 2005
Tjekkiet	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Danmark	1,4	1,2	2,9	3,6
Estland	1,5	2,5	1,7	0,3
Cypern	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Letland	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Litauen	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Ungarn	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Malta	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Polen	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Slovenien	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Slovakiet	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Sverige	-0,3	0,2	1,6	1,6
Storbritannien	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
EU-10 <sup>1)</sup>	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
EU-13 <sup>2)</sup>	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Euroområdet	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

Offentlig bruttogæld				
	2002	2003	2004	Observationer fra konvergensprogrammet for 2005
Tjekkiet	29,8	36,8	36,8	37,4
Danmark	47,6	45,0	43,2	35,6
Estland	5,8	6,0	5,5	4,6
Cypern	65,2	69,8	72,0	70,5
Letland	14,2	14,6	14,7	13,1
Litauen	22,4	21,4	19,6	19,2
Ungarn	55,5	57,4	57,4	57,7
Malta	63,2	72,8	75,9	76,7
Polen	41,2	45,3	43,6	42,5
Slovenien	29,8	29,4	29,8	29,0
Slovakiet	43,7	43,1	42,5	33,7
Sverige	52,4	52,0	51,1	50,9
Storbritannien	38,2	39,7	41,5	43,3
EU-10 <sup>1)</sup>	39,9	43,3	42,6	41,5
EU-13 <sup>2)</sup>	40,6	42,0	42,8	43,2
Euroområdet	69,2	70,4	70,8	71,0

Kilder: Europa-Kommissionen (for 2002-04), opdaterede konvergensprogrammer for 2005-06 og Kommissionens vurderinger (for 2005) samt ECBs beregninger.

Anm.: Observationer er baseret på definitionen i proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Budgetsaldi (observationer fra Kommissionen) er ekskl. indtægter fra salget af UMTS-licenser. Observationerne omfatter pensionskasser under den anden søjle. Deres vurderede forbedrede effekt (hvor den foreligger) i pct. af BNP er som følger: Danmark (0,9 pct. i forbindelse med budgetsaldoen), Ungarn (1,3 pct. i forbindelse med budgetsaldoen, 3,8 pct. i forbindelse med gæld), Polen (1,8 pct. i forbindelse med budgetsaldoen, 5,4 pct. i forbindelse med gæld), Slovakiet (0,8 pct. i forbindelse med budgetsaldoen) og Sverige (1,0 pct. i forbindelse med budgetsaldoen, 0,6 pct. i forbindelse med gæld).

1) Aggregatet EU-10 omfatter observationer for de 10 medlemslande, der tiltrådte EU 1. maj 2004.

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

spænd og gældsreducerende gælds-/underskudsjusteringer.<sup>13</sup>

#### UDVIKLINGEN I BETALINGSBALANCEN

Betalingsbalancens løbende poster og kapitalposter var fortsat meget forskellige i de enkelte EU-lande uden for euroområdet i 2005 (se tabel 9).

Sverige og Danmark havde et betydeligt overskud, mens Storbritannien og de nye EU-lande havde underskud. Underskuddet i Estland, Let-

<sup>13</sup> Tallene vedrørende gæld for 2005 i de seneste opdateringer af konvergensprogrammerne er ikke fuldt sammenlignelige med Europa-Kommissionens observationer for tidligere år.

land og Malta var stadig meget højt – 10 pct. af BNP eller derover – om end det var faldende i de to førstnævnte lande, mens underskuddet på de løbende poster og kapitalposterne i Cypern, Litauen, Ungarn og Slovakiet var over 5 pct. af BNP. Tjekkiet, Polen, Slovenien og Storbritannien havde mere moderate underskud på de løbende poster og kapitalposterne.

Uanset at et stort underskud på de løbende poster i nogle lande kan være tegn på risici for holdbarheden i de eksterne forhold, er sådanne underskud også til en vis grad normalt for konvergerende økonomier såsom de nye medlemslande, hvor kapitalindstrømning gør det muligt at finansiere investeringer med et højt afkast, som ikke ville have været muligt udelukkende på baggrund af indenlandsk opsparring. Selv om de eksterne balanceproblemer i de fleste lande hovedsagelig kunne tilskrives underskud på handelsbalancen, var underskud på løn- og formueindkomst – som ofte er forbundet med tilbagesendelse til hjemlandet af overskud fra udenlandsk ejede virksomheder og med tidligere indstrømning af udenlandske direkte investeringer – også en vigtig kilde i en række tilfælde. Den seneste

udvikling i betalingsbalancens løbende poster bør fortolkes med forsigtighed, da den til en vis grad er påvirket af ændringer i metoden til indsamling af handelsdata efter EU-tiltrædelsen.

I de fleste nye EU-lande var udenlandske direkte investeringer – bl.a. i forbindelse med privatiseringsprogrammer – fortsat en vigtig kilde til ekstern finansiering. For denne gruppe lande samlet set steg nettoindstrømningen af udenlandske direkte investeringer en smule i 2005 i forhold til 2004 (se tabel 9). Nettoindstrømningen af udenlandske direkte investeringer (i forhold til BNP) var især betydelig i Estland, hvor den var kraftigt påvirket af en stor enkelttransaktion. Den var også stadig ret kraftig i Tjekkiet og Malta. Nettoindstrømningen af udenlandske direkte investeringer var positiv i alle de nye medlemslande, undtagen Slovenien, hvor de udenlandske direkte investeringer netto var nogenlunde i balance i 2005. Hvad angår de andre EU-lande uden for euroområdet, oplevede Sverige og Danmark en nettoudstrømning af udenlandske direkte investeringer, som var forholdsvis betydelig i Sverige, hvorimod nettoindstrømningen af udenlandske direkte investeringer i Stor-

**Tabel 9. Betalingsbalancen, udvalgte poster**

(I pct. af BNP)

	Løbende poster plus kapitalposter				Nettostrømme af udenlandske direkte investeringer				Nettostrømme af porteføljeinvesteringer			
	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>
Tjekkiet	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Danmark	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estland	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Cypern	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Letland	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Litauen	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Ungarn	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Polen	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Slovenien	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Slovakiet	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Sverige	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Storbritannien	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
EU-10 <sup>2)</sup>	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
EU-13 <sup>3)</sup>	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Euroområdet	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Kilde: ECB.

1) Tallene for 2005 er 4-kvartalers gennemsnit indtil 3. kvrt. 2005.

2) Aggregatet EU-10 omfatter observationer for de lande, der tiltrådte EU 1. maj 2004.

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



britannien var kraftig. Samlet set var nettostrømmen af udenlandske direkte investeringer en vigtig finansieringskilde for en række EU-lande uden for euroområdet i 2005, men i de fleste tilfælde var indstrømningen ikke stor nok til at dække det samlede underskud på de løbende poster og kapitalposterne.

Nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer bidrog også betydeligt til finansieringen af underskuddet på de løbende poster i Cypern, Ungarn og Polen i 2004 og 2005 i forhold til en relativt moderat indstrømning i tidligere år. Udviklingen afspejlede især en højere nettogældsstiftelse – som i nogle tilfælde kunne have været delvis forbundet med obligationsrentespændene – men nettoindstrømningen af aktier fik også øget betydning. I visse lande steg den eksterne gældsætning i forhold til BNP også, hvilket delvis kan tilskrives yderligere finansiering som følge af nettoindstrømningen af porteføljeinvesteringer samt andre investeringer.

#### ERM2 OG VALUTAKURSRELATEREDE FORHOLD

I 2005 blev ERM2, med deltagelse af Estland, Litauen, Slovenien og Danmark, udvidet med fire nye EU-lande, idet Cypern, Malta og Letland blev optaget i ERM2 den 2. maj 2005 og Slovakiet den 28. november 2005, alle med et standardudsvingsbånd på  $\pm 15$  pct. omkring deres centralkurser over for euroen. Inden tiltrædelsen af ERM2 var både det cypriotiske pund og den lettiske lats allerede unilateralt knyttet til

euroen. Mens det cypriotiske pund havde været knyttet til euroen siden euroens indførelse i 1999, ændrede Letland tilknytningen af sin valuta fra den særlige trækningsrettighed – en regningsenhed, der hovedsagelig benyttes i IMF og er baseret på en valutakurv – til euroen i begyndelsen af 2005 og bevarede et udsvingsbånd på  $\pm 1$  pct. Efter tiltrædelsen af ERM2 meddelte de lettiske myndigheder, at de ville fastholde den lettiske lats unilateralt på centralkursen over for euroen med et udsvingsbånd på  $\pm 1$  pct. Da den maltesiske lire blev optaget i ERM2, blev den også knyttet til euroen ud fra en valutakurv, som omfattede euroen, det britiske pund og den amerikanske dollar. Desuden erklærede de maltesiske myndigheder, at de ville fastholde den maltesiske lire unilateralt på centralkursen over for euroen. Med hensyn til den slovakiske koruna og det cypriotiske pund påtog myndighederne sig ingen formelle unilaterale forpligtelser om et smallere bånd. Unilaterale forpligtelser giver ikke ECB yderligere forpligtelser. For at sikre en problemfri deltagelse i ERM2 har de deltagende lande forpligtet sig til at træffe de nødvendige foranstaltninger til at opretholde den makroøkonomiske stabilitet og valutakursstabiliteten.

Deltagelse i ERM2 har ikke været forbundet med mærkbare spændinger på valutamarkedene i nogen af de deltagende lande. Den estiske kroon, den litauiske litas, den maltesiske lire og den slovenske tolar har løbende ligget på eller meget tæt på centralkursen, efter at de blev op-

Tabel 10. Udviklingen i ERM2

	Tiltrædelsesdato	Øvre kurs	Centralkurs	Nedre kurs	Maksimal afvigelse i pct.	
					Opad	Nedad
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Kilde: ECB

Anm.: En nedadrettet (opadrettet) afvigelse svarer til en udvikling i retning af den nedre (øvre) kurs og er en styrkelse (svækkelse) af valutaen over for euroen. For de rapporterede maksimale afvigelser er referenceperioden fra den respektive dato for tiltrædelse af ERM2 til 24. februar 2006. For Danmark er referenceperioden 1. januar 2004 til 24. februar 2006.

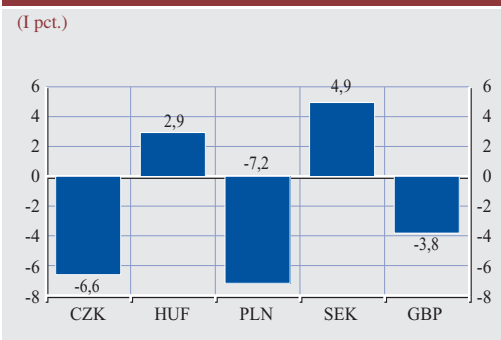
taget i ERM2. Den danske krone fortsatte med at ligge tæt på centralkursen i 2005. Efter optagelsen i ERM2 styrkedes det cypriotiske pund en del over for euroen i de første to måneder, inden det stabiliserede sig på ca. 2 pct. over centralkursen i 2. halvår 2005. Den lettiske lats var fortsat uændret på standardudsvingsbåndets stærke side og lå tæt på den øvre grænse i det unilateralt offentliggjorte bånd. Efter tiltrædelsen af ERM2 har den slovakiske koruna været mere volatil end de andre valutaer i ERM2 og har været op til 3,2 pct. stærkere end centralkursen (se tabel 10).

De fleste valutaer i EU-landene uden for euroområdet, som ikke deltager i ERM2, styrkedes over for euroen i 2005, men i mindre grad på handelsvægtet (effektiv) basis, hvor den blev delvis opvejet af deprecieringen over for den amerikanske dollar og de valutaer, som er knyttet til den amerikanske dollar. I 1. halvår 2005 tabte den polske zloty og den tjekkiske koruna en del af den kraftige appreciering i 2004, men genoptog apprecieringen i 2. halvår. Den 24. februar 2006 var disse valutaer styrket betydeligt over for euroen i forhold til niveauet primo 2005, hvilket betød, at euroen var deprecieret med henholdsvis 7,2 pct. og 6,6 pct. (se figur 37). Den ungarske forint deprecierede derimod i løbet af året som helhed på baggrund af betydelige valutakursudsving, hovedsagelig i forbindelse med forringede budgetudsigter. Den 24. februar 2006 lå forinten næsten 3 pct. under niveauet primo 2005. Udviklingen i rentespændet synes at have påvirket den svenske krone og det britiske pund. Den svenske krone deprecierede forholdsvis kraftigt over for euroen i det meste af 2005 som følge af et udvidet negativt rentespænd over for euroområdet, mens det britiske pund styrkedes over for euroen i 2005 og begyndelsen af 2006 – med knap 4 pct. – på baggrund af betydelige udsving.

### PENGEPOLITIK

Hovedmålet for pengepolitikken i alle EU-lande uden for euroområdet er prisstabilitet. De pengepolitiske strategier varierer betydeligt fra land til land, hvilket afspejler deres heterogenitet med hensyn til nominelle, reale og strukturmæssige

**Figur 37. Ændringer i kursen mellem euro og EU-valutaer uden for ERM2**



Kilde: ECB.

Anm.: En positiv (negativ) værdi er udtryk for en appreciering (depreciering) af euroen. Ændringer vedrører perioden 3. januar 2005-24. februar 2006.

forhold (se tabel 11). I 2005 var pengepolitikken og valutakursordningerne for EU-landene uden for euroområdet stort set uændret, bortset fra optagelsen af Cypern, Letland, Malta og Slovakiet i ERM2, selv om de pengepolitiske rammer blev finjusteret en smule i enkelte lande med henblik på kommende monetær integration.

Hvad angår de pengepolitiske beslutninger i 2005 i lande med et valutakursmål, forhøjede Danmarks Nationalbank den pengepolitiske rente med 25 basispoint til 2,4 pct. som følge af ECBs renteforhøjelse 1. december 2005. Banken forhøjede renten igen – med 10 basispoint til 2,5 pct. – den 17. februar 2006 på grund af en udstrømning af fremmed valuta i februar, bl.a. som følge af danske institutionelle investorers køb af udenlandske aktier og andre værdipapirer. Central Bank of Cyprus nedsatte minimumsbudrenten med i alt 125 basispoint til 3,25 pct. ultimo 2005 for at dæmpe apprecieringspres fra investorernes forbedrede tillid til de økonomiske udsigter som følge af forbedringer i de offentlige finanser og det cypriotiske punds optagelse i ERM2. Letland Bankas hævdede reservekravskoefficienten ad to omgange fra 4 pct. til 8 pct. for at dæmpe den meget høje vækst i kreditgivning i Letland. I Malta blev den pengepolitiske rente hævet med 25 basispoint til 3,25 pct. som reaktion på den kraftige vækst i kreditgivningen.

I februar 2006 nedsatte Banka Slovenije sin pengepolitiske rente med 25 basispoint til 3,75 pct.

De fleste EU-lande uden for euroområdet, der benytter inflationsmål, nedsatte deres pengepolitiske rente i 2005. I lyset af de forbedrede inflationsudsigter nedsatte Ungarn, Polen og Slova-

kiet deres pengepolitiske rente med i alt 350, 200 og 100 basispoint til henholdsvis 6 pct., 4,5 pct. og 3 pct. I Slovakiet var valutaens appreciering en af årsagerne til rentebeslutningen. I Polen blev den pengepolitiske rente yderligere nedsat med 25 basispoint til 4,25 pct. i januar 2006. Sverige og Storbritannien nedsatte den pengepo-

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

	Pengepolitisk strategi	Valuta	Karakteristika
Tjekkiet	Inflationsmål	Koruna	Inflationsmål: 2-4 pct. ultimo 2005, derefter 3 pct. for at sikre, at inflationen ikke afviger med mere end $\pm 1$ procentpoint. Valutakurs med styret flydning.
Danmark	Valutakursmål	Krone	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. omkring centralkurs på DKK 7,46038 pr. euro.
Estland	Valutakursmål	Kroon	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centralkurs på EEK 15,6466 pr. euro. Estland fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Cypern	Valutakursmål	Pund	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centralkurs på CYP 0,585274 pr. euro.
Letland	Valutakursmål	Lats	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centralkurs på LVL 0,702804 pr. euro. Letland fortsætter med et udsvingsbånd på $\pm 1$ pct. som ensidig forpligtelse.
Litauen	Valutakursmål	Litas	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centralkurs på LTL 3,4528 pr. euro. Litauen fortsætter med currency board som ensidig forpligtelse.
Ungarn	Kombineret valutakurs- og inflationsmål	Forint	Valutakursmål: Tilknytning til euro med kurs på HUF 282,36 pr. euro og udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. Inflationsmål: 4 pct. ( $\pm 1$ procentpoint) ultimo 2005, 3,5 pct. ( $\pm 1$ procentpoint) ultimo 2006 og en målsætning på 3 pct. ( $\pm 1$ procentpoint) på mellemlangt sigt fra 2007.
Malta	Valutakursmål	Lire	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centralkurs på MTL 0,4293 pr. euro. Malta fastholder sin valutakurs over for euroen uændret fra centralkursen som ensidig forpligtelse.
Polen	Inflationsmål	Zloty	Inflationsmål: 2,5 pct. $\pm 1$ procentpoint (årlig ændring i CPI) fra og med 2004. Frit flydende valutakurs.
Slovenien	Strategi med to søjler til overvågning af monetære, reale, eksterne og finansielle indikatorer for de makroøkonomiske forhold	Tolar	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centralkurs på SIT 239,640 pr. euro.
Slovakiet	Inflationsmål inden for rammerne af ERM2	Koruna	Deltager i ERM2 med udsvingsbånd på $\pm 15$ pct. omkring centralkurs på SKK 38,455 pr. euro. Inflationsmål: På kort sigt 3,5 pct. ( $\pm 0,5$ procentpoint) ultimo 2005. For perioden 2006-08 under 2,5 pct. ultimo 2006 og under 2 pct. ultimo 2007 og ultimo 2008.
Sverige	Inflationsmål	Krone	Inflationsmål: Stigning på 2 pct. i CPI med en margin på $\pm 1$ procentpoint. Frit flydende valutakurs.
Storbritannien	Inflationsmål	Pund	Inflationsmål: 2 pct. målt ved 12-måneders stigningen i CPI <sup>1)</sup> . Ved afvigelser på over 1 procentpoint forventes det, at Monetary Policy Committee skriver et åbent brev til finansministeren. Frit flydende valutakurs.

Kilde: ESCB.  
1) CPI svarer til HICP.

litiske rente i 2005 med 50 og 25 basispoint til henholdsvis 1,5 pct. og 4,5 pct., hvilket afspejler et fald i produktionsvæksten og lavere fremtidig inflation. I Sverige blev den pengepolitiske rente forhøjet med 25 basispoint til 1,75 pct. i januar 2006 og igen med 25 basispoint til 2,0 pct. i februar 2006. Beslutningerne var baseret på prognoser i inflationsrapporter fra december 2005 og februar 2006 (der indikerede en stigning i de korte renter). I Tjekkiet blev den pengepolitiske rente nedsat med i alt 75 basispoint i 1. halvår 2005 i lyset af gunstige inflationsudsigter og korunaens appreciering. Den blev dog forhøjet igen med 25 basispoint til 2 pct. ultimo oktober i overensstemmelse med den seneste inflationsprognose og risici i den forbindelse.

tiekurserne i de nye EU-lande undtagen Slovenien mellem 25 pct. og 65 pct. højere end ved årets begyndelse.

#### **DEN FINANSIELLE UDVIKLING**

I 2005 viste udviklingen i de lange obligationsrenter i størstedelen af EU-landene uden for euroområdet samme mønster som tilsvarende renter i euroområdet, dvs. et generelt fald indtil september efterfulgt af en betydelig stigning, især i Ungarn og Polen. I Litauen og Slovenien faldt den lange rente gradvis til niveauet i euroområdet, hvorimod den var noget mere stabil i Malta og Storbritannien. Overordnet set var den lange rente for de fleste landes vedkommende mellem 20 og 55 basispoint lavere ultimo 2005 end niveauet ved årets begyndelse med kraftige fald i Letland, Polen, Slovakiet og navnlig Cypern (på over 200 basispoint). Da den lange rente faldt med ca. 30 basispoint i euroområdet i løbet af 2005, var obligationsrentespændene over for euroområdet fortsat stabile eller indsnævredes. Spændene over for euroområdet blev dog udvidet forholdsvis markant for Ungarn og Polen i 4. kvartal 2005. Markedsreaktionen afspejlede en ugunstig finanspolitisk udvikling i Ungarn og usikkerhed om den finanspolitiske udvikling og økonomiske politik efter parlamentsvalget i Polen.

Aktiemarkederne i EU-landene uden for euroområdet udviklede sig fortsat gunstigt i 2005 og klarede sig med undtagelse af Slovenien og Storbritannien bedre end den gennemsnitlige udvikling i aktiekurserne i euroområdet målt ved Dow Jones Euro Stoxx-indekset. Ultimo 2005 var ak-

**Kunstner**

Ilse Haider

**Titel**

Kopf eines Athleten, 1994

**Materiale**

Pilekviste, fotoemulsion

**Format**

180 x 120 x 40 cm

© ECB og kunstneren



## KAPITEL 2

# CENTRALBANK- OPERATIONER OG -AKTIVITETER

# I PENGEPOLITISKE OPERATIONER, VALUTAOPERATIONER OG INVESTERINGSAKTIVITETER

## I.1 PENGEPOLITISKE OPERATIONER

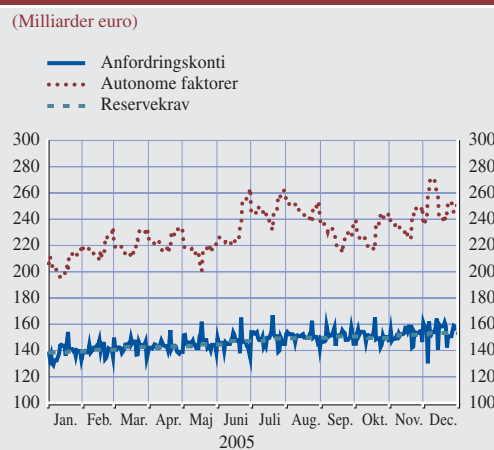
De operationelle rammer for gennemførelsen af den fælles pengepolitik<sup>1</sup> fungerede fortsat effektivt i 2005. De meget korte pengemarkedsrenter var stabile i årets løb. Volatiliteten i Eonia var meget lav i 2005. Standardafvigelsen i spændet mellem Eonia og minimumsbudrenten var 5 basispoint i forhold til 9 basispoint i 2004 og 16 basispoint i 2003.

Mod slutningen af 2005 gav udviklingen for første gang anledning til i nogen grad at teste, om de operationelle rammer – som ændret i marts 2004<sup>2</sup> – inden for en reservekravsperiode kunne neutralisere effekten af en ændring i forventningerne vedrørende ECBs officielle renter. Efter over to år, hvor pengemarkedet ikke forudså renteændringer, blev pengemarkedet i november 2005 påvirket af forventninger om en renteændring. Efter en udtalelse fra ECBs formand 18. november, forud for Styrelsesrådets møde 1. december, steg dag-til-dag renten med op til 12 basispoint. Den begyndte dog at falde et par dage senere, og efter et tildelingsbeløb, der oversteg benchmarkbeløbet<sup>3</sup>, i reservekravsperiodens sidste primære markedsoperation, som blev ledsaget af en forklaring, bevægede dag-til-dag renten sig igen mod sit tidligere niveau. Det tyder således på, at ændringen af reservekravsperiodernes starttidspunkt, så de falder sammen med gennemførelsen af rentebeslutningerne, trods den første reaktion har bidraget effektivt til at undgå betydelige og langvarige påvirkninger fra forventninger om renteændringer i løbet af den foregående reservekravsperiode.

### VURDERING OG STYRING AF LIKVIDITETSFORHOLDENE

Eurosystemets likviditetsstyring bygger på den daglige vurdering af likviditetsforholdene i euroområdet banksektor med henblik på at bestemme sektorens likviditetsbehov og dermed, hvor meget likviditet der skal tildeles i de ugentlige primære markedsoperationer, i de månedlige langfristede markedsoperationer og eventuelt i andre markedsoperationer som finjusterende operationer. Banksektorens likviditetsbehov defineres som summen af bankernes reservekrav,

Figur 38. Likviditetsfaktorer i euroområdet i 2005



Kilder: ECB.

den del af kreditinstitutternes indskud på anfordringskonti hos deres NCB, som overstiger reservekravet (overskydende reserver) samt nettoforøgelsen af de autonome faktorer (se figur 38). De autonome faktorer er poster på eurosystemets balance, som påvirker bankernes likviditetsbehov, men som normalt ikke kontrolleres direkte af eurosystemets likviditetsstyring (fx seddelomløbet, statslige indskud og nettofordringer på udlandet).

I 2005 var det gennemsnitlige daglige likviditetsbehov i euroområdet banksektor 377,4 mia. euro, hvilket er en stigning på 21 pct. i forhold til 2004. Reservekravene udgjorde i gennemsnit

- 1 De operationelle rammer er detaljeret beskrevet i ECBs publikation "Gennemførelsen af pengepolitikken i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", februar 2005.
- 2 Der blev indført to ændringer i marts 2004: i) Tidsplanen for reservekravsperioderne blev ændret, så reservekravsperioden altid starter på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor den månedlige beslutning om pengepolitikens stramhedsgrad er på dagsordenen, og ii) løbetiden for de primære markedsoperationer blev afkortet fra to uger til en uge. Se ECB Årsberetning 2004, s. 80-81.
- 3 Benchmarkbeløbet er det tildelingsbeløb, der normalt kræves for at sikre afbalancerede forhold på det korte pengemarked på baggrund af eurosystemets fuldstændige likviditetsprognose. Det offentliggjorte benchmarkbeløb rundes op til nærmeste 500 mio. euro.



146,5 mia. euro, mens de overskydende reserver udgjorde 0,8 mia. euro og de autonome faktorer 230,1 mia. euro. Eurosedler var fortsat den autonome faktor, der viste den kraftigste årlige vækst. Den årlige vækst i den gennemsnitlige mængde eurosedler var ca. 15 pct., hvilket var på linje med væksten i 2004. Den 24. december 2005 nåede eurosedler et rekordhøjt niveau på 568 mia. euro.

### **PRIMÆRE MARKEDSOPERATIONER**

De primære markedsoperationer er ugentlige likviditetstilførende operationer med en løbetid på en uge. De udføres som auktioner til variabel rente med en minimumsbudrente efter proceduren med tildeling til flere rentesatser. De primære markedsoperationer er eurosystemets vigtigste markedsoperationer. De spiller en afgørende rolle med henblik på at styre renten og likviditetsforholdene i markedet og signalere pengepolitikens stramhedsgrad via minimumsbudrenten.

For at gøre det nemmere for kreditinstitutterne at udarbejde deres bud til de primære markedsoperationer fortsatte ECB i 2005 med at offentliggøre en ugentlig prognose over det daglige gennemsnit af de autonome faktorer og benchmarkbeløbet. Formålet med denne kommunikationspolitik er at undgå forkerede opfattelser i markedet af, om tildelingsbeslutningerne i forbindelse med de primære markedsoperationer sigter mod at afbalancere likviditetsforholdene eller ej.

I 2005 varierede tildelingsbeløbene i de primære markedsoperationer mellem 259,0 mia. euro og 333,5 mia. euro. Der blev i gennemsnit afgivet 351 bud i de primære markedsoperationer, hvil-

ket var tæt på niveauet i 2004, efter at ændringen af de operationelle rammer var trådt i kraft. Den likviditet, der blev tilført via de primære markedsoperationer, udgjorde 77 pct. af den samlede nettotilførsel af likviditet i eurosystemets primære markedsoperationer. Det gennemsnitlige spænd mellem skæringsrenten og minimumsbudrenten var 5,3 basispoint i forhold til 1,6 basispoint i 2004 og 4,7 basispoint i 2003. Spændet lå stabilt på 5 basispoint i de første tre kvartaler af 2005, men begyndte at udvide sig i september, hvorefter det nåede 7 basispoint midt i oktober. På det tidspunkt gav ECB udtryk for sin bekymring over udvidelsen af spændet og begyndte at tildele lidt mere likviditet end benchmarkbeløbet, men tilstræbte stadig afbalancerede likviditetsforhold ved reservekravsperiodens slutning. Denne lempelige tildelingspolitik medførte, at spændet mellem skæringsrenten og minimumsbudrenten stabiliserede sig på 5 basispoint.

### **FINJUSTERENDE OPERATIONER**

Som følge af ændringerne af de operationelle rammer, der blev indført i marts 2004, var der større risiko for akkumulering af fejl i likviditetsprognoserne i de otte dage mellem den sidste primære markedsoperation i en reservekravsperiode og reservekravsperiodens slutning. Den absolutte forskel mellem prognosen og det faktiske resultat over otte dage var 7,16 mia. euro i gennemsnit i 2005. For at undgå, at disse fejl fører til omfattende anvendelse af de stående faciliteter og for at undgå store spænd mellem dagtil-dag renten og minimumsbudrenten udførte ECB en finjusterende operation på reservekravsperiodens sidste dag, når ECB forventede en betydelig ubalance i likviditetsforholdene. Tre af de i alt ni finjusterende operationer var likviditetstilførende (18. januar, 7. februar og 6. sep-



tember), og seks var likviditetsopsugende (8. marts, 7. juni, 12. juli, 9. august, 11. oktober og 5. december). De havde alle til formål at genoprette balancen i likviditetsforholdene og medvirke til at stabilisere dag-til-dag renten mod slutningen af reservekravsperioden.

### LANGFRISTEDE MARKEDSOPERATIONER

De langfristede markedsoperationer er likviditetstilførende markedsoperationer, der udføres hver måned. Tildelingen finder normalt sted den sidste onsdag i måneden, og løbetiden er normalt tre måneder, hvilket giver bankerne mulighed for at dække deres likviditetsbehov i en længere periode. I modsætning til de primære markedsoperationer udføres de langfristede markedsoperationer ikke for at signalere pengepolitikens stramhedsgrad. Eurosystemet fungerer som rentetager, eftersom de langfristede markedsoperationer udføres som rene auktioner til variabel rente med et forudannonceret tildelingsbeløb.

De langfristede markedsoperationer tegnede sig i 2005 i gennemsnit for ca. 23 pct. af den samlede nettolikviditet tilført via markedsoperationer. Tildelingsbeløbet i hver operation steg fra 25 til 30 mia. euro i januar 2005 og til 40 mia. euro i januar 2006.

### STÅENDE FACILITETER

Eurosystemets to stående faciliteter, dvs. den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten, tilfører og opsuger dag-til-dag likviditet til renter, som udgør en korridor for dag-til-dag interbankrenten. I 2005 var korridoren uændret på 200 basispoint og centreret omkring minimumsbudrenten i de primære markedsoperationer.

I 2005 udgjorde den gennemsnitlige daglige anvendelse af den marginale udlånsfacilitet 106 mio. euro, mens den gennemsnitlige daglige anvendelse af indlånsfaciliteten var 122 mio. euro. Den beherskede anvendelse af de stående faciliteter i 2005 var i overensstemmelse med tidligere år og afspejler en høj grad af effektivitet på interbankmarkedet samt mindre ubalancer i likviditetsforholdene på den sidste dag i hver reservekravsperiode. Denne reduktion af ubalancerne er udtryk for den hyppigere anvendelse af finjuste-

rende operationer i tilfælde af betydelige prognosefejl.

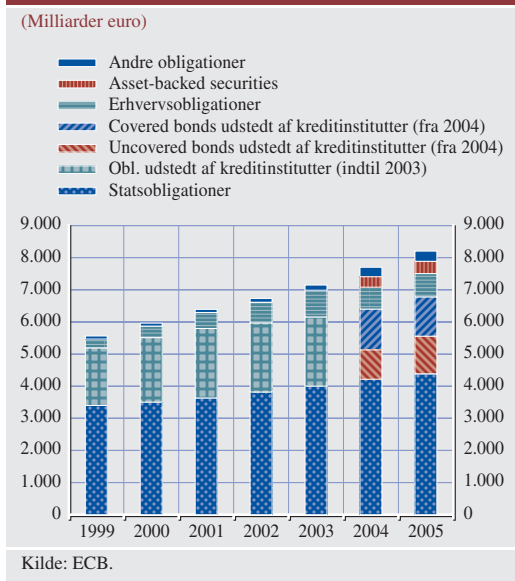
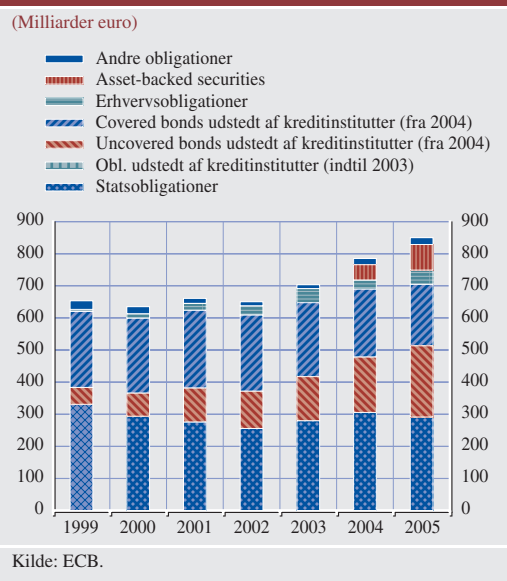
### RESERVEKRAVSSYSTEMET

Kreditinstitutter i euroområdet er forpligtet til at have mindstereserver på konti i NC Berne. Det enkelte instituts reservekrav udgør 2 pct. af reservegrundlaget, som bestemmes i forhold til poster på instituttets balance. Reservekravsforpligtelsen skal være opfyldt i gennemsnit i løbet af en reservekravsperiode. Systemet har to funktioner. For det første skal det stabilisere de korte pengemarkedsrenter via gennemsnitsfaciliteten, og for det andet skal det øge likviditetsunderskuddet, dvs. bankernes samlede behov for refinansiering fra eurosystemet. Reservekravene steg gradvis i 2005 og nåede op på 153 mia. euro i årets sidste reservekravsperiode.

### BELÅNBARE AKTIVER I PENGEPOLITISKE OPERATIONER

Alle eurosystemets kreditoperationer skal være dækket af tilstrækkelig sikkerhed for at beskytte eurosystemet mod tab. En lang række aktiver kan anvendes til sikkerhedsstillelse i kraft af de særlige træk ved de europæiske finansielle markeder og eurosystemets pengepolitiske rammer. Gennemsnitsværdien af de omsættelige belånbare aktiver var 8,3 billioner euro i 2005, hvilket var en stigning på 7 pct. i forhold til 2004 (se figur 39). Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor tegnede sig for 53 pct. af den samlede værdi, mens resten var covered bonds (af Pfandbrief-typen) eller uncovered bonds udstedt af kreditinstitutter (29 pct.), erhvervsobligationer (9 pct.), asset-backed securities (5 pct.) og andre obligationer, fx udstedt af overnationale organisationer (4 pct.). Den gennemsnitlige værdi af omsættelige aktiver, som modparterne anvender til sikkerhedsstillelse i eurosystemets kreditoperationer, var 866 mia. euro i 2005 i forhold til 787 mia. euro i 2004 (se figur 40).

Figur 41 viser forskellen mellem aktiver, der kan anvendes som sikkerhed, og aktiver, der faktisk anvendes som sikkerhed i eurosystemets kreditoperationer, fordelt efter type. Værdipapirer udstedt af den offentlige sektor udgjorde 53 pct. af den tilgængelige omsættelige sikkerhedsstil-

**Figur 39. Belånbare omsættelige aktiver****Figur 40. Brug af omsættelige aktiver til sikkerhedsstillelse**

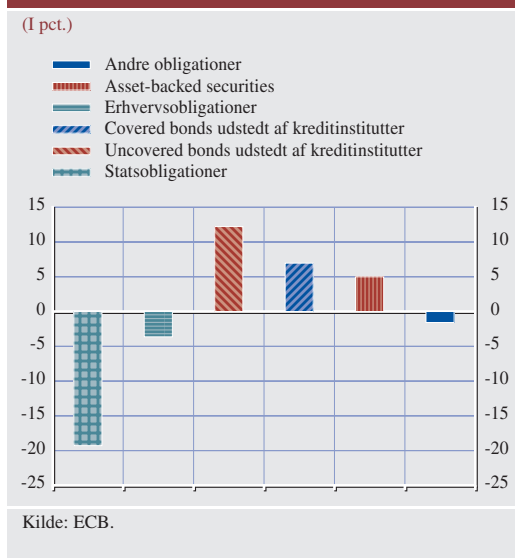
lelse, men kun 34 pct. af den faktiske sikkerhedsstillelse. Uncovered bonds udstedt af kreditinstitutter tegnede sig imidlertid for 14 pct. af den tilgængelige omsættelige sikkerhedsstillelse, men 27 pct. af den faktiske sikkerhedsstillelse. Asset-backed securities udgjorde 5 pct. af den tilgængelige sikkerhedsstillelse, men 10 pct. af den faktiske sikkerhedsstillelse.

I 2005 udviklede eurosystemets politik for sikkerhedsstillelse sig på en række vigtige områder. For det første afsluttede eurosystemet arbejdet med at ændre belånbarkriterierne for asset-backed securities. Ændringerne var nødvendige, fordi asset-backed securities efterhånden spiller en større og større rolle i forbindelse med sikkerhedsstillelse i eurosystemets operationer, og fordi modparterne krævede mere gennemsigtighed med hensyn til, hvilke typer asset-backed securities der er belånbare. De ændrede kriterier blev annonceret i januar 2006 og træder i kraft i maj 2006. De asset-backed securities, der i øjeblikket er på listen over belånbare aktiver, men som ikke opfylder kriterierne, udfases inden udgangen af oktober 2006.

Eurosystemet specificerede også den minimumskreditstandard, som konsekvent er blevet anvendt ved godkendelse af aktiver som sikkerhed, siden den fælles valuta blev indført. Det drejer sig om en rating på mindst "single A" fra et af de tre største internationale kreditvurderingsbureauer. Kreditvurderingen "single A" svarer til en rating på langt sigt på mindst A- hos Standard & Poor's eller Fitch Ratings eller mindst A3 hos Moody's. Det blev også specificeret, at dette krav gælder udstedere i både den private og den offentlige sektor.

Der blev også gjort fremskridt med arbejdet med at indføre en samlet liste over sikkerhedsstillelse, som gradvis skal erstatte det nuværende system med to lister. Den samlede liste forventes at øge tilgængeligheden af sikkerhedsstillelse, skabe lige konkurrencevilkår i euroområdet, fremme lige behandling af modparter og udstedere samt generelt gøre rammerne for sikkerhedsstillelse mere gennemsigtige. De første to vigtige skridt hen imod en samlet liste trådte i kraft i 2005:

**Figur 41. Forskel mellem andelen af omsættelige belånbare aktiver og andelen af faktisk sikkerhedsstillelse i 2005**



- For det første blev listen over ikke-regulerede markeder, som kan godkendes af eurosyste- met i forbindelse med sikkerhedsstillelse, of- fentliggjort 30. maj. Listen findes på ECBs websted og opdateres mindst en gang om året. Aktiver, der kun er noteret eller handlet på ikke-regulerede markeder, som ikke er medta- get på listen, er stadig belånbare indtil maj 2007, hvorefter de ikke længere er belånbare.
- For det andet blev en ny kategori af aktiver, der ikke tidligere var belånbare, nemlig euro- denominerede gældsinstrumenter udstedt af G10-lande uden for EØS, optaget på liste 1 den 1. juli. De nye belånbare aktiver udgjorde i alt 137 mia. euro ultimo 2005. Anvendelsen af de nye instrumenter steg gradvis i løbet af 2. halvår 2005 og nåede 5,3 mia. euro ultimo december.

I februar 2005 meddelte Styrelsesrådet, at næste skridt hen imod den samlede liste – medtagelse af banklån – følger denne tidsplan:

- Banklån bliver belånbare i eurosystemets kre- ditoperationer i alle eurolande fra 1. januar

2007, hvor de fælles kriterier for belånbarhed og eurosystemets rammer for kreditvurdering gennemføres. Eurosystemets rammer for kre- ditvurdering er et sæt procedurer og regler, der bygger på eurosystemets krav om, at alle belånbare aktiver på den kommende samlede liste skal overholde høje kreditstandarder (se nedenfor).

- Fra 1. januar 2007 til 31. december 2011 ind- føres en overgangsordning, som giver de en- kelte NCBer i euroområdet mulighed for at bestemme minimumsgrænsen for belånbare banklån i forbindelse med sikkerhedsstillelse og beslutte, hvorvidt der skal opkræves et ekspeditionsgebyr.
- Fra 1. januar 2012 gælder en enhedsordning i forbindelse med anvendelse af banklån som sikkerhedsstillelse med en minimumsgrænse på 500.000 euro.

I juli 2005 godkendte Styrelsesrådet de generelle kriterier for belånbarhed, som skal gælde for banklån, og i november 2005 godkendte Styrel- sesrådet endvidere de vigtigste elementer i euro- systemets rammer for kreditvurdering, som skal sikre, at låntagerne opfylder eurosystemets høje standarder for kreditværdighed. Med hensyn til gennemførelse af rammerne for banklån arbejdes der på de tekniske og operationelle detaljer ved- rørende medtagelse af banklån, og de forventes at blive annonceret i 1. halvår 2006.

### RISIKOSTYRING

Under udførelsen af kreditoperationer i forbin- delse med pengepolitik eller betalingssystemer udsættes eurosystemet for både kredit- og mar- kedsrisici vedrørende modparternes eventuelle misligholdelse. Disse risici afbødes med kravet om passende sikkerhedsstillelse i henhold til ar- tikel 18.1 i ESCB-statutten samt en hensigts- mæssig vurdering af sikkerhedsstillelsen og risi- kostyring.

Eurosystemets rammer for kreditvurdering træ- der i kraft 1. januar 2007. Rammerne omfatter fire kilder til vurdering af kreditkvaliteten: eks- terne kreditvurderingsbureauer, NCBernes in-

terne kreditvurderingssystemer, modparternes interne ratingbaserede systemer og ratingværktøjer hos tredjemand. Konsekvens, nøjagtighed og sammenlignelighed er hovedprincipperne i eurosystemets rammer for kreditvurdering.

Alle kilder til vurdering af kreditkvaliteten skal opfylde visse kriterier for godkendelse i henhold til disse hovedprincipper. Desuden anvendes et sæt tekniske specifikationer og værktøjer – herunder en grænseværdi for kreditkvalitet og overvågning og indberetning i forbindelse med kreditvurdering – som garanti for, at de belånbare aktiver opfylder minimumsstandarderne for kreditværdighed.

Hvad angår benchmark for kreditrisiko, godkender eurosystemet i princippet kun gældsinstrumenter fra låntagerne, hvis instrumenterne har:

- en rating på mindst "single A" fra et af de tre største internationale kreditvurderingsbureauer,
- eller en sandsynlighed for misligholdelse på højst 0,10 pct., hvilket inkluderer låntagere i en risikokategori med en sandsynlighed for misligholdelse inden for et år på højst 0,10 pct.

Denne definition gælder både private og offentlige udstedere i overensstemmelse med traktatens artikel 102, som forbyder ECB at fastsætte mere gunstige betingelser for gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor.

## 1.2 VALUTAOPERATIONER

I 2005 udførte ECB ingen interventioner på valutamarkedet af pengepolitiske årsager. ECBs valutatransaktioner var udelukkende forbundet med investeringsaktiviteter. Desuden udførte ECB ingen valutaoperationer i valutaer fra lande uden for euroområdet, som deltager i ERM2.

Den stående aftale mellem ECB og IMF om at gøre det lettere for IMF at iværksætte SDR-transaktioner på ECBs vegne med andre fore-



skrevne indehavere blev anvendt i fem tilfælde i 2005.

## 1.3 INVESTERINGSAKTIVITETER

ECBs investeringsaktiviteter er organiseret med henblik på at forhindre anvendelse af insiderviden om pengepolitiske centralbankforanstaltninger i investeringsbeslutninger. ECBs forretningsenheder, som er involveret i investeringsaktiviteter, er adskilt fra andre ECB-enheder ved hjælp af en "kinesisk mur" af regler og procedurer.

## FORVALTNING AF VALUTARESERVER

ECBs valutareserveportefølje omfatter valutareserver overført fra NCBERne i euroområdet til ECB samt reserver fra ECBs tidligere valuta- og guldoperationer. Hovedformålet med ECBs valutareserver er at lette ECBs intervention på valutamarkedet. Hovedprincipperne for forvaltningen af ECBs valutareserver er likviditet, sikkerhed og afkast i den rækkefølge. I 2005 blev ECBs valutareserver forvaltet decentralt, idet de enkelte NCBER besad og aktivt forvaltede en del af ECBs portefølje.

ECBs valutareserveportefølje består hovedsagelig af amerikanske dollar, men omfatter også japanske yen, guld og SDR. Guld og SDR blev ikke aktivt investeret i 2005. ECB solgte i alt ca. 47 tons guld i fuld overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 27. september

2004, som ECB har undertegnet. Værdien af ECBs officielle valutareserveaktiver til aktuelle kurser og markedspriser steg fra 35,1 mia. euro ultimo 2004 til 41,0 mia. euro ultimo 2005. Stigningen i porteføljens værdi i 2005 afspejlede hovedsagelig appreciering af den amerikanske dollar og guld over for euroen samt et positivt afkast (kapitalgevinster og renteindtægter) fra aktiviteter i forbindelse med porteføljeforvaltning.

I januar 2006 blev de nye operationelle rammer for ECBs forvaltning af valutareserver indført. Formålet var at gøre den decentraliserede udførelse af investeringsoperationer i eurosystemet mere effektiv. Hvad angår den operationelle forvaltning af ECBs valutareserver (dvs. udførelse af investeringsoperationer), må hver enkelt NCB i euroområdet nu som hovedregel kun forvalte en portefølje (i enten amerikanske dollar eller japanske yen), men to NCBer kan hver især forvalte to porteføljer. Desuden kan de enkelte NCBer i euroområdet fravælge operationel forvaltning af ECBs valutareserver, men stadig være involveret i strategisk porteføljeforvaltning, fx strategisk revidering af benchmarks og revidering af rammerne for risikostyring. NCBerne i euroområdet, som vælger at deltage i den operationelle forvaltning, kan også deles om disse aktiviteter.

I 2005 fortsatte arbejdet med at udvide listen over godkendte instrumenter med henblik på investering af valutaaktiver. I begyndelsen af 2006 blev listen udvidet med valutaswaps og amerikanske Strips.<sup>4</sup> Der blev også arbejdet hen imod medtagelse af renteswaps på listen på et senere tidspunkt.

#### FORVALTNING AF EGENPORTEFØLJE

ECBs egenportefølje består af den indbetalte kapital og den almindelige reservefond. Formålet med denne portefølje er, at den skal fungere som reservefond til imødegåelse af tab. Forvaltningen heraf skal på langt sigt skabe en indtjening, der er højere end den gennemsnitlige rente for ECBs primære markedsoperationer. I 2005 blev listen over udstedere af godkendte instrumenter til investering yderligere udvidet inden for segmentet med en meget høj kreditkvalitet samt i

covered bond-segmentet. I begyndelsen af 2006 blev usikrede "senior bonds" udstedt af virksomheder med en høj kreditvurdering i den finansielle sektor tilføjet på listen over investeringsinstrumenter.

ECBs egenportefølje voksede til aktuelle markedskurser fra 6,1 mia. euro ultimo 2004 til 6,4 mia. euro ultimo 2005, hvilket afspejler et positivt afkast på porteføljeforvaltningen i form af kapitalgevinster og renteindtægter.

#### RISIKOSTYRING

De rammer, som anvendes til at afbøde de finansielle risici, som ECB udsættes for (fx markeds-, kredit- og likviditetsrisici), er bl.a. gennemført via strenge politikkrav (fx restriktioner med hensyn til varighed, valutafordeling og minimumskrav til likviditet i porteføljen) samt et detaljeret system med grænser, som bruges til at overvåge og dagligt bekræfte overholdelse. I 2005 blev der arbejdet på den fremtidige indførelse af Value-at-Risk (VaR)<sup>5</sup> som det vigtigste værktøj til at definere tærskelværdier for de risici, der er forbundet med porteføljeforvalternes handelspositioner i forhold til ECBs benchmarkporteføljer. VaR har en række konceptuelle fordele og har efterhånden vundet indpas som et omfattende risikomål i den finansielle sektor. Det bekræftes også af den vigtige rolle, begrebet spiller i de nye rammer, dvs. Basel Capital Framework, med hensyn til beregning af kapitalkrav.

4 Strips (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities) er værdipapirer, som er dannet ved adskillelse af hovedstol og rentebetaling i en amerikansk statsobligation.

5 VaR defineres som det tab, som med en vis sandsynlighed vil blive overskredet over en foruddefineret tidshorisont. 99 pct. VaR over et år er således det tab, der med en sandsynlighed på kun 1 pct. vil blive overskredet inden for et år.

## 2 BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGS-SYSTEMER

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

I august 2005 udsendte ECB en politikerklæring med titlen "Centralbankernes ydelse af detailbetalingstjenester i euro til kreditinstitutter". Under iagttagelse af eurosystemets lovhjemmel vedrørende behandling af detailbetalinger i euro for kreditinstitutter bemærkedes det i erklæringen bl.a., at NCB'er, som tilbyder detailbetalingsydelser til kreditinstitutter, skal tage behørigt hensyn til markeds- og konkurrenceforhold på det pågældende marked, herunder omkostningsdækning.

Hvad angår værdipapirafvikling, tilbyder eurosystemet og markedet en række kanaler, der gør det lettere at stille sikkerhed på tværs af landegrænser.

### 2.1 TARGET-SYSTEMET

Det nuværende Target-system er "systemernes system" baseret på de nationale realtidsbruttoafviklingssystemer (RTGS) i 16 EU-lande samt ECBs betalingsmekanisme (EPM) og et interlinkingsystem, der giver mulighed for at behandle betalinger mellem de forbundne systemer.

I 2005 bidrog Target yderligere til integrationen af europengemarkedet, og eftersom eurosystemets kreditoperationer behandles via Target, spillede systemet fortsat en vigtig rolle i den smidige gennemførelse af den fælles pengepolitik. Da Target-systemet kan tilbyde realtidsafvikling i centralbankpenge og har en bred markedsdækning, tiltrækker det også en lang række andre betalinger. Target fungerer smidigt og tilfredsstillende i 2005 og fortsatte med at afvikle

stadig flere store betalinger i euro. Det er i overensstemmelse med eurosystemets politiske mål om at fremme afvikling i centralbankpenge som et særligt sikkert betalingsmiddel. I 2005 blev 89 pct. af den samlede omsætning for store betalinger i euro afviklet via Target. Target er tilgængeligt for alle kreditoverførsler i euro mellem de forbundne banker uden øvre eller nedre grænser med hensyn til værdi. Sådanne betalinger kan afvikles mellem banker inden for et EU-land (indenlandske betalinger) og mellem banker i forskellige EU-lande (grænseoverskridende betalinger).

Ifølge en undersøgelse fra 2005 havde Target 10.564 deltagere pr. 31. december 2004. Omkring 53.000 institutter, især deltagernes filialer, kan nås via Target ved hjælp af en identifikationskode (Bank Identifier Code).

### TARGET-OPERATIONER

I 2005 steg det daglige gennemsnit af betalinger behandlet i Target med 10 pct. både antalsmæssigt og værdimæssigt. Tabel 12 viser en oversigt over betalinger i Target i 2005 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 2005 op på 99,83 pct. (se tabel 13). Gennemsnitligt blev 95,59 pct. af de grænseoverskridende betalinger behandlet inden for fem minutter.

**Tabel 12. Betalinger i Target<sup>1)</sup>**

Mængde (antal transaktioner)	2004	2005	Ændring (i pct.)
<b>Samlet</b>			
I alt	69.213.486	76.150.602	9 pct.
Dagligt gennemsnit	267.234	296.306	10 pct.
<b>Indenlandske betalinger<sup>2)</sup></b>			
I alt	52.368.115	58.467.492	10 pct.
Dagligt gennemsnit	202.193	227.500	11 pct.
<b>Grænseoverskridende betalinger</b>			
I alt	16.845.371	17.683.110	5 pct.
Dagligt gennemsnit	65.040	68.806	5 pct.

Værdi (milliarder euro)	2004	2005	Ændring (i pct.)
<b>Samlet</b>			
I alt	443.992	488.900	9 pct.
Dagligt gennemsnit	1.714	1.902	10 pct.
<b>Indenlandske betalinger<sup>2)</sup></b>			
I alt	297.856	324.089	8 pct.
Dagligt gennemsnit	1.150	1.261	9 pct.
<b>Grænseoverskridende betalinger</b>			
I alt	146.137	164.812	11 pct.
Dagligt gennemsnit	564	641	12 pct.

Kilde: ECB.

1) 259 åbningssdage i 2004 og 257 åbningssdage i 2005.

2) Herunder betalinger for fjerndeletere.

**Tabel 13. Target-systemets tilgængelighed**

Procent	
RTGS-system	2005
EPM (ECB)	99,52
ELLIPS (BE)	99,66
KRONOS (DK)	99,84
RTGSplus (DE)	99,24
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,93
TBF (FR)	99,62
IRIS (IE)	99,93
BI-REL (IT)	99,89
LIPS-Gross (LU)	99,93
TOP (NL)	100,00
ARTIS (AT)	99,86
SORBNET-EURO (PL)	100,00
SPGT (PT)	99,97
BOF-RTGS (FI)	99,98
E-RIX (SE)	99,89
CHAPS Euro (UK)	99,97
<b>Samlet tilgængelighed</b>	<b>99,83</b>

Kilde: ECB.

## NØDPROCEDURER FOR SYSTEMISK VIGTIGE BETALINGER I TARGET

Som følge af Target-systemets centrale rolle på markedet og dets brede markedsdækning er passende beskyttelse mod en lang række trusler afgørende for systemets pålidelighed og smidige funktion. Det er således essentielt, at systemisk vigtige betalinger – dvs. betalinger der kan medføre systemiske risici, hvis de ikke gennemføres til tiden – afvikles uden forsinkelse, selv under usædvanlige omstændigheder. Eurosystemet har etableret nødprocedurer for at sikre, at sådanne betalinger afvikles på en hensigtsmæssig måde selv i tilfælde af funktionsfejl i Target. I 2005 viste en række yderligere afprøvninger blandt centralbanker (og en række banker), at Targets nødprocedurer fungerer effektivt. De bekræftede, at eurosystemet er i stand til at sikre, at betalings-systemerne og de finansielle markeder fortsat kan fungere smidigt i krisesituationer.

## TARGET TILGÆNGELIG FOR DE NYE EU-LANDE

I oktober 2002 besluttede Styrelsesrådet, at de nye EU-landes centralbanker efter udvidelsen skulle have mulighed for, men ikke pligt til at tilslutte sig det nuværende Target-system. I lyset af det nuværende Target-systems begrænsede resterende levetid og for at spare på omkostningerne udviklede eurosystemet alternativer til fuld integration, som giver de nye EU-lande mulighed for at forbinde deres systemer med det nuværende Target-system.

Polen var det første nye EU-land, der blev forbundet til Target. Den 7. marts 2005 blev Narodowy Bank Polski RTGS-system i euro (SORBNET-EURO) forbundet til Target via Banca d'Italias RTGS-system (BI-REL).

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

ESCB fortsætter den tætte dialog med brugerne af Target for at sikre, at der tages passende højde for deres behov, og at der efterfølgende gennemføres passende foranstaltninger. Som i de tidligere år blev der i 2005 afholdt regelmæssige møder mellem de 16 NCBER, som er tilsluttet Target, og de nationale Target-brugergrupper. Desuden blev der afholdt fællesmøder mellem ESCBs Working Group on Target2 og den europæiske banksektors Target Working Group for at drøfte operationelle aspekter af Target. De strategiske aspekter blev behandlet i Contact Group on Euro Payments Strategy, som består af repræsentanter fra bankernes og centralbankernes øverste ledelse. Som operatør af et af de største RTGS-systemer i verden har eurosystemet fortsat tæt kontakt med RTGS-operatører i andre valutaområder. Stadig flere indbyrdes forbindelser, fx som følge af transaktioner via Continuous Linked Settlement (CLS), har skabt et behov for fælles drøftelser om operationelle spørgsmål.

### 2.2 TARGET2

Den 8. februar 2005 offentliggjorde ECB den første statusrapport om Target2. Rapporten indeholdt oplysninger om de beslutninger, som Styrelsesrådet traf i december 2004 om Target2-ydelser, den generelle prisramme for standardydelser og migreringen til Target2. Rapporten indeholdt også en oversigt over den overordnede projektplan.

Den anden statusrapport blev offentliggjort 21. oktober 2005. Den indeholdt Styrelsesrådets beslutninger hovedsagelig med hensyn til Target2s planlagte starttidspunkt, datoerne for migrering af de forskellige landevinduer samt prisfastsættelse af ydelser for likviditetspooling og for afvikling i tilknyttede systemer. Rapporten indeholdt også en prisfastsættelsesordning for Target2s standardydelser, som bliver drøftet med banksektoren, inden der træffes en endelig afgørelse. Endelig indeholdt rapporten oplysninger om tidsplanen for Target2s idriftsætning og det løbende arbejde i forbindelse med nødprocedurer.



De vigtigste forberedelser i 2005 vedrørte færdiggørelsen af funktionsspecifikationerne. En foreløbig version af "User Detailed Functional Specifications" (UDFS) blev afsluttet med udgangen af august 2005 i tæt samarbejde med Target-brugerne. De endelige UDFS-specifikationer (version 2.0) blev gjort tilgængelige for brugerne 30. november. Det medførte fremskridt med hensyn til udviklingen og den tekniske gennemførelse af Target2s fælles platform samt tilpasningen af de enkelte deltageres interne systemer til det nye system.

Med hensyn til starttidspunkt orienterede Styrelsesrådet 17. juni 2005 markedet om, at perioden med omfattende høring af brugerne var afsluttet, og at det første landevindues migrering vil finde sted i 2. halvår 2007. Efter en omfattende vurdering af planlægningen blev datoen for den første gruppe landes migrering fastsat til 19. november 2007. Alle centralbanker, der deltager i Target2, forventes sammen med deres nationale banksektorer at anvende det nye system senest i maj 2008. Sveriges Riksbank og Bank of England har besluttet ikke at tilslutte sig Target2.

Et andet vigtigt arbejdsområde i 2005 var forberedelserne til de kommende test- og migreringsaktiviteter. Eurosyste­met vedtog at opdele migreringen i fire vinduer, hvoraf det sidste alene er reserveret til nødprocedurer. Hvert vindue kommer til at bestå af en gruppe nationale centralbanker og deres respektive banksektorer.



De planlagte datoer for migreringsvinduerne er følgende: 19. november 2007, 18. februar 2008, 19. maj 2008 og 15. september 2008 (såfremt der skal gøres brug af nødproceduren). I maj 2005 offentliggjorde eurosystemet nationale migreringsprofiler, der beskriver anvendelsen af de forskellige moduler fra den dato, hvor centralbankerne migrerer til Target2. Brugere skal gennemgå test alt efter migreringsvindue. Hvert vindue vil blive testet på forskellige niveauer, fx institutniveau, niveauet for de nationale banksektorer og europæisk niveau. Test af centralbankerne forventes iværksat i begyndelsen af 2007. Ultimo oktober 2005 blev en generel beskrivelse af de planlægningsmæssige og organisatoriske aspekter af brugernes testaktiviteter offentliggjort på NCBernes websteder.

Den planlagte prisfastsættelsesordning for standardydelse har to overordnede formål. For det første bør den sikre bred adgang til systemet, hvilket betyder, at den ikke bør afholde mindre institutter fra direkte deltagelse. For det andet bør prisfastsættelsen være attraktiv for de store markedsdeltagere, som tegner sig for en meget stor andel af de nuværende Target-transaktioner. Ordningen i den anden statusrapport giver deltagerne mulighed for at vælge mellem i) et lille månedligt gebyr på 100 euro samt et gebyr på 0,80 euro pr. transaktion og ii) et månedligt gebyr på 1.250 euro samt et gebyr fra 0,60 euro til 0,20 euro pr. transaktion alt efter mængde. Det månedlige beløb er et fast beløb, som hver deltager betaler pr. afviklingskonto. I næsten alle de berørte lande er de gennemsnitlige gebyrer i henhold til den planlagte prisfastsættelsesordning betydeligt lavere end gebyrerne i det nuværende Target-system. Uanset deres individuelle migreringsdatoer vil alle centralbankerne først anvende Target2-priserne, når landene i den tredje migreringsgruppe er tilsluttet den fælles platform, dvs. fra maj 2008.

Der blev også arbejdet med de kontraktmæssige og andre retlige spørgsmål vedrørende Target2 samt med forretningsrammerne (dvs. nødprocedurer og samspil med tilknyttede systemer). Eurosyste- met vil fortsætte den frugtbare dialog

og det tætte samarbejde med Target-brugerne i projektets videre forløb og vil rapportere løbende om fremskridtene.

### 2.3 GRÆNSEOVERSKRIDENDE SIKKERHED

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

Værdien af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i eurosyste- met steg fra 370 mia. euro i december 2004 til 444 mia. euro i december 2005. Samlet set udgjorde grænseoverskridende sikkerhed ved udgangen af 2005 49,1 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosyste- met. Disse tal bekræfter tidligere års tendens til en stigende integration på de finansielle markeder i euroområdet og en større tilbøjelighed blandt modparterne til at have aktiver udstedt i andre eurolande i deres porteføljer.

#### KORRESPONDENTCENTRALBANKMODELLEN

CCBM var fortsat den vigtigste kanal til overførsel af grænseoverskridende sikkerhed i eurosyste- mets pengepolitiske operationer og kreditope- rationer inden for dagen. CCBM tegnede sig for 36,7 pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til eurosyste- met i 2005. Aktiver forvaltet via CCBM steg fra 298 mia. euro ultimo 2004 til 353 mia. euro ultimo 2005.

I 2005 begyndte arbejdet med at revidere CCBMs tekniske og operationelle rammer med henblik på gennemførelse af eurosyste- mets nye rammer for sikkerhedsstillelse, der blev vedtaget af Styrelsesrådet i juli 2005. Disse rammer omfatter en samlet liste over belånbare aktiver og giver mulighed for at stille banklån som sikkerhed i eurolandene. Desuden er der taget indledende skridt til at integrere nogle af de nye EU- lande i CCBM-rammerne med henblik på udvi- delse af euroområdet i fremtiden.

Da der ikke er noget samlet markedsalternativ til CCBM, der blev udarbejdet som en midlertidig ordning, eftersom der ikke fandtes nogen markedsløsning for hele euroområdet, er ECB gået i gang med at undersøge mulighederne for at udvikle de operationelle rammer for sikkerhedsstillelse i eurosystemet.

### **GODKENDTE LINKS MELLEML NATIONALE VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER**

Nationale værdipapirafviklingssystemer kan forbindes ved hjælp af kontraktbaserede og operationelle aftaler med henblik på grænseoverskridende overførsel af aktiver mellem systemerne. Når værdipapirerne er overført via sådanne links til andre værdipapirafviklingssystemer, kan de anvendes efter lokale procedurer nøjagtig som indenlandsk sikkerhed. I øjeblikket har modparterne adgang til 59 links, hvoraf kun et begrænset antal anvendes aktivt. Desuden dækker disse links kun dele af euroområdet. Links er godkendt til eurosystemets kreditoperationer, hvis de lever op til eurosystemets ni brugerstandarder.<sup>6</sup> Eurosystemet vurderer nye links eller forbedringer af godkendte links i forhold til disse standarder. I 2005 blev tre nuværende godkendte links forbedret, og alle fik en positiv vurdering.

Sikkerhed forvaltet via links steg fra 72 mia. euro i december 2004 til 91 mia. euro i december 2005. Det udgjorde 8,6 pct. af den samlede grænseoverskridende og indenlandske sikkerhedsstillelse i eurosystemet i 2005.

I 2005 besluttede eurosystemet, at grænseoverskridende sikkerhedsstillelse til eurosystemet kan finde sted via såkaldte relayed links mellem værdipapirafviklingssystemer. Et relayed link er en kontraktbaseret og teknisk ordning, der gør det muligt for to værdipapirafviklingssystemer, som ikke er direkte forbundet, at afvikle transaktioner via et tredje værdipapirafviklingssystem. For at undgå unødigt risikoeksponering for eurosystemet godkendes et relayed link, der anvendes af markedsdeltagere, kun hvis selve linket og de værdipapirafviklingssystemer, det forbinder, overholder eurosystemets brugerstandarder. I den forbindelse har eurosystemet udviklet metoder til vurdering af relayed links. Den første

bølge af vurderinger af relayed links fandt sted i 2005.

<sup>6</sup> "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", januar 1998.

## 3 SEDLER OG MØNTER

### 3.1 UDVIKLINGEN I CIRKULERENDE EUROSEDLER OG -MØNTER OG HÅNDTERING HERAF

#### EFTERSPØRGSEL EFTER EUROSEDLER OG -MØNTER

I 2005 steg værdien af cirkulerende eurosedler med 63,9 mia. euro til 565,2 mia. euro (se figur 42). Den årlige vækst aftog til ca. 12,8 pct. fra 15,0 pct. i 2004. Antallet af cirkulerende eurosedler steg til 10,4 mia. ultimo 2005, hvilket indebærer en årlig vækst på 7,4 pct. i forhold til 6,8 pct. i 2004 (se figur 43). Statistiske analyser indikerer, at den fortsatte stigning i efterspørgslen efter eurosedler til en vis grad kan tilskrives markeder uden for euroområdet. Residenter uden for euroområdet skønnes at holde mellem 10 og 20 pct. af de cirkulerende eurosedler, hovedsagelig til værdilagring eller som parallelvaluta.

I 2005 var væksten i værdien af cirkulerende eurosedler fortsat kraftigere end væksten i antallet, hvilket har været tilfældet hvert år siden indførelsen af eurosedler og -mønter. Det tyder på vedvarende kraftig efterspørgsel efter eurosedler med høj pålydende værdi. De enkelte seddelsværdiers vækstmønstre svarede til udviklingen i 2004, idet cirkulationen af 5-, 10-, 20- og 200-eurosedler steg moderat med 3,1-3,9 pct., mens cirkulationen af 50-, 100 og 500-eurosedler steg

kraftigt med henholdsvis 11,4 pct., 10,8 pct. og 20,9 pct. (se figur 44).

Cirkulerende euromønter er steget både mængde- og værdimæssigt siden januar 2003. I 2005 steg værdien af cirkulerende euromønter (dvs. nettocirkulation ekskl. NCBernes beholdninger) med 8,5 pct. fra 15,3 mia. euro til 16,6 mia. euro. Antallet af cirkulerende euromønter steg med 12,1 pct. fra 56,2 mia. til 63,0 mia. Den kraftige stigning i antallet af mønter skyldtes hovedsagelig voksende efterspørgsel efter mønter med lav pålydende værdi.

#### EUROSYSTEMETS HÅNDTERING AF EUROSEDLER

I 2005 fortsatte de seneste års let opadgående tendens i udstedelse og indskud af eurosedler. Det samlede antal udstedte eurosedler var 31,3 mia., mens 30,6 mia. sedler blev returneret til NCBern.

Alle eurosedler, der returneres fra cirkulation til NCBern i euroområdet, behandles i fuldautomatiske maskiner, hvor deres ægthed og egnethed til cirkulation kontrolleres. Maskinerne kontrollerede ca. 1 mia. sedler mere i 2005 end i 2004. Omkring 4,3 mia. sedler blev destrueret, fordi de var snavsede eller slidte og dermed ikke længere egnede til cirkulation.

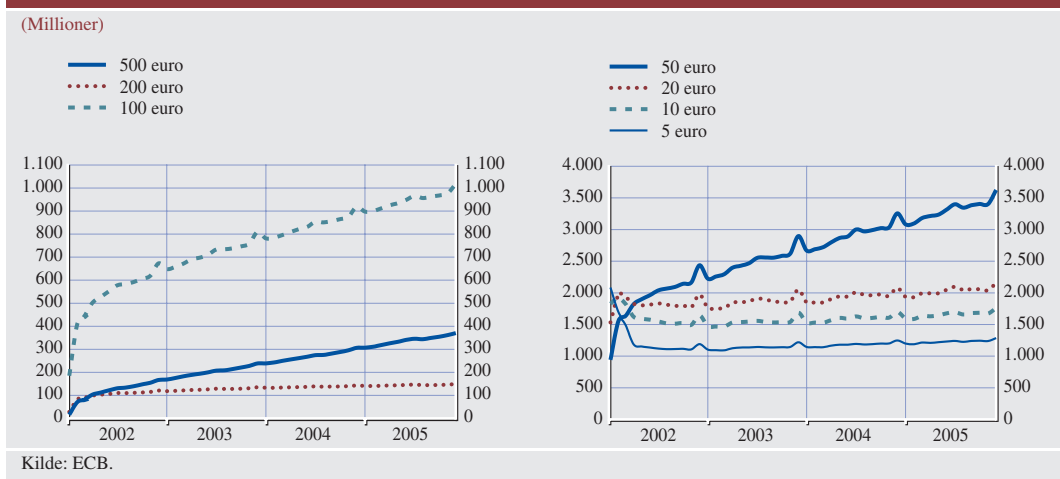
Figur 42. Samlet værdi af sedler i cirkulation mellem 2000 og 2005



Figur 43. Samlet antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2005



Figur 44. Antal eurosedler i cirkulation mellem 2002 og 2005



### 3.2 FORFALSKNING AF EUROSEDLER OG BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

#### FALSKE EUROSEDLER

Antallet af falske eurosedler forblev stabilt i 2005. Fra primo 2004 til ultimo 2005 er der i gennemsnit trukket ca. 49.000 falske eurosedler ud af cirkulation hver måned. I alt modtog de nationale analysecentre (NAC)<sup>7</sup> ca. 582.000 falske eurosedler i 2005. Det er tæt på tallet for 2004 (594.000). Offentligheden kan trygt stole på euroens sikkerhed. Den er en godt beskyttet valuta, både i kraft af de avancerede sikkerhedselementer og de effektive europæiske og nationale retshåndhavende myndigheder. ECB opfordrer dog offentligheden til fortsat at være på vagt og huske "føl-se-vip"-metoden.<sup>8</sup> Figur 45 viser tendensen i antallet af fundne falske eurosedler med halvårslige intervaller siden eurosedlernes indførelse. Tabel 14 viser, at 50-eurosedlen har været den hyppigst forfalskede seddelværdi. Siden

2004 er andelen af falske 50-eurosedler steget, mens andelen af falske 100-eurosedler er faldet tilsvarende.

#### BESKYTTELSE MOD FORFALSKNING

ECB arbejder fortsat tæt sammen med euroområdet's NCBer, 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.

ECBs internationale center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC)) evaluerer nyt reproduktionsudstyr og systemer til bekæmpelse af forfalskning og støtter centralbankernes center for bekæmpelse af forfalskning (Central Bank Counterfeit Deterrence Group), som er et samarbejde mellem 27 centralbanker anført af G10-centralbankcheferne). ICDC er blevet mere aktiv på grund af mere udbredt anvendelse af systemer til bekæmpelse af forfalskning. Infrastrukturen til bekæmpelse af forfalskning udvikles hele tiden, og navnlig har det opgraderede websted

Tabel 14. Fordeling af falske sedler efter seddelværdi

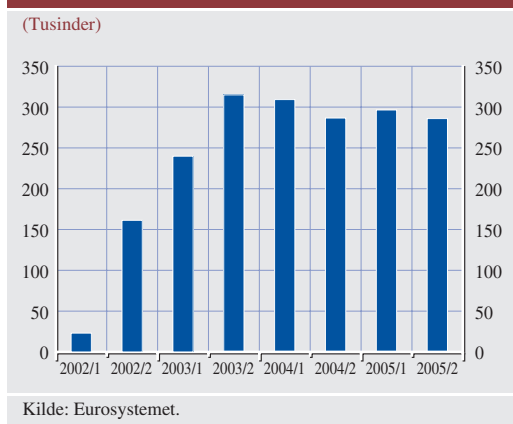
	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Procent	1	7	21	59
	100 euro	200 euro	500 euro	I alt
Procent	7	4	1	100

Kilde: Eurosystemet.

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

8 Se også <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.

**Figur 45. Antal falske eurosedler fundet mellem 2002 og 2005**



www.rulesforuse.org forbedret kommunikationen mellem udstedelsesmyndighederne og offentligheden vedrørende systemer til bekæmpelse af forfalskning.

### 3.3 UDSTEDELSE OG FREMSTILLING AF EUROSEDLER

#### RAMMER FOR AFSLØRING AF FORFALSKNINGER OG KVALITETSSORTERING

For at sikre, at eurosedler i cirkulation er ægte og i god stand offentliggjorde ECB i januar 2005 et sæt rammer for kreditinstitutternes og andre kontanthåndterende virksomheders afsløring af falske sedler og kvalitetssortering af sedler (fitness sorting). Rammerne er udtryk for en fælles politik for recirkulation af de eurosedler, som kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder modtager fra deres kunder. Desuden hjælper de disse institutter med at opfylde deres forpligtelser i medfør af artikel 6 i Rådets forordning (EF) nr. 1338/2001 om afsløring og tilbage-trækning af falske eurosedler. For at sikre en konsekvent gennemførelse af rammerne i hele eurosystemet godkendte Styrelsesrådet i december 2005 en manual med procedurer. NCBERne bliver ansvarlige for at gennemføre rammerne under hensyntagen til den nationale situation (fx de økonomiske forhold, bankstrukturerne, det eksisterende NCB-filialnet og NCBERnes rolle i

forbindelse med håndtering af kontanter) senest ved udgangen af 2006. Desuden vil der være en 2-årig overgangsperiode – der slutter senest ved udgangen af 2007 – for kreditinstitutternes og andre kontanthåndterende virksomheders tilpasning af eksisterende procedurer og maskiner i drift.

Kreditinstitutternes og andre kontanthåndterende virksomheders forpligtelse ifølge minimumsstandarder for sortering til at kontrollere ægtheden og kvaliteten af alle de eurosedler, de modtager fra kunder og udleverer til andre kunder, spiller en central rolle i rammerne. Hvis kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder ikke ønsker at recirkulere eurosedlerne, kan de fortsat få deres behov for eurosedler opfyldt hos NCBERne.

Sedler, som kreditinstitutter udleverer i pengeautomater, kontrolleres ved hjælp af seddelhåndteringsmaskiner, hvis overholdelse af rammerne er testet af NCBER i euroområdet. Andre organisationer, der har pengeautomater, især detailhandlere, forventes også at kontrollere sedler ifølge disse standarder. Eurosystemet vil følge udviklingen på området.

Ved rammerne fastsættes også, at kreditinstitutter og andre kontanthåndterende virksomheder skal oplyse NCBERne om deres kontanthåndtering, så eurosystemet kan overvåge, om rammerne overholdes. Styrelsesrådet besluttede i december 2004, at de nærmere retningslinjer for denne dataindsamling skulle fastlægges af eurosystemet i samarbejde med banksektoren. Til dette formål oprettede eurosystemet i 2005 en fælles taskforce med repræsentanter for European Payments Councils arbejdsgruppe om kontanter og European Security Transport Association. I henhold til en omkostningseffektiv procedure indsamles en afgrænset mængde nøgleinformation om infrastrukturen for kontanthåndtering samt operationelle data vedrørende seddelhåndtering fra institutter, der recirkulerer eurosedler gennem pengeautomater.

### ETABLERING AF ET ECI-PILOTPROGRAM

ECB overvejer at etablere et ECI-pilotprogram (extended custodial inventory) for eurosedler med henblik på at fremme sedlernes internationale distribution og forbedre overvågningen af cirkulationen uden for euroområdet, da det skønnes, at 10-20 pct. af den samlede værdi af eurosedler i cirkulation befinder sig uden for euroområdet. Et ECI er et kontantdepot hos en privat bank (ECI-bank), der opbevarer sedler og mønter. Ifølge et sådant program skal ECI-bankerne rapportere om cirkulerende sedlers destination og oprindelse, indsamle oplysninger om beslaglagte falske eurosedler og identificere sedler, som er uegnede til cirkulation, og således give eurosystemet data om euroens anvendelse uden for euroområdet og om forfalskning af eurosedler. ECI-bankerne kan også formidle information om indførelse af nye serier eurosedler og lette udskiftningen af gamle sedler. Inden der træffes en endelig afgørelse om et sådant programs etablering og funktion, påtænker ECB at iværksætte et 1-årigt ECI-pilotprogram sammen med to banker i Asien.

### PRODUKTION AF EUROSEDLER

I 2005 blev der i alt fremstillet 3,63 mia. eurosedler i forhold til 1,6 mia. i 2004. Produktionsvæksten i 2005 afspejlede følgende faktorer: i) nedbringelsen af NCBernes lagre i 2004, ii) øget cirkulation i 2005, iii) en stigning i antallet af sedler i cirkulation, som skulle udskiftes, og iv) beslutningen om, at der i 2005 skulle fremstilles sedler til dækning af en del af det fremtidige behov. Det bør mindske behovet for fremtidig spidsproduktion og give mulighed for en mere effektiv udnyttelse af produktionskapaciteten i de kommende år.

Fremstillingen af eurosedler var også i 2005 underlagt det decentrale puljesystem, som blev indført i 2002. Det betyder, at hver NCB i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af den samlede produktion af et begrænset antal seddelværdier. Tabel 15 viser en oversigt over produktionsfordelingen i 2005.



### DEN ANDEN SERIE EUROSEDLER

Efter Styrelsesrådets godkendelse af den overordnede plan for udvikling, trykning og udstedelse af den anden serie eurosedler er arbejdet på dette projekt begyndt og forløber godt. Projektets hovedfaser er fastlæggelse af de forskellige seddelbrugergrupperes funktionelle og tekniske behov, validering med henblik på potentielle problemer i forbindelse med trykning af store mængder, design og udfærdigelse, pilotproduktion, tryk af store mængder og gradvis udstedelse.

De grundlæggende funktionelle krav til de nye eurosedler, der omfatter en liste over prioriterede sikkerhedselementer, er under udarbejdelse på

**Tabel 15. Fordeling af euroseddelproduktionen i 2005**

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	NCBer, der iværksætter produktion
5 euro	530	FR
10 euro	1.020	DE, GR, IE, AT
20 euro	700	ES, FR, NL, PT, FI
50 euro	1.100	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	90	IT
200 euro	-	-
500 euro	190	DE, LU
I alt	3.630	

Kilde: ECB.

grundlag af markedsundersøgelser og høringer af europæiske forbrugerorganisationer og Den Europæiske Blindeunion. Høringsprocessen har også omfattet den europæiske banksektor, pengetransportsektoren, detailsektoren og producenter af salgsautomater samt sammenslutningen af fabrikanter af seddelproduktionsudstyr.

Den første seddel i den nye serie forventes udstedt i slutningen af dette årti. Udstedelsestidspunktet og udstedelsesrækkefølgen afhænger af situationen med hensyn til fornyelse af sikkerhedselementer og forfalskning af eurosedler. De nuværende pålydende værdier bevares i den anden serie, og eurosedlernes design baseres på den nuværende series tema "Europas tidsaldre og stilarter".

## 4 STATISTIK

Med hjælp fra NCBerne indsamler, udarbejder og offentliggør ECB en lang række statistiske oplysninger, som underbygger pengepolitikken i euroområdet og hjælper den med at udføre forskellige ESCB-opgaver. Som i tidligere år forløb det statistiske arbejde problemfrit i 2005. Desuden blev nye statistiske oplysninger offentliggjort i overensstemmelse med ECBs mellemfristede strategi for det statistiske arbejde, og ECB bidrog fortsat til harmonisering af statistiske begreber og til deres overholdelse i samarbejde med Fællesskabets institutioner og andre internationale organisationer.

### 4.1 DEN GENERELLE STATISTISKE UDVIKLING I EUROOMRÅDET

I de seneste år er der sket betydelige fremskridt inden for udviklingen af statistik for euroområdet. De statistiske rammer for euroområdet har som mål på en fremadskuende måde at tage højde for de løbende ændringer i de finansielle markeder og økonomien generelt, samtidig med at der sættes ind på de områder, hvor brugere såvel inden som uden for ECB har påpeget, at statistikken er utilstrækkelig. ECBs sigte i forbindelse med opfyldelsen af disse målsætninger er at være omkostningseffektiv og minimere rapporteringsbyrden. Forslag til ny eller væsentligt ændret statistik underkastes således en cost-benefit-analyse, der omfatter både dem, der indberetter og udarbejder statistik, samt brugerne.

Udformning og udarbejdelse af et system med kvartalsvise finansielle og ikke-finansielle konti på sektorbasis for euroområdet har højeste prioritet. Eurosystemet arbejder sammen med Europa-Kommissionen (Eurostat) og de nationale statistikbureauer om et sådant system. Dette integrerede system forventes at være klar i 2007. Det kommer til at vise samspillet mellem økonomiens forskellige sektorer, især ikke-finansielle selskaber, finansielle selskaber, offentlig forvaltning og service og husholdninger, samt samspil mellem disse sektorer og resten af verden. Systemet kommer til at danne grundlag for en analyse af forbindelserne mellem den finansielle og den ikke-finansielle udvikling i økonomien, især

med hensyn til reguleringsposter som husholdningernes og virksomhedernes opsparing og investeringer, det offentlige underskud og BNP. Over tid bør det således være muligt at få yderligere indblik i pengepolitikken forskellige transmissionskanaler og opnå en bedre analyse af økonomiske støds indvirkning på euroområdet. I sidste ende vil de kvartalsvise konti for euroområdet gøre det muligt at overvåge en lang række statistiske oplysninger og nøgleindikatorer i et enkelt og sammenhængende sæt af makroøkonomiske konti.

ECB er også ved at udvikle rammer for indsamling af harmoniserede statistiske oplysninger om ikke-monetære finansielle formidlere (ekskl. forsikringselskaber og pensionskasser) med særligt fokus på investeringsforeninger for at tage højde for disse institutters stigende betydning på euroområdets finansielle markeder.

Et andet kerneelement i ECBs mellemfristede strategi for det statistiske arbejde er forberedelserne til euroområdets fremtidige udvidelse. ECB har samarbejdet tæt med NCBerne i medlemslandene uden for euroområdet for at sikre, at en bred vifte af data, som ECB er hovedansvarlig for, indberettes fra den dato, hvor disse lande optages i euroområdet. Der er vedtaget en generel politik om, at alle EU-lande skal indsende relevante historiske tal, så der foreligger tilstrækkeligt lange tidsserier for et udvidet euroområde.

ECB samarbejder tæt med Eurostat og andre internationale organisationer og deltager aktivt i den igangværende opdatering af globale statistikstandards såsom nationalregnskabsystemet (SNA93) og IMF's betalingsbalancemanual. Videreudviklingen og anvendelsen af internationale statistikstandards og styringsregler på statistikområdet giver mulighed for udarbejdelse af meningsfulde aggregater for euroområdet og sammenligninger på tværs af lande samt bidrager til pålidelige og uafhængige officielle statistikker.



## 4.2 NYE ELLER FORBEDREDE STATISTIKKER

Den ændrede ECB-forordning om den konsoliderede balance i MFI-sektoren trådte i kraft den 1. januar 2005. Denne forordning forpligter kreditinstitutter og pengemarkedsforeninger til fortsat at indberette deres beholdninger af udlån og indlån til nominel værdi, uanset hvordan IFRS-standarderne (International Financial Reporting Standards) anvendes på de finansielle instrumenter. Herved bevares den monetære statistiks konceptuelle grundlag.

Siden januar 2005 har ECB offentliggjort en geografisk fordeling af euroområdet betalingsbalance og kapitalbalance over for resten af verden. Siden april 2005 har kapitalbalancen over for resten af verden været offentliggjort på kvartalsbasis. Disse nye statistikker giver større indblik i grænseoverskridende transaktioners og positioners indvirkning på euroområdets økonomi.

I september 2005 begyndte ECB at offentliggøre statistiske indikatorer for integrationen af de vigtigste finansielle markeder i euroområdet, dvs. penge-, obligations-, aktie- og bankmarkedet. Disse indikatorer dækker alt fra detailudlån til engroshandel med aktier (se afsnit 3 i kapitel 3).

ECBs juridiske rammer blev ændret yderligere med henblik på offentliggørelse af ny statistik i fremtiden. Som led i ovennævnte strategi for udarbejdelse af et integreret sæt kvartalsvise finansielle og ikke-finansielle konti for euroområdet på sektorbasis ændrede Styrelsesrådet ECBs retningslinje om kvartalsvise finansielle konti. Det skal sikre en mere omfattende og aktuel offentliggørelse af kvartalsvise finansielle konti fra 2006 med en fuldstændig fordeling efter sektor og instrument samt modpartsoplysninger for indlån og udlån på sektorbasis (fra 2008). Endvidere giver vedtagelsen af ECBs retningslinje om statistik over de offentlige finanser bedre mulighed for at integrere statistikken for den offentlige sektor i de kvartalsvise konti for euroområdet på sektorbasis. De kvartalsvise tal for euroområdets offentlige gæld og gælds-/underskudsjusteringen har været offentliggjort siden november 2005.

I overensstemmelse med ECBs bestræbelser på at forbedre statistikken tilgængelighed og kvalitet vedtog Styrelsesrådet i 2005 foranstaltninger, der skal gøre det muligt for de statistiske myndigheder at udveksle fortrolige statistiske oplysninger udelukkende til statistiske formål. Ved at udveksle oplysninger under iagttagelse af streng fortrolighed undgås, at indberetterne anmodes flere gange om de samme oplysninger.

For at fremme det fælles eurobetalingsområde (se kapitel 3) godkendte Styrelsesrådet også Europa-Kommissionens plan om at hæve grænsen for indberetning af eurodenominerede betalinger inden for EU med henblik på betalingsbalancen. Forslaget indebærer, at bankerne fra januar 2008 ikke længere skal indberette grænseoverskridende kundebetalinger i euro på under 50.000 euro.

I 2005 blev formidlingen og tilgængeligheden af statistiske oplysninger forbedret yderligere. For nogle statistikkers vedkommende blev der på ECBs websted og på de fleste af euroområdets NCBers websteder offentliggjort tabeller med aggregater for euroområdet og alle nationale bidrag til disse aggregater. Arbejdet med at lette adgangen til de statistiske oplysninger for politiske beslutningstagere, medier, analytikere, akademikere og andre statistikbrugere via ECBs websted fortsatte også. Arbejdet forventes at være færdigt i 2. halvår 2006.

## 4.3 STATISTIK TIL VURDERING AF KONVERGENS

Ifølge traktaten skal ECB og Europa-Kommissionen mindst en gang hvert andet år, eller på anmodning fra et medlemsland uden for euroområdet, udarbejde konvergensrapporter. De næste konvergensrapporter offentliggøres i 2006.

De statistiske oplysninger, der kræves for at kunne undersøge, om medlemslandene har opfyldt konvergenskriterierne med hensyn til prisudvikling, budgetstilling, valutakurser og lange renter, leveres af Eurostat. ECB hjælper sammen med NCBerne i de pågældende medlemslande Eurostat med at levere statistik over lange renter

og indsamler og udarbejder yderligere statistiske oplysninger, der supplerer de fire hovedindikatorer.

Da vurderingen af konvergensprocessen i høj grad afhænger af de underliggende statistikers kvalitet og integritet, har ECB nøje overvåget den seneste udvikling inden for udarbejdelse og indberetning af statistik, især statistikken over de offentlige finanser. I den forbindelse hilser ECB Europa-Kommissionens initiativer i 2005 vedrørende gennemførelse af en adfærdskodeks for Eurostat og de nationale statistikbureauer velkommen. Kodeksen forventes at styrke de nationale og Fællesskabets statistiske myndigheds uafhængighed, integritet og ansvarlighed, hvilket er afgørende for udarbejdelse af pålidelige statistikker af høj kvalitet i EU.



## 5 ØKONOMISK FORSKNING

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

### 5.1 FORSKNINGSPROGRAM

Forskningsprogrammet for 2005 kan deles op i seks hovedområder: Makroøkonomi og monetær økonomi; international økonomi og finansiering; finansiel stabilitet; finansiel integration; makroøkonometriske modeller og prognoseværktøjer; samt generelle økonomiske og strukturelle spørgsmål.

Inden for makroøkonomi og monetær økonomi fokuserede de projekter, der blev afsluttet i 2005, på at forklare risikopræmier i obligationsrenterne med økonomiske forhold, hvorved der kan udtrages mere nøjagtige markedsbaserede inflationsforventninger, samt på analyse af ikke-ricardianske husholdninger og uhensigtsmæssige forhold på de finansielle markeder, fx kreditbegrænsninger og deres rolle i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Andre forskningsemner var aktivprisernes relevans for pengepolitikken, identifikation af passende pengepolitiske regler, penges rolle, betydningen af centralbankens kommunikation samt forskelle i den økonomiske udvikling i de forskellige eurolande.

Inden for international økonomi og finansiering fokuserede forskningsprojekterne på valutakursernes gennemslag, international transmission af stød, risikodeling i en monetær union, de bestemmende faktorer for globale balanceproblemer, samt hvilke informationer der kan udtrages af rentekurven.

Forskningen i finansiel stabilitet var koncentreret om udvikling af nye teknikker til måling af ri-

sikoen for ustabilitet i bankvæsenet. Inden for finansiel integration blev der udført væsentlige forskningsprojekter om udformning og beregning af indikatorer for finansiel integration både inden for euroområdet og i de nye EU-lande (se boks 10). Et forskningsprojekt om Target2 som et offentligt gode blev også afsluttet.

Inden for makroøkonometriske modeller blev der i 2005 gjort store fremskridt med ECBs nye model for hele euroområdet (Area-Wide Model). Modellen er konstrueret i overensstemmelse med den seneste udvikling inden for makroøkonomisk teori. Den nye generation af makroøkonometriske modeller, dvs. dynamiske stokastiske generelle ligevægtsmodeller (DSGE-modeller), er i langt højere grad end tidligere modeller baseret på et mikroøkonomisk grundlag, og de giver mulighed for en mere detaljeret analyse af stød til økonomien. Resultaterne af det tekniske arbejde med den nye model for hele euroområdet samt de første empiriske resultater af en anden DSGE-model, der inkluderer monetære og finansielle variabler, blev præsenteret på en fælles konference med Federal Reserve Systems Board of Governors og IMF i december 2005.

Der er arbejdet videre med udvikling af de kortsigtede fremskrivninger af inflation og BNP-vækst i euroområdet. Det indebærer analyse af transmissionen af stød i de forskellige lande, sektorer og industrier, undersøgelse af de "globale" inflationstendensers betydning i fremskrivningsøjemed samt undersøgelse af procedurer for valg af passende modeller. Andre forskningsprojekter drejede sig om undersøgelse af fordelene ved at udarbejde prognoser på henholdsvis aggregerede og disaggregerede serier samt informationsindholdet i hyppigt tilgængelige former for data.

Inden for generelle økonomiske og strukturelle spørgsmål belyste forskningen i 2005 arbejdsmarkedsinstitutionernes indflydelse, de faktorer, der ligger bag udbuddet af arbejdskraft, og nationale forskelle i job-flow-dynamik og realløn. Andre forskningsprojekter vedrørte effekten af finanspolitiske reformer, navnlig hvad angår de nye medlemslande.

Hovedparten af forskningen udført af eller i samarbejde med ECB blev præsenteret i ECBs Working Papers og i mindre omfang i ECBs Occasional Papers samt på forskellige konferencer og workshoper. ECB udgav 145 Working Papers i 2005 (i forhold til 126 i 2004). 68 af disse Working Papers (72 i 2004) blev udarbejdet med deltagelse af ECBs stab, mens 77 (54 i 2004) blev udarbejdet af forfattere uden for ECB i forbindelse med gæsteforskerprogrammer eller konferencer arrangeret af ECB. Et betydeligt antal Working Papers produceret af ECBs stab siden seriens start i 1999 er allerede udkommet eller vil udkomme i akademiske tidsskrifter (123) eller bøger (22). På grund af det lange tidsforløb inden offentliggørelsen som følge af peer review-processen forventes denne allerede store andel at stige i 2006. Figur 46 viser ECBs klare fokus på politikrelevant forskning og inddeler ECBs Working Papers efter emne i henhold til Journal of Economic Literatures klassifikation. "Macroeconomics and monetary economics" er det mest udbredte emne i serien efterfulgt af "mathematical and quantitative methods", "fi-

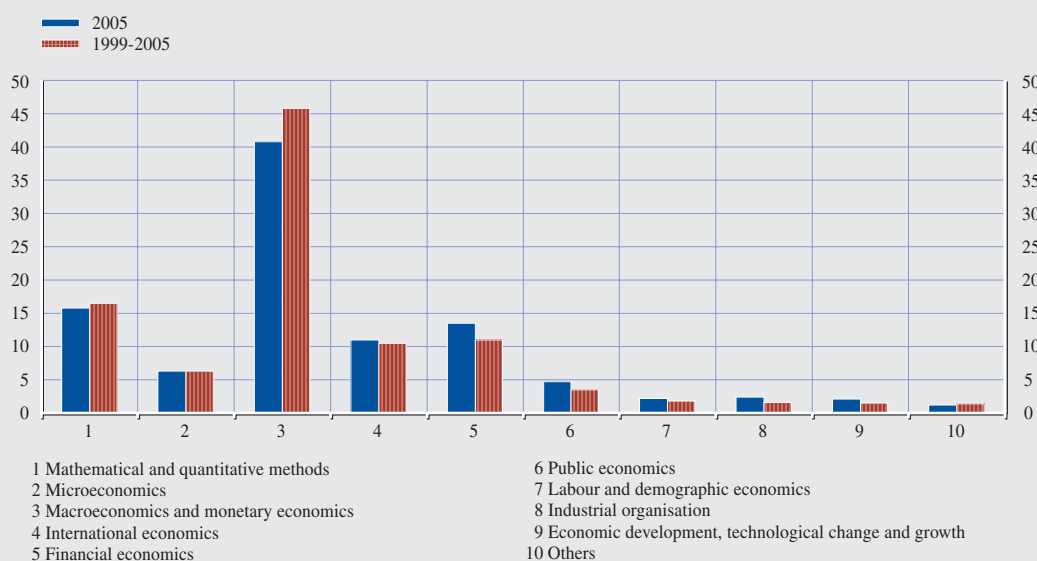


nancial economics" og "international economics".

I løbet af året arrangerede ECB en række konferencer og workshoper, fx workshopen "Monetary policy implementation in the euro area: les-

Figur 46. ECB Working Papers: Klassifikation i henhold til Journal of Economic Literature

(I pct.)



Kilder: ECB.

sons from the past and challenges ahead", International Research Forums tredje konference om pengepolitik under overskriften "What effects is EMU having on the euro area and its member countries?", en fælles workshop med Centre for Economic Policy Research (CEPR) om "Labour markets in an enlarged European Union: what would raise employment?", en ECB-BIS-workshop om "Macro-finance modeling of the term structure of interest rates", den niende årlige konference for CEPR-European Summer Institute om "Structural reforms and economic growth", den fjerde forskningskonference for centralbanker om "Risk measurement and systemic risk" i samarbejde med Bank of Japan og Federal Reserve Systems Board of Governors i Committee on the Global Financial Systems regi, samt den fjerde workshop om prognosemetoder, "Forecast evaluation and conditional forecasts".

## 5.2 FORSKNINGSNETVÆRK

ECBs forskning udføres ofte inden for rammerne af organiserede netværk, dvs. grupper af forskere, som er involveret i omfattende fællesprojekter med flere formål. Disse grupper kan omfatte økonomer fra ECB, NCBerne i euroområdet, andre centralbanker og politikskabende organisationer samt fra den akademiske verden. ECB hjælper med koordinerings- og organisationsstøtte til netværkene, enten alene eller i samarbejde med andre institutioner.

Forskningsnetværket Eurosystem Inflation Persistence Network, som består af forskere fra alle centralbanker i eurosystemet, blev oprettet i 2003 for at analysere inflationsudviklingen i euroområdet og i de nationale økonomier. Netværket afsluttede sit arbejde i 2005. Undersøgelsen af inflationens vedvarende og af prisfastsættelse omfattede en lang række data, herunder individuelle data og sektordata vedrørende forbruger- og producentpriser, aggregerede inflationsrater og data fra spørgeskemaundersøgelser. 23 forskningsrapporter blev i forbindelse med netværkets arbejde offentliggjort i ECBs Working Papers i 2005. Der blev indhentet feedback

fra den akademiske verden, hvor resultaterne blev præsenteret på årsmødet i American Economic Association og på årsmødet i European Economic Association (se boks 4).

Netværket Euro Area Business-Cycle Network, der blev etableret i samarbejde med CEPR, er et forum for forskning i konjunkturforløbet i euroområdet, som samler forskere fra den akademiske verden, centralbanker og andre politikinstitutioner. I 2005 arrangerede netværket det tredje uddannelsesforløb, afholdt af Banca d'Italia, vedrørende anvendte tidsrækker og udarbejdelse af prognoser. Netværket organiserede også to workshops, hvoraf den ene vedrørte behovet for en reeltidsdatabase for euroområdet, afholdt af Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, og den anden vedrørte produktivitet og konjunkturforløbet i euroområdet og USA, afholdt af Suomen Pankki – Finlands Bank. Netværkets forskningsresultater er tilgængelige i en onlinedatabase med 251 forskningspapirer samt i serien af arbejdspapirer, der offentliggøres i samarbejde med CEPR.

Forskningsnetværket The Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe, som blev etableret i 2002 af ECB og Center for Financial Studies (CFS), har til formål at stimulere politikrelevant forskning i integrationen af de finansielle systemer i Europa og deres internationale forbindelser. ECB og CFS har besluttet at fortsætte netværkets aktiviteter indtil 2007 og har tilføjet tre prioritetsområder: (i) Forholdet mellem finansiell integration og finansiell stabilitet, (ii) EU-tiltrædelse, finansiell udvikling og finansiell integration og (iii) modernisering af det finansielle system og den økonomiske vækst i Europa. Forskningsprogrammet "Lamfalussy Fellowship", som blev oprettet inden for netværkets rammer, blev ligeledes udvidet til disse områder. I 2005 var Oesterreichische Nationalbank medarrangør af en ECB-CFS-forskningskonference, som den afholdt i Wien om finansiell udvikling, finansiell integration og finansiell stabilitet i Central-, Øst- og Sydøsteuropa (se boks 10).

## 6 ANDRE OPGAVER OG AKTIVITETER

### 6.1 OVERHOLDELSE AF FORBUDET MOD MONETÆR FINANSIERING OG PRIVILEGERET ADGANG

Ifølge traktatens artikel 237, litra d, er det ECBs opgave at overvåge, at EUs 25 NCBer og ECB overholder deres forpligtelser i henhold til traktatens artikel 101 og 102 og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Ved artikel 101 forbydes ECB og NCBerne at give regeringer og fællesskabsinstitutioner eller -organer mulighed for at foretage overtræk eller at yde dem andre former for kreditfaciliteter samt at købe gældsinstrumenter direkte fra dem. Ved artikel 102 forbydes enhver foranstaltning, der ikke er baseret på tilsynsmæssige hensyn, hvorved der gives regeringer og fællesskabsinstitutioner eller -organer privilegeret adgang til finansielle institutioner. Parallelt med ECB overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

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

I 2005 fandt Styrelsesrådet to tilfælde, hvor ovennævnte traktatbestemmelser og de dermed forbundne rådsforordninger ikke blev overholdt. Banca d'Italia og Oesterreichische Nationalbank rapporterede om køb på det primære marked af gældsinstrumenter udstedt af Den Europæiske Investeringsbank (EIB). Den 13. oktober 2005 købte Banca d'Italia EIB-værdipapirer udstedt i amerikanske dollar for 10 mio. dollar i forbindelse med forvaltning af valutareserver. Den 14. september 2005 købte Oesterreichische Nationalbank EIB-værdipapirer udstedt i euro for 200 mio. euro. Da EIB er et fællesskabsorgan, udgør sådanne køb en overtrædelse af forbuddet mod monetær finansiering i medfør af traktatens arti-

kel 101 og Rådets forordning nr. 3603/93. Hvad angår Banca d'Italia, blev EIB-gældsinstrumenterne købt på det primære marked solgt 8. marts 2006. Ultimo oktober 2005 solgte Oesterreichische Nationalbank de EIB-gældsinstrumenter, som banken havde købt på det primære marked. Desuden tog begge NCBer straks skridt til at sikre, at det ikke gentager sig i fremtiden.

I 2004<sup>9</sup> fandt Styrelsesrådet et tilfælde, hvor ovennævnte traktatbestemmelser og de dermed forbundne rådsforordninger ikke blev overholdt. På baggrund af omfattende tilbagestrømning af nationale mønter til NCBerne som følge af indførelsen af eurosedler og -mønter den 1. januar 2002 overskred Suomen Pankki – Finlands Bank fra oktober 2001 til februar 2004 grænsen på 10 pct. af møntomløbet som fastsat i artikel 6 i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93. Situationen var dog fuldt udbedret i marts 2004, og traktatens bestemmelser er blevet overholdt siden da.

### 6.2 RÅDGIVENDE FUNKTIONER

I traktatens artikel 105, stk. 4 kræves, at ECB skal høres af de relevante fællesskabsinstitutioner og de ansvarlige nationale myndigheder om ethvert forslag til fællesskabslovgivning eller national lovgivning inden for ECBs kompetenceområder.<sup>10</sup> Alle ECBs udtalelser er tilgængelige på ECBs websted. Siden januar 2005 er udtalelser om nationale lovforslag som hovedregel blevet offentliggjort umiddelbart efter deres vedtagelse og efterfølgende fremsendelse til høringsmyndigheden, som det allerede var tilfældet med udtalelser om forslag til EU-retsakter. I juni 2005 offentliggjorde ECB "Vejledning i forbindelse med nationale myndigheders høring af Den Europæiske Centralbank om udkast til retsfor skrifter" med henblik på at yde praktisk bistand og oplysning til de nationale myndigheder.

<sup>9</sup> Henvisningen til begivenheder i 2004 i denne Årsberetning skyldes, at ECBs tilsvarende overvågning ophørte efter skæringsdatoen for ECB Årsberetning 2004.

<sup>10</sup> I henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet som bilag til traktaten, finder høringsforpligtelsen ikke anvendelse på Det Forenede Kongerige.

ECB vedtog 61 udtalelser i 2005, heraf 13 svar på EU-Rådets høringer og 48 svar på nationale myndigheds høringer. I 2004 blev der vedtaget 39 udtalelser, og stigningen skyldes et øget antal høringer fra de nye medlemslande i deres første hele år som EU-lande. En liste over de udtalelser, som blev vedtaget i 2005, findes i bilaget til denne Årsberetning.

I sine udtalelser om EU-Rådets nye forordninger om overvågning og om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud som led i reformen af stabilitets- og vækstpagten<sup>11</sup> understregede ECB, at sunde finanspolitikker er afgørende for, at ØMUen kan fungere efter hensigten, samt at de er en forudsætning for makroøkonomisk stabilitet, vækst og samhørighed i euroområdet. Desuden fandt ECB det nødvendigt at fastholde en troværdig procedure i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, herunder at den skal være underlagt en snæver tidsramme (se også kapitel 4, afsnit 1.1). ECB blev også hørt om Rådets forordning om den kommende indførelse af euroen i de nye medlemslande.<sup>12</sup> ECB fandt, at overgangsperioden fra de nye medlemslandes indførelse af euroen som deres valuta og indførelse af eurosedler og -mønter højst bør være tre år, og at der bør tilskyndes til endnu kortere overgangsperioder. ECB understregede også betydningen af kravet om, at den fælles valuta skal hedde det samme på alle officielle EU-sprog, idet der tages højde for de forskellige alfabeter.<sup>13</sup>

ECB blev fortsat hørt af nationale myndigheder – herunder myndighederne i Italien, Litauen, Slovakiet og Spanien – om emner vedrørende NCBernes uafhængighed som medlemmer af ESCB<sup>14</sup> samt om ændringsforslag til centralbankstatutterne i Estland, Letland, Litauen, Slovakiet og Sverige, som var foranlediget af ECB Konvergensrapport 2004.<sup>15</sup> ECB blev også hørt af nationale myndigheder vedrørende overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering i henhold til traktatens artikel 101, herunder om et lovforslag, der bemyndiger Oesterreichische Nationalbank til at sætte et bidrag ind på en særlig konto i IMF til støtte for lavindkomstlande, der rammes af naturkatastrofe<sup>16</sup>, og et lovforslag, der bemyndiger Banca d'Italia til at etablere en kre-

ditlinje til Libanon.<sup>17</sup> ECB konkluderede, at det østrigske lovforslag overholdt forbuddet mod monetær finansiering, da det er omfattet af fællesskabsrettens fritagelse af NCBernes finansiering af den offentlige sektors forpligtelser over for IMF.<sup>18</sup> I forbindelse med det italienske lovforslag konkluderede ECB imidlertid, at den foreslåede finansiering ville udgøre en form for monetær finansiering, der er omfattet af traktatens forbud. De italienske myndigheder trak senere lovforslaget tilbage.

ECB blev hørt af nationale myndigheder vedrørende lovforslag om rammerne for finansielt tilsyn.<sup>19</sup> I sin udtalelse om et lovforslag, der etablerer Česká národní banka som den eneste finansielle tilsynsmyndighed i Tjekkiet, gav ECB udtryk for, at placering af det overordnede ansvar for de finansielle markeder hos NCBen ville være en bedre løsning end flere tilsynsmyndigheder med hver sin sektor som ansvarsområde, i lyset af de stadig mere slørede traditionelle grænser mellem bank-, værdipapir- og forsikringssektoren og de deraf følgende udfordringer i forbindelse med tilsyn og finansiell stabilitet. I en separat høring om et tjekkisk lovforslag om insolvens<sup>20</sup> bifaldt ECB, at Česká národní banka ifølge lovforslaget anerkendes som ansvarlig for tilsyn med banker i finansielle vanskeligheder samt har beslutningskompetencen med hensyn til, hvornår sådanne banker bør erklæres insolvente.

11 CON/2005/18 og CON/2005/17 af 3. juni 2005.

12 CON/2005/51. ECB blev også hørt af nogle af de nye medlemslandes nationale myndigheder, herunder Litauen og Slovenien, om national lovgivning til fremme af disse landes kommende indførelse af euroen (se CON/2005/38 og CON/2005/57).

13 ECB blev også hørt om andre betydelige forslag til EU-retsakter, som omtales andre steder i denne Årsberetning. Det drejer sig bl.a. om forslag til et kapitaldækningsdirektiv (CON/2005/4) og forslag til Rådets beslutning vedrørende undertegnelse af Haagkonventionen om værdipapirer, der opbevares af en mellemmand (CON/2005/7). Se også kapitel 3, afsnit 2.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

18 I henhold til artikel 7 i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 af 13. december 1993 om fastlæggelse af definitioner med henblik på gennemførelse af forbuddene i traktatens artikel 101.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.

20 CON/2005/36.

### 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 for-

valtningen af Fællesskabets lånoptagelses- og långivningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte. I 2005 udførte ECB ingen forvaltningsopgaver. Der var ingen udestående lån ultimo 2004, og ingen nye tiltag blev iværksat i løbet af 2005.

#### Boks 9

#### EUROSYSTEMETS FORVALTNING AF VALUTARESERVER

I januar 2005 blev der indført en ny struktur for forvaltning af eurosystemets kunders valutareserver i euro. Under den nye struktur – der henvender sig til centralbanker, monetære myndigheder og statsorganer uden for euroområdet samt internationale organisationer – leveres en lang række tjenesteydelser, som giver godkendte kunder mulighed for at forvalte deres valutareserver i euro på en effektiv måde. Tjenesteydelserne dækker alt fra depotkonti, og dermed forbundne tjenesteydelser vedrørende depotføring og afvikling, til kontant- og investeringstjenesteydelser. De tilbydes på harmoniserede vilkår i overensstemmelse med de generelle markedsstandarder af centralbanker i eurosystemet (leverandører af eurosystemets tjenesteydelser), der fungerer som dedikerede leverandører af tjenesteydelser. Gennem disse leverandører har godkendte kunder adgang til samtlige tjenesteydelser, som er omfattet af den nye struktur.

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

De godkendte kunder har taget godt imod den nye struktur. På grundlag af oplysninger indsamlet af ECB er antallet af kunder, der har indgået en forretningsaftale med en af eurosystemets centralbanker, tilsyneladende repræsentativt for antallet af godkendte kunder, som den nye struktur henvender sig til. Med hensyn til tjenesteydelserne er kundernes samlede beholdninger af kontanter og/eller værdipapirer hos eurosystemets centralbanker steget siden den nye strukturs indførelse. Det er navnlig tilfældet med hensyn til kundernes beholdninger af udenlandske værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (dvs. værdipapirer udstedt af den offentlige sektor i andre lande end det land, i hvis centralbank værdipapirerne er deponeret). Kunderne var også positivt indstillet over for den nye strukturs automatiske dag-til-dag investeringsfacilitet, der giver mulighed for investering direkte hos den pågældende leverandør af tjenesteydelser og/eller i markedet til en attraktiv rente.

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



**Kunstner**

Pep Agut

**Titel**

Read your voice, 2000

**Materiale**

Blandede medier

**Format**

190 x 195 cm

© ECB og kunstneren



## KAPITEL 3

# FINANSIEL STABILITET OG INTEGRATION

# I FINANSIEL STABILITET

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

## I.1 OVERVÅGNING AF FINANSIEL STABILITET

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

### KONJUNKTURUDVIKLINGEN

I 2005 forbedredes modstandsdygtigheden over for stød i euroområdet finansielle system. De finansielle institutioner nød godt af den globale økonomiske vækst, der fortsat var ret robust trods yderligere olieprisstigninger, og af en fortsat forbedring af balancen hos store virksomheder i euroområdet. På baggrund heraf steg bankernes rentabilitet yderligere i euroområdet, og forsikringsselskabernes balancer styrkedes. På længere sigt står de finansielle institutioner over for risici fx som følge af muligheden for en brat afvikling af de globale ubalancer, sårbarheden over for en korrektion af priser – som er spændt til det yderste i den konstante søgen efter afkast – på visse markeder for fastforrentede værdipapirer og kreditmarkeder samt muligheden for yderligere olieprisstigninger. Desuden er husholdningernes balancer stadig sårbare over for en eventuel korrektion af huspriserne i nogle lande.

Den positive udvikling i de store bankers rentabilitet, som var begyndt i 2003, fortsatte også i 2005 i euroområdet banksektor. For de banker, der indførte IFRS-standarderne (International Financial Reporting Standards) i 2005, er det dog vanskeligere at sammenligne med tidligere indikatorer for rentabilitet. Det understreges, at forbedringen af rentabiliteten var bredt funderet, idet den også sås i de nationale banksektorer, hvis resultater i 2003 havde været under gennemsnittet. De vigtigste årsager til den forbedrede rentabilitet er mindre hensættelser, vedvarende vækst i udlån til husholdningerne (hovedsagelig til boligkøb) og begyndende vækst i erhvervsudlån. Omkostningskontrol, som havde bidraget til bankernes rentabilitet i 2004, spillede en mindre rolle i 2005.

Hensættelser til tab på udlån fortsatte med at falde i 2005. Det skyldtes det lave antal konkurrencer i husholdnings- og erhvervssektoren og en kun marginal forringelse af kvaliteten af bankernes aktiver, mens betydelige af- eller nedskrivninger på forfaldne lån fra tidligere år, i hvert fald i nogle eurolande, afbødede kreditrisikoen indvirkning på bankernes balancer. Desuden er der indikationer af, at dækningsgraden, dvs. hensættelser i forhold til misligholdte aktiver, faldt i 2005. Det kan dog ikke udelukkes, at de mindre strømme, og i visse lande beholdninger, af hensættelser kan medføre, at hensættelserne vil være utilstrækkelige i tilfælde af en uventet negativ påvirkning af kredittcyklussen.

Hvis den tiltagende vækst i virksomhedernes låntagning, der blev observeret i 2004-05, fortsætter, giver det bankerne mulighed for at sprede deres indtægtskilder og mindske afhængigheden af husholdningerne. Uanset udlånsvæksten fortsatte nettorenteindtægterne, som er den vigtigste komponent i banksektorens rentabilitet, med at falde i 2005 som følge af aftagende rentemarginer. Nedgangen skyldtes primært en fladere ren-

1 Siden ultimo 2004 har ECB offentliggjort en halvårlig rapport om det finansielle systems stabilitet i euroområdet med titlen "Financial Stability Review". I 2005 offentliggjorde ECB også den fjerde udgave af "EU banking sector stability", som indeholder de vigtigste resultater af BSCs regelmæssige overvågning af banksektorens stabilitet. Disse publikationer findes på ECBs websted.

tekurve, vedvarende lave renter og kraftig konkurrence blandt bankerne på udlåns- og indlånsområdet. Hvad angår bankernes ikke-rentebaserede indtægter, øgede bankerne generelt deres gebyr- og handelsindtægter. I visse tilfælde mere end udlignede disse indtægter de faldende indtægter fra løbetidstransformering, som er bankernes kerneforretning.

Trods yderligere forbedringer i visse lande var de vigtigste lovbestemte solvensnøgletal for euroområdet banksektor stort set uændrede i 2004, som er det sidste år, for hvilket der foreligger konsoliderede tal. Ikke-konsoliderede tal for en række store banker i euroområdet viser visse forbedringer i solvensnøgletallene i 2005.

I forsikringssektoren forbedredes selskabernes rentabilitet og kapitalgrundlag yderligere i 2005, selv om investeringsindtægterne stadig var afdæmpede på baggrund af de lave renter. Årsagen til forbedringen af skadesforsikringssekskabernes balancer var bedre rentabilitet i underwriting-virksomheden som følge af streng prisfastsættelsesdisciplin. Inden for livsforsikring bidrog lavere garanterede renter på opsparingsprodukter samt omkostningsbesparelser til den forbedrede rentabilitet. Endvidere medførte de igangværende reformer af offentlige pensionsordninger i euroområdet et opsving i privat opsparing i livsforsikringsprodukter. Inden for gensforsikring bidrog en nedgang i værdien af de solgte policer til faldende rentabilitet.

Den globale hedgefond- og private equity-sektor oplevede fortsat vækst i 2005. I hele 2005 sås en tilstrømning til hedgefonde, som dog aftog noget i 2. og 3. kvartal som følge af lavere afkast i sektoren. Navnlig blev visse kreditstrategier påvirket i foråret 2005 efter nedjusteringen af to store amerikanske bilfabrikanter kreditvurdering til "sub-investment grade". Eftersom hedgefondene spiller en større og større rolle på markedet for "relative value"-instrumenter og komplekse kreditprodukter, kan det desuden ikke udelukkes, at bankerne i fremtiden kan blive eksponeret for tab på deres aktiviteter med hedgefonde, hvis volatiliteten på kreditmarkederne fortsætter. I en undersøgelse vedrørende EU-bankers engagemen-



ter med hedgefonde<sup>2</sup> blev det for nylig konstateret, at de eksisterende direkte engagementer i de fleste lande er generelt beskedne i forhold til bankernes balance og sammenlignet med tilsvarende amerikanske bankers engagementer. Det afspejler, at det globale "prime brokerage"-marked fortsat er domineret af amerikanske finansielle institutioner. Ikke desto mindre er det stadig vigtigt, at bankerne har en passende styring af risici forbundet med hedgefonde.

### DEN STRUKTURELLE UDVIKLING

Strukturændringerne i banksektoren kan få betydelige konsekvenser for den finansielle stabilitet på længere sigt, fx gennem ændring af konkurrenceforholdene eller øget internationalisering. Euroområdets banksektor oplever i øjeblikket en væsentlig strukturel udvikling inden for konsolidering, internationalisering, finansiell formidling samt finansieringsstrukturer. De forskellige eurolandes banksektorer har stadig forskellige markedsstrukturer, hvad angår koncentration, ejerstruktur, udenlandske bankers tilstedeværelse samt servicekanalernes størrelse og betydning, men det kan ændre sig som følge af stigende aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser i sektoren samt andre strukturelle udviklingstendenser.<sup>3</sup>

2 "Large EU banks' exposures to hedge funds", ECB, november 2005.

3 En mere detaljeret analyse af strukturelle udviklingstendenser i banksektoren i EU og euroområdet findes i BSCs rapport "EU banking structures" fra oktober 2005 samt i artiklen "Consolidation and diversification in the euro area banking sector" i ECB Månedsoversigt for maj 2005.

Tempoet i både national og grænseoverskridende konsolidering er aftaget i de senere år, hvilket kommer til udtryk i det lave antal fusioner og virksomhedsovertagelser og den aftagende nedgang i antallet af kreditinstitutter.<sup>4</sup> I løbet af 2005 sås imidlertid en række store grænseoverskridende fusioner og virksomhedsovertagelser, som bekræftede de tegn på fornyet interesse for grænseoverskridende konsolidering, der blev observeret i 2004. I nogle medlemslande kan konsolideringen blandt store banker på indenlandsk plan dog være ved at aftage, eftersom de pågældende bankmarkeder allerede er meget koncentrerede. Bortset fra organisk vækst er grænseoverskridende konsolidering således blevet den vigtigste ekspansionsstrategi i disse medlemslande trods de resterende hindringer.

Der har også været tegn på en gradvis ændring af bankernes balancestruktur, idet udlånsvæksten har overhalet indlånsvæksten. Denne tendens kan være udtryk for, at indlån er en mindre attraktiv mulighed for husholdningerne på baggrund af de vedvarende lave renter og det ændrede forhold mellem risiko og afkast. En anden medvirkende årsag kan være strukturelle faktorer som den igangværende forandring af de demografiske forhold, hvor private pensionsordninger og forsikringsprodukter spiller en større og større rolle. Tendensen indikerer også, at banker i stigende grad benytter interbank- og kapitalmarkedet som finansieringskilde.

Bankerne i euroområdet overfører tilsyneladende efterhånden flere risici til andre sektorer i økonomien i stedet for blot at være formidlere mellem långiver og låntager, og nogle banker synes at bevæge sig væk fra et integreret udbud af finansielle tjenesteydelser. Ikke desto mindre er bankfinansiering stadig den vigtigste form for finansiel formidling i euroområdet.<sup>5</sup>

Endelig bliver bankernes organisation efterhånden mere og mere fleksibel, idet de udliciterer elementer, som ikke er kerneelementer, i deres værdikæde og specialiserer sig på et bestemt trin i servicecyklussen inden for enten initiering, produktion, distribution eller afvikling.

Alt i alt udvikler bankernes rolle i euroområdet sig gradvis. Kapitalmarkedet får stigende betydning som direkte finansieringskilde, og utraditionelle udbydere af finansielle tjenesteydelser kan komme til at spille en større rolle på specifikke områder inden for bankvirksomhed, hvorved eurorådets finansielle system bliver mere effektivt, og risikoforholdene ændrer sig.

## 1.2 SAMARBEJDE I FINANSIELLE KRISESITUATIONER

EUs rammer for samarbejde mellem kompetente myndigheder inden for styring af finansielle kriser blev yderligere styrket i 2005.

For det første nåede banktilsynsmyndighederne, centralbankerne og finansministrene i EU i maj til enighed om en aftale (memorandum of understanding), som trådte i kraft 1. juli, om samarbejde i finansielle krisesituationer. Aftalen, som blev vedtaget i Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs regi, finder anvendelse på krisesituationer, som kan have både grænseoverskridende og systemiske konsekvenser for kreditinstitutter, bankkoncerner eller bankdelen af finansielle koncerner. Den finder også anvendelse på andre systemiske forstyrrelser med grænseoverskridende konsekvenser for de finansielle markeder, herunder påvirkning af betalingssystemer eller andre markedsinfrastrukturer. Aftalens principper og procedurer vedrører udveksling af oplysninger, synspunkter og vurderinger blandt myndigheder samt samarbejde på nationalt og grænseoverskridende niveau. Med henblik på yderligere forbedring af det styrkede samarbejde mellem myndighederne indeholder aftalen også bestemmelser om udarbejdelse af beredskabsplaner til styring af krisesituationer samt stresstest og simuleringsovelser. Selve aftalen afprøves i

4 Antallet af kreditinstitutter faldt med 2,8 pct. i 2004 og 2,3 pct. i 2005 (data på årsbasis beregnet ud fra data frem til 3. kvartal) til knap 6.300.

5 Indenlandsk kreditgivning udgjorde 115 pct. af BNP i 2005, mens kapitaliseringen af aktiemarkedet nåede op på 68 pct. af BNP.

en krisesimuleringsøvelse, der finder sted i 2006.

For det andet overvejede Banktilsynskomiteen og Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS) i fællesskab yderligere forbedringer af rammerne for krisestyring vedrørende centralbankers og tilsynsmyndigheders metoder til håndtering af finansielle kriser på tværs af grænserne.

## 2 FINANSIEL REGULERING OG TILSYN

### 2.1 GENERELLE EMNER

I juli 2005 sendte Europa-Kommissionen grønbogen om politikken for finansielle tjenesteydelser (2005-10) i offentlig høring. I sit høringssvar understregede eurosystemet, at Lamfalussy-rammernes potentiale bør udnyttes mest muligt i forbindelse med forbedringen af EUs rammer for finansielt tilsyn.<sup>6</sup> Eurosystemet gav også udtryk for det ønskelige i yderligere rationalisering af de finansielle regler ved anvendelse af hovedelementerne i Lamfalussy-rammerne. Der bør skelnes skarpere mellem hovedprincipperne (trin 1-lovgivning) og tekniske gennemførelsesbestemmelser (trin 2-lovgivning). Det bør understøttes af yderligere harmonisering af tilsynspraksis, hvilket også spiller en vigtig rolle i sikringen af en konsekvent håndhævelse i de forskellige medlemslande. Eurosyste- met bemærkede også, at robuste og konsekvente samarbejdsordninger mellem hjemlandets og værtslandets myndigheder var særlig vigtige for finansielle koncerner, der opererer på tværs af landegrænser. Hvad angår finansiell stabilitet, blev overvågning af finansiell stabilitet på tværs af landegrænser og sektorer, styring af finansiell stress og indskudsgaranti identificeret af eurosystemet som områder, hvor der kan sættes ind med yderligere forbedringer.

### 2.2 BANKVIRKSOMHED

Efter offentliggørelsen i juni 2004 af de reviderede regler "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", bedre kendt som Basel II, gik Baselkomiteen for Banktilsyn (BCBS) over til at fokusere på de vigtigste gennemførelsesforhold. Baselkomiteens arbejde har også omfattet en række tekniske områder.

På europæisk plan er Basel II indført i EU-lovgivningen ved ændring af det kodificerede bankdirektiv og kapitaldækningsdirektivet. Europa-Parlamentet og Rådet vedtog de endelige retsakter i henholdsvis september og oktober 2005. Medlemslandene skal ændre deres nationale lovgivning for at indarbejde de nye regler, som gæl-

der fra og med 2007. Desuden iværksatte Baselkomiteen i slutningen af 2005 den femte kvantitative effektundersøgelse ("QIS5") af de nye kapitaldækningsregler. Resultaterne foreligger i foråret 2006 og kan indebære yderligere kvantitative justeringer af rammerne. CEBS var også involveret i undersøgelsen.

ECB støtter fortsat Baselkomiteens arbejde og bidrager til det gennem sin deltagelse som observatør i komiteen og dens vigtigste undergrupper. Desuden fremsatte ECB en udtalelse om EUs nye kapitaldækningsregler, hvor ECB gav udtryk for sin støtte til de overordnede principper i de nye regler.

Endvidere analyserede ECB de eventuelle pengepolitiske konsekvenser af øget bankvirksomhed på tværs af landegrænserne i EU med hensyn til beskyttelse af finansiell stabilitet. Analysearbejdet, som hovedsagelig blev varetaget af BSC, omfattede finansielt tilsyn, krisestyring, overvågning af finansiell stabilitet og indskudsgarantiordninger. Resultaterne på sidstnævnte område har været til nytte i Kommissionens igangværende revidering af direktivet om indskudsgarantiordninger.<sup>7</sup>

### 2.3 VÆRDIPAPIRER

I 2005 var aktiviteterne i værdipapirsektoren hovedsagelig rettet mod at vedtage udestående trin 2-gennemførelsesforanstaltninger vedrørende direktivet om markeder for finansielle instrumenter og gennemsigtighedsdirektivet med henblik på at bringe arbejdet med EU-reglerne til afslutning. I lyset af foranstaltningernes betydning for integrationen af de finansielle markeder i Europa og styrkelsen af finansiell stabilitet har ECB nøje overvåget, og bidraget til, dette ar-

6 "Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", 15. februar 2001. Rapporten findes på ECBs websted. Se også ECB Årsberetning 2003, side 111.

7 "Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC)", Europa-Kommissionen, 14. juli 2005. Konsultationspapiret findes på Kommissionens websted.

bejde gennem deltagelse i Det Europæiske Værdipapirudvalg.

Eurosystemet bidrog til debatten om revidering af Lamfalussy-processen via sit svar på den foreløbige vurdering, som Kommissionen havde sendt til offentlig høring. Eurosystemet bekræftede sin positive tilgang til Lamfalussy-rammerne og understregede navnlig, at Lamfalussy-processen bør benyttes til at strømline eksisterende lovkrav og udvikle et fælles sæt harmoniserede tekniske regler, der opfylder både lovgivningsmyndighedernes og markedsdeltagernes behov. Det fælles regelsæt skal fungere som eneste kilde til information om rettigheder og forpligtelser inden for de pågældende områder for markedsdeltagere, der tilbyder grænseoverskridende tjenesteydelser.

Endelig bidrog eurosystemet til debatten om forbedring af EU-rammerne for investeringsforeninger, der blev iværksat ved offentliggørelsen af Kommissionens grønne bog den 12. juli 2005 med henblik på offentlig høring. Eurosystemet understregede, at yderligere bestræbelser på at fjerne de resterende regulerings- og lovmæssige hindringer kan føre til øget konsolidering i den europæiske investeringsforeningssektor og rationalisering af produktsortimentet, hvilket vil være til fordel for investorerne og for EUs finansielle marked. Hvad angår hedgefonde, støttede eurosystemet den tilgang, der indtil videre er anvendt på internationalt plan med henblik på løsning af problemerne med finansiell stabilitet, der primært skyldes hedgefondenes samspil med regulerede virksomheder, navnlig banker.

## 2.4 REGSKABSPRINCIPPER

Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 trådte i kraft 1. januar 2005, hvorefter alle børsnoterede virksomheder, herunder banker, skal udarbejde deres koncernregnskaber i overensstemmelse med IFRS. I lyset af sunde regnskabsstandarders betydning for finansiell stabilitet bidrog ECB fortsat til arbejdet med at gennemføre EUs nye regnskabsrammer.

I 1. halvår blev der fokuseret på indførelsen af en ny mulighed i international regnskabsstandard 39 (IAS 39), som tillader anvendelse af dagsværdiprincippet<sup>8</sup> på alle typer finansielle instrumenter. Den konstruktive dialog mellem ECB, Baselkomiteen og International Accounting Standards Board (IASB) kulminerede med et brev fra ECBs formand til IASB i april 2005, hvor ECB støttede ændringsforslagene til IAS 39. Ændringsforslagene blev efterfølgende indarbejdet af IASB i juni 2005.

I den forbindelse bidrog ECB via sin deltagelse som observatør i Baselkomiteens arbejdsgruppe om regnskabsprincipper til arbejdsgruppens udarbejdelse af principper for tilsynsvejledning. I juli 2005 sendte Baselkomiteen dokumentet "Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards" i høring. Et centralt element i dokumentet er – ud fra et tilsynsperspektiv – at kæde muligheden for anvendelse af dagsværdiprincippet sammen med en sund risikostyringspraksis.<sup>9</sup>

Bestyrelsesmedlemmerne i International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF) afsluttede gennemgangen af IASCFs vedtægter i april 2005. På grundlag af de kommentarer IASCF modtog under høringsfasen, herunder fra ECB, besluttede IASCF at oprette et nyt omstruktureret rådgivende organ (Standards Advisory Council), der står for bred, strategisk rådgivning, og en rådgivningsgruppe (Trustee Appointments Advisory Group), der skal høres inden udnævnelse af nye bestyrelsesmedlemmer. ECB er repræsenteret i begge organer.

I 2. kvartal 2005 iværksatte Baselkomiteen en analyse af forbindelserne mellem stabilitet på regnskabsområdet og finansiell stabilitet. Ved

<sup>8</sup> Dagsværdi er det beløb, et aktiv kan omsættes til, eller en forpligtelse indfries til, ved en handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter. I praksis er dagsværdien ofte lig med markedsværdien, eller den vurderes ved hjælp af en værdiansættelsesmetode med diskontering af fremtidige pengestrømme.

<sup>9</sup> Målet med tilsynsvejledningen er ikke at fastsætte yderligere regnskabsmæssige krav.



analysen undersøges det, hvilke konsekvenser indførelsen af IFRS kan have for den finansielle stabilitet, og hvorvidt standarderne bidrager effektivt til yderligere styrkelse af den finansielle stabilitet.

### 3 FINANSIEL INTEGRATION

Eurosystemet er på baggrund af sine nøgleopgaver stærkt interesseret i finansiell integration i Europa, især i euroområdet. For det første fremmer et velintegreret finansielt system en smidig og effektiv pengepolitisk transmission i euroområdet. For det andet har finansiell integration betydning for eurosystemets opgave med at sikre finansiell stabilitet. Endvidere er finansiell integration vigtig for betalings- og afviklingssystemernes effektive og smidige funktion. Desuden hedder det i traktatens artikel 105, at eurosystemet, uden at målsætningen om prisstabilitet derudover berøres, støtter de generelle økonomiske politikker i Fællesskabet. Finansiell integration, som et prioriteret fællesskabsmål, kan bidrage til at fremme udviklingen af det finansielle system og øge potentialet for økonomisk vækst.

Eurosystemet skelner generelt mellem fire typer aktiviteter i sin indsats for at fremme finansiell integration: i) oplysning om og overvågning af forløbet af den finansielle integration i Europa, ii) katalysering af kollektiv handling, iii) rådgivning om lovgivnings- og tilsynsmæssige rammer for det finansielle system og iv) levering af centralbankydelse, der også fremmer finansiell integration i Europa. I 2005 gennemførte ECB fortsat initiativer på alle fire områder som beskrevet nedenfor. Mere overordnet videreførte ECB også sine forskningsaktiviteter vedrørende finansiell integration (se boks 10).

#### Boks 10

##### FORSKNINGSNETVÆRK VEDRØRENDE KAPITALMARKEDER OG FINANSIELL INTEGRATION I EUROPA

ECB og Center for Financial Studies (CFS) i Frankfurt har fortsat samarbejdet i deres forskningsnetværk vedrørende kapitalmarkeder og finansiell integration i Europa.<sup>1</sup> Den igangværende anden fase af forskningsvirksomheden er blevet udvidet til at omfatte tre prioritetsområder: i) forholdet mellem finansiell integration og finansiell stabilitet, ii) tiltrædelse af EU, finansiell udvikling og finansiell integration og iii) modernisering af det finansielle system og økonomisk vækst i Europa.

Den første konference i anden fase af netværkets aktiviteter blev afholdt i Bruxelles i maj 2005 af Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i samarbejde med Centre for Economic Policy Research (CEPR). Konferencen handlede om konkurrence, stabilitet og integration i den europæiske banksektor med fokus på netværkets prioriteter i forbindelse med konkurrence i banksektoren og bankvirksomhedens geografiske omfang samt finansiell integration og finansiell stabilitet.

Et af hovedemnerne på konferencen var grænseoverskridende bankvirksomhed i Europa. Analyser af udenlandske bankers etablering på vækstmarkeder, der omhandlede central- og østeuropæiske lande, Rusland og Ukraine, tydede på, at udenlandsk ejede bankers udlån i disse lande fremmer virksomheders vækst med hensyn til salg og aktiver.<sup>2</sup> Det gælder også for mindre virksomheder, selv om de relativt set stadig mister markedsandele. Desuden har udenlandske bankers tilstedeværelse en gavnlige effekt på mulighederne for at opnå kredit, da de indenlandske virksomheder oplever lavere renter, øger deres gæld som andel af aktiverne og forlænger løbetidsstrukturen på passivside. Endelig fremmer udenlandske bankers tilstedeværelse tilsyneladende erhvervsdynamikken eller den "kreative destruktion" med øget tilgang og afgang af virksomheder.

1 En nærmere beskrivelse af tidligere aktiviteter findes i boks 10 i ECB Årsberetning 2003 og boks 12 i ECB Årsberetning 2004 og på netværkets websted [www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org).

2 ECB Working Paper nr. 498, juni 2005.

Den anden konference i den anden fase blev arrangeret i samarbejde med Oesterreichische Nationalbank, der også var vært for konferencen i Wien i november 2005. Konferencen handlede om finansiel udvikling, integration og stabilitet i Central-, Øst- og Sydøsteuropa med fokus på netværkets prioritetsområde vedrørende tiltrædelse af EU, finansiel udvikling og finansiel integration. Resultaterne tyder på, at de (stadig små) aktiemarkeder i de større central- og østeuropæiske lande, dvs. Tjekkiet, Ungarn og Polen, i stigende grad integreres med euroområdetets aktiemarkeder. Det er ikke tilfældet for aktiemarkederne i de mindre central- og østeuropæiske lande. Der er ikke mange tegn på, at statsobligationsmarkederne i de central- og østeuropæiske lande er blevet integreret med euroområdetets.

Netværket fortsætter sine aktiviteter i 2006 med en konference, der afholdes af Deutsche Bundesbank, om modernisering af det finansielle system og økonomisk vækst i Europa, som er et prioritetsområde, og en anden konference, som afholdes af Banco de España, om finansiel integration og finansiel stabilitet.

#### OVERVÅGNING AF FINANSIEL INTEGRATION

I september 2005 offentliggjorde ECB sin første rapport og sit første sæt indikatorer om finansiel integration. De giver en overordnet vurdering af graden af finansiel integration i hovedsegmenterne på euroområdetets finansielle marked. Ved vurdering af finansiel integration anses et marked for bestemte finansielle instrumenter eller tjenesteydelser for fuldt integreret, hvis alle økonomiske aktører med samme relevante egenskaber på det pågældende marked følger et fælles regelsæt, har lige markedsadgang og behandles ens. Der blev set på to brede kategorier af indikatorer, nemlig de prisbaserede og de mængdebaserede. Indikatorerne var enten beregnede (standardafvigelser og nøgletal) eller modelbaserede (udledt af økonomiske modeller). Serien af indikatorer vil blive videreudviklet, navnlig ved tilføjelse af indikatorer vedrørende finansielle institutioner og markedsinfrastrukturer.

Den foreliggende dokumentation tyder på, at graden af integration varierer stærkt mellem markedssegmenterne. Det usikrede pengemarked har været fuldt integreret siden kort efter euroens indførelse. Integrationen af repomarkedet viser også store fremskridt. Statsobligationsmarkederne var integreret i betydelig grad alle-

rede inden starten på Den Monetære Union, selv om der stadig eksisterer visse renteforskelle, der bl.a. afspejler forskelle i udstedernes kreditvurderinger og obligationernes likviditet. Erhvervsobligationsmarkedet er også kendetegnet ved en høj grad af integration, og der er sket fremskridt med hensyn til integration af aktiemarkederne. Bankmarkederne, især detailsegmentet, er generelt meget mindre integreret. Der ses stadig visse forskelle i udlåns- og indlånsrenter mellem landene i euroområdet (se boks 11).

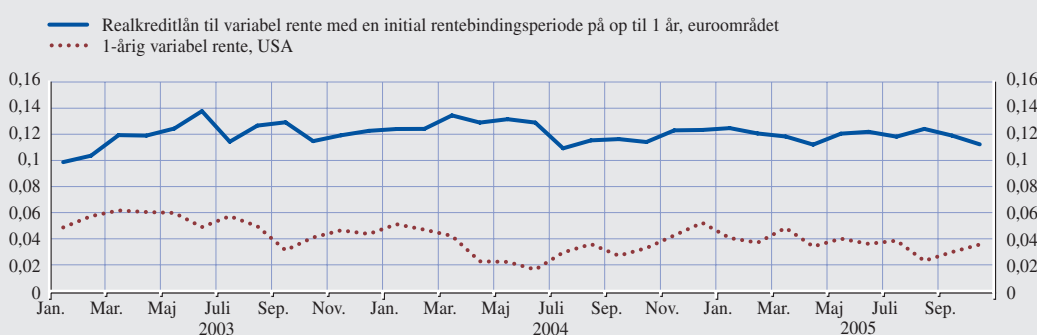
## REGIONAL SAMMENLIGNING AF REALKREDITRENTER I EUROOMRÅDET OG USA

I denne boks analyseres graden af heterogenitet mellem eurolandene, hvad angår renterne for udlån til husholdningerne til boligkøb. Den generelt større spredning i realkreditrenterne mellem eurolandene end mellem forskellige regioner i USA kan tyde på, at euroområdet realkreditmarked er mindre integreret. I denne forbindelse bør det bemærkes, at observationerne for USA, der anvendes i analysen, ikke omfatter regional spredning (dvs. på tværs af staterne).

Forskellige finansieringsstrukturer i forbindelse med realkreditlån, der sandsynligvis har indvirkning på den pågældende produkttype, kan være en del af forklaringen på forskellene i renter for

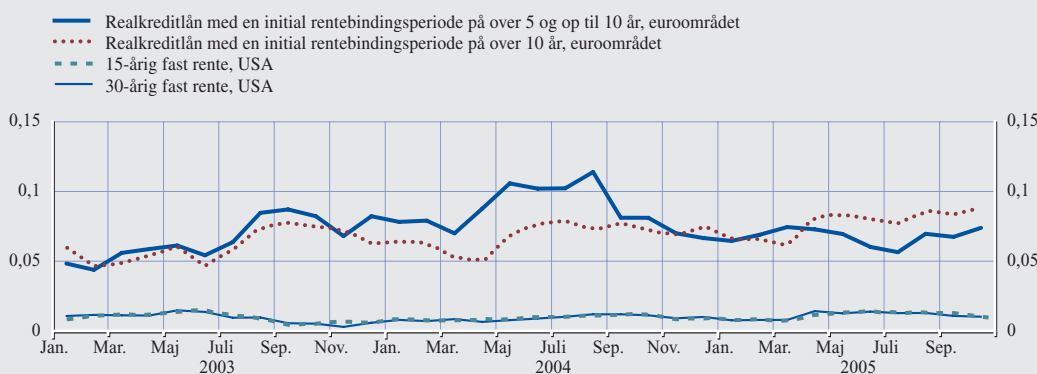
**Figur A. Spredning i variable og korte renter for udlån til husholdninger til boligkøb og tilsvarende markedsrenter mellem henholdsvis regioner i USA og eurolande**

(Renter for nyudlån; variationskoefficient)



**Figur B. Spredning i lange renter for udlån til husholdninger til boligkøb og tilsvarende markedsrenter mellem henholdsvis regioner i USA og eurolande**

(Renter for nyudlån; variationskoefficient)



Kilder: Freddie Mac (Primary Mortgage Market Survey) og ECB.

Anm.: For at undgå misvisende udsving i renterne på grund af lave/volatile mængder er spredningen for euroområdet kun beregnet på basis af de lande, hvor mængderne er betydelige. Observationerne for USA viser spredningen mellem de fem regioner (nordøst, sydøst, nordlig central, sydvest og vest). Det kan ikke udelukkes, at en del af spredningen inden for regionerne (dvs. mellem staterne) ikke vises, og at spredningen for USA således ville være noget større, hvis spredningen inden for regionerne var medtaget. Endvidere kan størrelsen af de respektive data påvirke spredningsgraden.

udlån til boligkøb i euroområdet. Euroområdets realkreditmarked er stadig fragmenteret, hvad angår finansieringsmetoder, der varierer fra indlånsfinansiering til realkreditobligationer og værdipapirer med pant i fast ejendom. Realkreditrenterne kan også variere på grund af forskelle i produkttegenskaber, rentebindingsperioder og kundernes præferencer (illustreret ved forskellige låneløbetider og belåningsgrader) samt statens rolle og markedsreguleringen.

På baggrund heraf var spredningen i renterne for udlån til husholdningerne til boligkøb mellem eurolandene betydeligt større end spredningen i realkreditrenterne mellem forskellige regioner i USA i perioden januar 2003-oktober 2005 (se figur A og B).

### **KATALYSATOR FOR AKTIVITETER I DEN PRIVATE SEKTOR**

Step-initiativet (Short-Term European Paper), som er iværksat og ledes af ACI – sammenslutningen af finansielle markeder – fremmer konvergens af standarder i de fragmenterede europæiske markeder for kortfristede gældsinstrumenter via markedsaktørernes overholdelse af Step-markedskonventionen, der omfatter offentliggørelse af information, dokumentation, afvikling og levering af data. Siden maj 2005 har European Banking Federation (FBE) støttet dette initiativ og vil bidrage direkte til et velfungerende Step-marked. Det første Step-mærkede program forventes i begyndelsen af 2006.

ECB støtter initiativet ved at fungere som katalysator, fx ved at tilvejebringe et diskussionsforum og være vært for ACIs offentlige høring på sit websted. Eurosystemet vil også yde driftsmæssig støtte. I juli 2004 besluttede Styrelsesrådet, at det i princippet ville støtte aktiviteterne i forbindelse med indførelsen af et Step-mærke i de to første år efter lanceringen. Step-sekretariatet, der ledes af FBE, vil stå for Step-mærkningen med støtte fra en række NCBer i euroområdet. Styrelsesrådet besluttede også, efter en effektivitetskontrol af indsamlingsprocessen, at det ville imødekomme anmodningen om løbende at udarbejde og offentliggøre Step-statistik over renter og mængder.

I 2005 støttede ECB fortsat projektet vedrørende det fælles eurobetalingsområde (SEPA) og fremmede hovedsagelig bestræbelserne på at nå den

første SEPA-milepæl, der vil betyde, at euroområdets borgere pr. 1. januar 2008 kan anvende SEPA-betalingsinstrumenter til kreditoverførsler, direkte debiteringer og korttransaktioner parallelt med eksisterende nationale betalingsinstrumenter. Desuden fulgte ECB banksektorens arbejde med at nå endnu en milepæl, der omfatter etablering af en fuldt færdig SEPA-infrastruktur til kreditoverførsler, direkte debiteringer og korttransaktioner ved udgangen af 2010. ECB støttede aktivt European Payments Council (EPC), og koordination på højt plan mellem eurosystemet og EPC fandt sted på møder i Contact Group on Euro Payments Strategy. For at sikre inddragelse af alle interessenter afholdt eurosystemet en række møder med slutbrugere af det fælles eurobetalingsområde, herunder forbrugerorganisationer, små og mellemstore virksomheder, detailhandlere og økonomiansvarlige i virksomheder. Efterfølgende indledte eurosystemet en dialog med bankerne om, hvordan disse gruppers forventninger og krav bedst kunne integreres i SEPA-projektet. ECB anerkendte EPCs arbejde med at definere standarder og forretningsregler for SEPA-relaterede kort, kreditoverførsler og direkte debiteringer som et vigtigt resultat og bemærkede samtidig, at der stadig forestår et stort arbejde med at overvinde nationale hindringer og opfylde de forskellige slutbrugeres behov. I lyset af de nationale betalingsmigrering til SEPA-instrumenter fra 2008 indledte ECB en dialog på højt plan mellem eurosystemets centralbanker og de vigtigste kreditinstitutter i euroområdet for at sikre opbak-

ning til investeringer i det fælles eurobetalingsområde og projektets gennemførelse.

ECB udførte en juridisk og økonomisk analyse af de interbankgebyrer, der opkræves i forbindelse med kortbetalingsordninger i euroområdet. Desuden gennemførte ECB i tæt samarbejde med NCBERne en undersøgelse af over 100 forskellige e-betalingsordninger i EU og samlede oplysninger om innovative e-betalinger. Resultaterne offentliggøres i 2006.

Inden for værdipapirclearing og værdipapirafvikling er der konkurrence mellem de markedsdeltagere, der tilbyder forskellige integrationsløsninger. Eurosystemet bevarer en neutral holdning til de forskellige løsninger, men går stærkt ind for yderligere integration. I den forbindelse blev der afholdt halvårslige møder med Contact Group on Euro Securities Infrastructures, hvor repræsentanter for euroområdet bank- og værdipapirafviklingssektor mødtes for at drøfte integrationen af sektoren for værdipapirafvikling i euro. Der blev også holdt møder med brancheorganisationer. Desuden deltog ECB i Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group samt Legal Certainty Group, der blev oprettet af Kommissionen i henholdsvis 2004 og 2005 med henblik på at fremme fjernelsen af de 15 hindringer for integration, som Giovannini-gruppen har påvist i forbindelse med tekniske metoder eller markedspraksis, skatteprocedurer og juridiske forhold.

Den europæiske master agreement (EMA) er et initiativ, der giver mulighed for grænseoverskridende handel på basis af en juridisk master agreement. Det er en aftale på tværs af sprog, jurisdiktioner og produkter, som især omfatter handel med genkøbsforretninger, fremmed valuta, derivater og værdipapirudlån. ECB, der deltog i EMAs udarbejdelse, har brugt den siden 2001 over for alle sine europæiske modparter i forbindelse med forvaltning af valutareserver og egenkapital og repoer samt, siden juni 2005, til sine derivattransaktioner i 15 europæiske jurisdiktioner.

## **RÅDGIVNING OM LOVGIVNINGS- OG TILSYNSMÆSSIGE RAMMER FOR DET FINANSIELLE SYSTEM**

Eurosystemet bidrog til Europa-Kommissionens offentlige høringer om grønbogen om prioriteterne i politikken for finansielle tjenesteydelser i de næste fem år (se afsnit 2.1 i dette kapitel), forbedringen af EUs rammer for investeringsforeninger (se afsnit 2.3 i dette kapitel), realkreditgivning i EU og værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer. ECB deltog også i Kommissionens udarbejdelse af et nyt lovgrundlag for betalinger, der skal øge effektiviteten og sikkerheden af betalinger ved at fjerne tekniske og lovgivningsmæssige hindringer samt øge forbrugerbeskyttelsen.

I marts 2005 vedtog ECB en udtalelse om forslag til Rådets afgørelse om underskrivelse af Haag-konventionen om værdipapirer, der opbevares af mellemmand. ECB bemærkede, at Haag-konventionen udgjorde et muligt system med hensyn til klart at kunne identificere, hvor en værdipapirkonto er placeret med henblik på lovvalg og sagde, at banken ville se positivt på en omfattende, forudgående analyse af konventionens konsekvenser i EU. En sådan analyse bør ikke gå ud over Fællesskabets initiativer inden for clearing og afvikling eller behovet for en omfattende lovreform og -harmonisering vedrørende dematerialiserede værdipapirer. Endvidere deltog ECB i aktiviteterne i Unidroit, Det Internationale Institut for Udarbejdelse af Ensartede Regler inden for Privatretten, vedrørende udkast til en international konvention om harmoniserede regler for værdipapirer, der opbevares af mellemmand.

## **LEVERING AF CENTRALBANKYDELSER, DER FREMMER FINANSIEL INTEGRATION**

I 2005 fortsatte arbejdet med Target2, som er den næste generation af Target-systemet (se afsnit 2.2 i kapitel 2). Eurosystemet tog også de første skridt til en gradvis indførelse af en samlet liste over sikkerhedsstillelse i eurosystemet (se afsnit 1 i kapitel 2). På globalt plan deltog ECB i en analyse af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse. Dette arbejde blev udført af en arbejdsgruppe nedsat af G10-komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS).

## 4 OVERVÅGNING AF MARKEDETS INFRASTRUKTUR

En af eurosystemets traktatbestemte roller er at overvåge betalings- og clearingsystemerne med henblik på at sikre, at betalingsstrømmene i økonomien er organiseret på en effektiv og sikker måde. Endvidere har eurosystemet en overordnet interesse i værdipapirclearing- og værdipapirafviklingsystemer, da fejl i afviklingen og opbevaringen af sikkerheder kan påvirke pengepolitikens gennemførelse og betalingssystemernes smidige funktion. ECB bidrog til den internationale debat om overvågning i to rapporter, som blev offentliggjort af CPSS i maj 2005.<sup>10</sup>

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

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

#### TARGET

Rammerne for overvågning af det nuværende Target-system er nu gennemført fuldstændig. Hvad angår overvågning af det fremtidige Target2-system, er de generelle organisatoriske rammer på plads. ECB vil stå for og koordinere overvågningsaktiviteterne for centralbankerne i Target2. NCBerne har det primære ansvar for at overvåge systemets lokale elementer – når sådanne elementer kun er relevante på indenlandsk plan – og deltager i de centrale overvågningsaktiviteter. Udviklingen af Target2-systemet overvåges af de ansvarlige for overvågningen af Target, og på samme måde som andre systemer for store betalinger i euro i euroområdet skal Target2 opfylde eurosystemets overvågningsstandarder. Der udføres i øjeblikket en omfattende foreløbig vurdering som led i overvågningen af Target2 i udviklingsfasen.

Primo 2005 vurderede de ansvarlige for overvågningen af Target SORBNET-EURO, Narodowy Bank Polskis realtidsbruttoafviklings-

stem (RTGS-system) for euro med henblik på tilslutning til Target via Banca d'Italias BI-REL-system. Det nuværende Target-system forventes udvidet i forbindelse med ØMUens udvidelse. RTGS-systemerne, der skal tilsluttes det nuværende Target-system, og alle andre systemisk vigtige euroinfrastrukturer i de pågældende medlemslande vurderes som led i overvågningen i overensstemmelse med eurosystemets fælles overvågningspolitik.

#### EURO 1

Euro 1 er et omfattende nettoafviklingsystem for store eurobetalinger, der ejes og drives af en privat virksomhed, EBA Clearing Company. I 2005 koncentrerede overvågningen af Euro 1 sig om systemets juridiske fundament. For at forbedre Euro 1 til udvidelse med banker fra de nye EU-lande ønskede systemoperatøren juridiske udtalelser fra de relevante jurisdiktioner for at bekræfte, at Euro 1 fortsat ville opfylde Core Principle I ("juridisk fundament"). Disse juridiske udtalelser blev gennemgået af ECB, som er ansvarlig for overvågningen af Euro 1. Under gennemgangen blev der fundet visse generelle mangler i de berørte landes nationale lovgivning, som også kan påvirke andre betalingssystemer i de pågældende lande. ECB har fulgt op på disse spørgsmål i tæt samarbejde med de relevante NCBer.

#### CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT (CLS)

I CLS-systemet afvikles valutatransaktioner i 15 valutaer på PvP-basis (Payment versus Payment), hvorved afviklingsrisikoen ved valuta-handel reduceres kraftigt.

I december 2005 afviklede CLS i gennemsnit 194.000 handler om dagen til en gennemsnitlig daglig værdi af 2,6 billioner amerikanske dollar.<sup>11</sup> Euroen er den næstvigtigste afviklingsvaluta efter dollaren. I december 2005 udgjorde be-

10 Se BIS-rapporterne "Central bank oversight of payment and settlement systems" og "New developments in large-value payment systems".

11 Hver handel indebærer to transaktioner – en i hver valuta. I december 2005 afviklede CLS således transaktioner til en gennemsnitlig daglig værdi svarende til 1,3 billioner amerikanske dollar (ca. 1,1 billioner euro).

talinger i euro, som blev afviklet gennem CLS, i gennemsnit 429 mia. euro om dagen og 20 pct. af de samlede betalinger værdimæssigt (betalinger i amerikanske dollar tegnede sig for 47 pct.). Euroens andel faldt en smule i forhold til december 2004 som følge af det højere antal valutaer, som blev afviklet i CLS.

I 2006 vil BIS iværksætte en undersøgelse blandt de største deltagere på valutamarkedet for at kortlægge deres metoder til at reducere afviklingsrisikoen ved valutahandel. Resultaterne af denne undersøgelse vil danne grundlag for en centralbankvurdering af G10-strategien for at reducere valutaafviklingsrisikoen, som defineret i BIS-rapporten "Settlement risk in foreign exchange transactions" fra 1996. Vurderingen omfatter de foranstaltninger, der er gennemført siden 1996 med sigte på at konstatere, om de har været vellykkede, eller om der er behov for lovgivningstiltag for at opnå et acceptabelt niveau for valutaafviklingsrisikoen.

#### **SWIFT**

Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) er et andelselskab, som udbyder tjenester til sikker udveksling af meddelelser til over 7.500 finansielle institutioner.

I 2005 styrkede de centralbanker, der samarbejder om overvågningen af SWIFT, overvågningen i praksis. De to grundprincipper i den oprindelige ordning for overvågning af SWIFT gælder stadig, dvs. samarbejde om overvågningen med Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique som hovedansvarlig for overvågningen samt brugen af "moral suasion", til at få gennemført ændringer. Som led i disse ordninger indgik ECB og Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i februar 2005 en formel samarbejdsaftale om overvågningen af SWIFT.

#### **FORRETNINGSVIDEREFØRELSE**

Den 10. maj 2005 offentliggjorde ECB et oplægspapir med henblik på høring, med titlen "Payment systems business continuity". Dokumentet indeholder retningslinjer for forretningsvidereførelse, baseret på Core Principle VII, for



systemisk vigtige betalingssystemer og lægger vægt på afgørende aspekter af forretningsvidereførelse, fx strategi, planlægning, krisestyring og afprøvning. De modtagne kommentarer behandles under det afsluttende arbejde med dokumentet, der er planlagt til 2006. I sin endelige udformning forventes dokumentet at finde anvendelse på udformning og drift af ordninger vedrørende forretningsvidereførelse for systemisk vigtige betalingssystemer samt eurosystemets vurderinger som led i overvågningen.

## **4.2 DETAILBETALINGSYDELSER**

### **OVERVÅGNING AF DETAILBETALINGSSYSTEMER**

I 2004 og 2005 vurderede eurosystemet de 15 detailbetalingssystemer, der betragtes som systemisk vigtige eller af stor betydning (på grundlag af "Standarder for overvågning af detailbetalingssystemer for euro", der blev vedtaget af Styrelsesrådet i 2003), i forhold til de relevante Core Principles. To systemisk vigtige systemer og et system af stor betydning overholdt alle de relevante Core Principles. For de andre systemer blev der konstateret manglende overholdelse af et eller flere Core Principles. Vurderingerne afspejlede imidlertid status ultimo juni 2004, og manglerne – som er mere eller mindre alvorlige – er ved at blive korrigeret.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Se ECBs rapport "Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles", august 2005.



### 4.3 VÆRDIPAPIRCLEARING OG VÆRDIPAPIRAFVIKLING

Eurosystemet har en særlig interesse i værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemers smidige funktion og overvågning. For det første vurderer eurosystemet overholdelsen af eurosystemets brugerstandarder ("Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations")<sup>13</sup> i euroområdet værdipapirafviklingssystemer samt links mellem værdipapirafviklingssystemerne. For det andet samarbejder eurosystemet med de myndigheder, der er ansvarlige for regulering og overvågning af værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer på EU-plan.

#### VURDERING AF VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER MOD BRUGERSTANDARDERNE

I forbindelse med den regelmæssige vurdering af værdipapirafviklingssystemer anbefalede eurosystemet i 2004 at indføre en ny ordning for udstedelse, opbevaring i depot og afvikling af internationale gældsinstrumenter. Sådanne gældsinstrumenter, der udstedes af de to internationale værdipapircentraler Euroclear Bank (Belgien) og Clearstream Banking Luxembourg i fællesskab, udgør en betydelig del af de værdipapirer, der er godkendt som belånbare i eurosystemets kreditoperationer. I 2005 påbegyndte de internationale værdipapircentraler, sammen med andre markedsdeltagere, forberedelserne til indførelse af "NGN"-ordningen ("New Global Note"). Under den nye struktur vil en ny form for globalt ihændebevis, nemlig NGN, repræsentere værdipapirudstedelsen. I henhold til NGN-betingelserne er det de internationale værdipapircentraler, der fører det juridisk relevante register over udstederens gældsstiftelse. Yderligere oplysninger om NGN-ordningen findes fx på de internationale værdipapircentralers websteder. Indførelsen af den nye ordning er planlagt til 30. juni 2006.

#### SAMARBEJDE MED UDVALGET AF EUROPÆISKE VÆRDIPAPIRTIILSYNSMYNDIGHEDER (CESR)

I 2001 godkendte Styrelsesrådet en ramme for samarbejdet mellem ESCB og CESR om værdi-

papirclearing- og værdipapirafviklingssystemer. Der blev nedsat en arbejdsgruppe bestående af en repræsentant fra hver centralbank i ESCB og hver værdipapirtilsynsmyndighed i CESR. Med CPSS-IOSCOs anbefalinger for værdipapirafviklingssystemer som udgangspunkt udarbejdede arbejdsgruppen en rapport om standarder for værdipapirclearing og værdipapirafvikling i EU ("Standards for securities clearing and settlement in the European Union")<sup>14</sup>, som blev godkendt af både Styrelsesrådet og CESR i oktober 2004 til offentliggørelse med henblik på høring. Rapporten indeholder 19 standarder<sup>15</sup>, som skal øge sikkerheden, robustheden og effektiviteten i forbindelse med værdipapirclearing og værdipapirafvikling i EU. I forhold til CPSS-IOSCOs anbefalinger søger ESCB-CESRs standarder at udvide og forstærke kravene på visse områder på grund af de europæiske markeds særlige kendetegn. Det overordnede mål for ESCB-CESRs standarder er at fremme sikkerhed og effektivitet i markedsinfrastruktur og dermed integrationen af og konkurrenceevnen for EUs kapitalmarkeder. Der er taget hensyn til Kommissionens indsats på dette område.

Siden oktober 2004 har arbejdsgruppen fortsat arbejdet inden for følgende fire områder: (i) udarbejdelse af metoder til vurdering af standarderne for værdipapirafviklingssystemer, (ii) udarbejdelse af standarder og metoder til vurdering af centrale modparter, (iii) analyse af spørgsmål vedrørende depotbanker og (iv) analyse af emner, som er relevante for samarbejdet mellem myndigheder, der er ansvarlige for regulering, tilsyn og overvågning.

Arbejdsgruppen har udført sit arbejde på en åben og gennemsigtig måde. I 2005 holdt den en lang række møder med sektorrepræsentanter for banker samt clearing- og afviklingscentraler for at

13 Da der ikke findes harmoniserede EU-overvågningsstandarder, anses eurosystemets brugerstandarder for at være fælles standarder for værdipapirafviklingssystemer i EU og behandles derfor i dette kapitel. Brugerstandarderne skal dog ikke betragtes som detaljerede standarder til overvågning af eller tilsyn med værdipapirafviklingssystemer.

14 Findes på ECBs websted.

15 Findes på ECBs websted.

drøfte specifikke emner og fremme den gensidige forståelse for praksis i sektoren og myndighedernes bekymringer vedrørende risici. Desuden er samarbejdet intensiveret mellem centralbankerne og værdipapirtilsynsmyndighederne på den ene side og banktilsynsmyndighederne på den anden side.

**Kunstner**

Maria Hedlund

**Titel**

Loosing Ground, 2003

**Materiale**

4-farvet tryk på aluminium

**Format**

85 x 76 cm hver

© ECB og kunstneren



## KAPITEL 4

# EUROPÆISKE OG INTERNATIONALE RELATIONER

## I EUROPÆISKE SPØRGSMÅL

I 2005 havde ECB fortsat regelmæssig kontakt med EU-institutioner og -organer. ECBs formand deltog i møder med Ecofin-Rådet, når spørgsmål vedrørende ESCBs opgaver og mål blev drøftet. Formanden for Eurogruppen og et medlem af Europa-Kommissionen deltog i Styrelsesrådets møder, når de fandt det passende. ECBs formand og næstformand deltog også i Eurogruppens møder. Eurogruppen fungerer fortsat som et særlig vigtigt forum for en åben og uformel dialog mellem ECB, eurolandenes finansministre og Kommissionen.

### I.1 POLITIKSPØRGSMÅL

#### STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

I 2005 havde 12 EU-lande et uforholdsmæssigt stort underskud (se afsnit 2.5 i kapitel 1). I euroområdet blev der, eller var der allerede, iværksat procedurer i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud for Tyskland, Grækenland, Frankrig, Italien og Portugal, mens proceduren for Holland blev indstillet. I januar 2005 besluttede Ecofin-Rådet på grundlag af Europa-Kommissionens analyse, at der på dette stadium ikke er behov for yderligere foranstaltninger over for Tyskland og Frankrig i proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. I februar 2005 pålagde Ecofin-Rådet Grækenland at træffe foranstaltninger til at bringe situationen med det uforholdsmæssigt store underskud til ophør så hurtigt som muligt og senest i 2006. I juli 2005 pålagde Ecofin-Rådet Italien at nedbringe det uforholdsmæssigt store underskud senest i 2007, hvilket var en forlænget frist som følge af særlige omstændigheder. I september 2005 forlængede Ecofin-Rådet Portugals frist til senest 2008, også i lyset af særlige omstændigheder. I januar 2006 vedtog Ecofin-Rådet en beslutning om, at der forelå et uforholdsmæssigt stort offentligt underskud i Storbritannien og pålagde landet at bringe situationen med det uforholdsmæssigt store underskud til ophør så hurtigt som muligt og senest i finansåret 2006-07. Blandt de nye medlemslande var proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud også iværksat for Tjekkiet, Cypern, Ungarn, Malta, Polen og Slovakiet. Budgetsituatio-

nen i Ungarn forværredes hurtigt i løbet af året, og 8. november fastslog Ecofin-Rådet, at Ungarns foranstaltninger var utilstrækkelige. Yderligere skridt i forbindelse med medlemslandenes uforholdsmæssigt store underskud afhænger af budgetresultatet i 2005 samt landenes konsolideringsplaner og -tiltag i forhold til forpligtelserne for 2006 og fremover.

Procedurereglerne i stabilitets- og vækstpacten blev reformeret i løbet af 2005. Efter tekniske drøftelser siden medio 2004 nåede Ecofin-Rådet til politisk enighed 20. marts 2005 og udarbejdede en rapport til Det Europæiske Råd med titlen "En bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpacten". Efter Det Europæiske Råds politiske godkendelse afsluttede Ecofin-Rådet den formelle gennemgang af pacten og ændrede Rådets forordninger om stabilitets- og vækstpacten.<sup>1</sup> I oktober 2005 vedtog Ecofin-Rådet også en revideret adfærdskodeks vedrørende proceduremæssige specifikationer og retningslinjer for pactens gennemførelse. Europa-Kommissionen og relevante EU-fora fortsatte arbejdet med proceduremæssige og metodologiske spørgsmål i forbindelse med den reformerede pact hele året.

Ændringerne af pacten omfatter indførelsen af landespecifikke mellemfristede målsætninger for budgettet med en tilpasningskurs, som lægger vægt på konsolideringsbestrebelse i økonomisk gode tider. Dette er pactens forebyggende del. Der er også indført ændringer i rammen for proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, dvs. den korrigerende del. Et alvorligt økonomisk tilbageslag, som fritager et land fra en procedure i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, defineres nu som en negativ årlig vækst i reelt BNP eller et akkumuleret produktionstab i en længere periode med meget lav årlig vækst i reelt BNP i forhold til po-

<sup>1</sup> To nye forordninger blev vedtaget 27. juni 2005: Rådets forordning (EF) nr. 1055/2005 om ændring af forordning (EF) nr. 1466/97 om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker samt Rådets forordning (EF) nr. 1056/2005 om ændring af forordning (EF) nr. 1467/97 om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

tentialet. Hvis et underskud endvidere ligger tæt på referenceværdien på 3 pct. af BNP og overskridelsen er midlertidig, kan andre relevante faktorer tages i betragtning ved vurdering af, om underskuddet er uforholdsmæssigt stort, og ved fastsættelse af den første frist for at korrigere et uforholdsmæssigt stort underskud. Tilpasningskursen for at korrigere et uforholdsmæssigt stort underskud fastsættes i overensstemmelse med en benchmark på en mindste årlig forbedring i et lands konjunkturkorrigerede budgetsaldo på 0,5 pct. af BNP uden engangsforanstaltninger og andre midlertidige foranstaltninger. Fristen kan blive revideret, hvis en henstilling fra Rådet eller et pålæg genfremsættes på baggrund af uforudsete ugunstige økonomiske begivenheder med stor negativ budgetvirkning, såfremt den pågældende medlemsstat har truffet virkningsfulde foranstaltninger. Endvidere er en række procedurermæssige frister blevet forlænget. Med hensyn til styring indeholder den reformerede pagt opfordringer til tættere samarbejde samt gensidig støtte og indbyrdes pres mellem medlemslandene, Kommissionen og Rådet. Den indeholder også opfordringer til at udarbejde nationale bud-

getregler og sikre kontinuitet i budgetmålene, når en ny regering tiltræder, og den giver mulighed for større inddragelse af nationale parlamenter i de overordnede europæiske finanspolitiske rammer. Endvidere understreges det, at gennemførelsen af de finanspolitiske rammer og deres troværdighed er helt afhængig af realistiske makroøkonomiske prognoser og pålidelige budgetstatistikker (se også afsnit 4.3 i kapitel 2).

ECB har ikke underskrevet stabilitets- og vækstpigten og har ingen formel rolle i definitionen og gennemførelsen af pagtens procedurer. Ikke desto mindre deltog ECB i reformdrøftelserne og gav konsekvent udtryk for, at der i ØMUen er behov for sunde finanspolitiske rammer, der er rettet mod budgetdisciplin. ECB anså pagten for at være passende i sin oprindelige udformning og mente, at det var uklogt at ændre retsakterne vedrørende pagtens korrigerende del. ECB understregede også, at pagtens forebyggende del kunne forbedres. ECBs styrelsesråd offentliggjorde en pressemeddelelse om reformaftalen i marts 2005 og udtalelser om Kommissionens forslag til lovgivning i juni 2005 (se boks 12).

## Boks 12

### ECBs OFFENTLIGE UDTALELSER OM REFORMEN AF STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

#### Pressemeddelelse fra Styrelsesrådet den 21. marts 2005

"ECBs styrelsesråd er alvorligt bekymret over forslagene til ændring af stabilitets- og vækstpigten. Det er meget vigtigt, at ændringer i pagtens korrigerende del ikke underminerer tilliden til Den Europæiske Unions finanspolitiske rammer og bæredygtigheden af de offentlige finanser i eurolandene. Hvad angår pagtens forebyggende del, tager Styrelsesrådet også en række ændringsforslag til efterretning, der stemmer overens med en mulig styrkelse af pagten. Sunde finanspolitikker og en pengepolitik rettet mod prisstabilitet er afgørende for, at Den Økonomiske og Monetære Union kan fungere efter hensigten. De er en forudsætning for makroøkonomisk stabilitet, vækst og samhørighed i euroområdet. Medlemslandene, Europa-Kommissionen og Rådet for Den Europæiske Union må nødvendigvis gennemføre den reviderede pagt målrettet og ensartet, således at incitamentet til at udvise tilbageholdenhed i finanspolitikken øges. I den nuværende situation er det vigtigere end nogensinde før, at alle berørte parter lever op til deres respektive ansvar. Offentligheden og markederne kan være forvissede om, at det fortsat er Styrelsesrådets erklærede hensigt at leve op til sit mandat om at fastholde prisstabilitet."

### Uddrag fra ECBs udtalelse af 3. juni 2005 om Rådets ændrede forordninger

"Sunde finanspolitikker er afgørende for, at Den Økonomiske og Monetære Union kan fungere efter hensigten. De er en forudsætning for makroøkonomisk stabilitet, vækst og samhørighed i euroområdet. De finanspolitiske rammer, som er nedfældet i traktaten og i stabilitets- og vækstpakten, er af afgørende betydning for ØMU og dermed for forankringen af forventningerne til budgetdisciplinen. Denne regelbaserede ramme, som har til formål at sikre en holdbar udvikling i de offentlige finanser, samtidig med at udsving i produktionen udjævnes gennem anvendelse af automatiske stabilisatorer, skal forblive klar, enkel og til at håndhæve. Overholdelse af disse principper vil også medvirke til gennemsigtighed og ligebehandling i gennemførelsen af rammen."

Reformen af stabilitets- og vækstpakten giver mulighed for på ny at forpligte sig til at føre og håndhæve sunde finanspolitikker, der imødegår de budgetmæssige udfordringer på både kort og langt sigt. Det er dog afgørende, at medlemslandene, Kommissionen og Rådet gennemfører de reviderede rammer på en streng og konsekvent måde, som fremmer sunde finanspolitikker.

#### LISSABON-STRATEGIEN

I marts 2005 afsluttede Det Europæiske Råd sin midtvejsrevision af Lissabon-strategien, EUs omfattende program for økonomisk, social og miljømæssig reform. Evalueringen fandt sted midtvejs mellem 2000, hvor strategien blev vedtaget, og 2010, som var måltidspunktet for at omdanne EU til "at blive den mest konkurrence-dygtige og dynamiske videnbaserede økonomi i verden, en økonomi, der kan skabe en holdbar økonomisk vækst med flere og bedre job og større social samhørighed". På baggrund af dette ambitiøse mål og en forholdsvis dårlig gennemførelse indtil da besluttede Det Europæiske Råd i foråret 2005 at relancere strategien og sætte fornyet fokus på vækst og beskæftigelse. Det støttede også en ny styringsramme for at forbedre udmøntningen af reformarbejdet i praksis.

Strategiens indhold var stort set uændret. Mens strategiens økonomiske, sociale og miljømæssige dimensioner blev fastholdt, identificerede stats- og regeringscheferne og formanden for Kommissionen ikke desto mindre fire overordnede politiske prioriteter til at fremme reformer: fremme viden og innovation, gøre EU til et område, som det er attraktivt at investere og ar-

bejde i, fremme vækst og beskæftigelse på basis af social samhørighed og fremme en bæredygtig udvikling.

Da den største mangel i Lissabon-strategien har været det utilstrækkelige arbejde med strukturreformerne, har Det Europæiske Råd lagt større vægt på at forbedre strategiens styringsramme. Reglerne og procedurerne for strategiens udarbejdelse og gennemførelse blev således ændret for at strømline den politiske samordningsproces på sigt og mellem EU og det nationale plan. Den nye styringsramme har også til formål at forbedre konsekvensen i de nationale programmer samt den nationale rapportering og vurdering.

Disse ændringer betyder i praksis, at de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker og beskæftigelsesretningslinjerne indarbejdes i en fælles pakke, der kaldes de "integrerede retningslinjer for vækst og beskæftigelse". Den første pakke blev vedtaget i juni 2005 og vil stort set gælde i en treårig periode (2005-08). I efteråret 2005 vedtog medlemslandene nationale reformprogrammer, der var baseret på de integrerede retningslinjer, og udpegede nationale Lissabon-koordinatorer, dvs. højtstående embedsmænd, der har til opgave at fremme den internationale samordning af tiltag forbundet med strategien. Programmerne indeholder en detaljeret plan for medlemslandenes reformpolitikker indtil 2008, hvor der er taget højde for landenes særlige behov og situation. Programmerne omfatter også gennemførelsen af reformerne, hvor bl.a. de tidligere nationale rapporter om beskæftigelse og strukturreformer på produkt- og kapitalmarke-



derne ("Cardiff-rapporterne") samles i et enkelt dokument. I juli 2005 vedtog Kommissionen desuden Fællesskabets Lissabon-program, som omfatter alle Lissabon-relaterede tiltag, der skal iværksættes på fællesskabsplan i løbet af de næste tre år. Fremskridt skal vurderes på en mere integreret måde i form af årlige fremskridtsrapporter fra Kommissionen. Den første fremskridtsrapport blev vedtaget af Kommissionen i januar 2006. De nationale reformprogrammer blev hilst velkommen i rapporten, hvor der også blev opfordret til streng gennemførelse.

Det mest bemærkelsesværdige ved den nye styringsramme er vægten på det øgede nationale ansvar for reformarbejdet. Det betragtes som afgørende for, at strategien kan gennemføres, da strukturreformernes udformning og i endnu højere grad gennemførelsen mest er medlemslandenes ansvar. Medlemslandene skal således føle sig fuldt forpligtet til de politikker, som de støtter på nationalt plan og EU-plan. Som de gjorde i forbindelse med de nationale reformprogrammer, skal de rådføre sig med de involverede interessenter, herunder nationale parlamenter og arbejdsmarkedets parter, ved udarbejdelsen og gennemførelsen af disse politikker på nationalt plan. Dette nationale "ejerskab" af reformerne bør igen forbedre medlemslandenes gennemførelsesresultater.

ECB tillægger gennemførelsen af Lissabon-strategien stor betydning og bidrager ved at føre en stabilitetsorienteret pengepolitik. ECB har altid understreget fordelene ved strukturreformer og hilser regeringers og arbejdsmarkedets parters tiltag i denne henseende velkommen. Med en beslutsom gennemførelse af Lissabon-strategien kan medlemslandene igangsætte en effektiv reformproces. I henhold til strategien vil veltilrettelagte strukturreformer på markederne for varer og tjenesteydelser samt arbejdsmarkedet og kapitalmarkederne øge fleksibiliteten i euroområdet

og gøre den mere robust over for økonomiske stød, hvilket i sidste ende medfører en vedvarende højere vækstrate på langt sigt og øget beskæftigelse. Midtvejsrevisionen var et vigtigt skridt med henblik på at puste nyt liv i strategien. Erfaringerne med gennemførelsen af Lissabon-strategien har hidtil været blandede, så der kræves en øget indsats for at nå de fastsatte mål for at kunne imødegå de udfordringer, som globaliseringen, den teknologiske udvikling og befolkningens aldring udgør.

## 1.2 INSTITUTIONELLE SPØRGSMÅL

### FORFATNINGEN FOR EUROPA

Efter stats- og regeringschefernes underskrivelse af traktaten om en forfatning for Europa (forfatningen) i Rom 29. oktober 2004 påbegyndte medlemslandene ratificeringsprocessen i overensstemmelse med deres respektive forfatninger. Indtil nu har 15 medlemslande, der repræsenterer mere end 50 pct. af EUs befolkning, ratificeret forfatningen eller er meget tæt på formel afslutning: Belgien, Tyskland, Estland, Grækenland, Spanien, Italien, Cypern, Letland, Litauen, Luxembourg, Ungarn, Malta, Østrig, Slovenien og Slovakiet.

I Frankrig og Holland, hvor forfatningen blev sendt til folkeafstemning (som var bindende i Frankrig og ikke-bindende i Holland), manglede der ca. 5 procentpoint i Frankrig i at være flertal for forfatningen og ca. 12 procentpoint i Holland. Siden da har en række medlemslande indstillet ratifikationsprocessen.

På denne baggrund vurderede Det Europæiske Råd ratifikationen af forfatningen på mødet 16.-17. juni 2005, hvor stats- og regeringscheferne vedtog en erklæring, hvor der blev mindet om, at forfatningen "skulle give et passende svar på spørgsmålet om, hvordan den udvidede Europæ-



iske Union kan komme til at fungere mere demokratisk, gennemsigtigt og effektivt". Det Europæiske Råd noterede sig resultaterne af folkeafstemningerne i Frankrig og Holland og mente ikke, at resultaterne sætter spørgsmålstegn ved borgernes tilslutning til den europæiske konstruktion. Samtidig var der en opfattelse af, at de gav udtryk for borgernes bekymringer, og at det var nødvendigt med en tænkepause til en bred debat i alle medlemslande. EUs institutioner blev opfordret til at bidrage til debatten. Selv om Det Europæiske Råd besluttede, at tidsplanen for ratifikation i de forskellige medlemslande om nødvendigt kunne ændres, var det ikke holdningen, at udviklingen satte spørgsmålstegn ved gyldigheden af at fortsætte ratifikationsprocessen. Det Europæiske Råd agter at vende tilbage til spørgsmålet i 1. halvår 2006 for at få et mere klart perspektiv for fremtiden og beslutte, hvordan processen skal videreføres.

ECB mener, at forfatningen præciserer EUs retlige og institutionelle ramme og styrker EUs evne til at handle både på europæisk og internationalt plan, mens den samtidig bekræfter den eksisterende monetære ramme. Derfor støtter ECB forfatningen. Det bør dog understreges, at forfatningens ratifikationsproces ikke har nogen indflydelse på Den Monetære Unions funktion og ikke vil påvirke euroens stabilitet. Uanset om ECB arbejder i henhold til den nuværende traktat eller forfatningen for Europa vil ECB fortsat sikre euroens værdi og bidrage til et ikke-inflationært makroøkonomisk klima, der fremmer vækst og beskæftigelse.

### **I.3 UDVIKLINGEN I OG FORBINDELSERNE MED DE TILTRÆDENDE LANDE OG TILTRÆDELSESLANDENE**

Et vigtigt mål for ECB i forbindelserne med centralbankerne i de tiltrædende lande og tiltrædelseslandene er at bidrage til en problemfri monetær integrationsproces, som opfylder traktatens procedurer. Forbindelserne mellem ECB og centralbankerne i disse lande intensiveres som følge heraf naturligt sideløbende med landenes overordnede fremskridt mod EU-medlemskab.

Efter at Bulgarien og Rumænien undertegnede tiltrædelsestraktaten i Luxembourg 25. april 2005 har disse to landes centralbankchefer deltaget i ECBs generelle råds møder som observatører, mens eksperter fra de to centralbanker har deltaget som observatører ved ESCB-komiteernes møder (se afsnit 1.4 i kapitel 7).

ECB styrkede yderligere sine bilaterale forbindelser med Bulgariens og Rumæniens centralbanker for at bidrage til problemfri integration i ESCB ved EU-tiltrædelsen. Eurosystemet som helhed støttede fortsat disse centralbankers forberedelser med teknisk bistand i form af EU-finansierede twinning-programmer. Disse aktiviteter fokuserede primært på statistik, juridiske spørgsmål, betalingssystemer, pengepolitik og operationelle aspekter, men omfattede også andre områder, fx finansiel stabilitet og finansielt tilsyn, pengesedler, intern revision og informationsteknologi.

Datoen for Bulgariens og Rumæniens tiltrædelse af EU er fastsat til 1. januar 2007. Tiltrædelsestraktaten indeholder dog en "beskyttelsesklause", som gør det muligt at udsætte tiltrædelsen med et år, hvis der er tydelig dokumentation for, at forberedelserne er utilstrækkelige til at opfylde kravene om EU-medlemskab. Kommissionen offentliggjorde en tilsynsrapport i oktober 2005, hvori det blev tilkendegivet, at der trods landenes fremskridt stadig er en række områder, der volder alvorlig bekymring. Det gælder bl.a. bekæmpelse af korruption og spørgsmål forbundet med det indre markeds funktion og EUs sikkerhed (fx fødevarerikkerhed og kontrollen ved de ydre grænser). Kommissionen fortsatte med at føre intensivt tilsyn med Bulgarien og Rumænien og forventes at komme med en endelig henstilling i foråret 2006. På baggrund af denne henstilling vil Det Europæiske Råd derefter træffe en beslutning om datoen for EU-tiltrædelse.

I overensstemmelse med Det Europæiske Råds beslutning fra december 2004 blev tiltrædelsesforhandlingerne med Tyrkiet indledt 3. oktober 2005, efter at Det Europæiske Råd havde vedtaget forhandlingsrammen. ECB forsatte den policy-orienterede dialog på højt plan med Türkiye

Cumhuriyet Merkez Bankasi, herunder årlige møder på direktionsniveau. I denne forbindelse besøgte en ECB-delegation, under ledelse af næstformanden, Tyrkiet i juli 2005. Drøftelserne drejede sig primært om Tyrkiets makroøkonomiske stabilisering og strukturreformproces, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasis penge- og valutakurspolitik, den økonomiske situation i euroområdet og centralbankernes rolle i forbindelse med finansiell stabilitet.

Den 13. december 2004 besluttede Rådet at indlede tiltrædelsesforhandlinger med Kroatien 17. marts 2005 på betingelse af landets fulde samarbejde med Det Internationale Krigsforbrydertribunal vedrørende Det Tidligere Jugoslavien (ICTY). Da det blev vurderet, at samarbejdet ikke var tilstrækkeligt, udsatte EU indledningen af tiltrædelsesforhandlingerne. Den 3. oktober 2005 vurderede EU, at de kroatiske myndigheder samarbejdede fuldt ud med ICTY og besluttede sig for at indlede optagelsesforhandlinger. ECB styrkede yderligere sine bilaterale forbindelser med Hrvatska Narodna Banka, og ECBs første officielle besøg på direktionsniveau fandt sted i marts 2005. Der afholdes årlige bilaterale møder i Frankfurt, indtil Kroatien undertegner tiltrædelsestraktaten.

## 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 euroområdet økonomiske og finansielle integration i den globale økonomi overvåger og analyserer eurosystemet nøje de makroøkonomiske politikker og den underliggende udvikling i lande uden for euroområdet. Eurosyste­met deltager også i den multilaterale overvågning gennem internationale organisationer og fora, hovedsagelig møderne i IMF, Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD), møderne mellem G7-, G10- og G20-landenes finansministre og centralbankchefer samt på møderne mellem BISs centralbankchefer hver anden måned. I nogle af institutionerne og foraene har ECB enten fået status som medlem (fx på G20-møderne) eller som observatør (fx på IMF's møder). ECB vurderer udviklingstendenser i den internationale økonomiske politik med henblik på at bidrage til stabile makroøkonomiske forhold og sunde makroøkonomiske politikker.

De internationale politikforhold i 2005 var domineret af en forværring af de globale balanceproblemer vedrørende betalingsbalancens løbende poster. USAs store underskud på de løbende poster fortsatte med at stige i løbet af året. Samtidig var overskuddet på de løbende poster i Asien fortsat betragteligt på ca. 0,8 pct. af verdens BNP. Kinas overskud steg betydeligt, hvilket opvejede faldet i de andre vækstmarkedsøkonomier i Asien samt i Japan. De olieeksporterende lande spillede også en stadig større rolle i relation til de globale balanceproblemer som følge af den kraftige stigning i oliepriserne. I 2005 oversteg disse landes overskud på de løbende poster på ca. 1 pct. af verdens BNP Asiens. De asiatiske og olieeksporterende økonomier fortsatte også med at opbygge betragtelige mængder reserveaktiver. Opbygningen af reserver var især stor i Kina, nemlig ca. 200 mia. amerikanske dollar (ca. 165 mia. euro).

Eurosyste­met understregede ved forskellige lejligheder fortsat de risici og usikkerheder, som er forbundet med fortsættelsen af sådanne balanceproblemer, og ECB fastholdt sin fulde støtte til en imødekommende fremgangsmåde på dette område, hvor alle økonomier bidrager til en velordnet regulering af de eksisterende balanceproblemer. Denne internationale politiske dagsorden omfatter politikker til at øge opsparingen i underskudslande, gennemføre strukturreformer i lande med en relativt lav potentiel vækst og fremme valutakursfleksibiliteten i store lande og regioner, som mangler en sådan fleksibilitet. I denne henseende bifaldt ECB de kinesiske myndigheders beslutning i juli 2005 om at gå over til en ny valutakursordning med styret flydning. ECB vurderede, at den øgede fleksibilitet var ønskværdig af hensyn til den globale økonomis funktion, og forventede, at den nye valutakursordning med styret flydning ville bidrage til global finansiell stabilitet.

Kapitaltilstrømningen til vækstmarkedsøkonomierne, som ECB løbende overvåger på grund af deres betydning for den internationale finansielle stabilitet, var fortsat robust i 2005, og det samme gjaldt disse landes økonomiske vækst generelt. Centrale eksterne faktorer i forbindelse hermed var de gunstige internationale finansieringsforhold, de høje internationale priser på eksportvarer og en kraftig vækst i realt BNP i USA og Kina. Styrkede indenlandske politikker, gunstige finansieringsvilkår og øget interesse fra internationale investorer fik nogle låntagere i vækstmarkedsøkonomierne til at finansiere sig på de internationale obligationsmarkeder ved at udstede værdipapirer i indenlandsk valuta for første gang. Obligationsrentespændene i vækstmarkedsøkonomierne udvidedes forbigående i april, hvilket bl.a. kan tilskrives frygt for stigende inflation i USA og investorernes øgede risikoaversion som følge af en nedjustering af visse amerikanske virksomheders kreditvurdering, men indsnævredes igen senere på året til et historisk lavt niveau.

Endelig er selve euroområdet underlagt international politikovervågning. Både IMF og OECD gennemførte deres regelmæssige gennemgang af



euroområdet som et supplement til deres gennemgang af de enkelte eurolande. Gennemgangen omfattede en undersøgelse af euroområdets pengepolitik, finanspolitik og økonomiske politik. IMF's artikel IV-konsultationer og OECD's Economic and Development Review Committees gennemgang gav anledning til nyttige drøftelser mellem disse internationale organisationer og ECB, Eurogruppens formandskab og Kommissionen. Efter disse drøftelser udarbejdede IMF og OECD hver især en rapport med en vurdering af euroområdets politikker.<sup>2</sup>

#### DEN INTERNATIONALE FINANSIELLE STRUKTUR

IMF foretager i øjeblikket en strategisk gennemgang, som ikke alene er blevet drøftet internt i IMF, men også i forskellige internationale fora såsom G7 og G20. ESCB overvåger og bidrager til disse drøftelser. Formålet med den strategiske gennemgang er at fastsætte mellemfristede prioriteter for IMF's arbejde. Vigtige områder, som er omfattet af gennemgangen, er bl.a. IMF's tilsyn, IMF's rolle i forbindelse med vækstmarkedsøkonomierne samt medbestemmelsesret og repræsentation.

IMF's administrerende direktør fremhævede især, at IMF bør hjælpe medlemmerne med at håndtere globaliseringens udfordringer. I de efterfølgende internationale politikdrøftelser understregede medlemmerne, at IMF bør lægge større vægt på den bilaterale overvågning af valutakursspørgsmål samt nationale politikforanstaltningers afsmitning på internationale forhold. Spørgsmålet om passende medbestemmelsesret og repræsentation i internationale fora og især i IMF er blevet drøftet meget i det seneste år.

Nogle IMF-lande, især i Asien, føler, at deres kvoter ikke tilstrækkeligt afspejler deres stigende vægt i verdensøkonomien. Spørgsmålet om kvoter og medbestemmelsesret skal drøftes samtidig med de andre aspekter af den strategiske gennemgang inden IMF's næste årsmøde, som afholdes i Singapore i september 2006. IMF har også iværksat den 13. generelle kvotegennemgang, som giver mulighed for at vurdere, hvorvidt den nuværende fordeling af kvoter blandt IMF's medlemmer er i overensstemmelse med aftalte mål for medlemslandenes relative økonomiske og finansielle betydning. Gennemgangen skal være afsluttet i januar 2008.

Vellykket krisestyring har stået højt på det internationale samfunds dagsorden i flere år. ESCB har fortsat drøftet spørgsmål i forbindelse med krisestyring og navnlig den rolle, som den private sektor forventes at spille ved løsning af finansielle kriser. Selv om der er iværksat en række tiltag til at forbedre rammerne for den private sektors rolle, er der stadig afgørende udfordringer tilbage, ikke mindst med hensyn til rettidig kortlægning af, hvad der kræves af alle de forskellige interessenter. For at vurdere disse udfordringer har ESCB-centralbankerne udarbejdet en rapport om den private sektors rolle, som gør status over tidligere erfaringer og identificerer områder inden for rammerne for kriseløsning, hvor der eventuelt kan sættes ind. Ifølge rapporten<sup>3</sup> kan en forbedring af kriseløsnings-

2 IMF: "Euro Area Policies: Staff Report", august 2005; OECD: "Economic Survey of the Euro Area", juli 2005.

3 "Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors", ECB's Occasional Paper nr. 32, juli 2005.

processernes forudsigelighed – ved at vejlede debitorernes, kreditorernes og den officielle sektors adfærd – reducere de samlede omkostninger ved finansielle kriser og skabe en omkostningsfordeling, som formentlig vil blive vurderet som mere hensigtsmæssig ud fra et generelt velfærdsperspektiv, end det er tilfældet i øjeblikket.

### **EUROENS INTERNATIONALE ROLLE**

I 2005 spillede euroen fortsat en større og større rolle som international valuta inden for visse segmenter. Navnlig steg euroens anvendelse gradvis, hvad angår internationale gældsinstrumenter, som anker- og interventionsvaluta og som indskudsvaluta i tredjelande. Den øgede anvendelse af euroen som en anker- og interventionsvaluta fandt hovedsagelig sted i de nye EU-medlemslande, de tiltrædende lande og tiltrædelseslandene og andre lande i EUs naboregioner. Euroens andel i den særlige trækningsrettighed (SDR) steg fra 29 pct. til 34 pct. pr. 1. januar 2006 efter IMF's beslutning fra december 2005. Hvad angår eurokomponenten i SDR-renten, blev den 3-måneders Euribor-rente erstattet af 3-måneders Eurepo-renten.

På andre markeder såsom markederne for internationale ud- og indlån, valuta og officielle reserver samt i international handel var euroens anvendelse stort set stabil.

ECB udviklede fortsat den nødvendige statistiske dækning til overvågning og analyse af euroens internationale rolle. Navnlig bidrog nyligt indsamlede tal om valutafordelingen af gældsinstrumenter på euroområdet betalings- og kapitalbalance over for resten af verden til overvågningen af euroens internationale anvendelse på kapitalmarkederne (se afsnit 4.2 i kapitel 2). Endvidere iværksatte ECB forskning i de faktorer, der ligger bag anvendelsen af euroen i international handel.

## **2.2 SAMARBEJDE MED LANDE UDEN FOR EU**

Eurosystemet fortsatte med at opbygge kontakten til centralbanker uden for EU, hovedsagelig via afholdelse af seminarer og workshops, men

også via teknisk bistand, som er blevet et vigtigt værktøj i opbygningen af institutioner og til at sikre mere effektiv overholdelse af europæiske og internationale standarder. Formålet med denne kontakt er at samle oplysninger og udveksle synspunkter vedrørende den økonomiske og monetære udvikling i forskellige regioner i verden med potentiel indflydelse på de globale økonomiske forhold eller udviklingen i euroområdet. Eurosystemet har fastholdt sit tilbud om samarbejde med centralbanker i sine naboregioner, og ECB har oprettet en mindre, permanent teknisk bistandsenhed.

Eurosystemet afholdt sit andet bilaterale seminar på højt plan med Bank of Russia i Sankt Petersborg i oktober 2005. Seminaret fokuserede på penge- og valutapolitik i Rusland samt udfordringerne for banksektorens stabilitet som følge af bl.a. den kraftige vækst i bankernes udlån og stigende grænseoverskridende låntagning. Indskydergarantiordninger og banksektorens udvikling var også på dagsordenen. Eurosystemet vil fortsætte med at organisere tilsvarende regelmæssige begivenheder og afholder det næste seminar i Dresden i 2006 med støtte fra Deutsche Bundesbank.

Central Banking Training III, eurosystemets tekniske bistandsprojekt sammen med Bank of Russia inden for banktilsyn, blev afsluttet 31. oktober 2005. Projektet, der blev finansieret af EU, blev iværksat i november 2003 inden for rammerne af EUs program om teknisk bistand til de nye uafhængige stater (Tacis). Eurosystemets projekt blev gennemført af ECB i samarbejde med ni NCB'er i euroområdet og tre tilsynsmyndigheder i EU uden for centralbankregi.<sup>4</sup> Det toårige uddannelsesprojekt havde til formål at styrke Bank of Russias rolle i banktilsyn via overførsel af viden om god praksis blandt tilsynsmyndighederne i EU. Det mere overordnede

4 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (den finske tilsynsmyndighed), Finansinspektionen (den svenske tilsynsmyndighed) og Financial Services Authority (den britiske tilsynsmyndighed).

formål var at fremme den russiske banksektors stabilitet. Projektet omfattede hovedsagelig kurser og seminarer i Rusland med deltagelse af 800 af Bank of Russias banktilsynsmedarbejdere. Publikationen "Banking supervision: European experience and Russian practice"<sup>5</sup>, der foreligger på engelsk og russisk, indgik som en vigtig del af projektet, da den formidler knowhow.

Eurosystemets andet seminar på højt plan med centralbankcheferne i EUs Euro-Middelhavs-partnerlande blev afholdt i Cannes 9. februar 2005, og det tredje seminar blev afholdt i Nafplion 25. januar 2006. Nogle af de emner, der blev drøftet, var centralbankers uafhængighed og pengeforsendelser til hjemlandet (Cannes) og liberaliseringen af kapitalposterne samt moderniseringen af pengepolitikens operationelle rammer (Nafplion).

Eurosystemet ydede også bistand til Central Bank of Egypt, hvad angår reformen af Central Bank of Egypts banktilsynsfunktion som led i en overordnet reform af Egyptens finansielle sektor. ECB og fire NCB'er i euroområdet (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France og Banca d'Italia) har forpligtet sig til et toårigt teknisk bistandsprogram finansieret af EUs delegation til Egypten under bistandsprogrammet for Middelhavslandene (MEDA). Det tekniske bistandsprogram blev iværksat 1. december 2005. Siden oktober 2005 har ECB også i IMF-regi ydet teknisk bistand til Central Bank of Egypt, hvad angår reformen af pengepolitikens operationelle rammer.

ECB udbyggede fortsat sine forbindelser med lande i Vestbalkan, da de er potentielle EU-kandidatlande (Makedonien blev kandidatland i december 2005). Repræsentanter fra ECB besøgte National Bank of the Republic of Macedonia og den albanske centralbank Banka e Sqipërisë i 2005. Efter at EUs tosporede tilgang til tiltrædelsesforhandlinger med Serbien og Montenegro blev vedtaget, besøgte ECB-medarbejdere også Montenegros centralbank.

I Mellemtiden udbyggede ECB forbindelserne med generalsekretariatet for Samarbejdsrådet for

Golfstaterne (GCC) og GCC-landenes monetære myndigheder og centralbanker i lyset af planen om at indføre en fælles valuta i GCC-landene<sup>6</sup> senest i 2010.

Den 28. februar holdt ECB et regionsmøde med Centralbankchefkomiteen for Southern African Development Community (SADC)<sup>7</sup> for at udveksle erfaringer med hensyn til regional og monetær integration.

ECB styrkede sine direkte forbindelser med asiatiske centralbanker ved i samarbejde med Bank Indonesia at afholde et seminar på højt plan for de 11 centralbankchefer i Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP) og medlemmer af ECBs styrelsesråd. Seminaret blev holdt i ECB i november 2005, og deltagerne drøftede, hvordan man bedst opnår mere afbalancerede globale vækstmønstre, og gennemgik den seneste udvikling samt pengepolitiske spørgsmål i den forbindelse i både euroområdet og Asien/Stillehavsområdet. Deltagerne vurderede de to regioners erfaringer med multilateral makroøkonomisk og finansiell overvågning samt grænseoverskridende finansiell integration på globalt plan.

Hvad angår institutionelle forbindelser med latinamerikanske lande, deltog ECB som observatør i Inter-American Development Banks generalforsamling i Okinawa i begyndelsen af april. Som samarbejdsmedlem af Centre for Latin American Monetary Studies var ECB fortsat involveret i en række aktiviteter, som denne institution afholdt eller var med til at arrangere. Det drejede sig bl.a. om de halvårlige møder for centralbankchefer, der fandt sted i Cartagena i april og Washington, D.C., i september, samt et seminar om arbejdstageres pengeforsendelser til hjemlandet i Latinamerika, der blev holdt i Me-

5 Denne publikation er tilgængelig via ECBs websted ved at klikke på et link i pressemeddelelsen "Completion of central banking training project in Russia" af 13. oktober 2005.

6 De seks GCC-lande er Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabien og De Forenede Arabiske Emirater.

7 SADC er en regional sammenslutning af følgende lande i det sydlige Afrika: Angola, Botswana, Den Demokratiske Republik Congo, Lesotho, Madagaskar, Malawi, Mauritius, Mozambique, Namibia, Sydafrika, Swaziland, Tanzania, Zambia og Zimbabwe.

xico City i oktober. ECB fortsatte med at styrke sine bilaterale forbindelser med monetære og andre myndigheder i Latinamerika, herunder gennem besøg i Mexico, Brasilien og Argentina. ECB modtog også officielle delegationer fra en række latinamerikanske økonomier i Frankfurt i løbet af 2005.





**Kunstner**

David Farrell

**Titel**

Ballynultagh, 2000, (fra serien "Innocent Landscapes")

**Materiale**

Fotografi

**Format**

100 x 100 cm

© Kunstneren



## KAPITEL 5

# ANSVARLIGHED

## I ANSVARLIGHED OVER FOR OFFENTLIGHEDEN OG EUROPA-PARLAMENTET

I løbet af de seneste årtier har centralbankers uafhængighed vist sig at være en uundværlig del af en pengepolitik med prisstabilitet som hovedmål. Samtidig er det et grundlæggende princip i moderne demokratier, at enhver uafhængig institution med en offentlig funktion er ansvarlig for sine handlinger over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter. En uafhængig centralbanks ansvarlighed forstås som en forpligtelse til at gøre rede for sine beslutninger over for borgerne og deres folkevalgte repræsentanter, hvorved centralbanken holdes ansvarlig for opfyldelsen af sine målsætninger.

Helt fra begyndelsen har ECB anerkendt, at ansvarlighed for bankens pengepolitiske beslutninger er essentiel og har derfor ført en løbende dialog med borgerne i EU og Europa-Parlamentet. ECBs forpligtelse illustreres bl.a. af de mange publikationer, som blev offentliggjort i 2005, samt de mange taler, som medlemmerne af Styrelsesrådet holdt i årets løb (se afsnit 2 i kapitel 6).

Traktaten fastlægger nøjagtige rapporteringskrav for ECB, herunder offentliggørelse af kvartalsberetninger, ugentlige konsoliderede oversigter over den finansielle stilling samt en årsberetning. ECB opfylder rigeligt disse krav, fx ved at offentliggøre månedsoversigter i stedet for kvartalsberetninger, ved at holde månedlige pressemøder og ved månedligt at annoncere andre beslutninger fra Styrelsesrådet end rentebeslutningerne.

På institutionelt plan tildeler traktaten Europa-Parlamentet en fremtrædende rolle i forbindelse med ECBs ansvarlighed. I overensstemmelse med traktatens artikel 113 forelagde formanden ECB Årsberetning 2004 på et plenarmøde i Europa-Parlamentet i 2005. Desuden fortsatte formanden med at gøre rede for ECBs pengepolitik og andre opgaver under sine høringer hvert kvartal i Parlamentets Økonomi- og Valutaudvalg (ECON).

Andre medlemmer af Direktionen blev også indbudt til at give fremmøde i Europa-Parlamentet. I april 2005 forelagde næstformanden ECB Årsberetning 2004 for ECON. I oktober indbød ud-

valget Lorenzo Bini Smaghi til en udveksling af synspunkter om IMF's strategiske gennemgang (se afsnit 2.1 i kapitel 4).

I overensstemmelse med den etablerede praksis besøgte en delegation fra ECON ECB med henblik på udveksling af synspunkter med medlemmer af Direktionen om en række emner. Desuden var der uformelle drøftelser med medlemmer af Europa-Parlamentet om emner vedrørende clearing og afvikling af værdipapirer i EU samt vedrørende kommunikation af eurospørgsmål med særligt fokus på de nye medlemslande, som planlægger at indføre euroen. ECB fortsatte også med frivilligt at besvare skriftlige spørgsmål stillet af medlemmer af Europa-Parlamentet om emner inden for ECBs kompetenceområde.

Endelig hedder det i traktatens artikel 112, at Europa-Parlamentet skal høres om kandidater til Direktionen inden deres udnævnelse. Med henblik på udarbejdelse af Parlamentets holdning indbød Parlamentet Lorenzo Bini Smaghi til at forelægge sine synspunkter og besvare spørgsmål i ECON. Efter høringen godkendte Parlamentet hans udnævnelse.

## 2 UDVALGTE EMNER PÅ MØDER MED EUROPA-PARLAMENTET

De forskellige drøftelser mellem ECB og Europa-Parlamentet omfattede en lang række emner, men fokuserede på pengepolitik under høringerne af ECBs formand i Parlamentet. Nedenfor beskrives nogle af de andre emner, der blev drøftet.

### REFORM AF STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

En væsentlig del af udvekslingen af synspunkter mellem Europa-Parlamentet og ECB vedrørte udviklingen i de offentlige finanser og reformen af stabilitets- og vækstpagten. I sin beslutning om offentlige finanser i ØMU, som blev vedtaget i februar 2005, advarer Parlamentet om, at "uforholdsmæssigt store offentlige udgifter sætter prisstabilitet, lave renter og offentlige investeringsniveauer på spil samt forringer evnen til at klare udfordringerne i forbindelse med de demografiske forandringer." Hvad angår reformen af stabilitets- og vækstpagten, bifaldt Parlamentet styrkelsen af pagtens forebyggende del og den øgede opmærksomhed på gælds niveauer og Lissabon-målsætningerne. Samtidig udtrykte Parlamentet sin bekymring over manglende klarhed i reglerne i den korrigerende del af pagten og beklagede, at det ikke var lykkedes at styrke Kommissionens rolle.

ECBs formand glædede sig over, at de to institutioner var stort set enige om dette. Under sine høringer i Økonomi- og Valutaudvalget understregede formanden, at sunde finanspolitikker var afgørende for ØMUens succes. På den baggrund antydede han, at reformen af pagten gav landene mulighed for på ny at forpligte sig til at føre sunde finanspolitikker under forudsætning af en streng og konsekvent gennemførelse af de reviderede rammer (se afsnit 1.1 i kapitel 4).

### MIDTVEJSREVISION AF LISSABON-STRATEGIEN

Midtvejsrevisionen af Lissabon-strategien var et andet emne, der blev drøftet løbende mellem ECB og Europa-Parlamentet. I sine beslutninger om emnet bifaldt Parlamentet Rådets og Kommissionens forpligtelse til at give ny styrke til Lissabon-strategien, og Parlamentet udtrykte sin støtte til den nye styringsramme. Endvidere understregede Parlamentet, at "der må sikres et vækstorienteret, bæredygtigt makroøkonomisk

miljø, der kan bidrage til at nå disse økonomiske, sociale og miljømæssige mål". Parlamentet beklagede, at Det Europæiske Råd ikke havde tilsluttet sig forslaget fra gruppen på højt plan under ledelse af Wim Kok, om at Kommissionen skulle udarbejde årlige resultattavler over medlemslandenes opfyldelse af Lissabon-målene.

ECBs formand sagde, at den reviderede Lissabon-strategi var nøglen til udnyttelse af Europas potentiale med hensyn til vækst og beskæftigelse. Desuden var formanden enig med Parlamentet i, at et stabilt makroøkonomisk miljø var en forudsætning for øget vækst og beskæftigelse. Han understregede endvidere, at der er behov for benchmarking og gensidig støtte på europæisk plan med henblik på forbedring af gennemførelsen af strukturreformer (se afsnit 1.1 i kapitel 4).

### KOMMUNIKATION OM EUROEN OG ØMU

I 2005 granskede Europa-Parlamentet også kommunikationspolitikken om euroen og ØMUen over for borgerne i nuværende og fremtidige eurolande. I marts besøgte Parlamentets ordfører på dette område ECB for at udveksle synspunkter med direktionsmedlem José Manuel González-Páramo og en række eksperter i ECB. I sin beslutning om gennemførelse af en informations- og kommunikationsstrategi om euroen og ØMUen glædede Parlamentet sig over fordelene ved ØMUen og gav udtryk for, at euroen "muligvis er det mest vellykkede europæiske projekt nogensinde". Desuden henviste Parlamentet til, at der er behov for en sammenhængende, ambitiøs og længerevarende kommunikationsstrategi for euroen og ØMUen for at støtte den fælles valuta og forberede de nye medlemslande på en smidig overgang. En af de foranstaltninger, som Parlamentet foreslog, var, at ECB hvert år foretager en kvantitativ analyse af euroens fordele for borgerne.

Under høringen af ECBs formand på Parlamentets plenarmøder understregede formanden, at ECB overvejede alle mulige metoder til at forbedre kommunikationen om euroens fordele. Han forklarede, at en vidtspændende kvantitativ analyse af fordelene ved euroen kan være for-

bundet med metodologiske problemer og problemer som følge af utilstrækkelige data. I et brev til Parlamentet blev det også fremhævet, at en sådan analyse måske kommer til at omfatte emner uden for centralbankvirksomhed.

øgede tryknings- og behandlingsomkostninger. ECBs formand forklarede, at der ikke forelå nye oplysninger, som ville ændre Styrelsesrådets vurdering.

### **FINANSIEL INTEGRATION OG REGULERING**

Spørgsmål vedrørende finansiel integration og regulering spillede en stor rolle i drøftelserne mellem ECB og Europa-Parlamentet. Parlamentet fokuserede især på ESCBs og Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheders (CESRs) arbejde med værdipapirclearing og -afvikling. I den beslutning, som Parlamentet vedtog i juli 2005, understregede Parlamentet, at ESCB-CESR-standarde (se afsnit 4.3 i kapitel 3) ikke må foregribe EU-lovgivning. Desuden understregede Parlamentet, at der var behov for en bred og åben høring af de berørte parter herom.

ECBs formand fremhævede, at standarder var et vigtigt bidrag til en sikker og integreret infrastruktur inden for værdipapirclearing og -afvikling, og at ESCB og CESR havde truffet deres beslutninger på en åben og gennemsigtig måde efter bred høring af markedsdeltagerne. Endvidere sagde han, at ESCB-CESR-standarderne hverken foregreb eller udelukkede fremtidige retsakter på området.

### **EUROMØNTER OG -SEDLER**

Et yderligere emne, der blev drøftet i 2005, var muligheden for at udstede eurosedler med en meget lav pålydende værdi. Ud over at stille skriftlige spørgsmål herom til ECBs formand vedtog Europa-Parlamentet en erklæring, der opfordrede Kommissionen, Rådet og ECB til at erkende, at der er behov for at udstede 1- og 2-eurosedler.

I 2004 besluttede Styrelsesrådet ikke at udstede eurosedler med meget lav pålydende værdi, da ulemperne var større end fordelene. Styrelsesrådets beslutning var navnlig baseret på utilstrækkelig efterspørgsel i offentligheden efter de meget små seddelværdier, de praktiske problemer, udstedelsen ville medføre for tredjeparter, og de



**Kunstner**

Natividad Bermejo

**Titel**

Duérmete niño, 2000

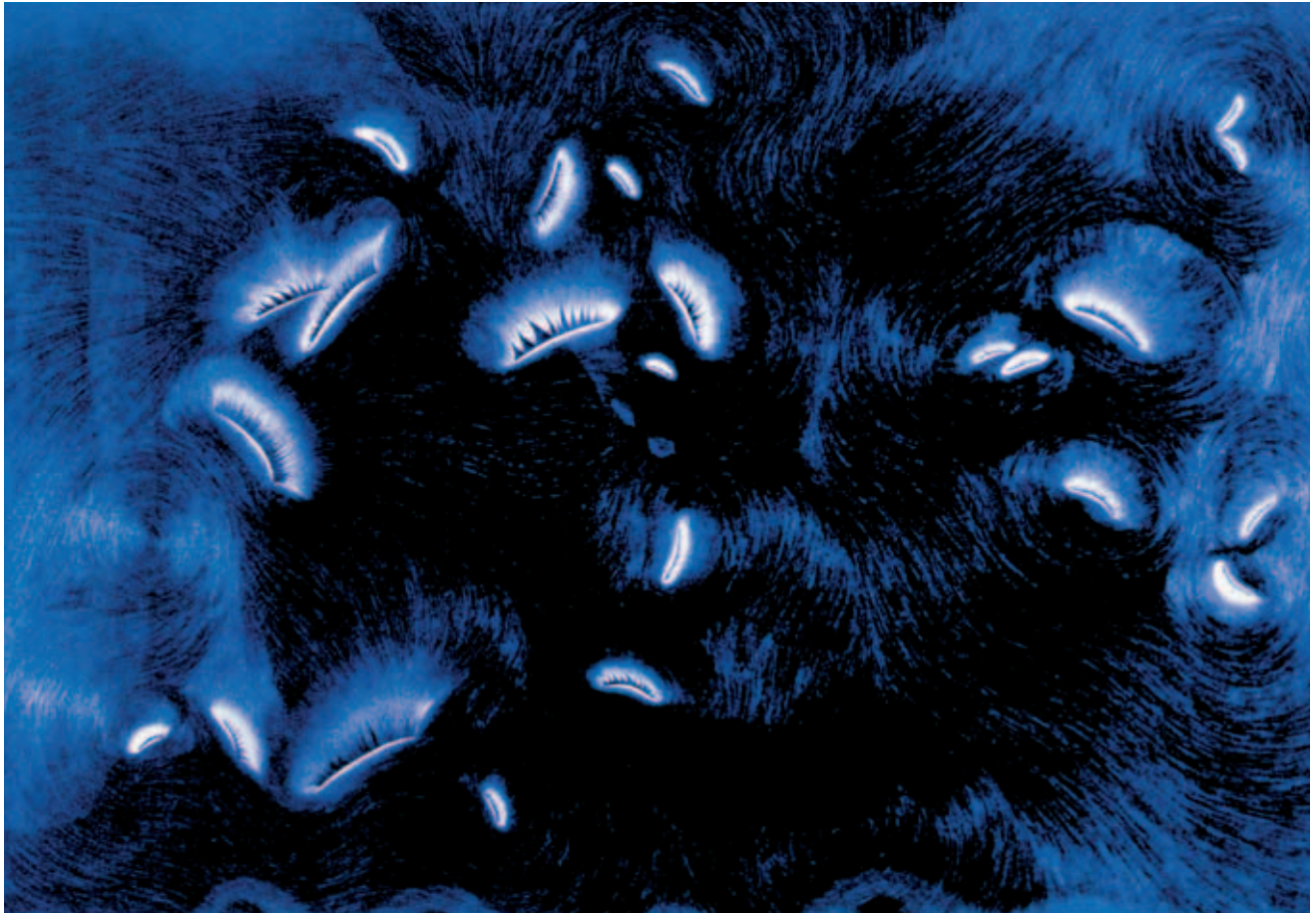
**Materiale**

Grafit på papir

**Format**

145 x 212 cm

© ECB og kunstneren



**KAPITEL 6**

**EKSTERN  
KOMMUNIKATION**



## I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

Kommunikation er en integreret del af ECBs pengepolitik og udførelsen af dens andre opgaver. De to centrale principper for ECBs kommunikationsaktiviteter er åbenhed og gennemsigtighed. Begge principper bidrager til pengepolitikens virkning, effektivitet og troværdighed. De understøtter også ECBs indsats for at redegøre fuldt ud for sine handlinger som nærmere beskrevet i kapitel 5.

Konceptet med aktuel, regelmæssig og detaljeret redegørelse for ECBs pengepolitiske vurderinger og beslutninger blev indført i 1999 og repræsenterer en enestående åben og gennemsigtig tilgang til kommunikation for en centralbank. Pengepolitiske beslutninger forklares på et pressemøde umiddelbart efter, at Styrelsesrådet har truffet beslutningerne. Efter formandens grundige indledning besvarer formanden og næstformanden 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 20 officielle EU-sprog, og det samme gælder eurosystemets ugentlige konsoliderede balance. ECBs andre obligatoriske publikationer – Årsberetningen, kvartalsudgaverne af Månedsoversigten og Konvergensrapporten – offentliggøres på 19 af de 20 officielle EU-sprog.<sup>1</sup> Med henblik på ansvarlighed og gennemsigtighed over for de europæiske borgere og deres folkevalgte repræsentanter offentliggør ECB også anden dokumentation på alle officielle sprog, især pressemeddelelser om pengepolitiske beslutninger, makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af staben og holdninger på bestemte politikområder af relevans for offentligheden. De nationale sprogversioner af ECBs vigtigste publikationer udarbejdes, udgives og distribueres i tæt samarbejde med de nationale centralbanker.

<sup>1</sup> Maltesisk er midlertidigt undtaget.

## 2 KOMMUNIKATIONS- AKTIVITETER

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 pengepolitiske beslutninger. Værktøjerne og aktiviteterne udvikles hele tiden for at forbedre deres gennemslagskraft.

ECB offentliggør en række undersøgelser og rapporter. Årsberetningen giver en omfattende beskrivelse af ECBs aktiviteter i det forløbne år og bidrager dermed til at holde ECB ansvarlig for sine handlinger. Månedsoversigten udtrykker ECBs aktuelle vurdering af den økonomiske og monetære udvikling og indeholder detaljeret information om baggrunden for ECBs beslutninger. ECB bidrager til at formidle forskningsresultater ved at offentliggøre Working Papers og Occasional Papers samt ved at arrangere akademiske konferencer, seminarer og workshopper.

I 2005 udviklede ECB i samarbejde med NCB-erne i euroområdet et uddannelsesværktøj til de ældste skoleklasser og deres lærere. Det nye værktøj skal give et bredt og klart overblik over, hvorfor prisstabilitet spiller en vigtig rolle for velstand på langt sigt, og hvordan ECB har rettet sin pengepolitik mod denne målsætning. Informationspakken er udgivet på euroområdets sprog og uddelt til de ældste klassetrin på 50.000 skoler i euroområdet. Pakken indeholder en otteminutters film, brochurer til eleverne og en lille bog til læreren. Den kan også hentes på ECBs websted på alle officielle EU-sprog.

ECB har også videreudviklet sin kommunikation af pengepolitiske beslutninger til de finansielle markeder og sin offentliggørelse af meddelelser. Siden februar 2005 er de månedlige pressemøder blevet sendt direkte via en webcast på ECBs websted. Desuden kan offentligheden få adgang til de relaterede video- og audiofiler kort efter pressemødet.

Sammen med BIS og G10-centralbankerne lancerede ECB en ny publikation, "International



Journal of Central Banking", som udkom første gang i en kvartalsudgave 19. maj 2005. Den indeholder pengepolitiske artikler om centralbankvirksomhed i teori og praksis med særlig vægt på forskning relateret til pengepolitik og finansiel stabilitet.

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 medierne. I 2005 holdt medlemmerne af Direktionen ca. 220 taler, gav en lang række interview og fik udgivet artikler i fagblade, magasiner og aviser.

Euroområdets nationale centralbanker spiller også en vigtig rolle, da de på nationalt plan formidler oplysninger om euroen og eurosystemets aktiviteter til offentligheden og interesserede parter og henvender sig til forskellige nationale og regionale målgrupper på disses eget sprog og i deres eget miljø.

ECB modtager også grupper af besøgende i sit hovedsæde i Frankfurt. I 2005 fik ca. 8.000 besøgende førstehåndsviden i form af forelæsninger og præsentationer holdt af ECBs medarbej-

dere. De fleste besøgende var universitetsstuderende og fagfolk fra den finansielle sektor.

Alle dokumenter, som er offentliggjort af ECB, og ECBs forskellige aktiviteter findes på ECBs websted. I 2005 modtog og behandlede ECB ca. 65.000 forespørgsler gennem forskellige kanaler.

ECB afholder et årligt kulturdagsprogram, hvor formålet er at bringe medlemslandenes kulturelle mangfoldighed og aktivitet tættere på offentligheden samt på ECBs egne medarbejdere. Hvert år sætter dette initiativ fokus på den kulturelle rigdom i et land, for derved at øge forståelsen for landene i EU. I 2005 fokuserede kulturdagsprogrammet på Ungarn, hvor det havde været Portugal i 2003 og Polen i 2004. Programmet var organiseret i tæt samarbejde med Magyar Nemzeti Bank og foregik mellem 2.-28. november.



**Kunstner**

Pedro Proença

**Titel**

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

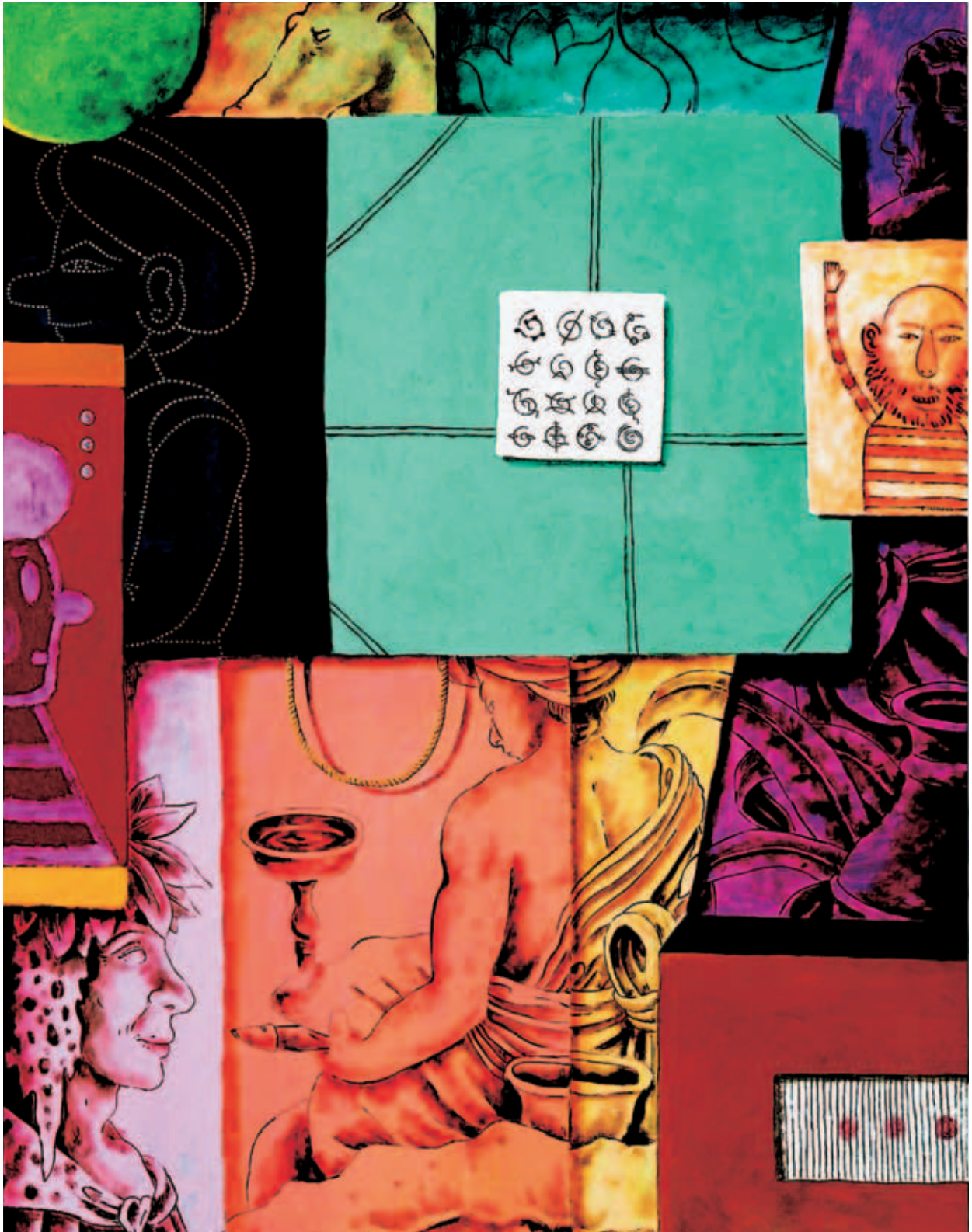
**Materiale**

Akryl på lærred

**Format**

200 x 150 cm

© ECB og kunstneren

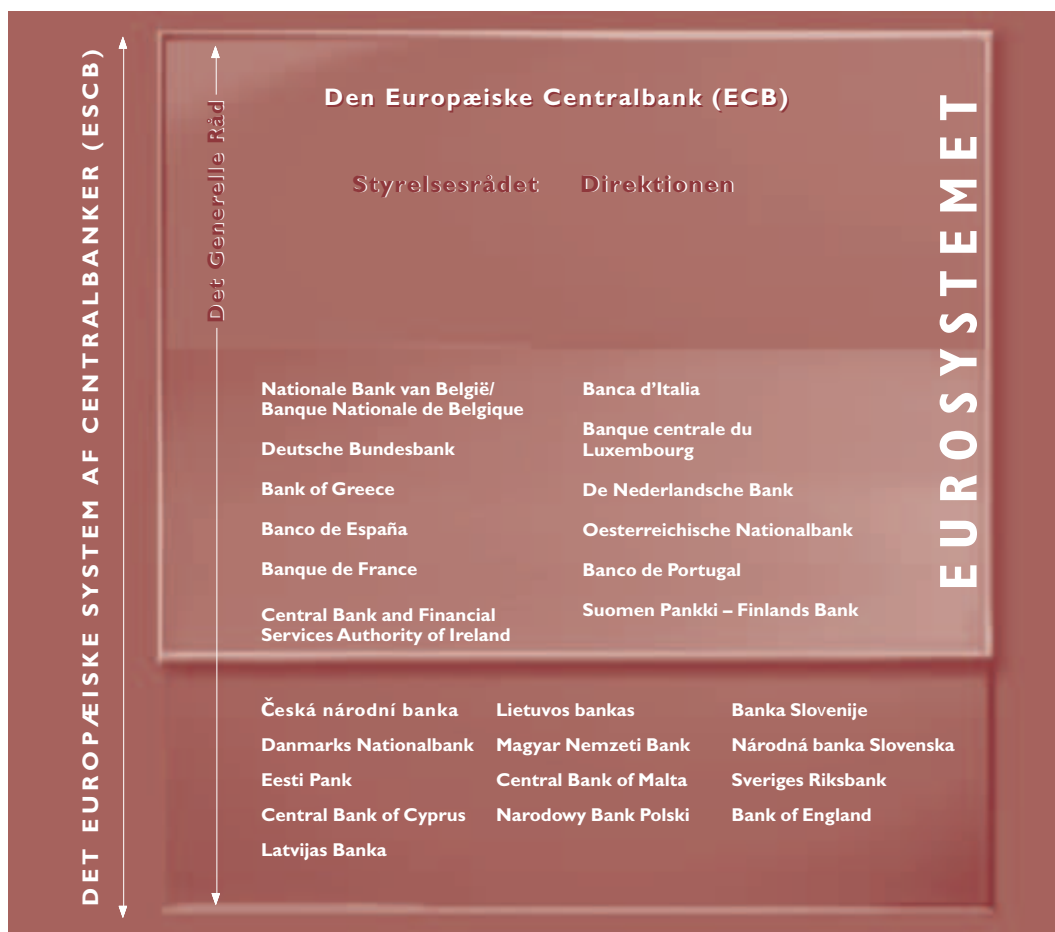


**INSTITUTIONELLE  
RAMMER,  
ORGANISATION  
OG ÅRSREGNSKAB**



# 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 NCBerne i de 12 EU-lande, der har euroen som valuta. Styrelsesrådet besluttede at indføre betegnelsen "eurosystemet" for at gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet. Navnet understreger medlemmernes fælles identitet, deres teamwork og samarbejde. I januar 2005 offentliggjorde ECB og de nationale centralbanker i euroområdet på deres websteder en erklæring om eurosystemets målsætning sammen med en række strategiske intentioner og organisatoriske principper for, hvordan medlemmerne skal udfylde deres rolle i eurosystemet.

ESCB består af ECB og de nationale centralbanker i alle EU-lande (for tiden 25), dvs. også

NCBerne i de EU-lande, der endnu ikke har indført euroen. Så længe der er EU-lande, som ikke har indført euroen, er det nødvendigt at skelne mellem eurosystemet og ESCB.

ECB har status som juridisk person i folkeretten. Den udgør kernen i eurosystemet og ESCB og sikrer, at de respektive opgaver udføres enten af ECB eller af NCBerne.

Hver NCB har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. NCBerne i euroområdet, som er en integreret del af eurosystemet, udfører i overensstemmelse med ECBs regler de opgaver, som eurosystemet er blevet pålagt. NCBerne bidrager også til arbejdet i eurosystemet og ESCB via eurosystem-/ESCB-



komiteerne (se afsnit 1.5 i dette kapitel). NCB-erne kan på eget ansvar udføre funktioner, som ikke er eurosistem-relaterede, medmindre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod eurosistemets 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<sup>1</sup>. I eurosystemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret. ECB og NCBerne i euroområdet bidrager dog i fællesskab, strategisk og operationelt, til at nå de fælles mål, samtidig med at decentraliseringsprincippet respekteres i 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 dette er hensigtsmæssigt, beslutninger om pengepolitiske mellemål, 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 eurosistemets opgaver. I

2005 blev to møder afholdt uden for Frankfurt: et i Deutsche Bundesbank i Berlin og et i Bank of Greece i Athen.

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.

<sup>1</sup> Se ECBs afgørelse ECB/2004/2 af 19. februar 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EUT L 80 af 18.3.2004, s. 33, ECBs afgørelse ECB/2004/12 af 17. juni 2004 om vedtagelse af forretningsordenen for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EUT L 230 af 30.6.2004, s. 61, og afgørelse ECB/1999/7 af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT L 314 af 8.12.1999, s. 34. Disse dokumenter findes også på ECBs websted.

## STYRELSESRÅDET



**Bagerste række  
(fra venstre til højre)**  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

**Mellemste række  
(fra venstre til højre)**  
Jaime Caruana, Vítor Constâncio,  
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,  
John Hurley, Guy Quaden

**Forreste række  
(fra venstre til højre)**  
Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Nout Wellink,  
Christian Noyer

**Jean-Claude Trichet**

Formand for ECB

**Lucas D. Papademos**

Næstformand for ECB

**Lorenzo Bini Smaghi** (fra 1. juni 2005)

Medlem af ECBs direktion

**Jaime Caruana**

Direktør for Banco de España

**Vítor Constâncio**

Direktør for Banco de Portugal

**Vincenzo Desario**

(fra 20. december 2005 til 15. januar 2006)

Fungerende direktør for Banca d'Italia

**Mario Draghi** (fra 16. januar 2006)

Direktør for Banca d'Italia

**Antonio Fazio** (indtil 19. december 2005)

Direktør for Banca d'Italia

**Nicholas C. Garganas**

Direktør for Bank of Greece

**José Manuel González-Páramo**

Medlem af ECBs direktion

**John Hurley**

Direktør for Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland

**Otmar Issing**

Medlem af ECBs direktion

**Klaus Liebscher**

Direktør for Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen**

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

**Yves Mersch**

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

**Christian Noyer**

Direktør for Banque de France

**Tommaso Padoa-Schioppa** (indtil 31. maj 2005)

Medlem af ECBs direktion

**Guy Quaden**

Direktør for Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Medlem af ECBs direktion

**Axel A. Weber**

Direktør for Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Direktør for De Nederlandsche Bank

### 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. Den har følgende primære ansvarsområder:

- at forberede møderne i Styrelsesrådet
- at gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og beslutninger, der vedtages af Styrelsesrådet,

idet Direktionen videregiver de nødvendige instrukser til NCBerne i euroområdet

- at forestå ECBs løbende drift
- at udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.

Forvaltningskomiteen, der har et medlem af Direktionen som formand, rådgiver og bistår Direktionen i spørgsmål vedrørende ECBs ledelse, planlægning og årlige budgetproces.

**Bagerste række  
(fra venstre til højre):**  
Lorenzo Bini Smaghi,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

**Forreste række  
(fra venstre til højre):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet (formand),  
Lucas D. Paramos (næstformand)



#### **Jean-Claude Trichet**

Formand for ECB

#### **Lucas D. Papademos**

Næstformand for ECB

#### **Lorenzo Bini Smaghi** (fra 1. juni 2005)

Medlem af ECBs direktion

#### **José Manuel González-Páramo**

Medlem af ECBs direktion

#### **Otmar Issing**

Medlem af ECBs direktion

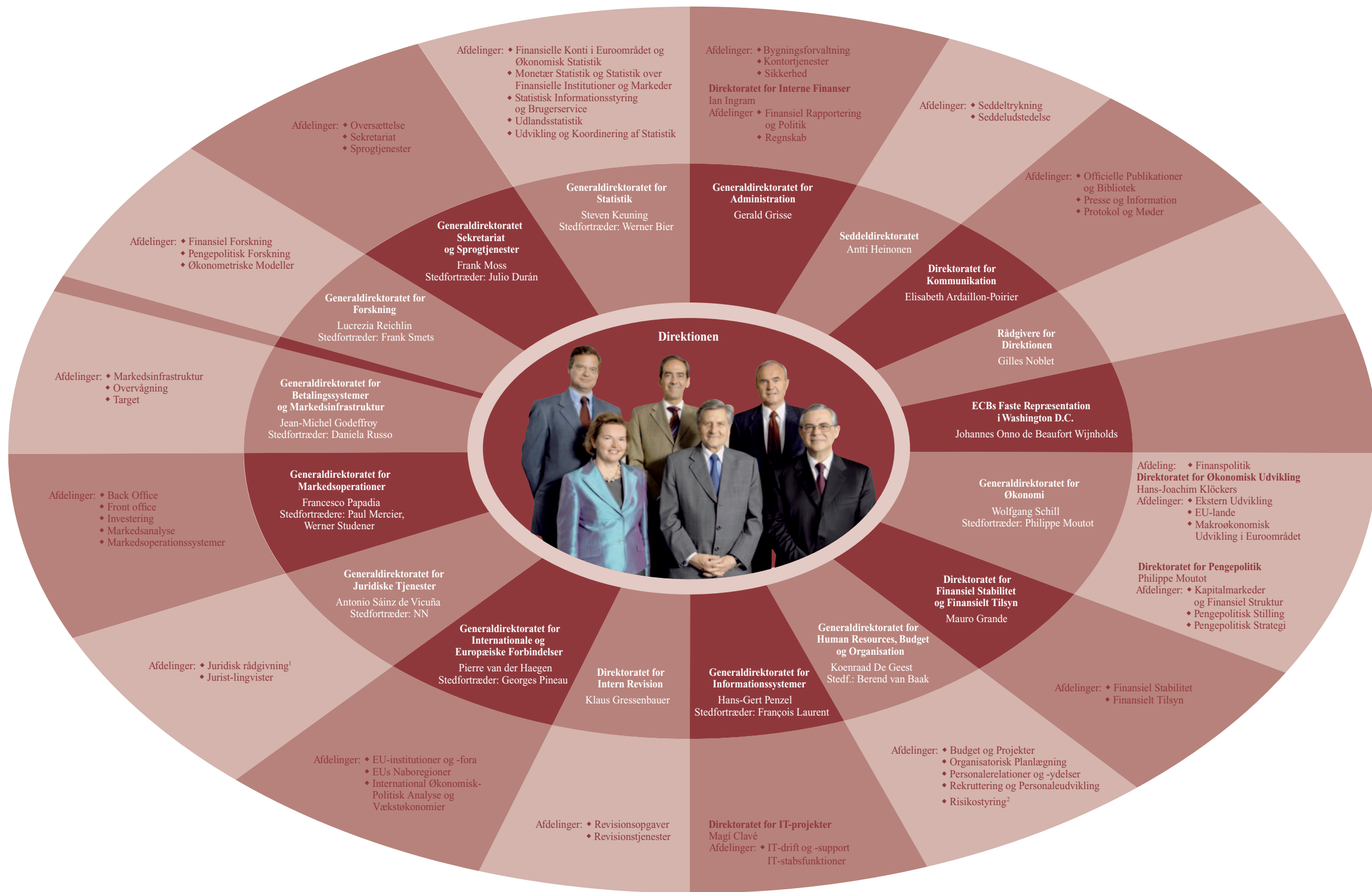
#### **Tommaso Padoa-Schioppa**

(indtil 31. maj 2005)

Medlem af ECBs direktion

#### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Medlem af ECBs direktion



**Direktionen**

Bagerste række (fra venstre til højre): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing

Forreste række (fra venstre til højre): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (formand), Lucas D. Papademos (næstformand)

<sup>1</sup> Herunder databeskyttelse.

<sup>2</sup> Rapporterer direkte til Direktionen.

#### 1.4 DET GENERELLE RÅD

Det Generelle Råd består af formanden og næstformanden for ECB og de nationale centralbankchefer i alle EU-lande. Det udfører primært de opgaver, som er overtaget fra Det Europæiske Monetære Institut, og som ECB stadig skal udføre, eftersom ikke alle EU-lande har indført euroen. I 2005 mødtes Det Generelle Råd fire gange. Det Generelle Råd besluttede i marts 2005 at invitere centralbankcheferne i Bulgarien

og Rumænien til at deltage som observatører på Det Generelle Råds møder efter tiltrædelsestraktatens underskrivelse. Beslutningen var i overensstemmelse med den fremgangsmåde, der blev fulgt i 2003 for de dengang ti tiltrædende landes centralbanker, med henblik på at fremme samarbejdet med dem inden de indtrådte i ESCB. Den 16. juni 2005 deltog centralbankcheferne fra Bulgarien og Rumænien for første gang som observatører på et møde i Det Generelle Råd.



##### Bagerste række (fra venstre til højre)

Andres Lipstok, Erkki Liikanen,  
Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten,  
Zdeněk Tůma, Axel A. Weber,  
Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

##### Mellemste række (fra venstre til højre)

Nicholas C. Garganas,  
Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz,  
Vítor Constâncio, Klaus Liebscher,  
Antonio Fazio, John Hurley,  
Zsigmond Járαι

##### Forreste række (fra venstre til højre)

Yves Mersch,  
Bodil Nyboe Andersen,  
Christodoulos Christodoulou,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Michael C. Bonello, Nout Wellink,  
Christian Noyer, Guy Quaden

Anm.: Mervyn King og Ivan Šramko var forhindrede i at deltage på det møde, hvor billedet blev taget.

**Jean-Claude Trichet**, Formand for ECB  
**Lucas D. Papademos**, Næstformand for ECB  
**Bodil Nyboe Andersen** (indtil 31. oktober 2005)  
Direktør for Danmarks Nationalbank  
**Leszek Balcerowicz**  
Direktør for Narodowy Bank Polski  
**Nils Bernstein** (fra 1. november 2005)  
Direktør for Danmarks Nationalbank  
**Michael C. Bonello**  
Direktør for Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana**, Direktør for Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou**  
Direktør for Central Bank of Cyprus  
**Vítor Constâncio**  
Direktør for Banco de Portugal  
**Vincenzo Desario** (fra 20. december 2005 til 15. januar 2006)  
Fungerende direktør for Banca d'Italia  
**Mario Draghi**, Direktør for Banca d'Italia (fra 16. januar 2006)  
**Antonio Fazio** (indtil 19. december 2005)  
Direktør for Banca d'Italia  
**Nicholas C. Garganas**  
Direktør for Bank of Greece  
**Mitja Gaspari**  
Direktør for Banka Slovenije  
**Lars Heikensten** (indtil 31. december 2005)  
Direktør for Sveriges Riksbank

**John Hurley**, Direktør for Central Bank and Financial Services Authority of Ireland  
**Stefan Ingves** (fra 1. januar 2006)  
Direktør for Sveriges Riksbank  
**Zsigmond Járαι**, Direktør for Magyar Nemzeti Bank  
**Mervyn King**, Direktør for Bank of England  
**Vahur Kraft** (indtil 6. juni 2005)  
Direktør for Eesti Pank  
**Klaus Liebscher**  
Direktør for Oesterreichische Nationalbank  
**Erkki Liikanen**  
Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Andres Lipstok** (fra 7. juni 2005)  
Direktør for Eesti Pank  
**Yves Mersch**  
Direktør for Banque centrale du Luxembourg  
**Christian Noyer**, Direktør for Banque de France  
**Guy Quaden**  
Direktør for Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs**, Direktør for Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas**  
Direktør for Lietuvos bankas  
**Ivan Šramko**, Direktør for Národná banka Slovenska  
**Zdeněk Tůma**, Direktør for Česká národní banka  
**Axel A. Weber**, Direktør for Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink**, Direktør for De Nederlandsche Bank

## 1.5 EUROSISTEM-/ESCB-KOMITEER, BUDGETKOMITEEN OG PERSONALECHEFKREDSEN



Eurosystem-/ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle gennem det bidrag, de yder til de opgaver, som ECBs besluttende organer udfører. På anmodning af Styrelsesrådet og Direktionen bidrager komiteerne med ekspertise inden for deres kompetenceområder og er således med til at fremme beslutningsprocessen. Medlemskab af komiteerne er normalt forbeholdt ansatte i eurosystemets centralbanker. NCBerne i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager i komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. Hvor det er hensigtsmæssigt, inviteres også andre kompetente organer som fx nationale tilsynsmyndigheder for Banktilsynskomiteens vedkommende. Efter underskrivelsen af tiltrædelsestraktaten i april 2005, og i overensstemmelse med beslutningen om at invitere de tiltrædende landes centralbankchefer til at deltage som observatører i Det Generelle Råds møder, blev eksperter fra central-

bankerne i Bulgarien og Rumænien inviteret til at deltage i ESCB-komiteernes møder som observatører, når der blev drøftet spørgsmål inden for Det Generelle Råds kompetenceområde. I øjeblikket er der 12 eurosystem-/ESCB-komiteer, som alle blev nedsat i henhold til artikel 9 i ECBs forretningsorden.

I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet af Budgetkomiteen, som blev nedsat i henhold til artikel 15 i Forretningsordenen.

I november 2005 etablerede Styrelsesrådet Personalechefkredsen i henhold til artikel 9a i Forretningsordenen (se afsnit 2 i dette kapitel).

## 1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Ud over de besluttende organer omfatter ECBs corporate governance forskellige eksterne og in-

terne kontrolinstanser samt regler om aktindsigt i ECBs dokumenter.

### EKSTERNE KONTROLINSTANSER

Ifølge ESCB-statutten skal der være to eksterne kontrolinstanser, nemlig de eksterne revisorer<sup>2</sup>, som er udnævnt til at revidere ECBs årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der efterprøver, hvor effektiv ECBs forvaltning er i operationel henseende (artikel 27.2). Revisionsrettens årlige beretning samt ECBs svar er offentliggjort i Den Europæiske Unions Tidende og på ECBs websted.

I august 2002 besluttede Styrelsesrådet, at der skulle anvendes en rotationsordning for det eksterne revisionsfirmas vedkommende for at give offentligheden yderligere garanti for, at ECBs eksterne revisorer er uafhængige. Beslutningen blev gennemført som en del af udnævnelsesproceduren af ECBs eksterne revisorer.

### INTERNE KONTROLINSTANSER

ECBs interne kontrolsystem er funktionsbaseret. Hver enkelt enhed (sektion, afdeling, direktorat eller generaldirektorat) i organisationen er ansvarlig for sin egen interne kontrol og effektivitet. På denne måde udfører de forskellige enheder i organisationen operationelle kontrolprocedurer inden for deres eget ansvarsområde og fastsætter det acceptable risikoniveau. 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 spredes til afdelinger med ansvar for forvaltningen af ECBs valutareserve og egenportefølje. Ud over kontrolforanstaltningerne i de enkelte afdelinger overvåger forskellige afdelinger i Generaldirektoratet for Human Resources, Budget og Organisation kontrolprocessen og stiller forslag til, hvordan man mere effektivt kan identificere, vurdere og reducere risici i ECB som helhed.

Direktoratet for Intern Revision, der er ansvarlig over for Direktionen, foretager løbende revisioner uafhængigt af ECBs kontrolsystem og risikoovervågning. I overensstemmelse med mandatet i ECBs revisionscharter<sup>3</sup> vurderer ECBs interne

revisorer løbende, om det interne kontrolsystem er tilstrækkeligt, og om det er effektivt. De vurderer også ECBs udførelse af tildelte opgaver. ECBs interne revisorer følger de internationale standarder for erhvervsmæssig udøvelse af intern revision, der er udarbejdet af Foreningen af Interne Revisorer (IIA).

Revisionskomiteen, der er én af eurosystem-/ESCB-komiteerne, består af interne revisionschefer fra ECB og NCBERne. Komiteen skal koordinere revisionen af fælles projekter og fælles operationelle systemer på eurosystem-/ESCB-niveau.

Der er to 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 sørge for, at eurosystemets operationer udføres effektivt.<sup>4</sup> 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 tjenestemæssig adfærd. Den anden kodeks er Adfærdskodeksen for ECB, der giver vejledning om og fastsætter benchmarks for ECBs medarbejdere og medlemmerne af Direktionen, som alle tilskyndes til at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver.<sup>5</sup> I 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.<sup>6</sup> En etisk

2 Efter en licitationsrunde i 2002 blev KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft udnævnt som ECBs nye eksterne revisor med et mandat på fem år (2003-07).

3 Revisionschartret er offentliggjort på ECBs websted for at gøre ECBs revisionsordninger mere gennemsigtige.

4 Se Adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet, EFT C 123 af 24.5.2002, s. 9, og ECBs websted.

5 Se Adfærdskodeks for Den Europæiske Centralbank i henhold til artikel 11.3 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, EFT C 76 af 8.3.2001, s. 12, og ECBs websted.

6 Se del 1.2 af ECBs administrative regler indeholdende reglerne om tjenestemæssig adfærd og tavshedspligt, EUT C 92 af 16.4.2004, s. 31, og ECBs websted.

rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, skal sikre en konsekvent fortolkning af disse regler.

### BEKÆMPELSE AF SVIG

I 1999 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet en forordning<sup>7</sup>, 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 afgørelse<sup>8</sup> om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank, som trådte i kraft 1. juli 2004.

### AKTINDSIGT I ECBs DOKUMENTER

ECBs afgørelse om aktindsigt i ECBs dokumenter<sup>9</sup>, der blev vedtaget i marts 2004, er i overensstemmelse med de målsætninger, der er opstillet, og de standarder, der anvendes i andre EU-institutioner og organer for aktindsigt. Afgørelsen skal fremme gennemsigtigheden, men den tager dog samtidig højde for både ECBs og NCBernes uafhængighed, idet den sikrer fortroligheden af bestemte anliggender, som er specifikke for udførelsen af ECBs opgaver.

I 2005 var antallet af anmodninger om aktindsigt fortsat begrænset.

7 Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1073/1999 af 25. maj 1999 om undersøgelser, der foretages af Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svig (OLAF), EFT L 136 af 31.5.1999, s. 1.

8 Den Europæiske Centralbanks afgørelse ECB/2004/11 om de nærmere vilkår for Det Europæiske Kontor for Bekæmpelse af Svigs undersøgelser af Den Europæiske Centralbank i forbindelse med forebyggelse af svig, bestikkelse og anden ulovlig aktivitet, der skader De Europæiske Fællesskabers finansielle interesser, og om ændring af ansættelsesvilkårene for Den Europæiske Centralbanks ansatte, EUT L 230 af 30.6.2004, s. 56. Afgørelsen blev vedtaget som følge af dommen i sag C-11/00, Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber mod Den Europæiske Centralbank af 10. juli 2003, Sml. I, s. 7147.

9 EUT L 80 af 18.3.2004, s. 42.



## 2 ORGANISATORISK UDVIKLING

### 2.1 HUMAN RESOURCES

#### MEDARBEJDERE

Det samlede antal budgetterede stillinger for 2005 var 1.369,5 fuldtidsstillinger mod 1.362,5 fuldtidsstillinger i 2004. Ved udgangen af 2005 var antallet af medarbejdere i ECB med en tidsubegrænset eller en tidsbegrænset kontrakt af mindst 12 måneders varighed 1.360 (svarende til 1.351 fuldtidsstillinger).<sup>10</sup> Den 15. maj 2005 begyndte ECB at acceptere ansøgninger fra borgere i de to tiltrædende lande Bulgarien og Rumænien. Al ekstern ansættelse af nye medarbejdere til permanente stillinger skete i form af tidsbegrænsede kontrakter af fem års varighed for alle medarbejdere i ledende stillinger og tre års varighed for alle andre medarbejdergrupper.

I 2005 havde ECB 106 vikariater (mod 123 vikariater i 2004) af mindre end et års varighed til at opfylde et midlertidigt behov som erstatning for medarbejdere på barsels-, forældreorlov, ulønnet orlov osv.

Derudover og i overensstemmelse med et af eurosystemets organisatoriske principper, hvoraf det fremgår, at udveksling af personale, know-how og erfaringer skal fremmes af og blandt eurosystemets medlemmer, blev 80 eksperter fra NC Berne i ESCB og fra Bulgarian Central Bank og Banca Națională a României ansat i ECB i korte perioder af 3 til 11 måneders varighed. Disse kortvarige udstationeringer gav både ECB- og NCB-medarbejdere en god lejlighed til at lære af hinandens erfaringer og til at skabe team spirit inden for ESCB. De var også nyttige som forberedelse til yderligere udvidelser af EU og den fremtidige integration af Bulgarian National Bank og Banca Națională a României i ESCB.

ECB havde i 2005 158 praktikantpladser til studerende og kandidater med en baggrund inden for økonomi, statistik, ledelse, jura og oversættelse. Af de 158 praktikantpladser var 10 beskæftiget inden for kandidatforskningsprogrammet Graduate Research Programme, der henvender sig til meget lovende studerende på sidste del af ph.d.-studiet.

Inden for gæsteforskerprogrammet Research Visitor Programme, som fokuserer på specifikke pengepolitiske forskningsprojekter på højt niveau, var der 19 gæsteforskere i 2005 mod 18 i 2004.

ECBs Graduate Programme, der henvender sig til nyuddannede kandidater med en bred uddannelsesmæssig baggrund, blev lanceret i 2005 med en indkaldelse af interessetilkendegivelser. De første kandidater ventes at begynde i 2006.

#### INTERN MOBILITET

Intern mobilitet giver medarbejderne mulighed for at udvide deres ekspertise og er med til at øge synergieffekterne mellem de forskellige forretningsområder. Den interne ansættelsespolitik, der lægger større vægt på en bredere funderet kompetence, end det hidtil har været tilfældet, sigter således mod at øge medarbejdernes mobilitet internt. Andre initiativer som fx udveksling af medarbejdere og midlertidige, interne forflytninger til nye opgaver som vikar for fraværende kolleger fremmer også den interne mobilitet. I 2005 flyttede mere end 100 medarbejdere til andre stillinger internt i ECB.

#### EKSTERN MOBILITET

Medarbejdere i ECB blev fortsat udstationeret i NC Berne og i andre relevante internationale og europæiske institutioner (fx Europa-Kommissionen og IMF) i perioder af 2 til 12 måneders varighed. 15 medarbejdere deltog i udstationeringsordningen External Work Experience Scheme i 2005. ECB fortsatte desuden med at bevilge orlov uden løn i op til tre år til medarbejdere, der havde fået tilbudt arbejde i en anden beslægtet finansiel organisation. 14 medarbejdere benyttede sig af denne mulighed i 2005.

<sup>10</sup> Ved udgangen af 2004 var antallet af medarbejdere ansat på tidsubestemte eller tidsbestemte kontrakter 1.314 (svarende til 1.309 fuldtidsstillinger).



### EN STYRKELSE AF HUMAN RESOURCES

Gennemførelsen af den nye personalestrategi, der blev påbegyndt i 2004, fortsatte i hele 2005. Ud over øget mobilitet, herunder jobrotation på ledelsesniveau, sætter personalestrategien fokus på udviklingen af managementfunktionen i ECB. Management- og lederkvalifikationerne blev fortsat styrket gennem uddannelse, individuel coaching og feedback fra flere sider. Alle ECBs ledere modtager hvert år denne form for feedback som led i den årlige ledervurdering. ECBs Advanced Management Training Programme blev også udvidet til at omfatte ledelse af medarbejdernes præstationer og organisatorisk forandring.

Desuden kom ECBs seks kerneværdier (kompetence, effektivitet, integritet, team spirit, gensigtighed og ansvarlighed samt at arbejde for Europa), som blev identificeret i 2004, gradvist til at indgå i personalepolitikken. De første skridt i retning af at omsætte værdierne i medarbejdernes daglige adfærd og præstationer omfattede bl.a. en opfordring til at iværksætte initiativer, der kunne omsætte værdierne til konkrete adfærdstandarder og handlinger, samt til at inddrage værdierne i vurderingen af medarbejdernes præstationer.

Løbende efteruddannelse og faglig videreudvikling er nogle af de vigtigste aspekter af ECBs personalestrategi. Som udgangspunkt er uddannelse og udvikling et fælles ansvar. ECB stiller budgetmidler og en uddannelsesmæssig ramme til rådighed, lederne definerer hvilket behov der er for uddannelse, så det sikres, at medarbejderne holder det høje faglige niveau, der kræves i den stilling, de aktuelt bestrider, og medarbejderne er primært ansvarlige for at videreudanne og udvikle sig. Ud over en række interne uddannelses tilbud kan medarbejdere og ledere benytte sig af eksterne uddannelses tilbud til at dække specifikke, individuelle uddannelsesbehov af mere "teknisk" art. De kan også benytte sig af uddannelses tilbud, der organiseres som fælles ESCB-uddannelsesprogrammer eller udbydes af NCBERne.

Endelig blev 19 medarbejdere tilbudt videreuddannelse, så de kan tage en uddannelse, der vil give dem en faglig baggrund, som går ud over den, der kræves i deres nuværende stilling.

### PERSONALECHEFKREDSEN OG OPFØLGNINGEN PÅ ERKLÆRINGEN OM EUROSISTEMETS MÅLSÆTNING

For yderligere at fremme samarbejde og team spirit blandt eurosistem-/ESCB-centralbankerne på personaleforvaltningsområdet oprettede Styrelsesrådet Personalechefkredsen og formaliserede dermed det mangeårige samarbejde mellem personalecheferne i EUs centralbanker. Uden at NCBERnes og ECBs enekompetence på personaleområdet blev berørt, definerede Styrelsesrådet Personalechefkredsen som et forum for udveksling af erfaringer, ekspertise og information om relevant personalepolitik og -praksis. Personalechefkredsen skal bl.a. bidrage til at identificere mulige fælles uddannelsesaktiviteter og til at udvikle foranstaltninger til at fremme udvekslingen af medarbejdere. Den skal desuden koordinere aktiviteter af fælles interesse på personaleområdet.

Den 1. september 2005 vedtog Styrelsesrådet en række konkrete foranstaltninger til at fremme realiseringen af eurosistemets målsætning, der blev offentliggjort i januar 2005. Personalechefkredsen og Komiteen for Eurosystem-/ESCB-kommunikation fik efterfølgende til opgave at gennemføre de foranstaltninger, der var vedtaget. Det bliver en løbende proces at give erklæringen om eurosistemets målsætning en konkret betydning for eurosistemets medarbejdere i deres daglige arbejde.

### MANGFOLDIGHEDSLEDELSE

Mangfoldighedsledelse sigter mod at udnytte medarbejdernes forskelle med henblik på at skabe et produktivt arbejdsmiljø, der respekterer det enkelte individ, hvor kvalifikationer udnyttes fuldt ud, og hvor organisatoriske mål opfyldes.

Mangfoldighedsledelse er vigtig for ECB som institution, idet man beskæftiger medarbejdere fra alle 25 EU-lande og de to tiltrædende lande. ECB har derfor integreret dette ledelsesprincip i sit daglige arbejde, så der tages højde for medarbejdernes individuelle kompetence, som udnyttes fuldt ud, og det bliver muligt for ECB at holde det høje præstationsniveau, der kræves, for at institutionen kan udføre sine opgaver. En overordnet mangfoldighedspolitik, generelle rammer og regler for værdighed på arbejdspladsen samt et forslag om overvågning af mangfoldighedsspørgsmål blev yderligere udviklet i 2005.

## 2.2 GENNEMGANG AF ECBs EFFEKTIVITET

ECB er i sin egenskab af offentlig institution forpligtet til at levere den bedste ydelse til den laveste pris. Som et supplement til allerede eksisterende interne og eksterne kontrolmekanismer, der hele tiden overvåger, om ECB overholder sine forpligtelser, besluttede ECB at gennemgå, hvor effektivt institutionen fungerer, ved at gennemføre en "nulbasebudgetteringsrunde" (ZBB – Zero-Based Budgeting assessment), hvor medarbejderne og ledelsen medvirkede aktivt. ZBB var en gennemgang "helt fra bunden" af den effektivitet, hvormed ECBs forretningsområder udførte deres aktiviteter. Den blev gennemført som en rundspørgeundersøgelse af forretningsområdenes aktiviteter og resultater, hvor alle ECBs medarbejdere og hele ledelsen deltog.

Styrelsesrådet besluttede på baggrund af undersøgelsesresultaterne, at et betydeligt antal stillinger skulle spares væk, og at dette skulle ske uden at afskedige medarbejdere. I nogle få måneder i 2005 blev der indført et midlertidigt ansættelsesstop, mens det blev undersøgt, om det var muligt at flytte nogle af de berørte medarbejdere til andre stillinger inden for organisationen. Direktionen vedtog også en række andre foranstaltninger, som dækkede et bredt spektrum af organisatoriske spørgsmål inden for og på tværs af ECBs forskellige forretningsområder. Som følge af disse foranstaltninger kan det nævnes, at der blev oprettet en central indkøbsafdeling i Generaldirek-

toratet for Administration (Direktoratet for Planlægning og Kontrol blev lagt sammen med Direktoratet for Human Resources og udgør nu det nye Generaldirektorat for Human Resources, Budget og Organisation), at ansvarsfordelingen mellem Generaldirektoratet for Informationssystemer og andre forretningsområder i ECB med hensyn til IT-applikationer blev præciseret, at de statistiske opgaver blev samlet i Generaldirektoratet for Statistik, og at den operationelle risikostyringsfunktion blev styrket.

## 2.3 ECBs NYE HOVEDSÆDE

Den 13. januar 2005 traf Styrelsesrådet afgørelse om udformningen af ECBs fremtidige hovedsæde. Efter omhyggelige overvejelser og indgående drøftelser med udgangspunkt i udvælgelseskriterierne for den internationale arkitekt- og byplanlægningskonkurrence besluttede Styrelsesrådet sig for det bearbejdede forslag fra konkurrencens vinder COOP HIMMELB(L)AU. Samtidig introducerede Styrelsesrådet en optimeringsfase med henblik på at gennemgå de krav, der var blevet stillet af funktionel, pladsmæssig og teknisk art for at minimere omkostningerne og sikre en optimal resurseanvendelse.

Den 15. december 2005 godkendte Styrelsesrådet COOP HIMMELB(L)AU's optimerede projektforslag til ECBs nye hovedsæde. Det nye forslag opfyldte ECBs krav fuldt ud, og overslaget over byggeomkostningerne lå klart inden for den planlagte omkostningsramme på 500 mio. euro. Omkostningerne i forbindelse med opførelsen af ECBs nye hovedsæde dækker byggeri, teknisk infrastruktur og landskabsarkitektur samt visse særlige karakteristika og brugerspecifikke krav til bygningen, der skal sikre, at ECB kan fungere som en moderne centralbank. Rammerne for de samlede investeringsomkostninger omfatter ikke blot byggeomkostninger, men også alle andre omkostningselementer, der er nødvendige for at færdiggøre projektet. Disse andre omkostningselementer dækker bl.a. udgifterne til købet af Grossmarkthalle-grunden, den efterfølgende forberedelse og byggemodning af grunden, gebyrer i forbindelse hermed samt andre udgifter til fx



byggetilladelser, udstyr til bygningen og IT. Samlet skønnes disse omkostninger at beløbe sig til i alt 350 mio. euro, hvoraf ca. 80 mio. euro allerede er investeret i forbindelse med købet af grunden, forberedelse og byggemodning samt arkitektkonkurrencen. De samlede investeringsomkostninger, der omfatter byggeomkostninger og alle andre omkostninger, er derfor beregnet til 850 mio. euro. Overslaget over byggeomkostningerne er udarbejdet ud fra den metode, der anvendes til denne type projekter, og er baseret på prisniveauet i 2005 (i faste priser).

Optimeringsfasen medførte flere ændringer af projektforslaget. For det første blev der indført et nyt bygningselement, som skærer gennem Grossmarkthalle og skaber forbindelse til tårnene, og som giver ECBs nye hovedsæde et markant indgangsparti nordfra. For det andet blev anvendelsen af Grossmarkthalle intensiveret og Grossmarkthalles sydlige facade forbedret. Arkitektonisk og funktionelt forblev tårnene, der fortrinsvis indeholder kontorer, uændrede i det optimerede projektforslag.

Den 15. december vedtog Styrelsesrådet også, at planlægningsfasen skulle sættes i gang i marts 2006. Efter planen skulle byggefasen begynde i slutningen af 2007 og byggeriet forventedes at stå færdigt i slutningen af 2011.

Den 16. februar 2006 godkendte Styrelsesrådet rammekonceptet for ledelse, organisation, kontrol og revision af planlægningsfasen for projektet om opførelse af ECBs nye hovedsæde, herunder indkøb og operationel risikostyring.

Der vil også blive opført et mindesmærke og indrettet et informationsområde til minde om den rolle Grossmarkthalle spillede i forbindelse med deportationen af jøder. En arbejdsgruppe bestående af repræsentanter for bystyret i Frankfurt, det jødiske samfund i Frankfurt og ECB blev nedsat for at forberede en international konkurrence om udformningen af mindesmærket og informationsområdet. Konkurrencen forventes at blive udskrevet i 1. halvår 2006.

### 3 ESCBs SOCIALE DIALOG

ESCBs Sociale Dialog er et konsultativt forum, der omfatter ECB og medarbejderrepræsentanter fra alle centralbankerne i ESCB og en række europæiske sammenslutninger af fagforeninger. Formålet er at informere om og drøfte spørgsmål, der kan få større indvirkning på beskæftigelsessituationen i centralbankerne i ESCB.

Der blev afholdt tre møder i ESCBs Sociale Dialog i 2005. Udover spørgsmål med relation til produktion og cirkulering af eurosedler, til betalingssystemer (Target2) og til finansielt tilsyn, der er emner, som regelmæssigt drøftes i forbindelse med Den Sociale Dialog, drejede drøftelserne sig om erklæringen om eurosystemets målsætning, de strategiske intentioner og de organisatoriske principper og disses betydning for medarbejderne i eurosystemets daglige arbejde.

Styrelsesrådet imødekom medarbejdernes ønske om at deltage i drøftelserne om kommende konsekvenser af erklæringen om eurosystemets målsætning for medarbejderne og konsulterede dem inden en række af de første foranstaltninger i forbindelse med erklæringen blev truffet. Der blev stillet forslag til NCBERne i euroområdet om, at der i maj 2005 først skulle afholdes en decentraliseret høringsrunde for medarbejderrepræsentanterne lokalt. Derefter, og som en opfølgning på denne runde, blev der gennemført en høring af medarbejderrepræsentanterne i forbindelse med mødet i ESCBs Sociale Dialog i juli 2005. På mødet fremlagde de europæiske sammenslutninger af fagforeninger en fælles erklæring, hvori de præsenterede deres opfattelse af erklæringen om eurosystemets målsætning, strategiske intentioner og organisationsprincipper.

Imellem møderne fortsatte ECB med at udgive et nyhedsbrev for at holde medarbejderrepræsentanterne orienteret om den seneste udvikling på ovennævnte områder. På møderne i 2005 blev der også vedtaget andre måder til yderligere at styrke ESCBs Sociale Dialog og til at inddrage medarbejderrepræsentanter og fagforeninger i NCBERne i de ti nye medlemslande.

## 4 ÅRSREGNSKAB FOR ECB

# LEDELSENS BERETNING FOR REGNSKABSÅRET 2005

## 1 HOVEDAKTIVITETER

ECBs aktiviteter i 2005 er beskrevet nærmere i de relevante kapitler i Årsberetningen.

## 2 REGNSKAB

I henhold til artikel 26.2 i ESCB-statutten udfærdiges ECBs årsregnskab af Direktionen efter principper fastlagt af Styrelsesrådet. Regnskabet godkendes efterfølgende af Styrelsesrådet og offentliggøres derefter.

## 3 HENSÆTTELSER TIL DÆKNING AF VALUTAKURS-, RENTE- OG GULDPRISRISICI

Da hovedparten af ECBs aktiver og passiver regelmæssigt revalueres til gældende valuta- og værdipapirkurser, er ECBs lønsomhed yderst følsom over for udviklingen i valutakurser og – i mindre omfang – renter. Det skyldes hovedsagelig bankens valutareserve i form af amerikanske dollar, japanske yen og guld, som overvejende er placeret i rentebærende instrumenter.

I betragtning af ECBs store risikofølsomhed og den aktuelle størrelse af ECBs revalueringskonti besluttede Styrelsesrådet at hensætte et beløb til dækning af valuta-, rente- og guldprisisici. Pr. 31. december 2005 blev der hensat 992 mio. euro til dette formål, hvorved nettoresultatet blev lig nul.

Hensættelsen skal bruges til at dække realiserede og urealiserede tab, især værdiansættelsestab, som ikke dækkes af revalueringskontiene. Hensættelsens størrelse tages hvert år op til fornyet vurdering.

## 4 RESULTAT

Hvis der ikke var blevet hensat et beløb til dækning af valutakurs-, rente- og guldprisisici, ville ECBs nettooverskud for 2005 have været 992 mio. euro. I 2004 havde ECB et nettounderskud på 1.636 mio. euro.

Underskuddet i 2004 skyldtes primært euroens appreciering. Det førte til nedskrivninger af euroværdien af ECBs beholdning af aktiver denomineret i amerikanske dollar, som blev udgiftsført i resultatopgørelsen. Den gennemsnitlige anskaffelseskurs på aktiver og passiver denomineret i amerikanske dollar i ECBs regnskab blev ligeledes justeret til valutakursen ultimo året.

I 2005 førte euroens depreciering over for den amerikanske dollar og guld til en betydelig stigning i de tilhørende revalueringskonti uden dog samtidig at påvirke resultatopgørelsen. ECB og eurosystemets harmoniserede regnskabspraksis, som er beskrevet i noterne til årsregnskabet, tager hovedsagelig udgangspunkt i forsigtighedsprincippet. Formålet er bl.a. at sikre, at urealiserede gevinster, der er opstået som følge af revalueringen af aktiver og passiver, ikke indtægtsføres i resultatopgørelsen og udloddes som overskud. Omvendt udgiftsføres urealiserede tab, der stammer fra revalueringer, i resultatopgørelsen ved regnskabsårets afslutning.

Stigningen i nettorenteindtægterne i 2005 skyldes hovedsagelig stigende dollarente. Såvel de indenlandske som udenlandske renter var historisk lave i 2004. Nettorenteindtægterne indeholder 868 mio. euro, der udgør indtægterne fra ECBs andel af eurosiddelomløbet.

ECBs samlede administrationsomkostninger inkl. afskrivninger faldt med 7 pct. fra 374 mio. euro i 2004 til 348 mio. euro i 2005. Personaleomkostningerne faldt hovedsagelig på grund af en ændring i den regnskabsmæssige behandling af, hvordan aktuarmæssige nettogevinster/-tab i forbindelse med ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden indregnes. Pensionsomkostningerne var i 2004 væsentlig højere, idet aktuarmæssige nettotab på 23,7 mio. euro blev fuldstændigt indregnet for det år, de vedrørte. Fra og med 2005 skal aktuarmæssige nettogevinster og -tab over en vis størrelse afskrives over den resterende forventede gennemsnitlige ansættelsesperiode for de medarbejdere, der deltager i ordningen.

Faldet i personaleomkostninger blev imidlertid delvist udlignet af den virkning, som en stigning i antallet af medarbejdere havde på de samlede lønninger.

Andre administrationsomkostninger faldt også, hovedsagelig på grund af et fald i honorarudgifter til bl.a. konsulenter.

I 2005 udgjorde løn til medlemmerne af Direktionen i alt 2,1 mio. euro (ligeledes 2,1 mio. euro i 2004).

## **5 INVESTERINGSAKTIVITETER OG RISIKOSTYRING**

ECBs valutareserve består af valutareserveaktiver, der i henhold til bestemmelserne i artikel 30 i ESCB-statutten er overført fra eurosyste-NCBerne 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, den almindelige reservefond og de porteføljeindtægter, der er akkumuleret hidtil. Egenporteføljen fungerer som reservefond til imødegåelse af eventuelle tab.

ECBs investeringsaktiviteter og risikostyring i forbindelse hermed er beskrevet nærmere i kapitel 2.

## **6 ECBs CORPORATE GOVERNANCE**

ECBs corporate governance er beskrevet i kapitel 7.

## **7 MEDARBEJDERE**

Det gennemsnitlige antal medarbejdere i ECB steg fra 1.261 i 2004 til 1.331 i 2005. For nærmere oplysninger henvises til noterne i resultatopgørelsen og kapitel 7, afsnit 2, hvor der også findes en beskrivelse af ECBs personalestrategi.



## BALANCE PR. 31. DECEMBER 2005

AKTIVER	NOTE	2005 €	2004 €
<b>Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>1</b>	<b>10.064.527.857</b>	<b>7.928.308.842</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet</b>	<b>2</b>		
Tilgodehavender hos IMF		170.162.349	163.794.845
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		31.062.557.242	26.938.993.980
		<b>31.232.719.591</b>	<b>27.102.788.825</b>
<b>Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet</b>	<b>2</b>	<b>2.908.815.389</b>	<b>2.552.016.565</b>
<b>Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet</b>	<b>3</b>		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		<b>13.416.711</b>	<b>87.660.507</b>
<b>Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>4</b>	<b>25.000</b>	<b>25.000</b>
<b>Eurosystem-interne tilgodehavender</b>	<b>5</b>		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		45.216.783.810	40.100.852.165
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto		5.147.038.409	3.410.918.324
		<b>50.363.822.219</b>	<b>43.511.770.489</b>
<b>Andre aktiver</b>	<b>6</b>		
Materielle anlægsaktiver		175.237.902	187.318.304
Andre finansielle aktiver		6.888.490.580	6.308.075.905
Periodeafgrænsningsposter		1.091.945.157	770.894.480
Øvrige poster		4.397.807	6.933.022
		<b>8.160.071.446</b>	<b>7.273.221.711</b>
<b>Årets tab</b>		<b>0</b>	<b>1.636.028.702</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>102.743.398.213</b>	<b>90.091.820.641</b>

PASSIVER	NOTE	2005 €	2004 €
Seddelomløb	7	45.216.783.810	40.100.852.165
Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	8	1.050.000.000	1.050.000.000
Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	9	649.304.896	137.462.706
Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet	10	0	4.967.080
Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet Indlån og andre forpligtelser	10	855.933.000	1.254.905.957
Eurosystem-interne forpligtelser Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserveaktiver	11	39.782.265.622	39.782.265.622
Andre forpligtelser Periodeafgrænsningsposter Øvrige poster	12	1.331.685.870 632.012.224 1.963.698.094	1.136.708.542 265.799.279 1.402.507.821
Hensættelser	13	1.027.507.143	52.396.126
Revalueringskonti	14	8.108.628.098	1.921.117.190
Kapital og reserver Kapital Reserver	15	4.089.277.550 0 4.089.277.550	4.089.277.550 296.068.424 4.385.345.974
<b>Passiver i alt</b>		<b>102.743.398.213</b>	<b>90.091.820.641</b>

# RESULTATOPGØRELSE FOR PERIODEN I. JANUAR 2005 TIL 31. DECEMBER 2005

	NOTE	2005 €	2004 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver		889.408.789	422.418.698
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet		868.451.848	733.134.472
Andre renteindtægter		1.794.267.421	1.456.650.188
<i>Renteindtægter</i>		<i>3.552.128.058</i>	<i>2.612.203.358</i>
Forrentning af NCBernes tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-710.160.404	-693.060.433
Andre renteudgifter		-1.572.338.709	-1.229.369.015
<i>Renteudgifter</i>		<i>-2.282.499.113</i>	<i>-1.922.429.448</i>
<b>Nettorenteindtægter</b>	<b>18</b>	<b>1.269.628.945</b>	<b>689.773.910</b>
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	<b>19</b>	149.369.135	136.045.810
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	<b>20</b>	-97.494.081	-2.093.285.109
Hensættelser til dækning af valutakurs- og prisrisici		-992.043.443	0
<b>Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser</b>		<b>-940.168.389</b>	<b>-1.957.239.299</b>
<b>Gebyrer og provisioner, netto</b>	<b>21</b>	<b>-182.373</b>	<b>-261.517</b>
<b>Andre indtægter</b>	<b>22</b>	<b>18.281.961</b>	<b>5.956.577</b>
<b>Nettoindtægter i alt</b>		<b>347.560.144</b>	<b>-1.261.770.329</b>
Personaleomkostninger	<b>23</b>	-153.048.314	-161.192.939
Administrationsomkostninger	<b>24</b>	-158.457.219	-176.287.651
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver		-31.888.637	-33.655.824
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	<b>25</b>	-4.165.974	-3.121.959
<b>Årets resultat</b>		<b>0</b>	<b>-1.636.028.702</b>

Frankfurt am Main, 7. marts 2006

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Jean-Claude Trichet

Formand

# ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS<sup>1</sup>

## REGNSKABETS INDHOLD OG OPSTILLINGSFORM

Den Europæiske Centralbanks (ECBs) årsregnskab er udarbejdet således, at det giver et retvisende billede af ECBs finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper<sup>2</sup>, som Styrelsesrådet anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion.

## REGNSKABSPRINCIPPER

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: økonomisk realitet og gennemsigthed, forsigtighed, gennemgang af begivenheder efter balancedagen, væsentlighed, periodisering, going concern, konsistens og sammenlignelighed.

## REGNSKABSGRUNDLAG

Regnskabet er udarbejdet på basis af anskaffelsesværdi justeret for kurs- og værdireguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskabet på afviklingsdatoen.

## GULD SAMT AKTIVER OG PASSIVER I FREMMED VALUTA

Aktiver og passiver i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende valutakurs. Indtægter og udgifter omregnes til den på transaktionstidspunktet gældende valutakurs. Kursreguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages for hver enkelt valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta revalueres til markedskursen uafhængigt af valutakursreguleringen.

Guld værdiansættes til den gældende markedspris ultimo året. Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revalueringsbeløb baseret på europaprisen pr. ounce finguld, som for regnskabsåret 2005 er afledt af EUR/USD-kursen pr. 30. december 2005.

## VÆRDIPAPIRER

Omsættelige værdipapirer og lignende aktiver værdiansættes til den på balancedagen gældende middeltkurs for de enkelte værdipapirer. For regnskabsåret 2005 er anvendt middeltkurser pr. 30. december 2005. Ikke-omsættelige værdipapirer værdiansættes til anskaffelsesprisen.

## RESULTATFØRING

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår. Realiserede gevinster og tab på salg af fremmed valuta, guld og værdipapirer resultatføres i resultatopgørelsen. Disse realiserede gevinster og tab beregnes på grundlag af aktivets gennemsnitlige anskaffelsespris.

Urealiserede gevinster opgøres ikke som indtægt, men overføres direkte til en revalueringskonto.

Urealiserede tab medtages i resultatopgørelsen, 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 anskaffelsesværdi i overensstemmelse med valutakursen og/eller markedskursen ultimo året.

1 En nærmere gennemgang af den af ECB anvendte regnskabspraksis findes i ECBs styrelsesråds afgørelse af 5. december 2002 (ECB/2002/11), EUT L 58 af 3.3.2003, s.38-59.

2 Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statuten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i eurosystemet.

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 ECB har fået stillet kontant sikkerhed i hele forretningens løbetid. I 2005 modtog ECB ingen sikkerhed af denne type.

#### **IKKE-BALANCEFØRTE POSTER**

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutaswaps samt andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på et tidspunkt i fremtiden, indregnes i nettovalutapositionen ved beregning af valutagevinster og -tab. Renteinstrumenter revalueres post for post. Udestående rentefuturespositioner registreres uden for balancen. Daglige marginændringer indregnes i resultatopgørelsen.

#### **BEGIVENHEDER EFTER BALANCEDAGEN**

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for Styrelsesrådets godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen væsentligt.

#### **ESCB-INTERNE MELLEMVÆRENDER/ EUROSYSTEM-INTERNE MELLEMVÆRENDER**

ESCB-interne transaktioner er grænseoverskridende transaktioner mellem to centralbanker i EU. Disse transaktioner gennemføres hovedsagelig via Target – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (se kapitel 2) – og medfører mellemværender mellem de centralbanker i EU, der er tilsluttet Target. Disse bilaterale mellemværender fornyes dagligt over for ECB, således at hver NCB kun har én bilateral nettoposition over for ECB. Denne position udgør i ECBs regnskab den enkelte NCBs nettotilgodehavende eller -forpligtelse over for resten af ESCB.

De ESCB-interne mellemværender, som NCB-erne i euroområdet har med ECB (undtagen ECBs kapital og positioner, der er resultatet af overførslen af valutareserveaktiver til ECB), betegnes eurosystem-interne tilgodehavender eller forpligtelser og opføres i balancen for ECB som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost.

ESCB-interne mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet, opføres som et samlet nettoaktiv i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet" (se "Seddelomløb" nedenfor).

De ESCB-interne mellemværender, som NCB-erne uden for euroområdet (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank og Bank of England) har med ECB, indregnes i posten "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet".

#### **ANLÆGSAKTIVER**

Anlægsaktiver, med undtagelse af grunde, værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde værdiansættes til anskaffel-

sesprisen. Aktiver afskrives lineært over den forventede økonomiske levetid, 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	
Aktiverede bygninger og ombygninger	25 år	
Anlægsaktiver med en anskaffelsespris under 10.000 euro		Straksafskrives

Afskrivningsperioden for aktiverede bygninger og ombygninger i forbindelse med ECBs nuværende lokaler er blevet afkortet for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet, inden ECB flytter til sit nye hovedsæde.

### ECB's 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. ECB har med virkning fra 1. januar 2005 ændret regnskabspraksis. Nedenfor er betydningen for årsregnskabet beskrevet.

#### Balance

I balancen opgøres den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse nu som summen af nutidsværdien af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse på balancedagen *fratrukket* dagsværdien af ordningens aktiver, som skal anvendes til at finansiere forpligtelserne, justeret for ikke-indregnede aktuariemæssige 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 pengestrømme. Som diskonterings-sats benyttes renten på meget sikre virksomhedsobligationer i euro med samme løbetid som pensionsforpligtelsen.

Aktuariemæssige gevinster og tab kan skyldes erfaringsbaserede reguleringer (forskellen mellem faktiske begivenheder og tidligere aktuariemæssige forudsætninger) og ændringer i aktuariemæssige forudsætninger.

Indtil 2005 oplyste ECB den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse og dagsværdien på balancedagen af ordningens aktiver adskilt (bruttoværdi). Desuden blev alle aktuariemæssige gevinster og tab indregnet i resultatopgørelsen for det regnskabsår, de vedrørte. Derfor er sammenligningstallene for 2004 blevet omklassificeret, så de er i overensstemmelse med den ændrede regnskabspraksis. Eftersom alle aktuariemæssige gevinster og tab tidligere blev indregnet i deres helhed i det regnskabsår, de vedrørte, har det ikke været nødvendigt at foretage regulering vedrørende tidligere regnskabsår i resultatopgørelsen.

#### Resultatopgørelse

I resultatopgørelsen indregnes nu nettoværdien af følgende komponenter:

- løbende pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår
- renteudgift på den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse baseret på diskonterings-satsen
- forventet afkast af ordningens aktiver
- aktuariemæssige gevinster og tab indregnet i resultatopgørelsen ved hjælp af korridormetoden.

#### Korridormetoden

Ikke-indregnede akkumulerede aktuariemæssige 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 direktionsmedlemmerne og øvrige ydelser efter fratreden*

Direktionsmedlemmernes pensionsordning og invaliditetsydelser 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 12 NCBer i euroområdet, som tilsammen udgør eurosystemet, udsteder eurosedler.<sup>3</sup> Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned i henhold til seddelfordelingsnøglen<sup>4</sup>.

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som indregnes i posten "Seddellomløb". ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos NCBerne. Disse tilgodehavender, der er rentebærende,<sup>5</sup> indregnes i delposten "Eurosystem-interne tilgodehavender: Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet" (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" ovenfor). Renteindtægterne af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter". Styrelsesrådet besluttede i 2002, at disse indtægter skulle fordeles separat til NCBerne i form af en foreløbig fordeling efter udgangen af hvert kvartal.<sup>6</sup> Indtægterne fordeles fuldt ud, medmindre ECBs nettooverskud for året er mindre end ECBs indtægter fra euroseddellomløbet, også selv om Styrelsesrådet skulle beslutte at foretage hensættelser til dækning af valutakurs, rente- og guldprisrisici. Fordelingen er underlagt enhver beslutning, som Styrelsesrådet måtte træffe om at nedsætte beløbet som følge af omkostninger, som ECB måtte have afholdt i forbindelse med udstedelse og håndtering af eurosedler.

### **ANDRE FORHOLD**

Under hensyntagen til ECBs rolle som centralbank finder Direktionen, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugere yderligere relevante oplysninger.

I henhold til artikel 27 i ESCB-statutten og efter indstilling fra Styrelsesrådet har EU-Rådet godkendt udnævnelsen af KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft som ECBs eksterne revisor for en femårig periode til og med regnskabsåret 2007.

3 ECBs afgørelse af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler (ECB/2001/15), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 52-54, med senere ændringer.

4 "Seddelfordelingsnøglen" vil sige de procentsatser, som fås ved at medtage ECBs andel af summen af udstedte eurosedler og anvende kapitalindskudsnøglen på NCBernes andel i den nævnte sum.

5 ECBs afgørelse af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002 (ECB/2001/16), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 55-61, med senere ændringer.

6 ECBs afgørelse af 21. november 2002 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater (ECB/2002/9), EFT L 323 af 28.11.2002, s. 49-50. Denne afgørelse blev ophævet ved ECBs afgørelse ECB/2005/11, EUT L 311 af 26.11.2005, s. 41, som trådte i kraft 18. november 2005. Fra og med 2006 fordeles disse indtægter kun ultimo året.

# NOTER TIL BALANCEN

## I GULD OG TILGODEHAVENDER I GULD

ECB havde pr. 31. december 2005 en beholdning på 23,1 mio. ounces finguld (mod 24,7 mio. ounces i 2004). Faldet skyldes salg af guld i overensstemmelse med centralbankaftalen om guld af 27. september 2004, som ECB har underskrevet. Stigningen i guldbeholdningens samlede værdi i forhold til ultimo 2004 skyldes, at prisen på guld steg betydeligt i løbet af 2005 (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

<i>Tilgodehavender hos residerer uden for euroområdet</i>	2005 €	2004 €	Udvikling €
Anfordringskonti	5.149.756.962	2.682.171.017	2.467.585.945
Pengemarkedsindskud	1.182.580.317	848.227.002	334.353.315
Omvendte genkøbsforretninger	1.306.216.228	2.408.046.989	-1.101.830.761
Værdipapirer	23.424.003.735	21.000.548.972	2.423.454.763
I alt	31.062.557.242	26.938.993.980	4.123.563.262

## 2 TILGODEHAVENDER I FREMMED VALUTA HOS RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET

### *Tilgodehavender hos IMF*

I denne post indregnes ECBs beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2005. 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 (amerikanske dollar, britiske pund, euro og japanske yen). SDR behandles i regnskabet som fremmed valuta (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

<i>Tilgodehavender hos residerer i euroområdet</i>	2005 €	2004 €	Udvikling €
Anfordringskonti	25.019	26.506	-1.487
Pengemarkedsindskud	2.908.790.370	2.547.022.979	361.767.391
Omvendte genkøbsforretninger	0	4.967.080	-4.967.080
I alt	2.908.815.389	2.552.016.565	356.798.824

Stigningen i disse positioner i 2005 skyldes hovedsagelig revalueringen af ECBs aktiver i amerikanske dollar ultimo året (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

### *Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver*

### *Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerer i euroområdet*

I denne post indregnes tilgodehavender hos banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen.

## 3 TILGODEHAVENDER I EURO HOS RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2005 bestod disse tilgodehavender af bankindskud hos residerer uden for euroområdet.

## 4 ANDRE TILGODEHAVENDER I EURO HOS KREDITINSTITUTTER I EUROOMRÅDET

Pr. 31. december 2005 bestod disse tilgodehavender af et bankindskud hos en resident i euroområdet.



## 5 EUROSISTEM-INTERNE TILGODEHAVENDER

### *Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet*

I denne post indregnes ECBs tilgodehavender hos NCBERne i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

### *Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto*

Denne post omfatter de Target-tilgodehavender, som NCBERne i euroområdet har hos ECB, samt udestående beløb i forbindelse med de foreløbige fordelinger af ECBs indtægter fra seddelomløbet. Pr. 31. december 2005 var udeståendet hos euroområdets NCBER vedrørende indtægter fra seddelomløbet 634 mio. euro (mod 536 mio. euro i 2004). Det svarer til de foreløbige fordelinger af indtægterne til euroområdets NCBER i årets tre første kvartaler. Disse fordelinger er efterfølgende blevet kaldt tilbage (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis og note 18 "Nettorenteindtægter").

	2005 €	2004 €
Target-tilgodehavender hos euroområdets NCBER	75.906.443.905	64.024.554.579
Target-forpligtelser over for euroområdets NCBER	-71.393.877.603	-61.149.859.140
Target-stilling, netto	4.512.566.302	2.874.695.439
Tilgodehavender hos/forpligtelser over for euroområdets NCBER i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECBs indtægter fra seddelomløbet	634.472.107	536.222.885
Andre tilgodehavender i eurosystemet, netto	5.147.038.409	3.410.918.324

## 6 ANDRE AKTIVER

### *Materielle anlægsaktiver*

Pr. 31. december 2005 bestod disse aktiver af følgende hovedposter:

	Resultatført nettoværdi pr. 31.12.2005 €	Resultatført nettoværdi pr. 31.12.2004 €	Udvikling €
Grunde og bygninger	128.986.932	135.997.016	-7.010.084
Computerhardware og -software	30.751.165	43.089.388	-12.338.223
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	2.929.688	3.809.292	-879.604
Anlægsaktiver under udførelse	11.576.491	3.215.050	8.361.441
Øvrige anlægsaktiver	993.626	1.207.558	-213.932
I alt	175.237.902	187.318.304	-12.080.402

Faldet i denne post i forhold til 2004 skyldes først og fremmest, at der ikke var større tilgange i delposterne "Grunde og bygninger" og "Computerhardware og -software" i 2005.

Stigningen i delposten "Anlægsaktiver under udførelse" vedrører hovedsagelig ECBs nye bygning. Overførsler fra denne post til den relevante anlægsaktivpost gennemføres, når aktiverne tages i brug.

### *Andre finansielle aktiver*

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

	2005 €	2004 €	Udvikling €
Værdipapirer i euro	5.710.256.343	5.399.222.333	311.034.010
Omvendte genkøbsforretninger i euro	1.136.043.600	869.977.933	266.065.667
Andre finansielle aktiver	42.190.637	38.875.639	3.314.998
I alt	6.888.490.580	6.308.075.905	580.414.675

a) ECBs egenkapital er investeret i værdipapirer i euro og omvendte genkøbsforretninger i euro (se også note 12 "Andre forpligtelser").

b) Ved udgangen af 2004 blev investeringsporteføljen vedrørende ECBs pensionsordning, som beløber sig til 120,2 mio. euro, indregnet i denne post. De er nu blevet omklassificeret som en del af pensionsforpligtelsen (netto)

under "Andre forpligtelser" (se "ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden" under anvendt regnskabspraksis").

- c) I 2005 erhvervede ECB yderligere 211 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS). Hermed har ECB i alt 3.211 andele, som indregnes til anskaffelsesprisen på 41,8 mio. euro.

#### *Periodeafgrænsningsposter*

I 2005 blev der i denne post indregnet påløbne renter af ECBs tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler inden for eurosyste-  
met for årets sidste kvartal (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

Denne post indeholder også påløbne renter på værdipapirer og andre finansielle aktiver.

#### *Øvrige poster*

Posten indeholder et tilgodehavende hos det tyske finansministerium vedrørende refundering af moms og andre indirekte skatter. Sådanne afgifter refunderes i henhold til artikel 3 i protokollen om Det Europæiske Fællesskabs privilegier og immuniteter, som ifølge artikel 40 i ESCB-statutten også gælder for ECB.

## **7 SEDDELOMLØB**

I denne post indregnes ECBs andel af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

## **8 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR ANDRE RESIDENTER I EUROOMRÅDET**

Denne post omfatter indskud, som medlemmer af Euro Banking Association (EBA) har stillet som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger afviklet i Target-systemet.

## **9 FORPLIGTELSE I EURO OVER FOR RESIDENTER UDEN FOR EUROOMRÅDET**

Disse forpligtelser består hovedsagelig af mellemværender med NCBerne uden for euroområdet som følge af transaktioner i Target-systemet (se "ESCB-interne mellemværender/eurosystem-interne mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

## **10 FORPLIGTELSE I FREMMED VALUTA OVER FOR RESIDENTER I OG UDEN FOR EUROOMRÅDET**

Disse forpligtelser består af genkøbsforretninger med resider i og uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserve.

<i>Forpligtelser over for resider i euroområdet</i>	2005 €	2004 €	Udvikling €
Genkøbsforretninger	0	4.967.080	-4.967.080

<i>Forpligtelser over for resider uden for euroområdet</i>	2005 €	2004 €	Udvikling €
Genkøbsforretninger	855.933.000	1.254.905.957	-398.972.957

## **11 EUROSISTEM-INTERNE FORPLIGTELSE**

I denne post indregnes de forpligtelser over for NCBerne i euroområdet, som opstod i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB, da NCBerne kom med i eurosyste-  
met. I 2004 blev disse mellemværender justeret to gange for at afspejle a) den 5-årige justering af ECBs fordelingsnøgle, der fandt sted den 1. januar 2004, og b) tiltrædelsen af ti nye medlemslande den 1. maj 2004, som også ændrede vægtene for ECBs fordelingsnøgle. Samlet set betød det, at disse mellemværender faldt fra 40,5 mia. euro til 39,8 mia. euro. Der blev ikke foretaget yderligere justeringer i 2005.

Mellemværenderne forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved eurosystemets primære markedsoperationer, korrigeret så der tages højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 18 "Nettorenteindtægter").

	Fordelings- nøgle Pct.	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Bank of Greece	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
<b>I alt</b>	<b>71,4908</b>	<b>39.782.265.622</b>

## 12 ANDRE FORPLIGTELSE

I denne post indregnes hovedsagelig skyldige renter til NCBERne på deres tilgodehavender vedrørende overførte valutareserveaktiver (se note 11 "Eurosystem-interne forpligtelser"). Posten indeholder desuden a) andre periodeafgrænsningsposter og udestående genkøbsforretninger til en værdi af 556 mio. euro vedrørende forvaltningen af ECBs egenkapital (se note 6 "Andre aktiver") og b) ECBs nettoforpligtelse vedrørende pensionsordningen.

### *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):

	2005 i mio. €	2004 i mio. €
Pensionsforpligtelsens nutidsværdi	223,5	178,5
Dagsværdi af ordningens aktiver	-161,2	-120,2
Ikke-indregnede aktuarmæssige gevinster/tab	6,5	0
Forpligtelse indregnet i balancen	68,8	58,3

I forpligtelsens nutidsværdi medregnes uafdækkede forpligtelser på 30,4 mio. euro (mod 23,0 mio. euro i 2004) i forbindelse med direktionsmedlemmernes pensionsordning og hensættelser til dækning af medarbejdernes invaliditetsydelser.

De beløb, der er indregnet i resultatopgørelsen for 2005, og de, der i 2004 ville have været indregnet i delposterne "Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår", "Renteudgift" og "Forventet afkast af ordningens aktiver", er således:

	2005 i mio. €	2004 i mio. €
Pensionsomkostninger vedrørende det aktuelle regnskabsår	24,6	17,6
Renteudgift	6,2	4,8
Forventet afkast af ordningens aktiver	-5,2	-4,2
Aktuarmæssig nettogevinst/ nettotab indregnet for året	0	23,7
I alt medregnet i "Personaleomkostninger"	25,6	41,9

Ændringer i nutidsværdien af den ydelsesbaserede forpligtelse er således:

	2005 i mio. €	2004 i mio. €
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 1. januar	178,5	123,4
Pensionsomkostninger	24,6	17,6
Renteudgift	6,2	4,8
Deltagernes bidrag	9,3	8,4
Andre nettoændringer i forpligtelser, der repræsenterer deltagerne i ordningens bidrag	6,1	1,8
Betalte ydelser	-2,2	-1,0
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	1,0	23,5
Forpligtelsens nutidsværdi pr. 31. december	223,5	178,5

Ændringer i dagsværdien af ordningens aktiver er således:

	2005 i mio. €	2004 i mio. €
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 1. januar	120,2	91,8
Forventet afkast af ordningens aktiver	5,2	4,2
Aktuarmæssige gevinster/tab af ordningens aktiver	7,5	-0,2
Arbejdsgiverens bidrag	14,7	14,6
Deltagernes bidrag	9,3	8,4
Betalte ydelser	-1,8	-0,4
Andre nettoændringer i aktiver, der repræsenterer deltagerne bidrag	6,1	1,8
Dagsværdi af pensionsordningens aktiver pr. 31. december	161,2	120,2

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.

	2005	2004
Diskonteringsats	4,10 pct.	4,50 pct.
Forventet afkast af ordningens aktiver	6,00 pct.	6,00 pct.
Fremtidige lønforhøjelser	2,00 pct.	3,75 pct.
Fremtidige pensionsforpligtelser	2,00 pct.	2,25 pct.

### 13 HENSÆTTELSER

I betragtning af ECBs omfattende følsomhed over for udviklingen i valutakurser, renter og guldpris samt størrelsen af bankens revalueringskonti fandt Styrelsesrådet det passende at foretage en hensættelse til at imødegå denne risikoeksponering. Pr. 31. december 2005 blev der hensat 992 mio. euro til dette formål, hvorved nettoresultatet blev lig nul.

Hensættelsen skal 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 de fremtidige valutakurs-, rente- og guldprisisici. Vurderingen er baseret på alment anerkendte metoder til estimering af finansielle risici.

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 sin nye bygning, samt andre hensættelser indregnes i denne post.

## 14 REVALUERINGSKONTI

Disse konti repræsenterer revalueringsreserver som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver.

	2005 €	2004 €	Udvikling €
Guld	4.362.459.301	1.853.957.106	2.508.502.195
Valuta	3.737.934.137	0	3.737.934.137
Værdipapirer	8.234.660	67.160.084	-58.925.424
I alt	8.108.628.098	1.921.117.190	6.187.510.908

Følgende valutakurser blev anvendt ved revalueringen ultimo året:

Valutakurser	2005	2004
Amerikanske dollar pr. euro	1,1797	1,3621
Japanske yen pr. euro	138,90	139,65
Euro pr. SDR	1,2099	1,1396
Euro pr. ounce finguld	434,856	321,562

## 15 KAPITAL OG RESERVER

### Kapital

ECBs tegnede kapital er 5,565 mia. euro. Den indbetalte kapital beløber sig til 4,089 mia. euro. NCBERne i euroområdet har betalt deres andel af kapitalen fuldt ud. De 3,978 mia. euro (uændret i 2005) er fordelt som følger:<sup>7</sup>

	Fordelings- nøgle Pct.	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Bank of Greece	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
<b>I alt</b>	<b>71,4908</b>	<b>3.978.226.562</b>

De 13 NCBER uden for euroområdet skal indbetale en minimumsprocentdel af deres andel i den tegnede kapital som bidrag til ECBs driftsudgifter. I 2004 blev denne procentdel hævet fra 5 pct. til 7 pct. Ultimo 2004 udgjorde det indbetalte beløb fra NCBERne uden for euroområdet inkl. de nye NCBER i alt 111.050.988 euro. Der var ingen ændringer i 2005. I modsætning til NCBERne i euroområdet er NCBERne uden for euroområdet ikke berettigede til en andel af ECBs overskud, herunder af indtægterne fra fordelingen af euro-sedler inden for eurosystemet, ligesom de heller ikke bidrager til dækningen af eventuelle tab i ECB.

NCBERne uden for euroområdet har indbetalt følgende beløb:

<sup>7</sup> De enkelte beløb er afrundet til nærmeste euro. På grund af afrunding stemmer totalerne i tabellen ikke nødvendigvis overens.

	Fordelings- nøgler Pct.	€
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Bank Centrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
<b>I alt</b>	<b>28,5092</b>	<b>111.050.988</b>

Rentefutures i fremmed valuta	Kontraktværdi €
Erhvervet	5.021.586.677
Afhændet	100.873.103

## IKKE-BALANCEFØRTE POSTER

### 16 AUTOMATISK VÆRDIPAPIRUDLÅN

Som led i forvaltningen af ECBs egenkapital har ECB indgået en aftale om automatisk værdipapirudlån, hvorved en udpeget agent på ECBs vegne foretager værdipapirudlånstransaktioner med en række modparter, der af ECB er godkendt som modparter. I henhold til denne aftale var der pr. 31. december 2005 udestående tilbageførselsforretninger til en værdi af 0,9 mia. euro (mod 1 mia. euro i 2004) (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

### 17 RENTE FUTURES

I 2005 blev rentefutures i fremmed valuta anvendt som led i forvaltningen af ECBs valutareserve. Pr. 31. december 2005 var følgende transaktioner udestående:

## NOTER TIL RESULTATOPGØRELSEN

### 18 NETTORENTEINDTÆGTER

#### *Renteindtægt fra valutareserveaktiver*

I denne post indregnes renteindtægter og netto-renteudgifter på tilgodehavender og gæld i fremmed valuta.

	2005 €	2004 €	Udvikling €
Renteindtægter fra anfordringskonti	7.519.063	3.744.188	3.774.875
Indtægter fra penge-markedsindsud	124.214.410	49.854.512	74.359.898
Omvendte genkøbsforretninger	153.568.329	63.759.141	89.809.188
Indtægter på værdipapirer, netto	641.956.243	317.073.827	324.882.416
<b>Renteindtægt fra valutareserveaktiver i alt</b>	<b>927.258.045</b>	<b>434.431.668</b>	<b>492.826.377</b>
Renteudgifter på anfordringskonti	-221.697	-32.020	-189.677
Genkøbsforretninger	-37.562.595	-11.947.990	-25.614.605
Andre renteudgifter, netto	-64.964	-32.960	-32.004
<b>Renteindtægt fra valutareserveaktiver, netto</b>	<b>889.408.789</b>	<b>422.418.698</b>	<b>466.990.091</b>

Renteindtægterne steg betydeligt i 2005 som følge af stigende renter på aktiver i amerikanske dollar.

#### *Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler inden for eurosystemet*

I denne post indregnes renteindtægter i forbindelse med ECBs 8 pct. andel af den samlede udstedelse af eurosedler. ECBs tilgodehavende svarende til andelen af seddelomløbet forrentes med den senest foreliggende marginale rente ved eurosystemets primære markedsoperationer. Indtægterne fordeles til NCBerne i henhold til fordelingsnøglen, som er beskrevet under "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis.

På baggrund af ECBs forventede resultat for 2005 besluttede Styrelsesrådet i december 2005:

- at tilbagekalde de tre foreløbige kvartalsvise fordelinger, der allerede var udbetalt til NCBerne i løbet af året, og som i alt udgjorde 634 mio. euro

- at tilbageholde årets sidste foreløbige kvartalsvise fordeling på 234 mio. euro.

#### *Forrentning af NCBernes tilgodehavende vedrørende overførte valutareserveaktiver*

I denne post indregnes renter udbetalt til NCBerne i euroområdet på deres tilgodehavender hos ECB vedrørende de valutareserveaktiver, der er blevet overført i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten.

#### *Andre renteindtægter og Andre renteudgifter*

Disse poster omfatter renteindtægter på 1,6 mia. euro (mod 1,2 mia. euro i 2004) og renteudgifter på 1,5 mia. euro (mod 1,1 mia. euro i 2004), der hidrører fra mellemværender i Target. Renteindtægter og -udgifter, der hidrører fra andre aktiver og passiver i euro, er også opført her.

### 19 REALISEREDE GEVINSTER/TAB PÅ FINANSIELLE OPERATIONER

I 2005 fordelte de realiserede nettogevinster på finansielle operationer sig som følger:

	2005 €	2004 €	Udvikling €
Realiserede børskursgevinster på værdipapirer, netto	14.854.774	94.643.135	-79.788.361
Realiserede guldpris- og valutakursgevinster/-tab, netto	134.514.361	41.402.675	93.111.686
Realiserede gevinster på finansielle operationer	149.369.135	136.045.810	13.323.325

## 20 NEDSKRIVNINGER AF FINANSIELLE AKTIVER OG POSITIONER

	2005 €	2004 €	Udvikling €
Urealiserede børskurstab på værdipapirer	-97.487.772	-28.485.006	-69.002.766
Urealiserede valutakurstab	-6.309	-2.064.800.103	2.064.793.794
I alt	-97.494.081	-2.093.285.109	1.995.791.028

Den negative kursregulering kan primært henføres til børskursreguleringen af ECBs beholdning af amerikanske dollar ultimo året.

## 21 GEBYRER OG PROVISIONER, NETTO

	2005 €	2004 €	Udvikling €
Indtægt fra gebyrer og provisioner	473.432	297.964	175.468
Udgift til gebyrer og provisioner	-655.805	-559.481	-96.324
Gebyrer og provisioner, netto	-182.373	-261.517	79.144

Indtægter, der indregnes i denne post, består primært af de strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene. Udgifterne består primært af gebyrer på anfordringskonti og udgifter forbundet med gennemførelsen af rentefutures i fremmed valuta (se note 17 "Rentefutures").

## 22 ANDRE INDTÆGTER

Årets øvrige indtægter stammer hovedsagelig fra tilbageførslen af tidligere års administrative hensættelser til resultatopgørelsen. Ændringer i ECBs lejekontrakt betød således, at hensættelsen til sikring af ECBs kontraktlige forpligtelse til at føre de lejede lokaler tilbage til deres oprindelige stand, når de forlades, blev revurderet og efterfølgende nedsat, hvilket førte til en stigning i denne post.

## 23 PERSONALEOMKOSTNINGER

Denne post indeholder udgifter til lønninger mv. og personaleforsikringer på 126,9 mio. euro (mod 120,0 mio. euro i 2004). Løn til medlemmerne af Direktionen udgjorde i alt 2,1 mio. euro (ligeledes 2,1 mio. euro i 2004). I 2005 udgjorde udbetalte fratrædelsesydelser til afgåede direktionsmedlemmer og pensionsydelser udbetalt til tidligere direktionsmedlemmer eller deres pårørende i alt 0,4 mio. euro (mod 0,5 mio. euro i 2004).

Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EUs institutioner.

I denne post indgår ligeledes et beløb på 25,6 mio. euro (mod 41,9 mio. euro i 2004) vedrørende ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden (se note 12 "Andre forpligtelser").

Faldet i posten "Personaleomkostninger" skyldes hovedsagelig en ændring i den regnskabsmæssige behandling af, hvordan aktuariemæssige nettogevinster/-tab i forbindelse med ECBs pensionsordning og øvrige ydelser efter fratræden indregnes. Pensionsomkostningerne var i 2004 væsentlig højere, idet aktuariemæssige nettotab på 23,7 mio. euro blev fuldstændigt indregnet for det år, de vedrørte. Da korridormetoden nu anvendes, blev der ikke indregnet nogen aktuariemæssige gevinster/tab i resultatopgørelsen i 2005 (se note 12 "Andre forpligtelser").



Ved udgangen af 2005 beskæftigede ECB 1.351 medarbejdere, hvoraf 131 sad i ledende stillinger. Ændringer i antal medarbejdere i løbet af 2005:

	2005	2004
Antal medarbejdere pr. 1. januar	1.309	1.213
Ansættelser	82	137
Fratrædelser	40	41
Antal medarbejdere pr. 31. december	1.351	1.309
Gennemsnitligt antal medarbejdere	1.331	1.261

## 24 ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger såsom husleje, vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarudgifter til konsulenter og andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

## 25 TJENESTEYDELSER I FORBINDELSE MED SEDDELPRODUKTION

Disse udgifter vedrører udgifter til transport af eurosedler mellem NCBERne, 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 2005.

### INDTÆGT FRA ECBs ANDEL AF DET SAMLEDE SEDDELOMLØB

For 2004 besluttede Styrelsesrådet at tilbageholde 733 mio. euro svarende til indtægten fra ECBs andel af det samlede seddelomløb for at sikre, at den samlede resultatfordeling for året ikke oversteg ECBs nettooverskud for året. Tilsvarende er det for 2005 blevet besluttet at tilbageholde 868 mio. euro. Begge beløb svarer til hele indtægten fra ECBs andel af det samlede seddelomløb i de pågældende år.

### FORDELING AF OVERSKUD/DÆKNING AF TAB

I henhold til artikel 33 i ESCB-statutten 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 andel i den indskudte kapital.

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 NCberne i overensstemmelse med statutens artikel 32.5.<sup>1</sup>

Der blev for 2005 hensat 992 mio. euro til dækning af valuta-, rente- og guldprisrisici, hvorved nettoresultatet blev lig nul. Følgelig er der hverken overført et beløb til den almindelige reservefond eller fordelt overskud til indehaverne af kapitalandele i ECB. Det har heller ikke været nødvendigt at udligne et tab.

Behandlingen af ECBs nettooverskud og -tab for 2004 og 2005 kan opsummeres således:

	2005 €	2004 €
Årets resultat	0	-1.636.028.702
Overført fra den almindelige reservefond	0	296.068.424
Overført fra de sammenlagte monetære indtægter	0	1.339.960.278
I alt	0	0

<sup>1</sup> I henhold til artikel 32.5 i ESCB-statutten fordeles summen af NCbernes monetære indtægter mellem dem indbyrdes i forhold til deres indbetalte andele af ECB kapital.

## Auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

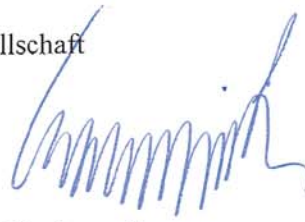
In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter  
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer  
Wirtschaftsprüfer

**Dette er en vejledende oversættelse af revisionspåtegningen.  
Kun den engelske udgave med KPMGs underskrift er autentisk.**

## **Revisionspåtegning**

Formanden og Styrelsesrådet  
for Den Europæiske Centralbank

Frankfurt am Main

Vi har revideret Den Europæiske Centralbanks årsregnskab for regnskabsåret afsluttet den 31. december 2005. Den Europæiske Centralbanks Direktion har ansvaret for årsregnskabet. Vort ansvar er på grundlag af vor revision at komme med en konklusion om årsregnskabet.

Vi har tilrettelagt og udført vor revision i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi tilrettelægger og udfører revisionen med henblik på at opnå en begrundet overbevisning om, at regnskabet er uden væsentlige fejl og mangler. Revisionen omfatter stikprøvevis undersøgelse af information, der understøtter de i årsregnskabet anførte beløb og oplysninger. Revisionen omfatter endvidere stillingtagen til den af ledelsen anvendte regnskabspraksis og til de væsentlige skøn, som ledelsen har udøvet, samt vurdering af den samlede præsentation af regnskabet. Det er vor opfattelse, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vor konklusion.

Det er vor opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2005 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2005 i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, som er beskrevet under anvendt regnskabspraksis.

Frankfurt am Main, 7. marts 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

## 5 EUROSISTEMETS KONSOLIDEREDE BALANCE PR. 31. DECEMBER 2005

(MILLIONER EURO)

AKTIVER	31.12.2005	31.12.2004
<b>1 Guld og tilgodehavender i guld</b>	<b>163.881</b>	<b>125.730</b>
<b>2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter uden for euroområdet</b>	<b>154.140</b>	<b>153.856</b>
2.1 Tilgodehavender hos IMF	16.391	23.948
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	137.749	129.908
<b>3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet</b>	<b>23.693</b>	<b>16.974</b>
<b>4 Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet</b>	<b>9.185</b>	<b>6.849</b>
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	9.185	6.849
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
<b>5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>405.966</b>	<b>345.112</b>
5.1 Primære markedsoperationer	315.000	270.000
5.2 Langfristede markedsoperationer	90.017	75.000
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	949	109
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	0	3
<b>6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>3.636</b>	<b>3.763</b>
<b>7 Værdipapirer i euro fra residenter i euroområdet</b>	<b>92.367</b>	<b>70.244</b>
<b>8 Den offentlige gæld i euro</b>	<b>40.113</b>	<b>41.317</b>
<b>9 Andre aktiver</b>	<b>145.635</b>	<b>120.479</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.038.616</b>	<b>884.324</b>

Evt. uoverensstemmelse i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

## PASSIVER

31.12.2005

31.12.2004

<b>1 Seddelomløb</b>	<b>565.216</b>	<b>501.256</b>
<b>2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer</b>	<b>155.535</b>	<b>138.735</b>
2.1 Anfordringskonti (dækker reservekravssystemet)	155.283	138.624
2.2 Indlånsfacilitet	252	106
2.3 Indskud med fast løbetid	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	0	5
<b>3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet</b>	<b>207</b>	<b>126</b>
<b>4 Udstedte gældsbeviser</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet</b>	<b>41.762</b>	<b>42.187</b>
5.1 Offentlig forvaltning og service	34.189	35.968
5.2 Andre forpligtelser	7.573	6.219
<b>6 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet</b>	<b>13.224</b>	<b>10.912</b>
<b>7 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i euroområdet</b>	<b>366</b>	<b>247</b>
<b>8 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider uden for euroområdet</b>	<b>8.405</b>	<b>10.679</b>
8.1 Indlån og andre forpligtelser	8.405	10.679
8.2 Forpligtelser i forbindelse med kreditfaciliteten under ERM2	0	0
<b>9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF</b>	<b>5.920</b>	<b>5.573</b>
<b>10 Andre forpligtelser</b>	<b>67.325</b>	<b>51.791</b>
<b>11 Revalueringskonti</b>	<b>119.094</b>	<b>64.581</b>
<b>12 Kapital og reserver</b>	<b>61.562</b>	<b>58.237</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.038.616</b>	<b>884.324</b>



# BILAG



## RETLIGE INSTRUMENTER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2005 og begyndelsen af 2006 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/2005/1	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. januar 2005 om ændring af retningslinje ECB/2001/3 om et Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express transfer-system Target	EUT L 30, 3.2.2005, s. 21
ECB/2005/2	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 3. februar 2005 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 111, 2.5.2005, s. 1
ECB/2005/3	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 11. februar 2005 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Banco de Portugal	EUT C 50, 26.2.2005, s. 6
ECB/2005/4	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 15. februar 2005 om ændring af retningslinje ECB/2003/2 om visse krav fra Den Europæiske Centralbank til statistiske indberetninger samt procedurerne for de nationale centralbankers indberetning af statistisk information på det penge- og bankstatistiske område	EUT L 109, 29.4.2005, s. 6
ECB/2005/5	Den Europæiske Centralbanks retningslinje 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 109, 29.4.2005, s. 81
ECB/2005/6	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 11. marts 2005 om ændring af retningslinje ECB/2000/1 om de nationale centralbankers forvaltning af Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver og om den juridiske dokumentation for transaktioner vedrørende Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver	EUT L 109, 29.4.2005, s. 107
ECB/2005/7	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 7. april 2005 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Bank of Greece	EUT C 91, 15.4.2005, s. 4

Nummer	Titel	EUT-henvisning
ECB/2005/8	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 7. april 2005 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	EUT C 91, 15.4.2005, s. 5
ECB/2005/9	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 20. maj 2005 til Rådet for Den Europæiske Union om eksterne revisorer for De Nederlandsche Bank	EUT C 151, 22.6.2005, s. 29
ECB/2005/10	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 26. oktober 2005 til Rådet for Den Europæiske Union om de eksterne revisorer i Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	EUT C 277, 10.11.2005, s. 30
ECB/2005/11	Den Europæiske Centralbanks afgørelse 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
ECB/2005/12	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 17. november 2005 om ændring af afgørelse ECB/2002/11 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab	EUT L 311, 26.11.2005, s. 43
ECB/2005/13	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 17. november 2005 om ændring af retningslinje ECB/2002/7 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for kvartalsvise finansielle sektorkonti	EUT L 30, 2.2.2006, s. 1
ECB/2005/14	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 9. december 2005 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2006	EUT L 333, 20.12.2005, s. 55
ECB/2005/15	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 15. december 2005 om ændring af retningslinje ECB/2000/1 om de nationale centralbankers forvaltning af Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver og om den juridiske dokumentation for transaktioner vedrørende Den Europæiske Centralbanks valutareserveaktiver	EUT L 345, 28.12.2005, s. 33
ECB/2005/16	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 30. december 2005 om Target-systemet (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer)	EUT L 18, 23.1.2006, s. 1

<b>Nummer</b>	<b>Titel</b>	<b>EUT-henvisning</b>
ECB/2005/17	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 30. december 2005 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EUT L 30, 2.2.2006, s. 26

## UDTALELSER VEDTAGET AF DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Denne oversigt indeholder de udtagelser, som blev vedtaget af ECB i 2005 og begyndelsen af 2006 i henhold til artikel 105, stk. 4, i traktaten og artikel 4 i ESCB-statutten, artikel 112, stk. 2, litra b, i traktaten og artikel 11.2 i ESCB-statutten. På ECBs websted findes en oversigt over alle de udtalelser, som ECB har vedtaget siden bankens etablering.

### a) ECBs udtalelser efter høring i et medlemsland<sup>1</sup>

Nummer <sup>2</sup>	Forslagsstiller	Emne
CON/2005/1	Italien	Banca d'Italias etablering af kreditlinjer for Libanon
CON/2005/3	Ungarn	Håndtering og distribution af kontanter
CON/2005/5	Malta	Central Bank of Maltas statistiske indberetningskrav for kreditinstitutter
CON/2005/8	Litauen	Mindstereserver for kreditinstitutter, herunder andelslånkasser (kredito unija)
CON/2005/9	Belgien	Regler vedrørende tilsyn med institutioner for værdipapirafvikling og hermed forbundne institutioner
CON/2005/10	Ungarn	Magyar Nemzeti Banks statistiske rapporteringskrav vedrørende transaktionskoder ved betalinger
CON/2005/12	Luxembourg	Finansielle sikkerhedsordninger
CON/2005/13	Cypern	Monetære finansielle institutioners indberetning af månedlige balancer
CON/2005/14	Ungarn	Mindstereservekrav
CON/2005/15	Danmark	Fordeling af omkostningerne ved driften af et betalingskortsystem mellem pengeinstitutterne, forbrugerne og forretningerne
CON/2005/19	Ungarn	Tekniske opgaver og andre forpligtelser i forbindelse med beskyttelse af lovlige betalingsmidler mod falskmøntneri
CON/2005/20	Letland	Ændring af statutterne for Latvijas Banka
CON/2005/21	Litauen	Det retlige grundlag for indførelse af euroen
CON/2005/23	Østrig	Indberetning af grænseoverskridende tjenesteydelser vedrørende betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet
CON/2005/24	Tjekkiet	Omorganisering af tilsynet med det finansielle marked og overvågning af betalings- og værdipapirafviklingssystemer
CON/2005/25	Slovakiet	Regulering af lobbyvirksomhed, herunder lobbyvirksomhed i forbindelse med Národná banka Slovenska

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 videresendt til den rådgivende myndighed.

2 Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer <sup>2</sup>	Forslags- stiller	Emne
CON/2005/26	Slovakiet	Národná banka Slovenskas opgave i forbindelse med integreret tilsyn med hele det finansielle marked og ændringer af Národná banka Slovenskas statut
CON/2005/27	Holland	Samarbejde mellem De Nederlandsche Bank og Centraal Bureau voor de Statistiek om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav
CON/2005/28	Cypern	Ændringer af gennemførelsesloven vedrørende direktiv 98/26/EF om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer (finalitydirektivet)
CON/2005/29	Østrig	Oesterreichische Nationalbanks finansiering af et bidrag fra Østrig til IMF's fond for støtte til lavindkomstlande, som rammes af naturkatastrofe
CON/2005/30	Spanien	Regler for betaling af Banco de Españas overskud til statskassen
CON/2005/31	Belgien	Direkte indberetningssystem for betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for udlandet
CON/2005/32	Litauen	Lietuvos bankas' krav til indberetningsstatistik vedrørende finansielle instrumenter
CON/2005/34	Italien	Ændringer af Banca d'Italias struktur og styrelsesordning i forbindelse med en lov om indskyderbeskyttelse
CON/2005/35	Cypern	Ændring af Central Bank of Cyprus' reservekravsordning
CON/2005/36	Tjekkiet	Modernisering af insolvenslovgivningen med indførelse af nye former for insolvensbehandling til styrkelse af kreditorernes rettigheder
CON/2005/37	Tyskland	Ændring af indberetningskravene vedrørende grænseoverskridende betalinger
CON/2005/38	Litauen	Lietuvos bankas' ret til at udstede sedler og mønter ved indførelse af euroen og centralbankchefens personlige uafhængighed
CON/2005/39	Tjekkiet	Revideret forslag om fuldstændig sammenlægning af tilsyn med de finansielle markeder under Česká národní banka som eneste tilsynsmyndighed
CON/2005/40	Frankrig	Gennemførelse af nærmere regler om overdragelse af ejendomsret over finansielle instrumenter
CON/2005/41	Italien	Overvågning af betalingssystemer for små betalinger
CON/2005/42	Ungarn	Krav til clearing af materiel, teknisk samt driftskontinuitets- og sikkerhedsmæssig art

Nummer <sup>2</sup>	Forslags- stiller	Emne
CON/2005/43	Belgien	Afskaffelse af ihændehaverværdipapirer og modernisering af retsgrundlaget vedrørende virksomhedsværdipapirer
CON/2005/44	Polen	Ændring af regelgrundlaget vedrørende valutabestemmelser
CON/2005/45	Tjekkiet	Statistiske indberetningskrav for visse finansielle institutioner, herunder forsikringsselskaber og pensionskasser
CON/2005/46	Tjekkiet	Udveksling i statistisk øjemed af statistiske enkeltdata mellem Česká národní banka og Český statistický úřad (det statistiske kontor)
CON/2005/47	Slovakiet	Národná banka Slovenskas undtagelse fra strafansvar for juridiske personer
CON/2005/48	Sverige	Sveriges Riksbanks rentekompensation til foretagender, som adskiller og opbevarer kontanter
CON/2005/49	Tjekkiet	Statistiske indberetningskrav for banker og filialer af udenlandske banker
CON/2005/50	Slovakiet	Nedsættelse af forretningsbankernes årlige bidrag til indskydersikringsfonden og forbud mod monetær finansiering
CON/2005/52	Ungarn	Omfang af de informationer, der skal leveres til centralbankens informationssystem, og metoder og frister for levering af data
CON/2005/54	Sverige	Ændring af Sveriges Riksbanks statutter
CON/2005/55	Slovakiet	Ændringer af systemet for de offentlige finanser
CON/2005/57	Slovenien	Denominering af kapitalen i aktieselskaber og selskaber med begrænset ansvar og indførelse af no par value-aktier i forbindelse med overgangen til euro
CON/2005/58	Italien	Ændret forslag til ændringer af Banca d'Italias struktur og styrelsesordning i forbindelse med en lov om indskyderbeskyttelse
CON/2005/59	Estland	Ændring af statutterne for Eesti Pank som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2005/60	Litauen	Ændring af statutterne for Lietuvos bankas som forberedelse til indførelse af euroen
CON/2005/61	Slovakiet	Národná banka Slovenskas fremtidige standarder for regnskabs- og finansiell indberetning

**b) ECBs udtalelser efter høring i en europæisk institution<sup>3</sup>**

<b>Nummer<sup>4</sup></b>	<b>Forslagsstiller</b>	<b>Emne</b>	<b>EUT-henvisning</b>
CON/2005/2	Rådet	Forebyggelse af anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning og finansiering af terrorisme	EUT C 40, 17.2.2005, s. 9
CON/2005/4	Rådet	Kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag	EUT C 52, 2.3.2005, s. 37
CON/2005/6	Rådet	Udnævnelse af et medlem af Den Europæiske Centralbanks direktion	EUT C 75, 24.3.2005, s. 14
CON/2005/7	Rådet	Haag-konventionen om værdipapirer, der opbevares af en mellemmand	EUT C 81, 2.4.2005, s. 10
CON/2005/11	Rådet	Kvaliteten af statistiske data til brug ved proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud	EUT C 116, 18.5.2005, s. 11
CON/2005/16	Rådet	EF-statistikker over udenlandske datterselskabers struktur og aktivitet	EUT C 144, 14.6.2005, s. 14
CON/2005/17	Rådet	Fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud til afspejling af ændringer i gennemførelsen af stabilitets- og vækstpacten	EUT C 144, 14.6.2005, s. 16
CON/2005/18	Rådet	Styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker til afspejling af ændringer i gennemførelsen af stabilitets- og vækstpacten	EUT C 144, 14.6.2005, s. 17
CON/2005/22	Rådet	Ændring og forlængelse af handlingsprogrammet for udveksling, bistand og uddannelse med henblik på beskyttelse af euroen mod falskmøntneri (Pericles-programmet)	EUT C 161, 1.7.2005, s. 11
CON/2005/33	Kommis-sionen	De fælles indeksreferenceperioder for det harmoniserede forbrugerindeks (HICP)	EUT C 254, 14.10.2005, s. 4
CON/2005/51	Rådet	Ordningen for indførelse af euroen i de medlemsstater, som endnu ikke har indført euroen	EUT C 316, 13.12.2005, s. 25

<sup>3</sup> Også offentliggjort på ECBs websted.

<sup>4</sup> Høringerne er nummereret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nummer <sup>4</sup>	Forslagsstiller	Emne	EUT-henvisning
CON/2005/53	Rådet	Forlængelse af fristerne for gennemførelse og anvendelse af direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter	EUT C 323, 9.12.2005, s. 31
CON/2005/56	Rådet	Oplysninger om indbetaler i forbindelse med pengeoverførsler	EUT C 336, 31.12.2005, s. 109



# KRONOLOGISK OVERSIGT OVER EUROSYSTEMETS PENGEPOLITISKE TILTAG<sup>1</sup>

## 13. JANUAR 2005

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,0 pct., 3,0 pct. og 1,0 pct.

## 14. JANUAR 2005

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje tildelingsbeløbet for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2005, fra 25 mia. euro til 30 mia. euro. Sidstnævnte beløb tager højde for det forventede øgede likviditetsbehov i euroområdet banksektor i 2005. Eurosystemet vil dog fortsat tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet kan beslutte at justere tildelingsbeløbet igen i begyndelsen af 2006.

## 3. FEBRUAR, 3. MARTS, 7. APRIL, 4. MAJ, 2. JUNI, 7. JULI, 4. AUGUST, 1. SEPTEMBER, 6. OKTOBER OG 3. NOVEMBER 2005

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,0 pct., 3,0 pct. og 1,0 pct.

## 1. DECEMBER 2005

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 2,25 pct. med virkning fra den operation, der afvikles den 6. december 2005. Endvidere beslutter Styrelsesrådet at forhøje både renten for den marginale udlånsfacilitet og renten for indlånsfaciliteten med 0,25 procentpoint til henholdsvis 3,25 pct. og 1,25 pct., begge med virkning fra den 6. december 2005.

## 16. DECEMBER 2005

ECBs styrelsesråd beslutter at forhøje tildelingsbeløbet for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2006, fra 30 mia. euro til 40 mia. euro. Der er ved fastsættelsen af det forhøjede tildelingsbeløb taget højde for to forhold. For det første ventes likviditetsbehovet i euroområdet banksektor at stige yderligere i 2006. For det andet har eurosystemet besluttet, at de langfristede markedsoperationer skal dække en lidt større del af likviditetsbehovet. Eurosystemet vil dog fortsat tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet kan beslutte at justere tildelingsbeløbet igen i begyndelsen af 2007.

## 12. JANUAR OG 2. FEBRUAR 2006

ECBs styrelsesråd beslutter at fastholde minimumsbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten uændret på henholdsvis 2,25 pct., 3,25 pct. og 1,25 pct.

<sup>1</sup> Den kronologiske oversigt over eurosystemets pengepolitiske tiltag i perioden 1999-2004 findes i henholdsvis ECB Årsberetning 1999, s. 169-173, ECB Årsberetning 2000, s. 207-210, ECB Årsberetning 2001, s. 207-208, ECB Årsberetning 2002, s. 230-231, ECB Årsberetning 2003, s. 213-214, ECB Årsberetning 2004, s. 213.

# DEN EUROPÆISKE CENTRALBANKS PUBLIKATIONER SIDEN JANUAR 2005

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank siden januar 2005. Hvad angår Working Papers, viser oversigten kun publikationer udgivet mellem december 2005 og februar 2006. Interesserede kan bestille publikationerne gratis i ECBs Presse- og Informationsafdeling. Indsend venligst en skriftlig bestilling til postadressen på omslagets inderside.

En komplet oversigt over Den Europæiske Centralbanks og Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på ECBs websted ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

## ÅRSBERETNING

"Årsberetning 2004", april 2005.

## ARTIKLER I MÅNEDSOVERSIGTEN

"The new Basel Capital Accord: main features and implications", januar 2005.

"Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments", januar 2005.

"Bank market discipline", februar 2005.

"Initial experience with the changes to the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation", februar 2005.

"Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts", februar 2005.

"Asset price bubbles and monetary policy", april 2005.

"Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan", april 2005.

"The ESCB-CESR standards for securities clearing and settlements in the European Union", april 2005.

"Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area", maj 2005

"Consolidation and diversification in the euro area banking sector", maj 2005.

"The evolving framework for corporate governance", maj 2005.

"The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date", juli 2005.

"The Lisbon strategy – five years on", juli 2005.

"The use of harmonised MFI interest rate statistics", juli 2005.

"The reform of the Stability and Growth Pact", august 2005.

"The role of 'Emerging Asia' in global economy", august 2005.

"The euro banknotes: developments and future challenges", august 2005.

"Money demand and uncertainty", oktober 2005.

"Assessing the performance of financial systems", oktober 2005.

"Price-setting behaviour in the euro area", november 2005.

"Developments in corporate finance in the euro area", november 2005.

"Economic and financial relations between the euro area and Russia", november 2005.

"The predictability of the ECB's monetary policy", januar 2006.

"Hedge funds: developments and policy implications", januar 2006.

"Assessing house price developments in the euro area", februar 2006.

"Fiscal policies and financial markets", februar 2006.

## STATISTICS POCKET BOOK

Tilgængelig hver måned siden august 2003.

### LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 "The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments" af K. M. Löber, februar 2006.

### OCCASIONAL PAPERS

- 22 "Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective" af A. Musso og T. Westermann, januar 2005.
- 23 "The bank lending survey for the euro area" af J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt og S. Scopel, februar 2005.
- 24 "Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries" af V. Genre, D. Momferatou og G. Mourre, februar 2005.
- 25 "Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices" af G. Wolswijk og J. de Haan, marts 2005.
- 26 "Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators" af L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars og J. Vesala, april 2005.
- 27 "The EU budget: how much scope for institutional reform?" af H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez og R. Ritter, april 2005.
- 28 "Regulatory reforms in selected EU network industries" af R. Martin, M. Roma og J. Vansteenkiste, april 2005.
- 29 "Wealth and asset price effects on economic activity" af F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M.T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan og A. Willman, juni 2005.
- 30 "Competitiveness and the export performance of the euro area" af en task force under ESCBs pengepolitiske komite, juni 2005.
- 31 "Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council" af M. Sturm og N. Siegfried, juni 2005.
- 32 "Managing financial crisis in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors" af en International Relations Committee Task Force, juni 2005.
- 33 "Integration of securities market infrastructures in the euro area" af H. Schmiedel og A. Schönenberger, juli 2005.
- 34 "Hedge funds and their implications for financial stability" af T. Garbaravicius og F. Dierick, august 2005.
- 35 "The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective" af R. Petschnigg, september 2005.
- 36 "Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route" af I. Angeloni, M. Flad og F.P. Mongelli, september 2005.
- 37 "Financing conditions in the euro area" af L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel og S. Scopel, oktober 2005.
- 38 "Economic reactions to public finance consolidations: a survey of the literature" af M. G. Briotti, oktober 2005.
- 39 "Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004" af A. Annenkov og C. Madaschi, oktober 2005.
- 40 "What does European institutional integration tell us about trade integration?" af F.P. Mongelli, E. Dorrucchi og I. Agur, december 2005.
- 41 "Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences" af N. Leiner-Killinger, C. Madaschi og M. Ward-Warmedinger, december 2005.
- 42 "The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union" af F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher og K. G. Spitzer, december 2005.

- 43 "The accumulation of foreign reserves" af en "International Relations Committee Task Force", februar 2006.

#### WORKING PAPERS

- 559 "When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?" af B. Bojon, december 2005.
- 560 "The determinants of 'domestic' original sin in emerging market economies" af A. Mehl og J. Reynaud, december 2005.
- 561 "Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data" af H. Stahl, december 2005.
- 562 "The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data" af F. Martins, december 2005.
- 563 "Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence" af L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen og J. Vilmunen, December 2005.
- 564 "Forecasting the central bank's inflation objective is a good rule of thumb" af M. Diron og B. Mojon, december 2005.
- 565 "The timing of central bank communication" af M. Ehrmann og M. Fratzscher, december 2005.
- 566 "Real versus financial frictions to capital investment" af N. Bayraktar, P. Sakellaris og P. Vermeulen, december 2005.
- 567 "Is the time ripe for a currency union in emerging East Asia? The Role of monetary stabilisation" af M. Sánchez, december 2005.
- 568 "Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis" af S. Déés, F. di Mauro, M. H. Pesaran og L. V. Smith, december 2005.
- 569 "Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions" af F. González og S. Launonen, december 2005.
- 570 "Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis" af L. Rinaldy og A. Sanchis-Arellano, januar 2006.
- 571 "Are emerging market currency crises predictable? A test" af T. A. Peltonen, januar 2006.
- 572 "Information, habits, and consumption behavior: evidence from micro data" af M. Kuismanen og L. Pistaferri, januar 2006.
- 573 "Credit chains and the propagation of financial distress" af F. Boissay, januar 2006.
- 574 "Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union" af F. Buseti, L. Forni, A. Harvey og F. Venditti, januar 2006.
- 575 "Growth in euro area labour quality" af G. Schwerdt og J. Turunen, januar 2006.
- 576 "Debt stabilizing fiscal rules" af P. Michel, L. von Thadden og J.-P. Vidal, januar 2006.
- 577 "Distortionary taxation, debt, and the price level" af S. Schabert og L. von Thadden, januar 2006.
- 578 "Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography" af H. Berger, M. Ehrmann og M. Fratzscher, januar 2006.
- 579 "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances" af J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano og M. Spolander, januar 2006.
- 580 "Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison" af C. K. Sørensen og T. Werner, januar 2006.
- 581 "Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets" af A. Afonso, L. Schuknecht og V. Tanzi, januar 2006.

- 582 "What accounts for the changes in U.S. fiscal policy transmission?" af F. O. Bilbiie, A. Meier og G. J. Müller, januar 2006.
- 583 "Back to square one: identification issues in DSGE models" af F. Canova og L. Sala, januar 2006.
- 584 "A new theory of forecasting" af S. Manganelli, januar 2006.
- 585 "Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement" af A. Lamo, J. Messina og E. Wasmer, februar 2006.
- 586 "A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models" af A. Beyer og R. E. A. Farmer, februar 2006.
- 587 "Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries" af U. Böwer og C. Guillemineau, februar 2006.
- 588 "Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover" af M. Ehrmann, februar 2006.
- 589 "Forecasting economic aggregates by disaggregates" af D. F. Hendry og K. Hubrich, februar 2006.
- 590 "The pecking order of cross-border investment" af C. Daude og M. Fratzscher, februar 2006.
- 591 "Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence" af A. Banerjee og J. L. Carrion-i-Silvestre, februar 2006.
- 592 "Non-linear dynamics in the euro area demand for M1" af A. Calza og A. Zaghini, februar 2006.
- 593 "Robustifying learnability" af R. J. Tetlow og P. von zur Muehlen, februar 2006.

#### **ANDRE PUBLIKATIONER**

- "Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers" januar 2005.
- "Review of the international role of the euro", januar 2005.
- "Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", januar 2005.
- "Banking structures in the new EU Member States", januar 2005.
- "Progress report on TARGET2" februar 2005.
- "The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures", februar 2005.
- "Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation", februar 2005.
- "Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures", februar 2005.
- "Statistics and their use for monetary and economic policy-making", marts 2005.
- "Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option", april 2005.
- "Euro money market study 2004", maj 2005.
- "Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties", maj 2005.
- "Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004", maj 2005.
- "TARGET Annual Report 2004", maj 2005.
- "The New EU Member States: Convergence and Stability", maj 2005.
- "Financial stability review", june 2005.

"Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament", juni 2005.

"Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions", juni 2005.

"Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL", juni 2005.

"Information guide for credit institutions using TARGET", juni 2005.

"Statistical classification of financial markets instruments", juni 2005.

"Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions", juli 2005.

"Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, August)", august 2005.

"Eurosysteem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)", august 2005.

"Central banks' provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement", august 2005.

"ECB statistics: a brief overview", august 2005.

"Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles", august 2005.

"Indicators of financial integration in the euro area", september 2005.

"EU banking structures", oktober 2005.

"EU banking sector stability", oktober 2005.

"Second progress report on TARGET2", oktober 2005.

"Legal aspects of the European System of Central Banks", oktober 2005.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2005.

"Large EU banks' exposures to hedge funds", november 2005.

"Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosysteem contribution to the Commission's public consultation", november 2005.

"The European Commission's Paper on mortgage credit in the EU. Eurosysteem contribution to the public consultation", december 2005.

"Financial stability review", december 2005.

"Review of the international role of the euro", december 2005.

"The Eurosysteem, the Union and beyond", december 2005.

"Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical Tables", januar 2006.

"Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling", januar 2006.

"Euro money market survey 2005", januar 2006.

"Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", februar 2006.

"Towards a Single Euro Payments Area – objectives and deadlines (4th Progress Report)", februar 2006.

#### **INFORMATIONSBROCHURER**

"The current TARGET system", august 2005.

"TARGET2 – innovation and transformation", august 2005.

"The euro area at a glance", august 2005.

## ORDLISTE

Ordlisten indeholder forklaringer på en række begreber, der anvendes i Årsberetningen. En mere omfattende og uddybende ordliste findes på ECBs websted.

**Afviklingsrisiko:** En overordnet betegnelse, der bruges til at beskrive risikoen for, at afvikling i et system til overførsel af betalinger eller værdipapirer ikke forløber som forventet. Denne risiko kan omfatte både **kredit-** og **likviditetsrisiko**.

**Aktiemarked:** 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 selskaber, især dem, der hovedsagelig er beskæftiget med langfristet finansiering, som 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, 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).

**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 **minimumsbudrenten** for de **primære markedsoperationer**, renten for den **marginale udlånsfacilitet** og renten for **indlånsfaciliteten**.

**Ecofin-Rådet:** EU-Rådet i sammensætningen økonomi- og finansministre.

**Effektive eurokurser (EER) (nominelle/reale):** Vægtede gennemsnit af bilaterale eurokurser over for **euroområdets** vigtige handelspartners valutaer. **Den Europæiske Centralbank** offentliggør nominelle effektive eurokursindeks over for to grupper handelspartnere, nemlig EER-23 (der omfatter de 13 EU-lande uden for euroområdet og 10 vigtige handelspartnere uden for EU) og EER-42 (som består af EER-23 og 19 andre lande). De anvendte vægte afspejler den enkelte handelspartners andel af euroområdets handel og konkurrencen på tredjemarkeder. 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 landene i **euroområdet** og de EU-lande, som ikke deltager i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union**.

**Euribor (euro interbank offered rate):** Den rente, hvortil en 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 interbankindsud 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, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, 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 fællesskabsretten. 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 NCBerne i alle 25 EU-lande, dvs. at systemet ud over **eurosystemets** medlemmer omfatter NCBerne 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: Euroområdetets** centralbanksystem. Omfatter **Den Europæiske Centralbank** og NCBerne i de medlemslande, der har indført euroen i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union**.

**Finjusterende operation:** En **markedsoperation**, som udføres af **eurosystemet**, primært for at klare uventede likviditetsudsving i markedet. De finjusterende operationers hyppighed og løbetid er ikke standardiserede.

**Fremskrivninger:** Resultatet af beregninger, der udføres fire gange om året med henblik på at fremskrive den 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 NCBer, der er med i **Det Europæiske System af Centralbanker**.

**Genkøbsforretning:** En forretning, hvor et aktiv sælges, og sælger samtidig berettiges og forpligtes til at købe det tilbage til en bestemt pris på et givet tidspunkt i fremtiden eller på anfordring. En sådan forretning svarer til lån mod sikkerhed med den forskel, at sælger ikke beholder ejendomsretten til værdipapirerne.

**Gældsinstrument:** Udsteders (dvs. låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændebarer (långiver) på et eller flere givne tidspunkter i fremtiden. De forrentes normalt til en bestemt sats (kuponrente) og/eller sælges til et lavere beløb end det, som tilbagebetales ved forfald (underkurs). Gældsinstrumenter med en oprindelig løbetid på over 1 år er klassificeret som langfristede.

**Harmoniserede forbrugerprisindeks, det (HICP):** Et mål for forbrugerpriserne, som udarbejdes af Eurostat og harmoniseres for alle EU-lande.

**Implicit volatilitet:** Den forventede volatilitet (dvs. standardafvigelse) i prisen på et aktiv (fx en aktie eller obligation). Implicit volatilitet kan enten udledes af aktivets pris, forfaldsdag, strike-pris på dets optioner eller ud fra en risikofri afkastningsgrad ved hjælp af fx Black-Scholes-modellen til prisfastsættelse af optioner.

**Indlånsfaciliteten:** En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparter** kan anvende til indlån på anfordring i en NCB, som forrentes til en på forhånd fastsat rente (se **ECBs officielle renter**).

**Kapitalbalancen over for resten af verden:** Værdien og sammensætningen af en økonomis finansielle nettofordringer på (eller finansielle passiver over for) resten af verden.

**Kreditinstitut:** (i) Et foretagende, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning, eller (ii) et foretagende og enhver anden juridisk person, der udsteder betalingsmidler i form af elektroniske penge, bortset fra kreditinstitutter som defineret under (i).

**Kreditrisiko:** Risikoen for, at en **modpart** ikke til fulde overholder sin forpligtelse til tiden eller til enhver tid derefter. Kreditrisiko omfatter genplaceringsrisiko og hovedstolsrisiko samt risikoen for, at afviklingsbanken ikke overholder sine forpligtelser.

**Langfristet markedsoperation:** En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. De langfristede markedsoperationer udføres som månedlige standardauktioner, normalt med en løbetid på tre måneder.

**Likviditetsrisiko:** Risikoen for, at en **modpart** ikke afvikler en forpligtelse til fuld værdi, når den forfalder, men på et senere ikke nærmere angivet tidspunkt derefter.

**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 dets salg, aktiver eller egenkapital. Der er en række forskellige mål for lønsomheden, som er baserede 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 ofte **bruttooverskud af produktionen** 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 postvæsenet 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:** Et bredt pengemængdemål, som omfatter **M2** plus omsættelige instrumenter, især **genkøbsforretninger**, andele i **pengemarkedsforeninger** og **gældsinstrumenter** med en løbetid på til og med 2 år udstedt af **MFIer**.

**Marginale udlånsfacilitet, den:** En **stående facilitet** i **eurosystemet**, som **modparterne** kan anvende til at opnå dag-til-dag kredit fra en NCB til en på forhånd fastsat rentesats mod belånbare aktiver (se **ECBs officielle renter**).

**Markedsoperation:** En operation, der udføres på 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.

**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.

**MFier (monetære finansielle institutioner):** De finansielle institutioner, der udgør **euroområdets** pengeudstedende sektor. De omfatter **eurosystemet**, residente **kreditinstitutter** (som defineret i fællesskabslovgivningen) samt alle andre residente finansielle institutioner, som modtager indlån og/eller indlånsnignende 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.

**MFierne kreditgivning til residerter i euroområdet:** MFierne udlån til residerter i **euroområdet** (herunder den **offentlige sektor** og den private sektor) og MFierne beholdninger af værdipapirer (aktier, andre ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter**) udstedt af ikke-MFier i euroområdet.

**MFierne 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.

**MFierne nettofordringer på udlandet:** **Euroområdets MFier** 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).

**MFierne rentesatser:** De rentesatser, som residente **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**.

**Minimumsbudrente:** Den nedre grænse for den rente, til hvilken **modparterne** kan afgive bud ved de **primære markedsoperationer**, der udføres som auktioner til variabel rente. Den er en af **ECBs officielle renter** og afspejler pengepolitikens stramhedsgrad.

**Modpart:** Den anden part i en finansiell transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

**Monetær analyse:** En af søjlerne i **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 NCberne 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.

**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.

**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.

**Option:** Et finansielt instrument, som giver ejeren ret, men ikke pligt til at købe eller sælge et bestemt 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.

**Porteføljelinvesteringer: Euroområdets** residents nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residerter uden for euroområdet ("aktiver") og disses nettotransaktioner i og/eller nettobeholdning af værdipapirer udstedt af residerter i euroområdet ("passiver"). Omfatter ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter** (obligationer og pengemarkedsinstrumenter) ekskl. beløb bogført under **direkte investeringer** eller reserveaktiver.

**Primær markedsoperation:** En regelmæssig **markedsoperation**, der udføres af **eurosystemet** som en **tilbageførselsforretning**. 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**. Opfyldelse af reservekravet vurderes på grundlag af den gennemsnitlige daglige saldo i løbet af en **reservekravsperiode**.

**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. **ECB** offentliggør en kalender over reservekravsperioderne mindst tre måneder inden årets begyndelse.

**Sikkerhed:** Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af lån (fx af **kreditinstitutter** til 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 rådsfor-

ordninger, 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) 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) 1056/2005 af 27. juni 2005. Stabilitets- og vækstpagten suppleres af Ecofin-Rådets rapport med titlen "En bedre gennemførelse af stabilitets- og vækstpagten", som blev vedtaget på Det Europæiske Råds møde i Bruxelles 22.-23. marts 2005. Pagten suppleres ligeledes af en ny adfærdskodeks vedrørende specifikationer om gennemførelsen af stabilitets- og vækstpagten 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 udførelse af instruktioners generering, bekræftelse, clearing og afvikling.

**Styrelsesrådet: Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** øverste besluttende organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **direktion** og centralbankcheferne i de medlemslande, 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 og som følge heraf true de finansielle markeds stabilitet eller tilliden til markederne.

**Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer: Et realtids-bruttoafviklingssystem (RTGS-system))** for euroen. Target-systemet er et decentraliseret system bestående af 16 nationale RTGS-systemer, ECBs betalingsmekanisme (EPM) og interlinking-mekanismen.

**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**.

**Tiltrædelseslande:** Lande, med hvem der er blevet indledt EU-tiltrædelsesforhandlinger. Der blev indledt forhandlinger med Kroatien og Tyrkiet 3. oktober 2005.

**Tiltrædende lande:** Lande, der har undertegnet tiltrædelsestraktaten. Bulgarien og Rumænien undertegnede traktaten 25. april 2005.

**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 system, hvor værdipapirer kan opbevares eller overføres uden betaling, mod betaling (delivery versus payment) eller mod et andet aktiv (delivery versus delivery). Systemet omfatter alle institutionelle og tekniske rammer for afvikling af værdipapirhandler og opbevaring af værdipapirer og kan være baseret på realtidsbruttoafvikling, bruttoafvikling eller nettoafvikling. Et afviklingssystem giver mulighed for beregning (clearing) af deltagernes forpligtelser.

**Værdipapircentral:** En enhed, der opbevarer og administrerer værdipapirer, og som muliggør værdipapirhandler i elektronisk form. Værdipapirer kan enten være fysiske papirer (der opbevares i værdipapircentralen) eller dematerialiserede værdipapirer (dvs. kun som elektroniske registreringer). Ud over at opbevare og administrere værdipapirer kan en værdipapircentral også tage sig af clearing og afvikling.

**Økonomisk analyse:** En af søjlerne i **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** 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 euroområdet samt samordningen af den økonomiske politik i EU-landene. Processen blev i overensstemmelse med **traktatens** bestemmelser gennemført i tre faser. Tredje og sidste fase begyndte 1. januar 1999 med afgivelse af den pengepolitiske kompetence til **Den Europæiske Centralbank** og indførelse af euroen. Med indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002 blev ØMUen fuldført.

ISSN 1561450-6



9 771561 450009