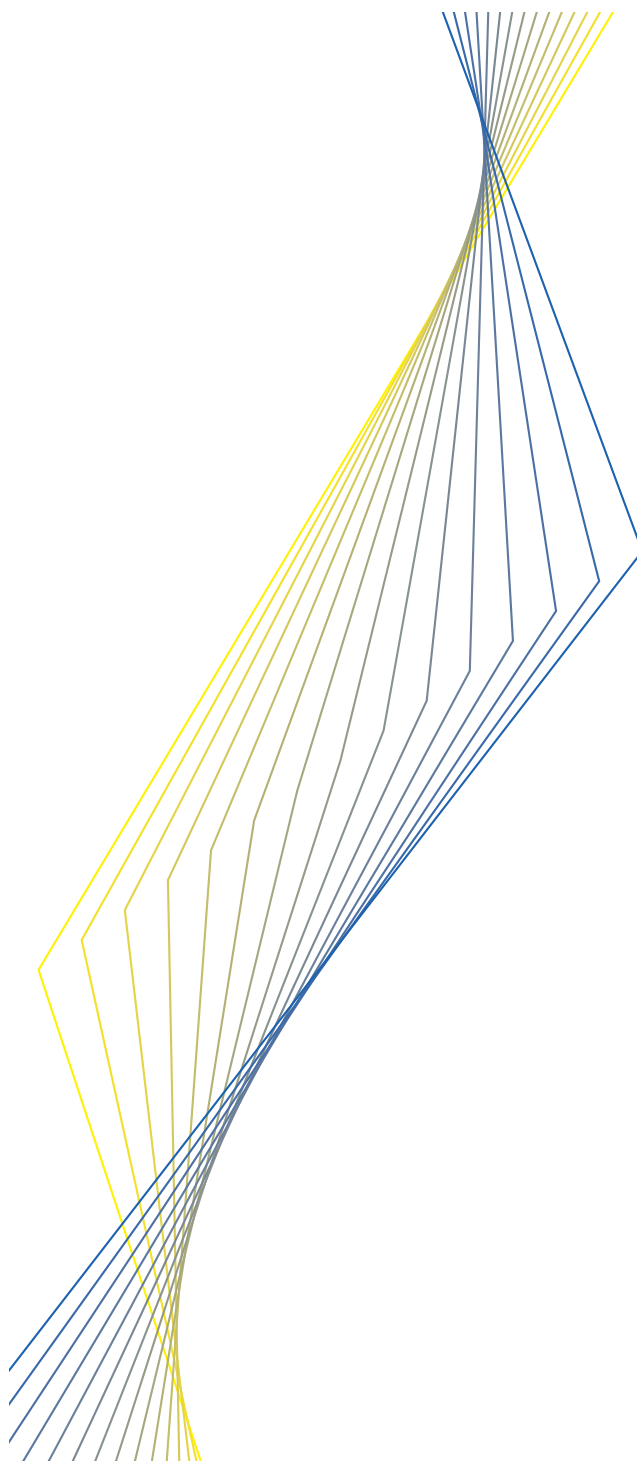




DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK



ÅRSBERETNING

2002

© Den Europæiske Centralbank, 2003

Adresse	Kaiserstraße 29 60311 Frankfurt am Main Tyskland
Postadresse	Postfach 16 03 19 60066 Frankfurt am Main Tyskland
Telefon	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

Alle rettigheder forbeholdt.

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

Skæringsdato for statistik i denne årsberetning var den 28. februar 2003.

ISSN 1561-4506

ISSN 1725-2830 (Online)

Indholdsfortegnelse

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

Kapitel I

Den økonomiske udvikling og pengepolitikken

1	Oversigt: Pengepolitiske beslutninger i 2002	8
2	Den monetære og finansielle udvikling	13
2.1	Den monetære udvikling	13
2.2	De finansielle markeder	18
3	Prisudviklingen	35
4	Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked	42
5	Udviklingen i de offentlige finanser	49
6	De globale makroøkonomiske forhold, valutakurser og betalingsbalancer	53

Kapitel II

Centralbankoperationer

1	Gennemførelse af pengepolitikken	66
1.1	Opsummering	66
1.2	Likviditetsstyring	67
1.3	Primære markedsoperationer	69
1.4	Stående faciliteter	70
1.5	Reservekravssystemet	70
1.6	Belånbare aktiver	71
1.7	Aktiviteten på pengemarkedet	73
2	Valutaoperationer og ECBs forvaltning af valutareserver og egenportefølje	74
2.1	Valutaoperationer	74
2.2	Forvaltning af valutareserver	74
2.3	Forvaltning af egenportefølje	75
2.4	ECBs forvaltning af valutareserver og egenportefølje	76

Kapitel III

Risikostyring

1	Opsummering	80
2	Pengepolitiske operationer	80
3	Risikostyring i forbindelse med pengepolitiske operationer	81
4	Investeringer	82
5	Risikostyring i forbindelse med investeringer	83

Kapitel IV

	Den økonomiske udvikling i EU-lande uden for euroområdet	90
--	---	----

Kapitel V

Europæisk og internationalt samarbejde

1	Europæiske spørgsmål	100
1.1	Stabilitets- og vækstpaktens gennemførelse	101
1.2	Forslag til styrkelse af koordineringen af den økonomiske politik og strømlining af koordineringsprocesserne	102
1.3	Konventet om Europas fremtid	103
1.4	Reform af de finansielle markeder	104
2	Det internationale samarbejde	105
2.1	Multilateral og bilateral overvågning af de makroøkonomiske politikker	105
2.2	Overvågning af udviklingen på de globale finansielle markeder	106
2.3	Relationer med IMF og relaterede fora	107
2.4	Samarbejde med EUs naboregioner	108
2.5	Samarbejde med Asien-Stillehavsområdet og Latinamerika	109

Kapitel VI

EUs udvidelse

1	Indledning	114
2	Vigtige økonomiske, juridiske og institutionelle politikspørgsmål	114
2.1	Real konvergens	115
2.2	Juridisk og institutionel konvergens	116
2.3	Nominel konvergens	117
2.4	Pengepolitisk strategi og valutakursstrategi	118
2.5	Udviklingen i den finansielle sektor	119
2.6	Konklusion	120

3	Tiltrædelsesforberedelser	120
3.1	Forberedelser i ESCBs besluttende organer og komiteer	120
3.2	ECBs kapital og loft for valutareserveaktiver	121
3.3	Overordnet plan	122
3.4	Vurdering af tiltrædelseslandenes infrastruktur for betalings- og værdipapirclearing og -afvikling	122
3.5	Fortrolighedsaftale med tiltrædelseslandenes centralbanker	123
3.6	Samarbejde om overvågning af seddelforfalskning	123
3.7	Centralbanksamarbejde	123

Kapitel VII

Fremstilling og udstedelse af eurosedler

1	Indførelsen af eurosedler og -mønter og udviklingen i omløbet	126
1.1	Forhåndsdistribution og videredistribution af eurosedler og -mønter i 2001	126
1.2	Overgangen til eurosedler og -mønter i 2002	126
1.3	Udviklingen i antallet af cirkulerende eurosedler og -mønter i resten af 2002	127
1.4	Tilbagetrækning af de tidligere nationale valutaer	127
2	Fremstilling af eurosedler og -mønter	128
2.1	Fremstilling af eurosedler	128
2.2	Forvaltning af beholdninger og oprettelse af Eurosystemets strategiske lager	129
2.3	Støtte til produktionen af euromønter	129
3	Fælles politik for håndtering af kontanter i Eurosystemet	129
3.1	Eurosystemets gebyrpolitik og fælles tilgang til åbningstider og debiterings-/krediteringsregler for NCBernes kontanttjenester	129
3.2	Generelle retningslinjer for anvendelsen af deponerings- og hæveautomater i euroområdet	130
4	Beskyttelse af eurosedler mod forfalskning	130

Kapitel VIII

Betalings- og værdipapirafviklingssystemer

1	Eurosystemets betalings- og afviklingssystemer	134
1.1	Target-systemet	134
1.2	Korrespondentcentralbankmodellen	137
2	Generelle spørgsmål vedrørende overvågning af betalingssystemerne	137
3	Systemerne for store betalinger	138
3.1	Udviklingen i andre systemer for store betalinger i euro	138
3.2	Continuous Linked Settlement (CLS)	138
4	Detailbetalingsydelser	139
5	Værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer	140
5.1	Vurdering af værdipapirafviklingssystemerne	141
5.2	Konsolidering af den europæiske værdipapirinfrastruktur	141
5.3	Samarbejdet med Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR)	141
6	Andre aktiviteter	142

Kapitel IX

Finansiel stabilitet og banktilsyn

1	Struktur, performance og risici i banksektoren	146
2	Rammerne for finansiell stabilitet og banktilsyn	148
3	Banklovgiving og finansiell lovgivning	151

Kapitel X

Det statistiske arbejde

1	Indledning	156
2	Penge- og bankstatistik samt finansmarkedsstatistik	156
3	Betalingsbalancestatistik, statistik over internationale reserver og kapitalbalancen over for resten af verden samt effektive valutakurser	157
4	Finansielle sektorkonti	158
5	Statistik over offentlige finanser	159
6	Generel økonomisk statistik	159
7	Samarbejde med Europa-Kommissionen og internationale institutioner	159

Kapitel XI

Andre opgaver og aktiviteter

1	Rådgivende funktioner	162
2	Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang	164
3	Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner	164

Kapitel XII

Ekstern kommunikation og ansvarlighed

1	ECBs kommunikationspolitik og -aktiviteter	168
1.1	Kommunikationsaktiviteter	168
1.2	Vigtige kommunikationsspørgsmål i 2002	169
2	Udveksling af oplysninger og synspunkter med Europa-Parlamentet	170
2.1	Forholdet mellem ECB og Europa-Parlamentet	170
2.2	ECBs syn på udvalgte emner under møderne med Europa-Parlamentet	170

Kapitel XIII

De institutionelle rammer for Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker

1 Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker	176
2 ECBs besluttende organer	177
2.1 Styrelsesrådet	177
2.2 Direktionen	180
2.3 Det Generelle Råd	181
3 ECBs organisation	183
3.1 Corporate governance	183
3.2 Udviklingen på personaleområdet	184
3.3 ECBs organisationsdiagram	185
3.4 ECBs lokaler	187
4 ESCBs Sociale Dialog	187
5 ESCB-komiteer	187

Kapitel XIV

Årsregnskabet for ECB og konsolideret balance for Eurosystemet 2002

Balance pr. 31. december 2002	192
Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2002 til 31. december 2002	194
Anvendt regnskabspraksis.	195
Noter til balancen	199
Noter til resultatopgørelsen	204
Revisionspåtegning	206
Note om fordeling af overskud.	207
Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2002	208

Retlige instrumenter vedtaget af Den Europæiske Centralbank i 2002	211
---	-----

Den Europæiske Centralbanks publikationer	213
--	-----

Bilag

Kronologisk oversigt over pengepolitiske tiltag	234
Ordliste	236

Overzicht over bokse, tabeller og figurer

Bokse

1	Erfaringer med virkningen på pengemarkedets volatilitet af Styrelsesrådets beslutning om at overgå til månedlige vurderinger af pengepolitikens stramhedsgrad	12
	Figur: Rentevolatilitetsstruktur	12
2	Betydelig stigning i volatiliteten på aktiemarkedene i euroområdet i 2002	25
	Figur A: Årligt gennemsnit af den absolutte daglige ændring i Dow Jones Euro Stoxx-indeks, 1992-2002	25
	Figur B: Dow Jones Euro Stoxx-indeks og invers implicit volatilitet på aktiemarkedet, 1998-2002	26
3	Fastsættelsen af bankernes udlånsrenter i euroområdet	33
	Figur: Bankernes udlån til virksomheder og rentespænd for erhvervsobligationer i euroområdet	34
4	Hvordan indførelsen af eurosedler og -mønter har påvirket forbrugerpriserne	38
	Figur A: Priser på restaurant- og cafébesøg	39
	Figur B: Priser på frisørydelser	39
	Figur C: Opfattet, forventet og samlet HICP-inflation	40
5	Begrænsede fremskridt med hensyn til strukturreformerne på arbejds- og produktmarkederne i euroområdet	47
6	Offentlige finanser og økonomisk stabilisering	52
7	Udviklingen i USAs balanceproblemer	54
	Figur A: USAs løbende poster og kapitalbalance over for resten af verden, netto	54
	Figur B: Husholdningernes låntagning	54
	Figur C: Husholdningernes gæld	55
8	Udviklingen i internationale fusioner og virksomhedsovertagelser i perioden 1990-2002	61
	Figur A: Samlet værdi af fusioner og virksomhedsovertagelser	61
	Figur B: Placering af euroområdets og USAs fusioner og virksomhedsovertagelser	61
	Figur C: Bilaterale strømme i euroområdets og USAs fusioner og virksomhedsovertagelser	62
	Figur D: Investeringer i fusioner og virksomhedsovertagelser fordelt efter sektor, 1997-2002	63
	Figur E: Bilaterale strømme i euroområdets og USAs fusioner og virksomhedsovertagelser i den højteknologiske sektor	63
9	Offentlig høring om foranstaltninger til at gøre de operationelle rammer for pengepolitikken mere effektive	68
10	Høringsprocedurer i 2002	162
	(a) Høringer fra medlemslande	162
	(b) Høringer fra europæiske institutioner	163
11	Informationskampagnen Euro 2002	169

Tabeller

1	Komponenter i M3	14
2	M3s modposter	16
3	Sektorfordeling af udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet	19
4	Euroområdets ikke-finansielle sektors gældsstiftelse	20
5	MFI-udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber	22
6	Udviklingen i priser og omkostninger i euroområdet	36
7	Sammensætningen af vækst i realt BNP i euroområdet	42
8	Industriproduktionen i euroområdet	45
9	Udviklingen på arbejdsmarkedet i euroområdet	46
10	Offentlige budgetstillinger i euroområdet	49
11	Makroøkonomiske indikatorer for Danmark	90

12	Makroøkonomiske indikatorer for Sverige	94
13	Makroøkonomiske indikatorer for Storbritannien	96
14	Gennemsnitlig årlig vækst i realt BNP	115
15	Nøgletal for tiltrædelseslandene	116
16	Periodegennemsnit af HICP-inflation	117
17	Tiltrædelseslandenes pengepolitiske strategier og valutakursstrategier	119
18	Fordeling af euroseddelproduktionen i 2002	129
19	Betalinger i Target	135
20	Spidsbelastning i Target i 2002	135

Figurer

1	ECB-renter og pengemarkedsrenter	8
2	Vækst i M3 og referenceværdien	13
3	Estimater for det nominelle og det reale pengegab	15
4	Bevægelser i M3 og dets modposter	17
5	Udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet	19
6	Euroområdets ikke-finansielle sektors gældsstiftelse	21
7	Euroområdets ikke-finansielle sektors gældskvotest	21
8(a)	Aktiekursindeks i euroområdet, USA og Japan	23
8(b)	Implicit volatilitet på aktiemarkederne i euroområdet, USA og Japan	23
9	Korte renter i euroområdet og pengemarkedsrentekurvens hældning	27
10	Renten for 3-måneders Euribor-futureskontrakter og implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter	28
11(a)	Lange statsobligationsrenter i euroområdet, USA og Japan	29
11(b)	Renteforskel for lange statsobligationer mellem USA og euroområdet	29
12	Realrenten i euroområdet og "break-even"-inflation beregnet for euroområdets HICP	30
13	Korte bankrenter og en sammenlignelig markedsrente	31
14	Lange bankrenter og en sammenlignelig markedsrente	32
15	Delkomponenternes bidrag til HICP-inflation i euroområdet	35
16	De enkelte komponenter i HICP-inflation i euroområdet	37
17	De enkelte komponenter i producentpriser i industrien i euroområdet	37
18	Enhedslønomkostninger, lønsum pr. ansat og arbejdskraftsproduktivitet i euroområdet	41
19	Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP i euroområdet	43
20	Konjunkturbarometre for euroområdet	44
21	Euroområdets vareeksport og industriproduktion	45
22	Arbejdsløshed i euroområdet	47
23	Nominelle og reale effektive eurokurser	57
24	Euroområdets løbende poster og varehandel	58
25	Handel med lande uden for euroområdet, mængder	59
26	Enhedsværdiindeks for handel med lande uden for euroområdet	59
27	Euroområdets strømme af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer, netto	60
28	Likviditetsfaktorer og anvendelse af stående faciliteter i euroområdet i 2002	67
29	Belånbare liste I-papirer til Eurosystemets kreditoperationer	71
30	Anvendelse af sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer	72
31	Økonomiske og finansielle indikatorer for EU-landene uden for euroområdet og euroområdet	91
32	Bilaterale kurser mellem valutaer i EU-lande uden for euroområdet og euroen	92
33	Eurosedler i cirkulation i 2002	127
34	Sedler i cirkulation mellem 2000 og 2002	128
35	Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet	137

Forkortelser

Lande

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

Andre forkortelser

BIS	Den Internationale Betalingsbank
BPM5I	MFs 5. betalingsbalancemanual
CDer	Indskudsbeviser
c.i.f.	Omkostninger, fragt og forsikring til importørens grænse
CPI	Forbrugerprisindeks
ECB	Den Europæiske Centralbank
ECU	Den europæiske regningsenhed
EER	Effektiv valutakurs
EMI	Det Europæiske Monetære Institut
ENS95	Det europæiske nationalregnskabssystem 1995
ESCB	Det Europæiske System af Centralbanker
EU	Den Europæiske Union
EUR	Euro
f.o.b.	Frit ombord ved eksportørens grænse
BNP	Bruttonationalprodukt
HICP	Harmoniseret forbrugerprisindeks
ILO	Den Internationale Arbejdsorganisation
IMF	Den Internationale Valutafond
MFler	Monetære finansielle institutioner
NACE Rev. 1	General nomenklatur for økonomiske aktiviteter i Det Europæiske Fællesskab
NCBer	Nationale centralbanker
PPI	Producentprisindeks
Repoer	Genkøbsforretninger
SITC Rev. 3	International varebetegnelse for udenrigshandel (3. reviderede udgave)
ULCM	Enhedslønøkonomkostninger i fremstillingssektoren
ØMU	Den Økonomiske og Monetære Union

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

Skilleblade, billedtekster til ECBs Årsberetning 2002

- 1 Eurofesten 18. januar 2002, hvor indførelsen af den fælles valuta fejres januar 2002.
- 2 Pressekonference efter Styrelsesrådets eksterne møde i Maastricht 7. februar 2002, hvor 10-året for indgåelsen af Maastricht-traktaten fejres. Formand Duisenberg bekendtgør, at han fratræder i 2003.
Regeringsbygningen Limburg i Maastricht, hvor mødet blev afholdt.
- 3 Willem F. Duisenberg, ECBs formand, modtager den internationale Charlemagnepris fra Aachen 2002 på euroens vegne ved prisuddelingen på Aachens historiske rådhus.
Aachen, 9. maj 2002.
- 4 Unge mennesker på besøg hos ECB 13. maj 2002.
- 5 Den forhenværende og nye næstformand i ECB, Christian Noyer (til venstre) og Lucas Papademos afskedsreception for næstformand Christian Noyer 28. maj 2002.
- 6 Den hollandske forfatter Harry Mulisch læser op fra sin seneste bog under de hollandske kulturdage i september 2002.
Præsentation om den spanske arkitekt Antoni Gaudí under de spanske kulturdage i maj 2002.
- 7 ECBs fotoudstilling "Euroens tilblivelse" i Banco de España i Madrid og Barcelona.
Sommer 2002
- 8 Indvielse af Europaskolen, Frankfurt am Main 5. september 2002.
- 9 Styrelsesrådets møde i Eurotower 26. september 2002.
- 10 Eurosystemets stand på Sibos-messen for finansielle tjenesteydelser 2002 i Genève 30. september-4. oktober 2002.
- 11 ECBs anden centralbankkonference i Frankfurt 24. og 25. oktober 2002.
- 12 Dommerkomitéen i den internationale arkitektkonkurrence om ECBs nye hovedkontor besøger den nye grund i Frankfurt, Grossmarkthalle.
Dommerkomitéens første møde 30. og 31. oktober 2002.
- 13 ECBs fotoudstilling "Euroens tilblivelse" i den polske centralbanks hovedkontor i Warszawa fra 2. december 2002 til 15. januar 2003.
Eugenio Domingo Solans, medlem af ECBs Direktion, og Leszek Balcerowicz, formand for Polens centralbank, åbner udstillingen.
- 14 "Moderne kunst fra Portugal" i ECB 4. december 2002.
Vitor Constâncio, direktør for Banco de Portugal, og Lucas Papademos, ECBs næstformand, åbner udstillingen.

Forord



2002 var på mange måder igen et historisk år for den europæiske integrationsproces. Den første store begivenhed var den vellykkede overgang til eurosedler og -mønter 1. januar, som markerede fuldførelsen af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU). Opgaven med at indføre euroen var kompleks, ambitiøs og uden fortilfælde. Den problemfrie og hurtige overgang var kun mulig i kraft af systematisk forberedelse og samarbejde mellem alle involverede parter. Det var derfor afgørende at inddrage banksektoren, pengetransportfirmaer, detailhandlere og kontantautomatindustrien samt EU-institutionerne, Eurosystemet og de nationale myndigheder i et tæt samarbejde tidligt i forberedelserne. Overgangen krævede desuden en betydelig organisatorisk, logistisk, teknisk og økonomisk indsats fra alle, der beskæftiger sig med håndtering af eurosedler og -mønter. Frem for alt afhang den vellykkede overgang til euroen af alle borgernes positive indstilling og hurtige accept. Nu har de 300 mio. borgere i euroområdet så taget deres nye valuta til sig og bifalder dermed ideen om et mere integreret Europa.

Den anden vigtige begivenhed i 2002 var EU-landenes stats- og regeringscheferes beslutning i december om at optage 10 nye lande i EU i 2004, selv om beslutningen stadig skal ratificeres. Udvidelsen har en tredobbelt historisk dimension. For det første markerer den afslutningen på efterkrigstidens uoverensstemmelser i Europa og har derfor stor politisk betydning. For det andet er udvidelsen den største nogen sinde i EU. For det tredje, eftersom de fleste af de nye medlemslande stadig er i gang med at indføre markedsøkonomi, er der meget større skævheder end ved tidligere udvidelser. Det indebærer en stor udfordring for både nuværende og fremtidige medlemslande.

Hvor hurtigt de nye medlemslande indfører euroen – efter optagelsen i EU – afhænger af, hvor hurtigt de opfylder konvergenskriterierne for deltagelse i euroområdet. Forskelle i økonomisk udvikling mellem de nye medlemslande kan betyde, at de ikke alle sammen indfører euroen samtidigt. En af Eurosystemets vigtigste opgaver er ikke desto mindre, at den tekniske og institutionelle infrastruktur i det udvidede Europæiske System af Centralbanker (ESCB) skal være klar i 2004 i overensstemmelse med tidsplanen for EUs udvidelse. Som led i forberedelserne til udvidelsen har ECBs Styrelsesråd desuden fremsat en henstilling vedrørende justering af fremgangsmåden ved afstemninger i Styrelsesrådet i overensstemmelse med de relevante bestemmelser i Nice-traktaten. Eurosystemet har allerede etableret tæt kontakt med centralbankerne i tiltrædelseslandene og vil i stigende grad overvåge den økonomiske, finansielle, institutionelle og juridiske udvikling i disse lande. Denne Årsberetning indeholder derfor et særligt kapitel om udvidelsesprocessen.

I 2002 var udførelsen af pengepolitikken præget af usikkerhed med hensyn til de økonomiske udsigter. Den gennemsnitlige inflation udtrykt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) var 2,2 pct., dvs. en smule lavere end i 2001 (2,4

pct.), men stadig lidt over det niveau, der er foreneligt med ECBs definition af prisstabilitet. Den gennemsnitlige årlige vækst i det brede pengemængdemål, M3, steg til over 7 pct. fra ca. 5½ pct. i 2001 og var således betydeligt højere end referenceværdien på 4½ pct. Denne udvikling skyldtes markant volatilitet på de finansielle markeder og afspejlede i høj grad investorernes præference for kortfristede likvide finansielle aktiver, der er mindre risikobetonede. Udviklingen afspejlede også de forholdsvis lave renter i euroområdet i 2002. Som følge af den kraftige pengemængdevækst er der opbygget mere likviditet i euroområdet, end der kræves til at finansiere en holdbar, ikke-inflationær vækst på langt sigt. I betragtning af den forholdsvis afdæmpede økonomiske aktivitet og eftersom en del af porteføljeomlægningerne til M3 sandsynligvis kun var forbigående, anses pengemængdevæksten i 2002 samlet set imidlertid ikke at indebære risici for prisstabiliteten. Denne vurdering blev bekræftet af den forholdsvis moderate vækst i kreditgivning i 2002.

Det var skuffende, at den økonomiske vækst i euroområdet var lavere end forventet i 2002, hvilket medførte en forholdsvis lav, men stadig positiv, vækst i reelt BNP på 0,8 pct. i forhold til 1,4 pct. i 2001. Der var tale om svage økonomiske forhold, da en række faktorer bidrog til usædvanlig stor usikkerhed. Faktorerne var geopolitiske spændinger og deres indvirkning på oliepriserne og tilliden, en negativ udvikling på de finansielle markeder, som imidlertid ikke truede stabiliteten i euroområdet, samt vedvarende globale balanceproblemer. På baggrund heraf og af euroens gradvise stigning i 2002 og i begyndelsen af 2003 aftog de opadrettede inflationspres, især i anden halvdel af perioden. Det førte til, at Styrelsesrådet nedsatte ECBs officielle renter med 50 basispoint i december 2002 og med 25 basispoint i marts 2003.

Trods de afdæmpede økonomiske forhold var inflationen i euroområdet fortsat forholdsvis høj. I 2002 steg priserne på grund af en række mid-

lertidige faktorer eller engangsfaktorer som basiseffekter, afgiftsstigninger og ugunstige vejrforhold. Desuden steg lønningerne fortsat trods stigende arbejdsløshed, hvilket tyder på vedvarende strukturel stivhed på arbejdsmarkedet.

Det er korrekt, at nogle prisstigninger sidste år i visse eurolande var forbundet med overgangen til euro. Indvirkningen på inflationen blev imidlertid opfattet som meget større, end den faktisk var. Forbrugerne er tilbøjelige til i højere grad at bemærke prisstigninger på varer og tjenesteydelser, der købes hyppigt, end de forholdsvis moderate stigninger eller endog fald i priserne på sjældnere købte varer, som udgør en større andel af en husholdnings budget. Desuden blev samtidige, men uafhængige, opadrettede prispres fx på grund af ugunstige vejrforhold i vinteren 2001-02 fejlagtigt forbundet med overgangen til euro. Overgangens meget beskedne effekt på prisstigningerne er sandsynligvis forbigående. Det forventes faktisk, at indførelsen af euroen vil kunne holde prisstigningerne nede på mellem- og langt sigt, fordi den nye valuta har øget prisgennemsnitsigheden på tværs af landegrænserne i euroområdet og dermed intensiveret konkurrencen.

I begyndelsen af 2003 ser udsigterne for prisstabilitet på mellemlangt sigt ud til at være ret gunstige, forudsat at lønudviklingen forbliver moderat. Et af de vigtigste budskaber fra 2002 gælder stadig, nemlig at strukturreformerne bør gennemføres hurtigere. Det er fordi mere fleksible arbejds- og produktmarkeder fører til hurtigere prisjusteringer (hvilket letter arbejdet for de pengepolitiske beslutningstagere) og på mere overordnet plan til mindre prisstigninger.

Trods det vanskelige beslutningsgrundlag for pengepolitikken tyder de lave inflationsforventninger på langt sigt og de lave risikopræmier på obligationsmarkedet på, at de økonomiske aktører har tillid til ECBs evne til at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt. I betragtning af den økonomiske usikkerhed udgjorde ECBs penge-

politiske strategi fortsat en yderst nyttig referenceramme både for Styrelsesrådet (som basis for hensigtsmæssige pengepolitiske beslutninger) og de finansielle markeder og økonomiske aktører (som pejlemærke for forventningerne i forbindelse med pengepolitiske tiltag).

Usikkerheden omkring den økonomiske udvikling i 2002 understregede vigtigheden af stabilitetsorienterede rammer for den makroøkonomiske politik som ledetråd for de økonomiske aktører. På det pengepolitiske område er det ifølge de stabilitetsorienterede rammer ECBs hovedmål at fastholde prisstabilitet uafhængig af tredjepart. Inden for finanspolitikken tjener traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og stabilitets- og vækstpacten som anker for de økonomiske aktørers forventninger. Begrebsrammerne bekræftes desuden af Det Europæiske Konvent, som er i færd med at udarbejde en traktat om indførelse af en forfatning for Europa som forberedelse til den næste regeringskonference. Vedtagelsen af en sådan forfatning vil være et vigtigt skridt for Europa, og det vil styrke rammerne for ØMU yderligere.

Samlet set var udviklingen i de offentlige finanser i euroområdet skuffende i 2002. Det gennemsnitlige budgetunderskud steg til 2,2 pct. af BNP fra 1,6 pct. i 2001. De fleste lande nåede ikke budgetmålene i deres stabilitetsprogrammer. Ecofin-rådet meddelte i november 2002 og januar 2003, at henholdsvis Portugal og Tyskland havde uforholdsmæssigt store underskud. I januar 2003 vedtog Ecofin-rådet desuden en henstilling med en såkaldt tidlig advarsel til Frankrig i et forsøg på at forhindre et uforholdsmæssigt stort underskud. I 2002 overskred Frankrigs budgetunderskud referenceværdien på 3 pct. for underskuddets andel af BNP, som fastsat i traktaten.

I modsætning til, hvad der ofte fremføres, er stabilitets- og vækstpacten ikke en spændetrøje, som forpligter landene til at gennemføre procykliske budgetpolitikker. Pacten giver fleksibili-

tet, så de automatiske stabilisatorer kan virke i fuldt omfang, forudsat at landene opnår en budgetstilling, der er tæt på balance eller i overskud, på mellemlangt sigt. De lande, som nu kæmper for at bringe deres budgetforhold i orden, nedbragte ikke deres budgetunderskud tilstrækkeligt i de foregående år, hvor de økonomiske forhold var forholdsvis gunstige. Lande, som overholdt stabilitets- og vækstpactens regler, har nu færre budgetmæssige vanskeligheder og drager fordel af, at de automatiske stabilisatorer virker uden problemer. For at afhjælpe de aktuelle balanceproblemer bør lande med et budgetunderskud tæt på eller over 3 pct. af BNP gennemføre væksthæmmende budgetmæssige konsolideringstiltag for at bringe deres budgetstilling i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpactens krav.

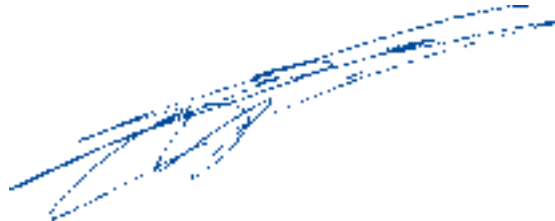
Denne Årsberetning opsummerer aktiviteterne i ECB, Eurosystemet og ESCB i 2002 og giver et overblik over den monetære, økonomiske og finansielle udvikling i euroområdet i 2002 og begyndelsen af 2003. ECB havde 1.105 ansatte ultimo 2002 i forhold til 1.043 i 2001. Antallet af ansatte forventes at stige til 1.263,5 i 2003 især for at tage højde for kravene ved ESCBs udvidelse. I 2002 indgik ECB en aftale med bystyret i Frankfurt om at købe en grund til at bygge egne kontorer. Der er efterfølgende udskrevet en international arkitektkonkurrence om ECBs nye hovedsæde. Når byggeriet er færdigt, kan alle ECBs ansatte arbejde under samme tag til forskel fra nu, hvor ECB har til huse i flere lejede kontorbygninger.

Dette er det sidste forord i ECB Årsberetning med min underskrift. Jeg er stolt over at have været ECBs første formand og som sådan oplevet ECBs og Eurosystemets første år, herunder historiske begivenheder som indledningen af tredje fase af ØMU og indførelsen af eurosedler og -mønter. Det har været et privilegium og en ære. Jeg vil gerne takke alle mine kolleger i Direktionen, Styrelsesrådet og Det Generelle Råd for det gode samarbejde i de sidste fem år. Jeg vil også

gerne takke Europa-Parlamentets medlemmer og især Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål, Det Europæiske Råd, Ecofin-rådet og Europa-Kommissionen. Og endelig vil jeg takke de ansatte i ECB og Eurosystemets nationale centralbanker for deres kontinuerlige støtte til og engagement i at gøre overgangen til euro og Den Monetære Union til en succes. Jeg er utrolig stolt af at have haft lejlighed til at arbejde sammen med dem på dette unikke, historiske projekt. Men

frem for alt takker jeg de europæiske borgere, fordi de har tillid til euroen og dens vogter. Jeg forsikrer alle om, at ECB nu og i fremtiden vil bestrebe sig på at leve op til de europæiske borgeres forventninger og fortsat vil fastholde euroens købekraft til gavn for alle.

Frankfurt am Main, marts 2003



Willem F. Duisenberg



Januar 2002



Eurofesten 18. januar 2002, hvor indførelsen af den fælles valuta fejres

Kapitel I

Den økonomiske udvikling og pengepolitikken

I Oversigt: Pengepolitiske beslutninger i 2002

Det pengepolitiske miljø var i 2002 meget usikkert. Signalerne vedrørende inflationspresset på mellemlangt sigt var til tider blandede og ændrede sig. Efter den økonomiske afmatning i hele 2001, der forværredes yderligere som følge af faldende tillid i forbindelse med terrorangrebene i USA i september 2001, steg væksten i realt BNP i euroområdet moderat i begyndelsen af 2002. Som året skred frem, blev opsvinget svækket af den fornyede turbulens på de finansielle markeder og de geopolitiske spændinger, der påvirkede oliepriserne og tilliden. Samlet vurderes den årlige vækst i realt BNP i euroområdet at være 0,8 pct. i 2002 i forhold til 1,4 pct. i 2001.

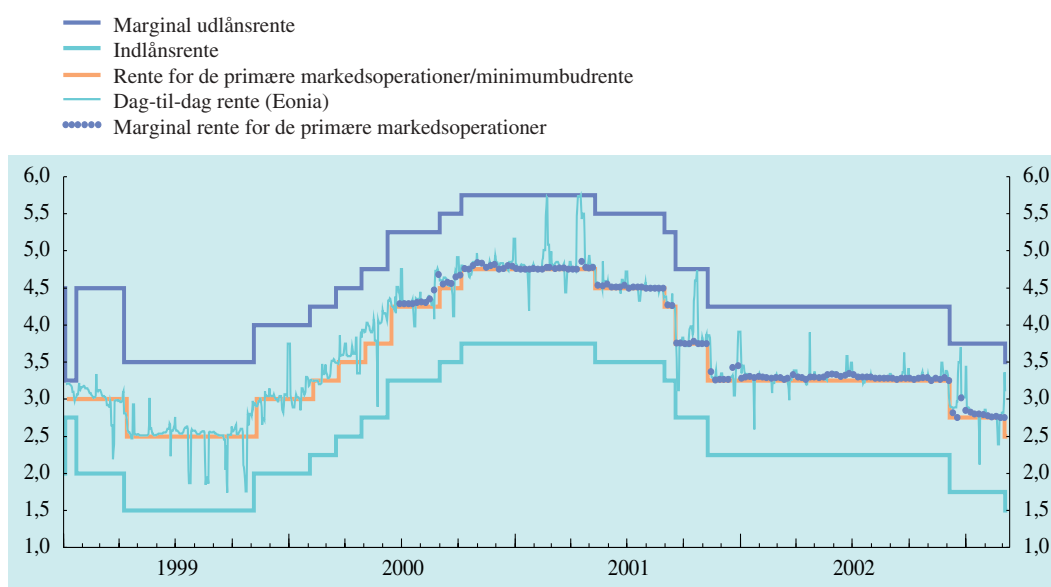
Trods det afdæmpede økonomiske opsving faldt HICP-inflationen kun en smule fra 2,4 pct. i gennemsnit i 2001 til 2,2 pct. i 2002 og ligger dermed fortsat en smule over den øvre grænse i ECBs definition af prisstabilitet. I 1. halvår 2002 skyldtes stigningen i inflationen midlertidige faktorer, fx de ugunstige vejrforhold, der påvirkede føde-

varepriserne, mens andre elementer, fx den monetære udvikling og lønudviklingen, forårsagede problemer med at fastholde prisstabiliteten i euroområdet på mellemlangt sigt. Senere på året medførte en betydelig stigning i oliepriserne et opadrettet pres på forbrugerpriserne, men andre faktorer medvirkede dog til at mindske inflationsrisiciene. Disse skyldtes den langvarige afdæmpede økonomiske vækst og euroens betydelige apreciering.

I lyset af disse opvejende faktorer fastholdt Styrelsesrådet i det meste af 2002 minimumbudrenten for de primære markedsoperationer på 3,25 pct. Eftersom den økonomiske aktivitet ikke steg, på baggrund af vedvarende geopolitiske spændinger og som følge af euroens vedvarende apreciering, aftog inflationspresset. Derfor besluttede Styrelsesrådet at nedsætte ECBs officielle renter med 50 basispoint i december 2002 og igen med 25 basispoint i marts 2003 (se figur 1).

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 minimumbudrenten for auktioner til variabel rente.

De pengepolitiske beslutninger i 2002 og starten af 2003 bør også ses i lyset af Styrelsesrådets betydelige nedsættelse af ECBs officielle renter (med i alt 150 basispoint, hvor minimumbudrenten for de primære markedsoperationer blev sænket til 3,25 pct. 8. november 2001) i 2001. I 2001, og især efter terrorangrebene i september, var der tegn på, at den økonomiske afmatning i euroområdet ville være længere og være mere markant end tidligere antaget, hvilket bremsede det opadrettede prispress. Samtidig aftog virkningen af tidligere prisstød, der stammede fra stigningerne i oliepriserne og euroens depreciering i 1999 og 2000 og stigningerne i fødevarepriserne i begyndelsen af 2001. Alt i alt indikerede disse faktorer et fald i inflationspresset på mellemlangt sigt, og sammen med konjunkturedgangen forventedes det at medføre en moderat lønudvikling. Denne vurdering var i god overensstemmelse med analysen af de monetære data. Pengemængdevæksten tiltog i 2. halvår 2001, især efter terrorangrebene, men dette afspejlede primært de private investorers porteføljeomlægninger fra aktier og andre langfristede finansielle aktiver til mere likvide, forholdsvis sikre kortfristede aktiver, der indgår i M3. Endvidere fortsatte den årlige vækst i kreditgivning til den private sektor med at falde.

Analysen i overensstemmelse med den første søjle i ECBs pengepolitiske strategi viste, at M3-væksten aftog en del i de første måneder af 2002 efter omfattende porteføljeomlægninger i efteråret 2001. Nedgangen skete kun langsomt og stoppede i 2. kvartal 2002, hvor efterspørgslen efter M1 styrkedes markant. Foruden den vedvarende usikkerhed på aktiemarkederne synes lave alternativomkostninger ved kontantbeholdninger at øge pengemængdevæksten i denne periode. I begyndelsen af 2002 fortsatte væksten i udlån til den private sektor med at aftage, selv om den stabiliserede sig i 2. kvartal 2002. På dette tidspunkt var der stigende bekymring for, at likviditeten i euroområdet var betydelig højere end nødvendigt for at finansiere en holdbar, ikke-inflationær økonomisk vækst.

I forbindelse med analysen under anden søjle i 1. halvår 2002 bekræftede de foreliggende data i begyndelsen af 2002 Styrelsesrådets tidligere forventninger til de økonomiske udsigter for euroområdet. De foreliggende data i årets første måneder tydede på, at den økonomiske aktivitet havde nået lavpunktet i slutningen af 2001, og at opsvinget sandsynligvis ville komme i løbet af 2002. Usikkerheden vedrørende det globale miljø aftog en smule. I euroområdet blev kvartal-til-kvartal væksten i reelt BNP positiv i 1. kvartal 2002, og ifølge undersøgelsesdata var det økonomiske opsving ved at få fodfæste. Forventningerne til et økonomisk opsving blev understøttet af, at der ikke var større makroøkonomiske balanceproblemer i euroområdet, som krævede en langvarig tilpasningsproces. Det forudsås, at de lave renter og de gunstige effekter af det forventede fald i inflationen ville påvirke den disponible realindkomst og dermed understøtte den indenlandske efterspørgsel.

Fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab og prognoser fra internationale organisationer og private institutioner viste stort set det samme billede i foråret 2002. Den generelle forventning var, at væksten i reelt BNP i euroområdet igen ville være i overensstemmelse med tendensen i den potentielle vækst senere på året og stabilisere sig på disse niveauer i 2003. Forventningen om et forholdsvis jævnt økonomisk opsving var også på linje med forventningerne på de finansielle markeder, hvilket kom til udtryk i obligationsrenterne. Trods denne forventning var det usikkert, nøjagtigt hvordan det økonomiske opsving ville forløbe, ikke mindst på baggrund af de væsentlige olieprisstigninger og de makroøkonomiske balanceproblemer andre steder i verden.

Hvad angår forbrugerprisinflationen, lå den årlige inflation i begyndelsen af 2002 forholdsvis højt på 2,7 pct. i januar. HICP-inflationen viste også et ujævnt mønster i begyndelsen af 2002, hvilket især skyldtes usædvanlige og forbigående faktorer som ugunstige vejrforhold, der medførte højere fødevarepriser, højere indirekte skatter og negative basiseffekter fra energiprisudviklingen

primo 2001. Det skønnedes, at overgangen til euro kun ville have en begrænset effekt på prisniveauet, trods en opadrettet effekt på priserne, især på visse tjenesteydelser. Den årlige vækst i HICP faldt gradvis efter de første måneder i 2002, især på grund af basiseffekter. Væksten aftog dog forholdsvis langsomt, delvis som følge af olieprisstigningerne primo 2002. Samtidig var det en kilde til bekymring, at inflationen ekskl. de mere volatile komponenter energi og uforarbejdede fødevarer fortsat var høj, hvilket afspejlede prisudviklingen for især tjenesteydelserne. Lønudviklingen var heller ikke betryggende. Samlet set var inflationsudviklingen derfor ikke så gunstig som antaget ultimo 2001.

På baggrund heraf blev Styrelsesrådet i de første måneder af 2002 i stigende grad bekymret for, at den monetære udvikling, lønudviklingen og den høje, vedvarende inflation i priserne på tjenesteydelser ville medføre opadrettede risici for prisstabiliteten på mellemlangt sigt. Euroens appreciering, som begyndte i foråret, mindskede imidlertid de opadrettede risici for prisstabiliteten. En anden vigtig faktor for den pengepolitiske vurdering på det tidspunkt var, at de økonomiske udsigter stadig var usikre. Da visse faktorer pegede på øget inflationspres, selv om omfanget af den økonomiske vækst var forbundet med usikkerhed (hvilket igen kunne påvirke udsigterne for prisstabiliteten), mente Styrelsesrådet, at de foreliggende data på det tidspunkt sendte uklare signaler vedrørende risiciene for prisstabiliteten på mellemlangt sigt.

I 2. halvår 2002 var der stigende bekymring for de økonomiske udsigter, hvilket afspejledes i de finansielle markeders dårlige resultater. Det kraftige fald i de globale aktiekurser i løbet af sommeren forstærkede markedernes negative tendens efter rekorden i begyndelsen af 2000. Selv om det altid er vanskeligt at bestemme aktiekursernes overvurdering nøjagtigt, tilskrives faldet på aktiemarkederne delvis en korrektion af tidligere overvurderinger. Aktiekursfaldene skyldtes faktorer som øget markedsusikkerhed vedrørende regnskabsoplysningernes pålidelighed, svagere indtjening i virksomhederne end forven-

tet og den gradvise stigning i de geopolitiske spændinger, også i lyset af påvirkningen af oliepriserne. Ifølge de foreliggende data er den direkte effekt af ændringerne på aktiemarkedet på privatforbruget typisk mindre i euroområdet end i andre større økonomier, selv om husholdningernes aktiebeholdninger i euroområdet er steget betydeligt fra slutningen af 1990'erne. Da faldet på aktiemarkederne var globalt, var der imidlertid større sandsynlighed for, at økonomien i euroområdet ville blive påvirket via internationale kanaler. På grund af de turbulente aktiemarkeder blev det desuden dyrere for virksomhederne at skaffe kapital på aktiemarkederne. Faldet blev ledsaget af en stigning i spændet for obligationer udstedt af virksomheder i euroområdet, især de lavt ratede virksomheder. Ud over usikkerheden på de finansielle markeder bidrog de vedvarende makroøkonomiske balanceproblemer uden for euroområdet også fortsat til at øge usikkerheden i euroområdet og verden generelt.

Disse faktorer kom til udtryk i de fremadrettede indikatorer. Ifølge tillidsindikatorer og undersøgelsesdata var det ikke længere sandsynligt, at væksten i den økonomiske aktivitet, som løbende var steget indtil midten af 2002, ville tiltage yderligere i løbet af året. De geopolitiske spændinger tog til i 2. halvår 2002, hvilket medførte en kraftig olieprisstigning. Konjunkturopsvinget i euroområdet og verdensøkonomien forventedes derfor at gå langsommere i 2. halvår 2002 end forventet i begyndelsen af året. I lyset heraf og i overensstemmelse med lignende vurderinger fra offentlige og private institutioner samt fremskrivningerne udarbejdet af Eurosystemets stab nedjusterede Styrelsesrådet gradvis sine forventninger til den økonomiske vækst i resten af året og de første måneder af 2003. Dette medførte, at væksten i realt BNP først forventedes at stige i løbet af 2003. Økonomiske nøgletal offentliggjort i løbet af 2. halvår 2002 og primo 2003 bekræftede, at den økonomiske vækst stadig var meget lav.

Hvad angår prisudviklingen, lå HICP-inflationen i 2. halvår 2002 på omkring 2 pct., som er den øv-

re grænse i ECBs definition af prisstabilitet. Endvidere var HICP-inflationen ekskl. de mere volatile komponenter energi og uforarbejdede fødevarer stadig forholdsvis høj på ca. 2½ pct., hvilket især afspejler den kraftige stigning i priserne på tjenesteydelser, som igen delvis skyldes den opadrettede tendens i de nominelle lønstigninger indtil begyndelsen af 2002. Samlet set indikerer den fortsat høje forbrugerpris-inflation, at de strukturelle stivheder i euroområdet kan have hindret en passende løn- og prisjustering i forbindelse med den svage økonomiske vækst.

På sigt blev den afdæmpede økonomiske aktivitet betragtet som en faktor, der ville begrænse de opadrettede risici for prisstabilitet. Selv om der fortsat var lønrelaterede risici, ville de sandsynligvis ikke gøre sig gældende, så længe det økonomiske miljø ikke ændrede sig væsentligt. Den højere eurokurs i 2. halvår 2002 og i de første måneder af 2003 i forhold til 1. halvår 2002 forventedes også at bidrage yderligere til at sænke inflationspresset.

Vurderingen af den monetære udviklings påvirkning af prisstabiliteten var mindre direkte i 2. halvår 2002. Den kraftige pengemængdevækst fortsatte efter sommeren, men de underliggende faktorer bør vurderes forsigtigt. På den ene side skyldtes den fortsatte kraftige pengemængdevækst i høj grad turbulensen på aktiemarkederne, som øgede investorernes motivation til at investere i likvide og sikre aktiver, der indgår i M3. På den anden side var den en konsekvens af de lave alternativomkostninger ved kontantbeholdninger, da de lave renter i euroområdet syntes at stimulere pengemængdevæksten. Det kom især til udtryk i en betydelig stigning i det snævre pengemængdemål, M1. Set over en længere periode var den kraftige pengemængdevækst i euroområdet fortsat bekymrende, da der var mere likviditet end nødvendigt for at finansiere holdbar ikke-inflationær vækst. Styrelsesrådet vurderede dog, at der i lyset af den dæmpede økonomiske vækst kun var en lille risiko for, at dette likviditetsoverskud ville skabe inflationspres. Denne vurdering blev bekræftet af den aftagende årlige

vækst i udlån til den private sektor, især til ikke-finansielle virksomheder.

Som udtryk for den svage økonomiske vækst og euroens appreciering pegede de foreliggende data fra og med efteråret 2002 på, at inflationspresset ville aftage. Selv om spændingerne på oliemarkedet gjorde det vanskeligt at forudsige inflationens udvikling på kort sigt, blev det på baggrund af denne analyse vurderet, at inflationen sandsynligvis ville falde til under 2 pct. i løbet af 2003 og derefter være forenelig med definitionen af prisstabilitet. Dette medførte, at Styrelsesrådet besluttede at sænke ECBs officielle renter med 50 basispoint på mødet 5. december 2002 og igen med 25 basispoint 6. marts 2003. Minimumbudrenten for de primære markedsoperationer blev dermed nedsat til 2,50 pct., hvilket var et historisk lavt niveau. Beslutningerne om at nedsætte ECBs officielle renter forventedes at skabe modvægt til de forskellige faktorer, som har en negativ effekt på den økonomiske aktivitet, hvilket bidrager til at bevare prisstabilitet på mellemlangt sigt.

På mødet 5. december gennemgik Styrelsesrådet referenceværdien for pengemængdevæksten, som spiller en vigtig rolle under den første søjle i ECBs pengepolitiske strategi. Styrelsesrådet besluttede, at værdien skulle være uforandret med en årlig vækst på 4½ pct. i det brede pengemængdemål, M3. Baggrunden for beslutningen var, at de foreliggende data fortsat støtter de antagelser, der siden december 1998 har ligget bag udledningen af referenceværdien, dvs. antagelserne om en trend i den potentielle vækst på 2-2½ pct. om året og en faldende trend i M3s omløbshastighed på ½-1 pct. om året i euroområdet. I december 2002 fastholdt Styrelsesrådet, at referenceværdien vedrører det mellemlange sigt, hvilket er vigtigt ved måling af den aktuelle udvikling i M3 i forhold til referenceværdien. De sidste to års erfaringer viser, at den kortsigtede udvikling i M3 ikke nødvendigvis påvirker den fremtidige prisudvikling, og at M3s afvigelse fra referenceværdien skal analyseres i forbindelse med andre reale og finansielle indikatorer for at forstå konsekvenserne for prisstabiliteten.

Boks 1

Erfaringer med virkningen på pengemarkedets volatilitet af Styrelsesrådets beslutning om at overgå til månedlige vurderinger af pengepolitikens stramhedsgrad

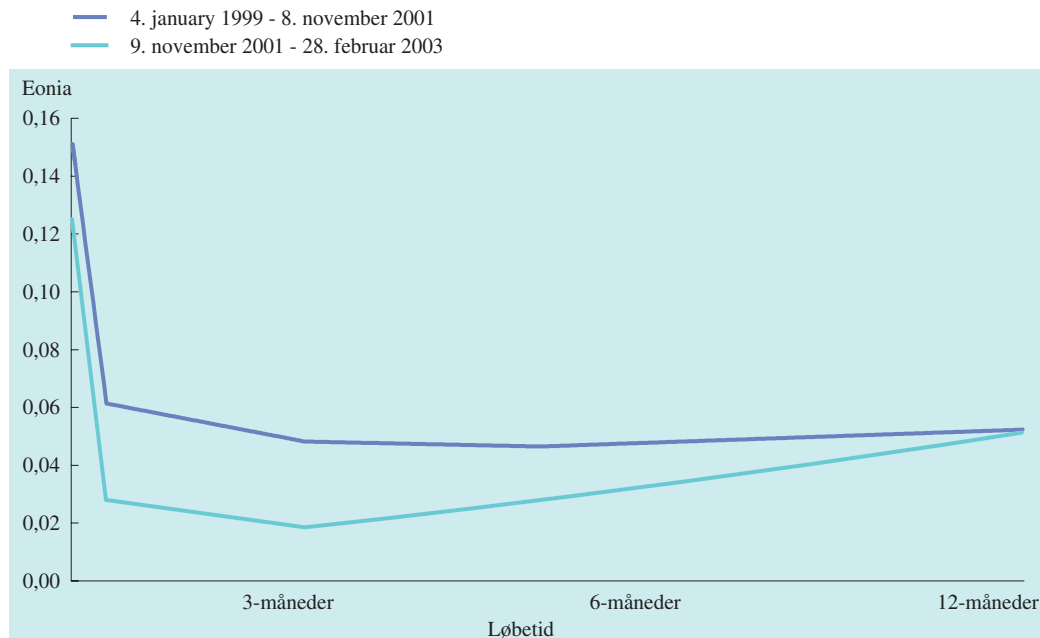
På mødet 8. november 2001 besluttede ECBs Styrelsesråd, at det fremover som hovedregel kun vil vurdere pengepolitikens stramhedsgrad og træffe rentebeslutninger på det første møde hver måned. Et af formålene med denne beslutning var at bidrage til de finansielle markeders stabilitet. Selv om ECBs pengepolitiske beslutninger generelt har været forudsigelige siden begyndelsen af tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union,¹ var der ind mellem usikkerhed i markedet om beslutningernes præcise tidspunkt og omfang. De hyppige møder har sandsynligvis bidraget til denne usikkerhed. Det blev således vurderet, at et skift til månedlige pengepolitiske beslutninger også ville bidrage til at stabilisere modparternes budadfærd i de regelmæssige markedsoperationer. Når markederne har færre muligheder for at fokusere på rentændringer, er der færre incitamenter til spekulation, hvorved renterne i ECBs auktioner bliver mindre volatile.

På baggrund heraf undersøges det i denne boks, hvorvidt markedsrenterne er blevet mere stabile efter skiftet til de månedlige pengepolitiske møder. Her fokuseres på de meget korte pengemarkedsrenter, da de formentlig påvirkes mest af ændringen i mødefrekvensen. Det er dog ikke nemt at foretage en sådan analyse, da det er vanskeligt at tage højde for de andre elementer, som kan påvirke disse pengemarkedsrenters volatilitet, herunder hyppigheden af ændringer af ECBs officielle renter.

I princippet kan det forventes, at de færre pengepolitiske møder reducerer pengemarkedsrenternes volatilitet, især for de korte renter. Samtidig kan skiftet til månedlige pengepolitiske møder næppe forventes at påvirke den lange ende af pengemarkedsrentekurven, som snarere signalerer den makroøkonomiske usikkerhed.

Rentevolatilitetsstruktur

(Standardafvigelse i den angivne periode for daglige ændringer i niveauet for pengemarkedsrenten i euroområdet; procentpoint)



Kilde: ECB.

Anm.: Interpolation af standardafvigelsen for Eonia-renten og 2-ugers, 3-, 6- og 12-måneders Eonia-swaprenten.

¹ Pérez-Quirós og Sicilia (2002), "Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?", ECBs Working Paper nr. 192. Se også Gaspar, Pérez-Quirós og Sicilia (2001), "The ECB monetary policy strategy and the money market", *International Journal of Finance and Economics* 6, 2001, s. 325-342.

Figuren viser volatilitetsmønstret fra dag-til-dag renten til 1-årige pengemarkedsrenter mellem 4. januar 1999 og 8. november 2001 og fra 9. november 2001 og fremefter. Volatiliteten i de 1-årige renter efter ændringerne til månedlige pengepolitiske møder er den samme som i den tidligere periode. Dette indikerer, at usikkerheden generelt ikke har ændret sig ret meget i perioden efter beslutningen om at overgå til månedlige pengepolitiske møder. Volatiliteten i de korte renter var dog betydeligt mindre, efter at de pengepolitiske møders hyppighed blev ændret. Selv om det er vanskeligt at drage endelige konklusioner efter kun et år, indikerer faldet i volatiliteten, at usikkerheden i forbindelse med tidspunktet for de pengepolitiske beslutninger er mindsket som følge af beslutningen om at afholde færre pengepolitiske møder.

2 Den monetære og finansielle udvikling

2.1 Den monetære udvikling

Fortsat kraftig M3-vækst i 2002

Den gennemsnitlige årlige vækst i det brede pengemængdemål, M3, steg fra 5,5 pct. i 2001 til 7,4 pct. i 2002. Efter en betydelig stigning i 2. halvår 2001 aftog den årlige vækst i M3 noget i de første måneder af 2002 og stabiliserede sig omkring 7 pct. (se figur 2). Det 3-måneders glidende gennemsnit af de årlige vækstrater for M3 aftog også

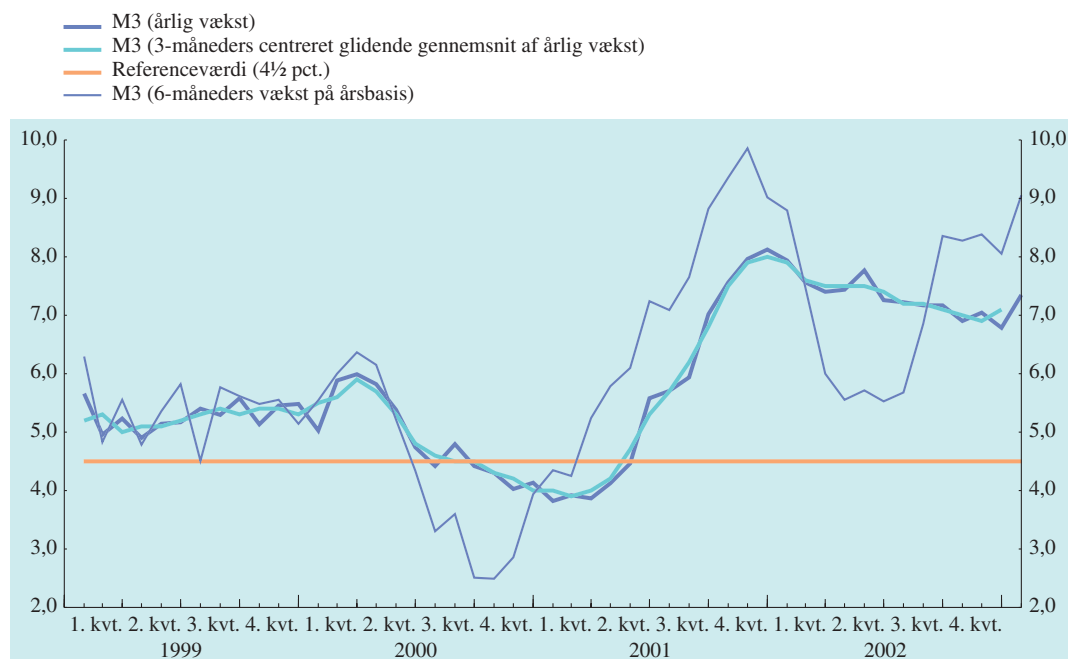
i løbet af 2002, men lå dog betydeligt over referenceværdien på 4½ pct. i løbet af året.

Den kraftige pengemængdevækst i 2002 afspejlede fortsat i høj grad udviklingen på de finansielle markeder. På baggrund af de faldende aktiekurser og den kraftige volatilitet på de finansielle markeder foretrak ikke-MF'erne, som i 2. halvår 2001, at investere i sikre og likvide aktiver. Efter normaliseringen af de globale aktiemarkeder i slutningen af 2001 og begyndelsen af 2002, som

Figur 2

Vækst i M3 og referenceværdien

(Sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter)



Kilde: ECB.

Tabel I**Komponenter i M3***(Ændring i pct. år/år; årlige gennemsnit og kvartalsgennemsnit)*

	2001	2002	2001 4. kvrt.	2002 1. kvrt.	2002 2. kvrt.	2002 3. kvrt.	2002 4. kvrt.	2003 Jan.
<i>Sæsonkorrigeret og korrigeret for kalendereffekter</i>								
M1	3,6	7,3	5,5	6,2	6,6	7,6	8,8	9,8
heraf: Seddel- og møntomløb	-7,6	-11,8	-18,6	-28,0	-19,9	-7,7	12,9	34,6
heraf: Indlån på anfordring	5,9	10,7	10,4	13,0	11,7	10,3	8,2	6,6
M2-M1 (= andre kortfristede indskud)	4,8	5,9	5,9	6,7	6,4	5,5	4,9	4,0
M2	4,2	6,5	5,7	6,5	6,5	6,5	6,7	6,7
M3-M2 (= omsættelige instrumenter)	14,2	12,3	20,6	15,9	14,0	11,6	8,4	11,0
M3	5,5	7,4	7,7	7,8	7,5	7,2	7,0	7,4
<i>Ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter</i>								
Seddel- og møntomløb	-7,7	-11,6	-18,4	-27,9	-19,7	-7,7	12,9	35,2
Indlån på anfordring	5,9	10,8	10,1	13,0	11,7	10,4	8,3	6,1
Tidsindskud med en løbetid på op til 2 år	11,9	2,3	7,3	3,6	2,9	1,4	1,3	0,6
Indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder	-0,5	8,8	5,0	9,1	9,4	8,9	7,7	6,9
Genkøbsforretninger	18,6	3,0	19,5	4,6	2,3	2,9	2,3	11,9
Andele i pengemarkedsforeninger	13,9	23,6	25,5	29,5	25,1	22,4	18,6	17,2
Gældsinstrumenter udstedt med en løbetid på op til 2 år ¹⁾	9,3	-2,2	11,5	1,6	3,9	-4,3	-9,2	-8,3

Kilde: ECB.

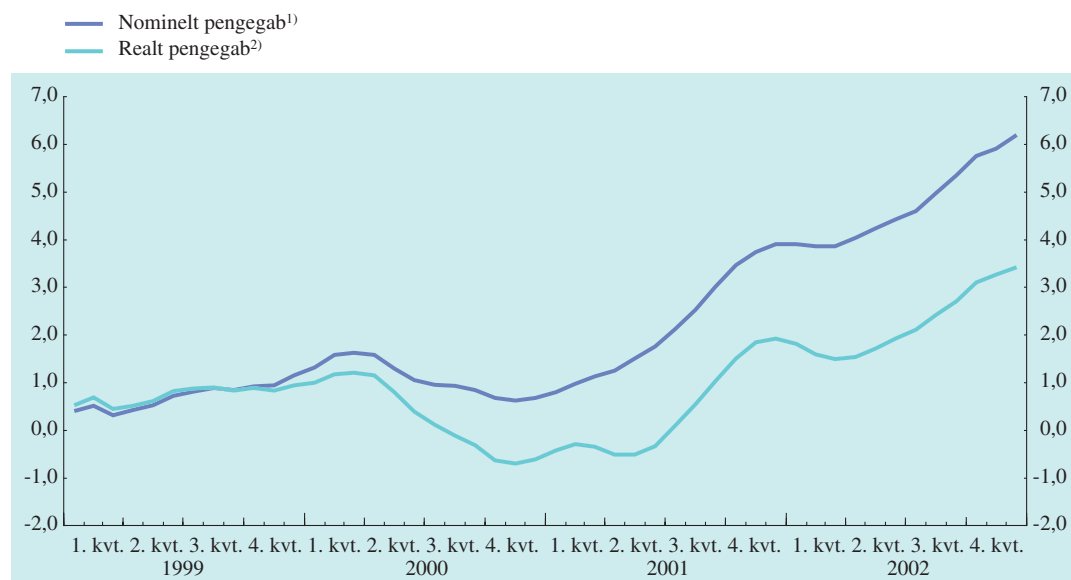
1) Inkl. pengemarkedsinstrumenter.

kom til udtryk i en lille stigning i aktiekurserne og et kraftigt fald i implicit volatilitet på aktiemarkedet, aftog M3-væksten på kort sigt i nogen grad i de første måneder af 2002. Som følge af nye aktiekursfald og øget volatilitet på aktiemarkedene foretrak ikke-MFlerne derefter igen at investere i sikre og likvide aktiver. Mens investorerne i løbet af sommeren både placerede i instrumenter, der indgår i M3, og langfristede rentebærende aktiver på bekostning af aktier, syntes investorerne igen senere at foretrække kortfristede aktiver, der indgår i M3. Det kan tilskrives en flade rentekurve og mere volatile obligationsmarkeder. I overensstemmelse hermed styrkedes M3s udvikling på kort sigt betydeligt mod slutningen af året.

Porteføljeomlægninger var imidlertid ikke den eneste årsag til den kraftige pengemængdevækst i 2002. M3-væksten blev sandsynligvis også påvirket af de lave korte renter og de derfor forholdsvis lave alternativomkostninger ved at besidde især de mest likvide instrumenter i M3. Det kan aflæses i den gradvise stigning i den årlige vækst i det snævre pengemængdemål, M1, fra 5,5 pct. i 4. kvartal 2001 til 8,8 pct. i 4. kvartal 2002.

Kraftig pengemængdevækst i en lang periode har medført opbygning af mere likviditet i euroområdet end nødvendigt for at finansiere holdbar, ikke-inflationær vækst. Det illustreres af indikatorerne for likviditetsoverskud. I figur 3 defineres det nominelle pengegab som forskellen mellem det faktiske M3-niveau og det M3-niveau, som ville have været tilfældet med en pengemængdevækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. siden december 1998 (referenceperioden). Det reale pengegab defineres som forskellen mellem det faktiske M3-niveau deflateret med HICP og det reale M3-niveau, som ville have været tilfældet med en nominel pengemængdevækst i overensstemmelse med referenceværdien på 4½ pct. og en inflation i overensstemmelse med ECBs definition af prisstabilitet, igen med december 1998 som referenceperiode.¹ Efter en lille nedgang i de første måneder af 2002 steg både det nominelle og det reale pengegab gradvis, og i slutningen af 2002 nåede målene det højeste niveau siden indlednin-

¹ Ved fortolkning af det nominelle og det reale pengegab skal det tages i betragtning, at valget af referenceperiode er vilkårligt. Som følge heraf er niveauerne for disse mål mindre informative end ændringerne i niveauerne (se artiklen "Rammer og redskaber i forbindelse med monetær analyse" i Månedsoversigten for maj 2001).

Figur 3**Estimater for det nominelle og det reale pengegab***(I pct. af M3; 3-måneders centreret glidende gennemsnit)*

Kilde: ECB.

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

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

gen af tredje fase af Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU).

Den kraftige pengemængdevækst i 2002 kunne primært tilskrives udviklingen i M1 og omsættelige instrumenter (se tabel 1). I M1 tiltog den årlige vækst i seddel- og møntomløbet kraftigt. Efter at niveauet var aftaget med næsten en tredjedel i perioden op til overgangen til euroen i 2001, genopbyggede de økonomiske aktører forholdsvis hurtigt deres kontantbeholdninger i 2002. Det afspejlede især et tilbageskift fra indlån på anfordring og andre kortfristede indskud, der indgår i M3, til kontanter, men også et opsving i efterspørgslen efter eurosedler fra residerter uden for euroområdet, hvilket fremgår af tal fra euroområdet betalingsbalance. Den årlige vækst i indlån på anfordring aftog i løbet af 2002 som følge af ovennævnte tilbageskift, men var dog stadig forholdsvis høj. Som nævnt syntes udviklingen i M1 som helhed især at afspejle de lave alternativomkostninger ved kontantbeholdninger og indlån på anfordring. Uroen på de finan-

sielle markeder har sandsynligvis også medvirket til en stigning i efterspørgslen efter meget likvide aktiver, især i 2. halvår.

I modsætning hertil faldt den årlige vækst i kortfristede indskud ekskl. indlån på anfordring fra 5,9 pct. i 4. kvartal 2001 til 4,9 pct. i 4. kvartal 2002. Faldet skyldtes primært udviklingen inden for kortfristede tidsindskud (dvs. tidsindskud med en løbetid på op til 2 år), som til dels blev opvejet af en kraftigere årlig vækst i kortfristede opsparingsindskud (dvs. indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder). Det forholdsvis lille bankrentespænd mellem de to typer kortfristede indskud gjorde tilsyneladende kortfristede opsparingsindskud forholdsvis attraktive. Den lavere årlige vækst i samlede kortfristede indskud ekskl. indlån på anfordring kan også til dels skyldes porteføljeomlægninger tilbage til kontantbeholdninger efter overgangen til euro.

Trods en nedgang i løbet af 2002 var den årlige vækst i omsættelige instrumenter forholdsvis høj

og lå på 8,4 pct. i 4. kvartal 2002. Desuden blev udviklingen på kort sigt styrket i 2. halvår 2002, hvilket tyder på nye porteføljeomlægninger til M3 i forbindelse med stor usikkerhed på de finansielle markeder. Inden for omsættelige instrumenter tegnede andele i pengemarkedsforøninger sig for en særlig kraftig vækst i 2002. Disse instrumenter anvendes ofte til at "parkere" midler, når der er uro på de finansielle markeder.

Pengemængdevæksten var fortsat kraftig i januar 2003 som følge af vedvarende porteføljeomlægninger og lave korte renter. 3-måneders gennemsnittet af de årlige vækstrater for M3 steg til 7,1 pct. i perioden november 2002-januar 2003 fra 6,9 pct. i perioden oktober-december 2002.

Fortsat aftagende vækst i kreditgivning til den private sektor

Figur 4 giver et overblik over udviklingen i M3 og dets modposter på den konsoliderede MFI-balance i 2002. Generelt blev den kraftige vækst i M3 ledsaget af aftagende vækst i MFIernes samlede kreditgivning til residenter i euroområdet, øget vækst i MFIernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) og en stigning i nettofordringer på udlandet for MFIerne i euroområdet.

En nærmere undersøgelse af dette mønster med udviklingen i kreditgivning som udgangspunkt vi-

ser, at den årlige gennemsnitlige vækst i MFIernes samlede kreditgivning til residenter i euroområdet faldt fra 5,4 pct. i 2001 til 4,5 pct. i 2002. Udviklingen dækkede over et betydeligt fald i den årlige vækst i kreditgivning til den private sektor, mens den årlige vækst i kreditgivning til den offentlige sektor blev positiv i 2002 (se tabel 2).

Nedgangen i den årlige vækst i kreditgivning til den private sektor afspejlede udviklingen i MFIernes udlån, hvor den årlige vækst faldt fra 6,5 pct. i 4. kvartal 2001 til 4,8 pct. i 4. kvartal 2002. Med hensyn til udviklingen i de enkelte sektorer aftog den årlige vækst i MFIernes udlån til ikke-finansielle selskaber betydeligt, hvilket til dels afspejler mindre aktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser, hvorimod der var en vis stigning i den årlige vækst i udlån til husholdningerne. Udviklingen i sektorfordelt udlån er nærmere beskrevet i underafsnittet om udviklingen i gældsstiftelse i de ikke-finansielle sektorer i euroområdet i afsnit 2.2.

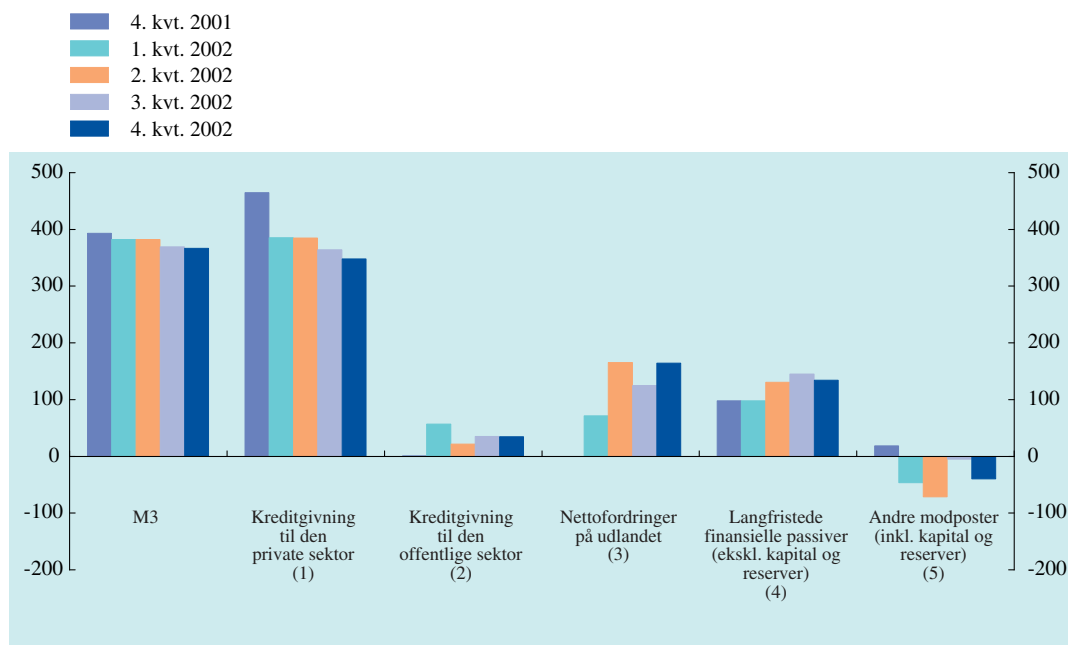
I 2002 var den gennemsnitlige reale årlige vækst i udlån til den private sektor samlet set noget lavere end gennemsnittet på langt sigt siden 1980. Udviklingen i udlån var dog ikke særlig svag i betragtning af den afdæmpede økonomiske vækst og den udprægede økonomiske usikkerhed. Tallene for væksten i udlån synes således ikke at pege i retning af nogen markant nedgang i kreditgivningen i euroområdet. Det kan imidlertid ikke

Tabel 2
M3s modposter

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

	2001	2002	2001	2002	2002	2002	2002	2003
			4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.	Jan.
Langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver)								
Tidsindsud med en løbetid på over 2 år	3,0	4,4	2,9	3,1	4,0	5,1	5,2	5,7
Indlån med et opsigelsesvarsel på over 3 måneder	-0,2	1,4	-0,2	0,2	0,9	1,9	2,6	2,6
Gældsinstrumenter med en løbetid på over 2 år	3,8	-11,2	-5,7	-11,5	-13,2	-11,1	-9,0	-5,3
Gældsinstrumenter med en løbetid på over 2 år	5,4	7,8	5,9	6,5	7,7	8,8	8,1	8,7
Kreditgivning til residenter i euroområdet	5,4	4,5	5,2	5,1	4,5	4,2	4,1	4,2
Kreditgivning til den offentlige sektor	-4,0	1,6	-0,7	1,7	1,8	1,1	1,9	1,8
Værdipapirer undtagen aktier	-6,2	3,5	-0,7	3,5	3,8	2,5	4,1	3,5
Udlån	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,2	-0,8
Kreditgivning til andre residenter i euroområdet	8,3	5,3	6,9	6,1	5,2	5,0	4,8	4,8
Værdipapirer undtagen aktier	22,6	12,5	23,8	22,3	14,8	7,5	6,9	9,1
Aktier og ejerandelsbeviser	7,2	0,7	3,2	2,1	-3,5	1,0	3,3	0,4
Udlån	7,8	5,3	6,5	5,7	5,6	5,3	4,8	5,0

Kilde: ECB.

Figur 4**Bevægelser i M3 og dets modposter***(Årlige strømme ultimo perioden; mia. euro; ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter)**Kilde: ECB.**M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5*

udelukkes, at MFlerne i nogle lande kan have udvist en mere forsigtig udlånsadfærd over for nogle af økonomiens sektorer.

Endelig afspejlede den stigende vækst i kreditgivning til den offentlige sektor i euroområdet denne sektors øgede finansieringsbehov delvis på baggrund af lavere skatteindtægter som følge af moderat økonomisk vækst.

Med hensyn til M3s andre modposter steg den årlige vækst i MFlernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) betydeligt i de første tre kvartaler af 2002. Frem til foråret 2002 kan stigningen have været en reaktion på den stejle rentekurve, men derefter kan den øgede usikkerhed på de globale aktiemarkeder også have spillet en rolle. I 4. kvartal 2002 var den årlige vækst i MFlernes langfristede finansielle passiver (ekskl. kapital og reserver) stort set stabil, hvilket antyder, at aktiemarkedets effekt blev udlignet af effekterne af faldet i de lange renter og muligvis også af øget volatilitet på obligationsmarkedet.

I 12-måneders strømmen i euroområdet MFI-sektors nettofordringer på udlandet fortsatte med at stige betydeligt i løbet af 2002. I 12-måneders perioden frem til december 2002 steg euroområdet MFI-sektors nettofordringer på udlandet med 164 mia. euro, mens de i 12-måneders perioden frem til december 2001 var stort set stabile. Denne betydelige forbedring i euroområdet MFI-sektors nettofordringer på udlandet afspejlede både en væsentlig forbedring i saldoen på betalingsbalancens løbende poster og en nettotilstrømning til euroområdet af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer. Nettotilstrømningen af porteføljeinvesteringer skyldtes bl.a. afdæmpede porteføljeinvesteringer i udenlandske aktier og gældsinstrumenter foretaget af residenter i euroområdet.

Alt i alt var den årlige M3-vækst robust i 2002, hvilket medførte opbygning af mere likviditet end nødvendigt for at finansiere holdbar, ikke-inflationær vækst i euroområdet. I de første måneder af 2002 var der tegn på en lille nedgang i penge-mængdevæksten på grund af en langsom omgø-

relse af tidligere porteføljeomlægninger, men dette kunne ikke bekræftes senere. Nye porteføljeomlægninger medvirkede derimod senere til en yderligere stigning i likviditetsoverskuddet. Det store likviditetsoverskud blev betragtet som en potentiel risiko for prisstabilitet på mellem-langt sigt, hvis det ikke blev korrigeret over tid.

2.2 De finansielle markeder

Aftagende vækst i udstedelsen af gældsinstrumenter

Væksten i markedet for gældsinstrumenter udstedt af residenter i euroområdet fortsatte om end langsommere i 2002 end i 2001. Udestående gældsinstrumenter steg med 6,4 pct. i perioden ultimo 2001-ultimo 2002 i forhold til 7,1 pct. i 2001. Den årlige vækst i udestående kortfristede gældsinstrumenter steg fra 4,1 pct. ultimo 2001 til 12,0 pct. ultimo 2002, selv om væksten faldt til 0,2 pct. i april og rettede sig igen i de sidste måneder af året. Den årlige vækst i udestående langfristede gældsinstrumenter aftog imidlertid til 5,8 pct. i 2002 i forhold til 7,4 pct. i 2001.

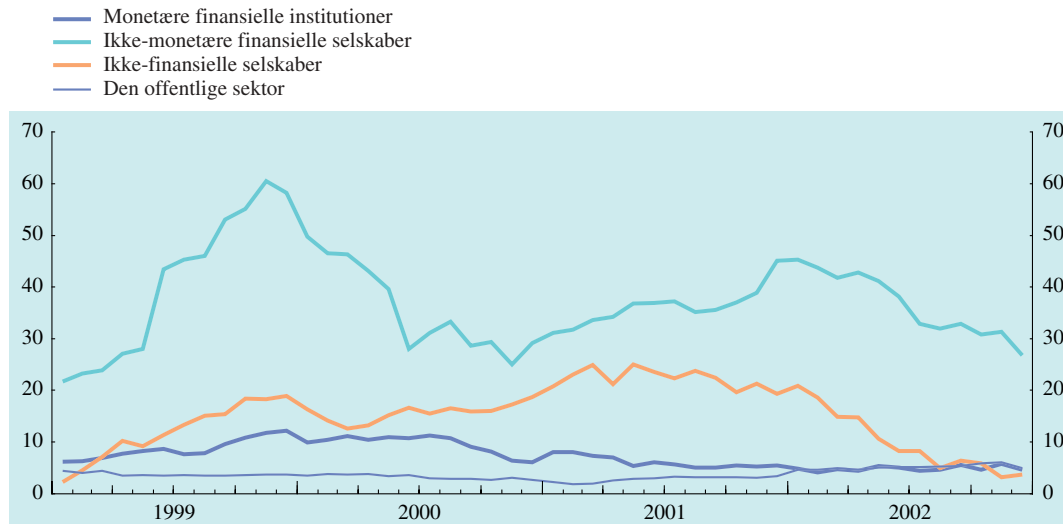
I 2002 faldt udstedelsesaktiviteten i den private sektor, mens den steg i den offentlige sektor. Det afspejlede bl.a. forskelle i sektorernes finansieringsbehov på baggrund af svag økonomisk vækst.

Den årlige vækstrate for de samlede udestående gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor tiltog fra 3,4 pct. ultimo 2001 til 5,0 pct. ultimo 2002, idet udstedelsesaktiviteten steg i både staten og andre dele af den offentlige sektor (se figur 5). Udestående gældsinstrumenter udstedt af andre dele af den offentlige sektor, som primært omfatter lokale og regionale myndigheder, steg med 27,4 pct. i 2002 i forhold til 24,0 pct. ultimo 2001, hvilket afspejler en mindre gunstig budgetudvikling og deraf følgende øget lånebehov i disse sektorer.

I betragtning af den afdæmpede økonomiske vækst i 2002 blev risikoen for, at likviditetsoverskuddet ville medføre inflationspres, anset for at være lille. Dette synspunkt var især fremherskende i 2. halvår 2002. Den fortsatte nedgang i den årlige vækst i udlån til den private sektor understøttede denne vurdering.

I den private sektor faldt den årlige vækst i de samlede udestående gældsinstrumenter udstedt af MFlerne en smule fra 5,5 pct. ultimo 2001 til 4,6 pct. ultimo 2002. Faldet i udstedelsesaktiviteten kan have afspejlet MFlernes lavere finansieringsbehov som følge af afdæmpet udlånsefterspørgsel fra den private ikke-finansielle sektor, hvilket skyldtes træg økonomisk aktivitet kombineret med fortsat kraftig tilstrømning af indskud til MFlerne.

Hvad angår den private sektor ekskl. MFI-sektoren, aftog den årlige vækst i udestående euro-denominerede gældsinstrumenter udstedt af ikke-finansielle selskaber betydeligt fra 19,3 pct. ultimo 2001 til 3,7 pct. ultimo 2002. Udestående gældsinstrumenter udstedt af ikke-monetære finansielle selskaber steg med 26,8 pct. i 2002 i forhold til 45,1 pct. ultimo 2001. Den fortsat kraftige vækst i udstedelsesaktiviteten i denne sektor kan skyldes et skift fra direkte udstedelse i sektoren ikke-finansielle selskaber til indirekte udstedelse via "special purpose vehicles" i sektoren ikke-monetære finansielle selskaber. Øget udstedelsesaktivitet via disse enheder tyder på, at denne kilde til struktureret finansiering generelt nyder en høj kreditvurdering. Den generelt langsommere vækst i udestående gældsinstrumenter udstedt af den private sektor ekskl. MFI-sektoren forekom ikke desto mindre på baggrund af et reduceret behov for arbejdskapital og investorernes voksende bekymring for kreditrisiko. Denne bekymring kom til udtryk i en forværring af virksomhedernes finansieringsforhold, idet spændet for erhvervsobligationer i den lave ende af kreditkvalitetsspektret blev udvidet betydeligt til forholdsvis høje niveauer i 2002 i

Figur 5**Udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet***(Ændring i pct. år/år)*

Kilde: ECB.

forhold til foregående år. I årets løb steg antallet af nedvurderede "investment grade"-virksomheder også. Finansieringsomkostningerne i forbindelse med erhvervsobligationer fra de virksomheder, som faldt fra "investment-grade" ned gennem kvalitetspektret, steg således mere end spændets udvidelse.

Selv om den årlige vækst i udestående eurodenominerede gældsinstrumenter aftog kraftigt, forværredes virksomhedernes finansieringsforhold ikke i alvorlig grad. Udstedelsen af gældsinstrumenter fortsatte i et jævnt tempo. Desuden forbedredes de samlede finansieringsomkostninger for gældsinstrumenter af "investment grade"-kvalitet, idet udvidelsen af spændet over for statsobligationer blev mere end opvejet af faldet i de lange statsobligationsrenter (se figur 11(a)). Generelt udviste markedet for eurodenominerede erhvervsobligationer en betydelig modstandsdygtighed.

Baggrunden for den lave udstedelsesaktivitet i den private sektor var en markant nedgang i væksten i udestående kortfristede gældsinstrumenter. I lyset af nedjusteringen af mange virksomheders kreditkvalitet fandt nogle udstedere markedsforholdene mere gunstige for udstedel-

se af langfristede instrumenter end kortfristede instrumenter, da nogle investorer ikke ville overtage kortfristede instrumenter under en vis kreditvurdering.

Trods vækstnedgangen lå andelen af udestående gældsinstrumenter udstedt af ikke-monetære finansielle selskaber og ikke-finansielle selskaber af den samlede udstedelse foretaget af residerter en smule højere ultimo 2002 på 12,5 pct. i forhold til 11,6 pct. ultimo 2001 (se tabel 3). MFI-sektorens og den offentlige sektors andel af be-

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

	1998	1999	2000	2001	2002
MFI'er	35,8	37,0	37,4	36,5	36,1
Ikke-MFI'er	7,1	8,5	9,7	11,6	12,5
<i>Ikke-monetære finansielle selskaber</i>	2,3	3,3	4,0	5,3	6,3
<i>Ikke-finansielle selskaber</i>	4,8	5,2	5,7	6,3	6,2
Den offentlige sektor	57,1	54,5	52,9	51,9	51,4
<i>Staten</i>	55,4	52,9	51,2	50,0	49,1
<i>Andre dele af den offentlige sektor</i>	1,7	1,6	1,7	1,9	2,3

Kilde: ECB.

Ann.: Fra 1. januar 2001 inkl. observationer for Grækenland.

Tabel 4**Euroområdetets ikke-finansielle sektorer gældsstiftelse¹⁾**

	Udestående i pct. af (sektorens) gældsstiftelse ²⁾	Årlig vækst (ultimo) ³⁾						
		1999	2000	2001	2002 1. kvrt.	2002 2. kvrt.	2002 3. kvrt.	2002 4. kvrt. ⁴⁾
I alt	100	6,3	7,2	5,4	5,4	5,1	4,7	4¼
heraf: kortfristet gældsstiftelse	17,8	5,3	11,0	5,4	3,0	1,6	0,8	1½
heraf: langfristet gældsstiftelse	82,2	6,6	6,4	5,4	5,9	5,9	5,6	5
Husholdninger⁵⁾	27,1	10,7	7,4	5,7	5,7	5,9	6,1	6
heraf: kortfristet gældsstiftelse	8,1	9,0	6,3	-0,7	-0,6	1,1	1,2	2¼
heraf: langfristet gældsstiftelse	91,9	10,8	7,5	6,3	6,3	6,4	6,6	6¼
Ikke-finansielle selskaber	33,3	8,6	14,3	8,3	6,4	5,6	4,2	3¾
heraf: kortfristet gældsstiftelse	30,6	10,9	20,2	5,0	1,0	-2,9	-3,4	-2¼
heraf: langfristet gældsstiftelse	69,4	7,6	11,7	9,9	9,2	10,0	8,0	6¾
Den offentlige sektor	39,6	2,3	1,8	2,9	4,3	4,0	4,2	3½
heraf: kortfristet gældsstiftelse	13,8	-4,6	-2,8	9,2	8,9	11,6	9,7	9
heraf: langfristet gældsstiftelse	86,2	3,4	2,5	2,0	3,6	2,8	3,3	2¾

Kilde: ECB.

Anm.: De fleste kategorier vedrørende passiver i ENS95 er dækket af de kvartalsvise observationer om euroområdetets ikke-finansielle sektorer finansielle passiver. Afledte finansielle instrumenter, lån udstedt af staten og ikke-finansielle selskaber, ikke-børsnoterede aktier, andre ejerandelsbeviser og andre udestående er endnu ikke omfattet heraf. Se desuden fodnoterne til tabel 6.1 i afsnittet "Statistik for euroområdet" i Månedsoversigten.

- 1) Gældsstiftelse omfatter lån, udstedte gældsinstrumenter, ikke-finansielle selskabers pensionskassereserver og statens indlånspassiver. Kortfristet gældsstiftelse, dvs. med en oprindelig løbetid på op til 1 år, omfatter kortfristede lån, udstedte kortfristede gældsinstrumenter og statens indlånspassiver.
- 2) Ultimo 3. kvrt. 2002. Samlet kortfristet og langfristet gældsstiftelse og sektorfinansiering i pct. af den samlede gældsstiftelse. Sektorernes kortfristede og langfristede gældsstiftelse i pct. af den samlede sektorfinansiering. Uoverensstemmelser mellem de samlede beløb kan forekomme som følge af afrunding.
- 3) Den årlige vækstrate beregnes som den akkumulerede gældsstiftelse i de sidste 4 kvartaler i forhold til den oprindelige finansiering.
- 4) Tallene for det seneste kvartal er tilnærmet på basis af penge- og bankstatistikken samt værdipapirstatistikken.
- 5) Inkl. non-profit institutioner rettet mod husholdninger.

holdningen af eurodenominerede gældsinstrumenter var også stort set uændret på henholdsvis 36,1 pct. og 51,4 pct. ultimo 2002. De to sektorer dominerede fortsat markedet for eurodenominerede gældsinstrumenter både med hensyn til udestående og samlet udstedelse.

Bruttoudstedelsen af eurodenominerede gældsinstrumenter foretaget af residerter i euroområdet som andel af den samlede bruttoudstedelse i alle valutaer var i 2002 stabil på omkring 93 pct. Den årlige vækst i ikke-eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet var også stort set stabil på 11,3 pct. i 2002. Stigningen i valutadenominerede gældsinstrumenter udstedt af residerter i euroområdet har siden indledningen af tredje fase af ØMU været systematisk kraftigere end disse residerter udstedelse af eurodenominerede gældsinstrumenter. Det kan hænge sammen med kapitalmarkedernes voksende internatio-

naliserings, som har tilskyndet til øget valutaspredning hos udstederne af gældsinstrumenter i euroområdet (se boks 2 "De seneste forbedringer af statistikken for udstedelse af værdipapirer" på side 15 i Månedsoversigten for januar 2003). Internationale udstedere opfattede fortsat euroen som en attraktiv valuta. Den årlige vækst i udestående eurodenominerede gældsinstrumenter udstedt af residerter uden for euroområdet var ca. 12,9 pct. i 2002 i forhold til 17,5 pct. ultimo 2001.

Forskellige udviklingstendenser for euroområdetets ikke-finansielle sektorer gældsstiftelse

I overensstemmelse med udviklingen i MFlernes udlån og i udstedte gældsinstrumenter aftog den årlige vækst i euroområdetets ikke-finansielle sektorer gældsstiftelse i løbet af 2002 til ca. 4¼ pct. i 4. kvartal fra 5,4 pct. i 4. kvartal 2001 (se tabel

4). Denne nedadgående tendens afspejlede faldet i den årlige vækst i ikke-finansielle selskabers gældsstiftelse, mens den årlige vækst i husholdningernes og den offentlige sektors gældsstiftelse tiltog en del i forhold til 4. kvartal 2001 (se figur 6).

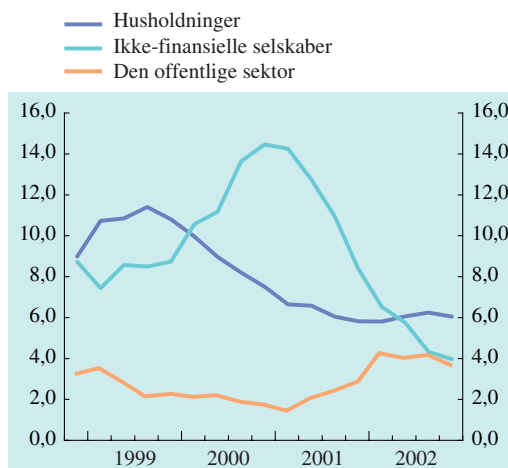
Efter en langvarig nedgang fra 3. kvartal 1999 til 1. kvartal 2002 steg den årlige vækst i husholdningernes gældsstiftelse en smule til ca. 6 pct. i 4. kvartal 2002. Især fortsatte husholdningernes langfristede gældsstiftelse (dvs. med en oprindelig løbetid på over 1 år) med at stige hurtigt primært som følge af den kraftige vækst i euroområdet MFlers udlån til boligkøb (se tabel 5). Det skyldtes en historisk lav realkreditrente og fortsat kraftige stigninger i huspriserne i nogle eurolande. Som følge af den robuste vækst i husholdningernes samlede gældsstiftelse steg forholdet mellem husholdningernes gæld og BNP en smule i 2002 til ca. 51 pct. i 4. kvartal (se figur 7).

Den årlige vækst i ikke-finansielle selskabers gældsstiftelse aftog fra 8,3 pct. i 4. kvartal 2001 til lidt under 4 pct. i 4. kvartal 2002. I 1. halvår 2002 skyldtes denne nedgang primært et kraftigt fald i den årlige ændring i kortfristet låntagning (dvs. med en oprindelig løbetid på op til 1 år). Ikke-finansielle selskaber reducerede især deres kortfristede lån fra euroområdet MFler, som repræsenterer omkring 75 pct. af deres udestående kortfristede gæld. Den årlige vækst i ikke-finansielle selskabers langfristede gældsstiftelse var fortsat ret kraftig i denne periode. I 2. halvår 2002 aftog den årlige vækst i ikke-finansielle selskabers langfristede gældsstiftelse derimod også til ca. 6¼ pct. i 4. kvartal 2002 i forhold til 10,0 pct. i 2. kvartal. Denne nedgang skyldtes en tilsvarende udvikling i både langfristede lån og udstedelse af langfristede gældsinstrumenter. Forholdet mellem ikke-finansielle selskabers gæld og BNP lå generelt stabilt i 2002 på lidt over 62 pct. (se figur 7).

Den afdæmpede vækst i ikke-finansielle selskabers gældsstiftelse var udtryk for et betydeligt lavere antal fusioner og virksomhedsovertagelser samt afdæmpede reale investeringer på baggrund

Figur 6
Euroområdet ikke-finansielle sektorer
gældsstiftelse

(Ændring i pct. år/år)



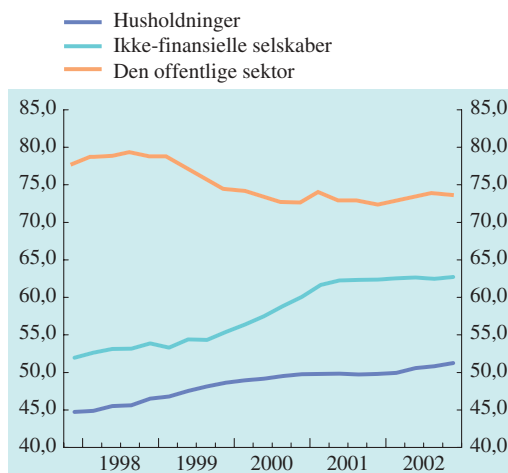
Kilde: ECB.

Anm.: Se også tabel 4.

af en svag samlet efterspørgsel og lav indtjening i virksomhederne. Ikke-finansielle selskaber kan desuden have fundet det nødvendigt at forbedre deres balancer og reducere deres gæld. Endelig kan det ikke afvises, at MFlerne i visse eurolande har været mere forsigtige med at bevilge lån som

Figur 7
Euroområdet ikke-finansielle sektorer
gældskvote

(1 pct.)



Kilde: ECB.

Anm.: Se også tabel 4. Sammenlignet med de årlige finansielle sektorkonti er gældskvoten noget lavere baseret på kvartalsvise finansielle sektorkonti, primært fordi lån fra ikke-finansielle sektorer og banker uden for euroområdet ikke er omfattet.

Tabel 5**MFI-udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber***(Ultimo; ikke sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalendereffekter)*

	Udestående i pct. af den samlede mængde ¹⁾	Årlig vækst						
		1999	2000	2001	2002 1. kvrt.	2002 2. kvrt.	2002 3. kvrt.	2002 4. kvrt.
Husholdninger²⁾	52,5	10,7	7,4	5,2	5,4	5,7	5,9	5,8
Forbrugerkredit ³⁾	15,8	7,5	7,8	3,0	3,7	3,0	3,2	3,7
Udlån til boligkøb ³⁾	66,4	12,2	8,5	6,9	7,3	7,8	7,8	7,6
Udlån til øvrige	17,8	8,8	3,6	1,7	0,4	0,9	1,7	1,5
Ikke-finansielle selskaber	47,5	6,9	10,9	6,2	5,0	4,4	3,5	3,5
Op til 1 år	33,2	5,9	12,8	2,1	-1,6	-3,1	-2,6	-1,6
Over 1 år	66,8	7,5	9,9	8,6	8,8	8,8	6,9	6,3

Kilder: ECB.

Anm.: Se også fodnoterne til tabel 2.5 i afsnittet "Statistik for euroområdet" i Månedsoversigten samt relevante tekniske noter.

- 1) Ultimo 4. kvartal 2002. Sektorlån i pct. af det samlede MFI-udlån til den ikke-finansielle private sektor (ekskl. non-profit institutioner rettet mod husholdninger). Fordelt på løbetider og formål som procentdel af MFI-udlån til den pågældende sektor. Uoverensstemmelser mellem de samlede beløb kan forekomme som følge af afrunding.
- 2) I overensstemmelse med definitionen af husholdninger i ENS95, dvs. ekskl. non-profit institutioner rettet mod husholdninger.
- 3) Definitionerne af forbrugerkredit og udlån til boligkøb er ikke konsekvente for hele euroområdet.

reaktion på virksomhedernes lavere rentabilitet og værdinedgangen vedrørende ikke-finansielle selskabers finansielle aktiver.

Den årlige vækst i den offentlige sektors gældsstiftelse svingede omkring 4 pct. i 2002 i forhold til 2,9 pct. i 4. kvartal 2001. Det afspejlede et øget lånebehov som følge af effekten på de offentlige finanser af den stadige afdæmpede økonomiske vækst i euroområdet. Den årlige vækst i den offentlige sektors kortfristede låntagning var fortsat stor, selv om den aftog noget i 2. halvår 2002, hvorimod den årlige vækst i langfristet gældsstiftelse svingede omkring kun 3 pct. Det kan tyde på, at de offentlige sektorer benyttede sig af de lave korte renter til at optage yderligere lån.

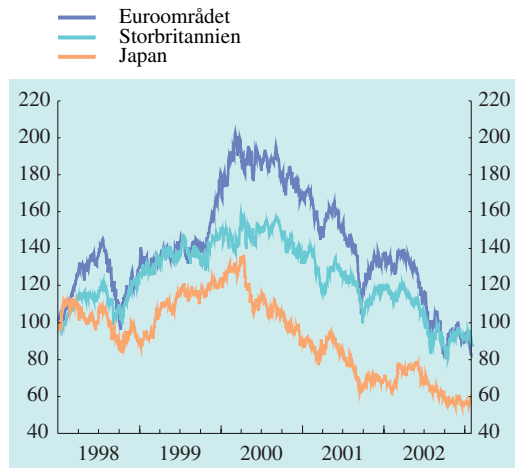
Aktiekurserne faldt yderligere på baggrund af stor usikkerhed i 2002

For tredje år i træk faldt de globale aktiekurser i 2002 i fortsættelse af den korrektion, der begyndte i marts 2000. Ultimo 2002 lå aktiekurserne igen på niveauer, der sidst sås i kølvandet på den finansielle krise i efteråret 1998 (se figur 8 (a)). Faldet i aktiekurserne blev ledsaget af ekstraordinært stor usikkerhed målt ved den implicite volatilitet på aktiemarkedet, især i pe-

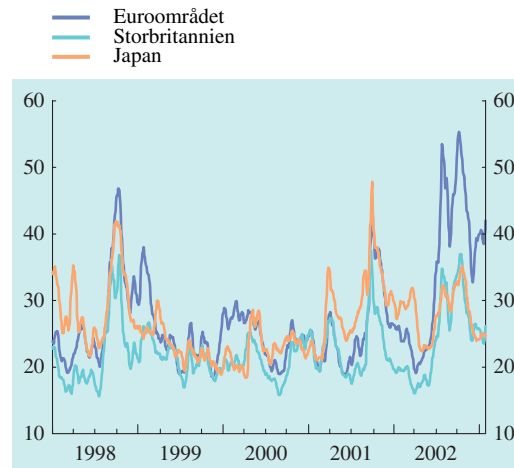
rioden fra midten af maj til begyndelsen af oktober (se figur 8 (b) og boks 3).

Generelt viste de brede aktieindeks i USA, Japan og euroområdet samme mønster i 2002, selv om indenlandske faktorer til tider spillede en større rolle i Japan. I begyndelsen af 2002 var benchmark-aktieindeks forholdsvis stabile, og den implicite volatilitet var moderat, da markedsdeltagerne forventede et gradvist og stabilt økonomisk opsving. Fra midten af maj til slutningen af juli var aktiekurserne imidlertid udsat for et betydeligt nedadrettet pres delvis som følge af øget bekymring om pålideligheden af virksomhedernes regnskabsoplysninger. Volatiliteten steg således igen til samme niveau som efter terrorangrebene i USA 11. september 2001. Samtidig bidrog virksomhedernes dårligere indtjeningsstal end forventet samt en forværring af de globale økonomiske udsigter til at svække aktiekurserne og øge volatiliteten.

I slutningen af juli og hele august steg aktiekurserne i USA og euroområdet forbigående, hvilket hovedsagelig syntes at afspejle markedsdeltageres lettelse over, at de regnskabsmæssige uregelmæssigheder trods alt ikke var så omfattende som tidligere frygtet. Aftagende optimisme med hensyn til de globale økonomiske udsigter samt et øget antal advarsler om lavere over-

Figur 8**(a) Aktiekursindeks i euroområdet, USA og Japan***(1. januar 1998 = 100; daglige observationer)**Kilde: Reuters.*

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

(b) Implicit volatilitet på aktiemarkedene i euroområdet, USA og Japan*(I pct. p.a.; 10-dages glidende gennemsnit af daglige observationer)**Kilde: Bloomberg.*

Anm.: Tallene for den implicite volatilitet afspejler de procentvise aktiekursændringers forventede standardafvigelse over en periode på op til tre måneder som impliceret i priserne på optioner på aktieindeks. De aktieindeks, som den implicite volatilitet vedrører, er Dow Jones Euro Stoxx 50 for euroområdet, Standard & Poor's 500 for USA og Nikkei 225 for Japan. Før 1999 er den implicite volatilitet for euroområdet baseret på syntetiske observationer på baggrund af nationale tal for implicit volatilitet.

skud påvirkede imidlertid aktiekurserne i negativ retning i løbet af september, og alle de vigtigste indeks oplevede bratte fald til årets laveste niveau i begyndelsen af oktober. I 4. kvartal 2002 sås et fornyet opsving på aktiemarkedene. Stigningen i aktiekurserne, som var meget markant i oktober og mere afdæmpet i november, hvorefter udviklingen igen vendte i december, skete på baggrund af virksomhedernes bedre indtjeningstal end forventet og mere positive forventninger til den økonomiske vækst, især i USA.

I euroområdet faldt aktiekurserne målt ved det brede Dow Jones Euro Stoxx-indeks med 35 pct. i 2002. I USA aftog aktiekurserne målt ved Standard & Poor's 500-indekset med 23 pct. i perioden ultimo 2001-ultimo 2002, mens Nikkei 225-indekset i Japan faldt med 19 pct. i samme periode. I 2. halvår 2002 var den implicite volatilitet på aktiemarkedet fortsat forholdsvis høj i euroområdet i forhold til USA og Japan.

Det betydelige fald i aktiekurserne i euroområdet bidrog til at sænke kurs/indtjeningsforholdet i euroområdets virksomheder til niveauer tæt på historiske gennemsnit. I USA derimod lå kurs/indtjeningsforholdet fortsat noget over historiske gennemsnit i begyndelsen af 2003.

I USA medførte virksomhedernes dårligere indtjeningstal end forventet og et tøvende opsving i den økonomiske aktivitet en nedadgående tendens for aktiekurserne. Desuden vakte adskillige tilfælde af regnskabsmæssige uregelmæssigheder bekymring om pålideligheden af virksomhedernes indtjeningstal. Det var især tilfældet i slutningen af juni, da telekommunikationsvirksomheden WorldCom offentliggjorde den mest omfattende korrektion af indtjening i amerikansk erhvervshistorie, hvilket udløste et brat fald i aktiekurserne og et kraftigt opsving i volatiliteten på aktiemarkedet. Det fik Securities and Exchange Commission til at kræve, at topledere i store amerikanske virksomheder skulle afgive edsvorne erklæ-

ringer (de fleste inden 14. august 2002) om, at deres virksomheders regnskaber var fuldstændige og nøjagtige for at dæmpe bekymringer om regnskabsmæssige uregelmæssigheder. Som i de to foregående år var aktiekursfaldet i USA i 2002 særlig markant i teknologisektoren, hvor Nasdaq-indekset faldt med i alt 32 pct. i 2002.

I Japan steg aktiekurserne i 1. halvår delvis som følge af nye tiltag fra regeringens side med henblik på at stramme lovgivningen vedrørende spekulation i aktier. Senere, fra 3. kvartal, bidrog globale faktorer til udpræget usikkerhed, som førte til "flight-to-safety"-porteføljeomlægninger til obligationer, og som medførte lavere aktiekurser. De nedadrettede pres fortsatte mod slutningen af året, selv om andre vigtige aktiemarkeder steg, idet indenlandske faktorer, herunder markedets voksende bekymring om finansiel skrøbelighed og løsningen af problemet med misligholdte banklån, igen tyngede de japanske aktiekurser. Den 14. november nåede Nikkei 225-indekset det laveste niveau i 19 år.

I euroområdet var aktiekurserne kraftigt påvirket af udsvingene på de amerikanske aktiemarkeder. Nedgangen i euroområdet var imidlertid mere alvorlig og skete på baggrund af ekstraordinært stor usikkerhed målt ved den implicite volatilitet udledt af optioner på Dow Jones Euro Stoxx 50-indekset. De vigtigste årsager til uroen på euroområdets aktiemarkeder syntes at være afsmitningseffekter fra afsløringen af regnskabsmæssige uregelmæssigheder i store amerikanske virksomheder og den fortsatte usikkerhed med hensyn til styrken af og tidspunktet for det globale økonomiske opsving, men en række indenlandske årsager spillede også en rolle. Det gjaldt for det første den forholdsvis svagere økonomiske vækst og de svækkede udsigter for euroområdets økonomi i forhold til USA. For det andet kan det kraftigere fald i de lange statsobligationsrenter, som spiller en afgørende rolle i fastsættelsen af diskonteringsfaktoren for aktier, i USA end i euroområdet i løbet af 2002 i højere grad have understøttet det amerikanske aktiemarked.

Hvad angår sektorfordelingen, var faldet på euroområdets aktiemarkeder primært et resultat af en betydelig nedgang i teknologisektoren, telekommunikationssektoren samt den finansielle sektor, hvor aktiekurserne faldt med henholdsvis 52, 36 og 36 pct. i 2002. Set under et tegnede de tre sektorer sig for mere end halvdelen af det samlede fald i det brede indeks i 2002. De faldende aktiekurser for teknologibaserede selskaber og telekommunikationsvirksomheder syntes til dels at afspejle en fortsat korrektion fra de høje niveauer i slutningen af 1990'erne i takt med, at markedsdeltagerne nedjusterede deres indtægtsforventninger. Desuden forstærkede den voksende bekymring vedrørende telekommunikationsvirksomhedernes høje gældsætning faldet i sektorens aktiekurser. I den finansielle sektor havde det bratte fald på aktiemarkederne i løbet af 2. og 3. kvartal en negativ effekt på nogle bankers rentabilitet og på balancerne for forsikringssekskaber, som var forholdsvis kraftigt påvirket af ændringerne i aktiekurserne. Forsikringssektoren var desuden negativt påvirket af tab som følge af naturkatastrofer.

Det betydelige fald i aktiekurserne i 2002 syntes sammen med faldene i de to foregående år at have haft visse negative konsekvenser for euroområdets økonomi. Aktiemarkedet kan grundlæggende påvirke den økonomiske udvikling direkte via fire kanaler: Formueeffekten på det private forbrug, kapitalomkostningseffekten på virksomhedernes investeringer samt balance- og tillidseffekter på både forbrug og investeringer. Hvor stor en påvirkning hver enkelt kanal har, er imidlertid vanskeligt at udrede (se også boks 3 i Månedsoversigten for september 2002). De meget begrænsede empiriske data tyder ikke desto mindre på, at aktiemarkedernes direkte effekt på euroområdets økonomiske udvikling – selv om den er mærkbar – er væsentlig mere begrænset end den tilsvarende effekt i USA, hvor besiddelse af aktier er mere udbredt end i euroområdet. Eftersom aktiekurserne faldt globalt, var der imidlertid større sandsynlighed for, at euroområdets økonomi blev påvirket gennem internationale økonomiske kanaler.

I perioden ultimo 2002-28. februar 2003 fortsatte aktiekurserne i euroområdet målt ved Dow Jones Euro Stoxx-indekset og i USA målt ved Standard & Poor's 500-indekset den nedadgående tendens fra de tre foregående år og aftog med henholdsvis 9 pct. og 4 pct. Samtidig steg usikkerheden målt ved den implicite volatilitet på aktiemarkederne svagt i de første to måneder af 2003. Der syntes at være to årsager til denne ud-

vikling på aktiemarkederne. For det første så udviklingen generelt ud til at afspejle vedvarende bekymring med hensyn til de geopolitiske spændinger, og for det andet viste offentliggjorte økonomiske nøgletal og virksomhedernes indtjeningstal blandede signaler, hvilket medførte usikkerhed blandt markedsdeltagerne om virksomhedernes indtjeningsudsigter på kort sigt.

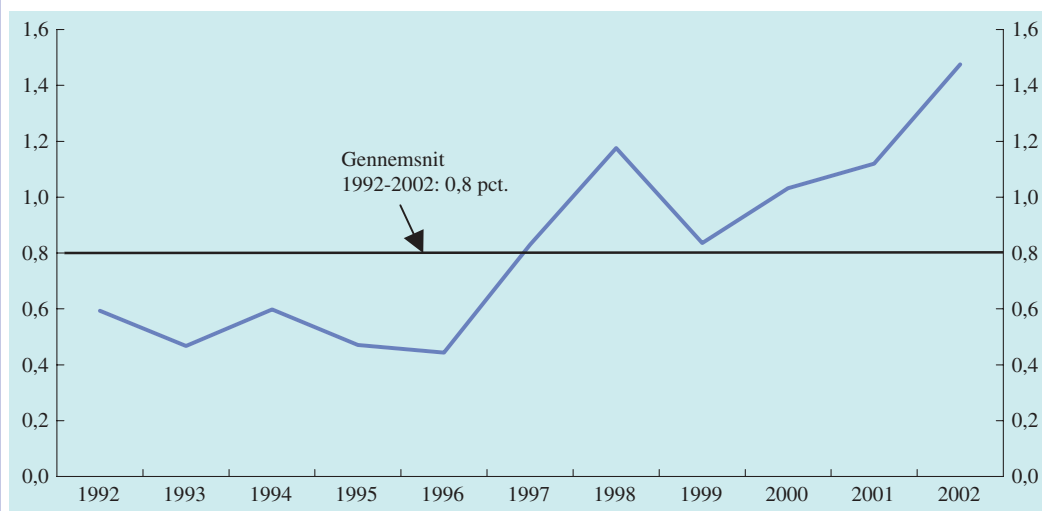
Boks 2

Betydelig stigning i volatiliteten på aktiemarkederne i euroområdet i 2002

Aktiekurserne i euroområdet oplevede bratte udsving i løbet af 2002. Bortset fra kraftige fald var de daglige ændringer i de brede aktiekursindeks i 2002 gennemsnitligt markant større end i de foregående år (se figur A). Den gennemsnitlige daglige absolute ændring i det brede Dow Jones Euro Stoxx-indeks er steget i de seneste år og nåede et årligt gennemsnit på 1,5 pct. i 2002, hvilket er næsten en fordobling af de ca. 0,8 pct i løbet af perioden 1992-2002. I denne boks beskrives nogle af de globale og euroområdespecifikke faktorer, som kan forklare den markante uro på aktiemarkederne, der kom til udtryk i den kraftige volatilitet i aktiekurserne i euroområdet i 2002.

Figur A: Årligt gennemsnit af den absolute daglige ændring i Dow Jones Euro Stoxx-indeks, 1992-2002

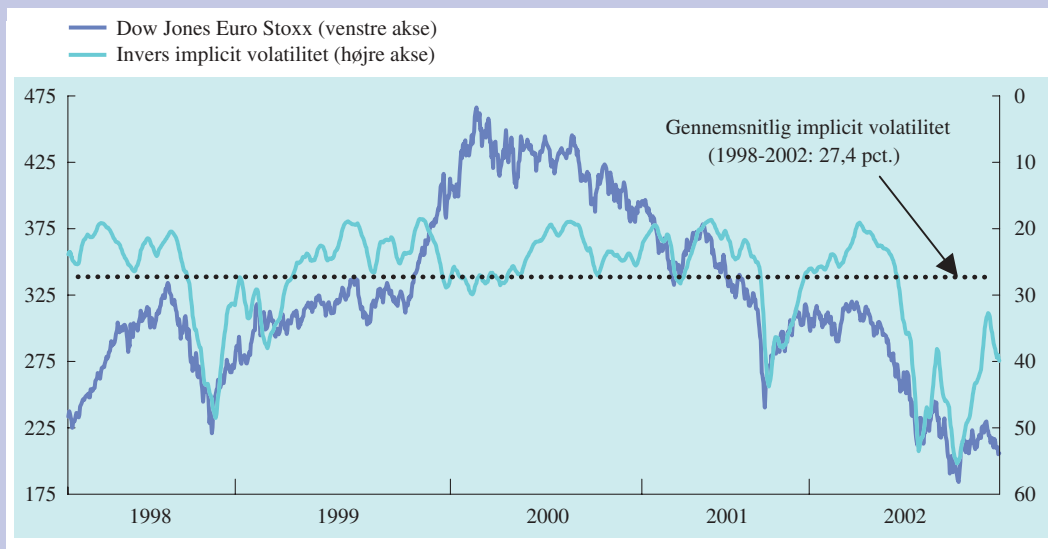
(I pct.)



Vedvarende kraftig implicit volatilitet i 2002

Uroen på aktiemarkederne kan ofte aflæses af den implicite volatilitet udledt af optioner på aktieindeks, der – i nogen grad – indeholder oplysninger om markedsdeltagernes kollektive opfattelse af usikkerheden omkring aktiekurserne på kort sigt. Som det fremgår af den implicite volatilitet på aktiemarkederne i euroområdet, var aktiemarkederne i 2002 præget af ekstraordinært stor usikkerhed, både set i et historisk perspektiv for euroområdet, og hvad angår de enkelte lande. Gennemsnittet var 35 pct. i forhold til et gennemsnit på 27 pct. siden 1998 og lå desuden højere end niveauerne i både USA og Japan (se figur 8 (b)).

Figur B: Dow Jones Euro Stoxx-indeks og invers implicit volatilitet på aktiemarkedet, 1998-2002



Både globale og indenlandske faktorer bidrog til øget volatilitet

I begyndelsen af 2002 blev de globale aktiemarkeder gradvis mindre volatile, efterhånden som de faldt til ro efter begivenhederne 11. september 2001. Efter midten af maj førte en række negative effekter til øget usikkerhed om den fremtidige udvikling på de finansielle markeder, hvorved volatiliteten steg kraftigt på de fleste vigtige aktiemarkeder. Nogle af de faktorer, som var årsag til denne udvikling, fx bekymring om regnskabsmæssige uregelmæssigheder og pålideligheden af virksomhedernes indtjeningstal, geopolitiske risici og nedjustering af økonomiske vækstprognoser, var af global karakter.

Andre mere euroområdespecifikke faktorer kan til dels forklare, hvorfor usikkerheden var særlig stor i euroområdet i 2002. For det første er volatiliteten på aktiemarkederne ofte kraftigere, når aktiekurserne falder, end når de stiger (se figur B). Det kan typisk forklares ved en gearing-effekt, hvorved en faldende aktiekurs, forudsat at virksomhedens gæld er fastlagt på kort sigt, normalt øger virksomhedens forhold mellem gæld og egenkapital, dvs. gearingen.¹ Hvis en virksomhed øger gearingen, formindskes dens kapitalbuffer mod indtægtsudsving, og den fremtidige indtjening bliver mere usikker. Derfor bliver aktiekursen mere volatil. Eftersom aktiekursfaldet i 2002 var kraftigere i euroområdet end på andre markeder, var den samlede volatilitet i aktiekurserne i euroområdet kraftigere end i andre økonomiske regioner. Telekommunikationssektorens høje gældsniveau i de seneste år, primært som følge af køb af UMTS-licenser, har desuden forstærket gearing-effekten.

Mange europæiske banker og forsikringselskaber har som følge af store tab på deres aktiebeholdninger omlagt deres porteføljer ved at nedjustere vægtningen af aktier i løbet af 2002. Den betydelige omlægning fra aktiemarkedet til andre dele af kapitalmarkedet (fx obligationsmarkedet) i løbet af en forholdsvis kort periode har sandsynligvis bidraget til den kraftigere volatilitet på aktiemarkedet i euroområdet.

En anden mulig forklaring på den forholdsvis kraftige volatilitet på aktiemarkedet i euroområdet er, at faldet i aktiekurserne i 2002 var mere bredt funderet end på andre vigtige markeder, hvilket tyder på en større positiv korrelation mellem sektorerne. Det kan have medført øget volatilitet i det generelle aktieindeks.

¹ Se fx Black, F. (1976), "Studies of Stock Price Volatility Changes", Mødereferat fra American Statistical Association

Alt i alt havde nedgangen på de globale aktiemarkeder en forstærket effekt på euroområdet, hvorimod de globale faktorer synes at have udløst et kraftigt opsving i volatiliteten på aktiemarkedet i euroområdet gennem afdekningen af strukturelle svagheder og en vis følsomhed i bestemte sektorer i euroområdet. Det medførte, at udsvingene i aktiekurserne i euroområdet, især i 2. halvår 2002, lå uden for, hvad der tidligere er observeret.

Pengemarkedsrenterne faldt samlet set i 2002

Pengemarkedsrenterne steg i de første fem måneder af 2002 i fortsættelse af den tendens, der begyndte i slutningen af 2001. Tendensen stoppede i midten af maj, og pengemarkedsrenterne faldt gradvis i 2. halvår 2002. Udviklingen i pengemarkedsrenterne afspejlede markedsdeltagerenes forventninger til den fremtidige korte pengemarkedsrente, idet markedsdeltagerne i de første fem måneder af 2002 forventede en stigning. Forventningerne nedjusteredes i takt med forventningerne til økonomien og inflationen. I 4. kvartal 2002 forventede markedsdeltagerne et fald i den fremtidige korte pengemarkedsrente og forudså dermed i høj grad ECBs nedsættelse af de officielle renter med 50 basispoint, som blev besluttet på Styrelsesrådets møde 5. december 2002, og som var årets eneste ændring. I slutningen af 2002 var pengemarkedsrentekurvens hældning en smule negativ målt som forskellen mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor.

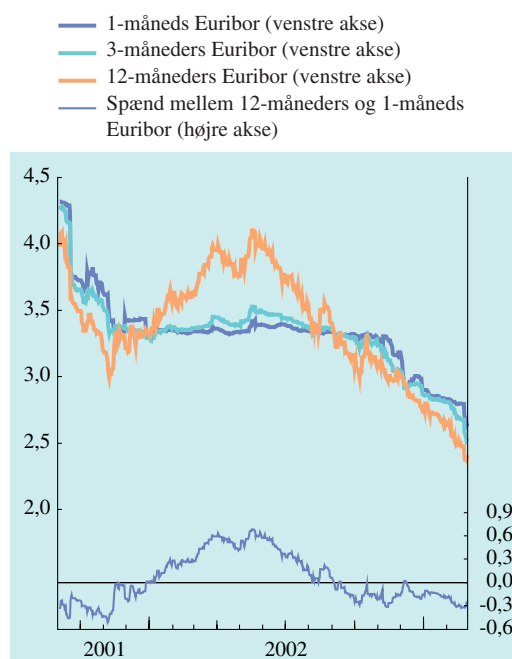
En mere detaljeret analyse viser, at pengemarkedsrenterne faldt betydeligt i de sidste måneder af 2001, specielt efter begivenhederne 11. september og ECBs efterfølgende nedsættelse af de officielle renter, i takt med mere udbredte forventninger om et aftagende inflationspres som følge af de forværrede globale økonomiske udsigter. Omkring årsskiftet aftog pessimismen imidlertid, og markedets forventninger ændredes gradvis til et økonomisk opsving. Desuden var der tale om opadrettede risici for prisstabilitet. Derfor steg pengemarkedsrenterne fra slutningen af 2001 til midten af maj 2002. Stigningen i pengemarkedsrenterne var mest markant for de lange løbetider (se figur 9). Det penge-

markedsrentekurven, som var stort set flad i begyndelsen af 2002, til at stige betydeligt i de første måneder af året til ca. 70 basispoint i midten af maj.

Ændringerne i den forventede fremtidige udvikling i den korte pengemarkedsrente i denne periode kunne også aflæses i renten implicit i 3-måneders Euribor-futureskontrakter med udløb i 2002 og i begyndelsen af 2003, som steg med omkring 100 basispoint fra ultimo 2001 til midten af maj 2002. I samme periode var den usikkerhed, som markedsdeltagerne forbandt med den fremtidige korte rente, stort set stabil på forholdsvis lave niveauer, målt ved den implicitte

Figur 9
Korte renter i euroområdet og pengemarkedsrentekurvens hældning

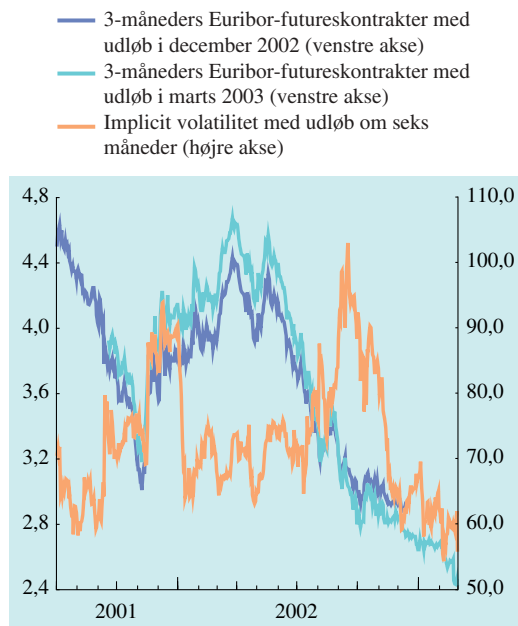
(1 pct. p.a.; procentpoint; daglige observationer)



Kilde: Reuters.

Figur 10
Renten for 3-måneders Euribor-futureskontrakter og implicit volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter

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



Kilder: Bloomberg, Reuters og ECBs beregninger.

volatilitet udledt af optioner på 3-måneders Euribor-futureskontrakter (se figur 10).

Den stigende tendens i pengemarkedsrenterne i de første fem måneder af 2002 vendte i slutningen af maj, hvorefter renterne gradvis aftog til slutningen af året. Pengemarkedsrentekurven, målt som forskellen mellem 12-måneders og 1-måneders Euribor, blev i perioden fra slutningen af maj til begyndelsen af september stort set flad som følge af et fald i pengemarkedsrenterne for lange løbetider. I samme tidsrum øgedes usikkerheden i markederne væsentligt. I midten af september begyndte kurven at blive invers, og den implicite volatilitet faldt betydeligt, efterhånden som markedets forventninger til en nedsættelse af de officielle ECB-renter blev stærkere.

Ultimo 2002 var 1-måneders og 12-måneders Euribor henholdsvis 2,90 pct. og 2,75 pct., hvilket er 43 og 59 basispoint lavere end ultimo 2001, og den implicite volatilitet var faldet til tidligere lave

niveauer. I de første to måneder af 2003 faldt både pengemarkedsrenterne og Euribor-renten implicit i futureskontrakter yderligere.

Dag-til-dag renten målt ved Eonia afspejlede i 2002 udviklingen i minimumbudrenten for Eurosystemets primære markedsoperationer. Eonia viste generelt lav volatilitet, som var begrænset til slutningen af reservekravsperioderne, hvor banksektoren skal opfylde reservekravene. Desuden steg Eonia en smule den sidste bankdag i hver måned, når de finansielle institutioner justerede deres balancer. Som tidligere år var dette mest markant omkring årsskiftet. I begyndelsen af januar 2002 var Eonia en del højere end minimumbudrenten. Det skyldtes de forholdsvis stramme likviditetsforhold, der som følge af overgangen til euroen resulterede i kraftigere efterspørgsel efter eurosedler end forventet og langsommere returnering end forventet af nationale sedler via kreditinstitutterne til NCBERne. I den anledning udførte Eurosystemet to finjusterende operationer i begyndelsen af januar 2002 for at tilføre modparterne likviditet. Operationerne bidrog til at normalisere markedsforholdene. Eonia aftog gradvis igen og stabiliserede sig lige over minimumbudrenten. Der blev ligeledes udført en finjusterende operation 18. december 2002 for at tilføre modparterne likviditet som følge af underbud i den primære markedsoperation, der blev udført 17. december, samt stramme likviditetsforhold (se kapitel II).

De lange obligationsrenter lå lavt i 2002 delvis som følge af "flight-to-safety"-porteføjeomlægninger

Efter at have været stort set uændret i 2001 faldt statsobligationsrenterne i euroområdet og USA i 2002 hovedsagelig fra midten af maj til begyndelsen af oktober. Den vigtigste årsag til udviklingen på obligationsmarkedet i denne periode synes at være uroen på aktiemarkederne, som fremkaldte "flight-to-safety"-porteføjeomlægninger til obligationsmarkedet. Alt i alt faldt den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet og USA med henholdsvis 90 og 130 basispoint i 2002 og lå på ca. 4,3 pct. og 3,8 pct. ultimo 2002

(se figur 11(a)). De mere markante fald i de amerikanske statsobligationsrenter medførte, at renteforskellen mellem den 10-årige obligationsrente i USA og euroområdet var negativ i størstedelen af 2002, efter at have ligget omkring nul i 2001 (se figur 11(b)).

I USA steg statsobligationsrenterne en smule i de første måneder af 2002, efterhånden som markedsdeltagerne blev mere optimistiske med hensyn til vækstudsigterne. Det afløste pessimismen, som havde domineret efter begivenhederne 11. september 2001. Nedsættelser af federal fondsrenten til 1,75 pct. i begyndelsen af 2002, hvilket var det laveste niveau siden 1961, bidrog til denne revurdering. Efterhånden som markedsdeltageres optimisme steg, blev rentekurven stejle, hvilket i nogen grad skyldtes de lange obligationsrenter. I årets første måneder var der desuden visse indikationer af en stigning i markedsdeltageres langsigtede inflationsforventninger. Det kom bl.a. til udtryk i en stigning i "break-even"-inflationen målt ved forskellen mellem den 10-årige amerikanske nominelle statsobligations-

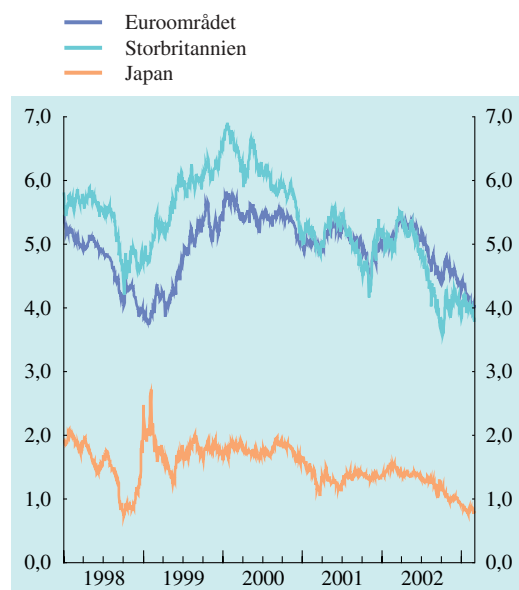
rente og den 10-årige indeksstatsobligationsrente.

Markedsdeltageres optimistiske vækstforventninger aftog efter midten af maj, og obligationsrenten faldt i lyset af "flight-to-safety"-omlægninger fra aktiemarkedet til obligationsmarkedet delvis som reaktion på afsløringen af en række regnskabsmæssige uregelmæssigheder i amerikanske virksomheder. Øget spænding i Mellemøsten og dårligere økonomiske nøgletal end forventet bidrog også til faldet i obligationsrenten. Desuden kan amerikanske boligfinansieringsfirmaers kurssikringsstrategier have forstærket den nedadgående tendens, som medførte, at den 10-årige nominelle obligationsrente i begyndelsen af oktober faldt til det laveste niveau siden 1958. Efter midten af oktober steg obligationsrenten igen en smule, efterhånden som spændingerne på aktiemarkedet aftog, og investorerne skiftede tilbage til aktiemarkedet i en situation, hvor makroøkonomiske nøgletal og virksomhedernes indtjeningstal øgede optimismen om de fremtidige vækstudsigter. Federal Open Market

Figur 11

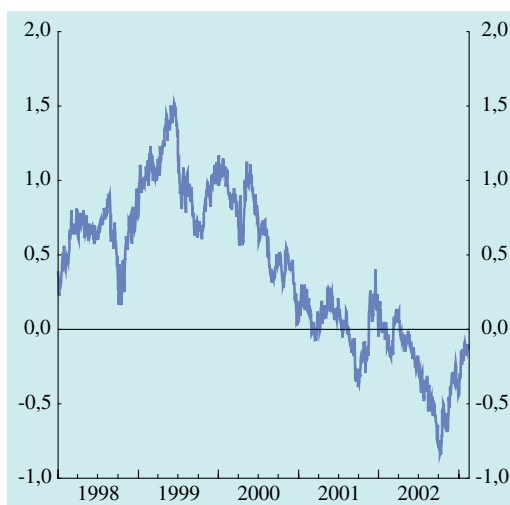
(a) Lange statsobligationsrenter i euroområdet, USA og Japan

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



(b) Renteforskel for lange statsobligationer mellem USA og euroområdet

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



Kilde: Reuters.

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

Committees beslutning 6. november om at nedsætte målet for federal funds-renten med 50 basispoint til 1,25 pct. bidrog til optimismen.

I Japan har udviklingen i de lange statsobligationsrenter i høj grad været afkoblet fra de globale tendenser i 2002. Efter at have ligget forholdsvis stabilt på ca. 1,4 pct. i 1. halvår 2002 faldt den 10-årige obligationsrente derefter mere eller mindre konstant til ca. 0,9 pct. ultimo 2002. Markedets bekymring i forbindelse med de økonomiske udsigter og den indenlandske banksektor samt "flight-to-safety"-porteføjeomlægninger fra aktiemarkedet til obligationsmarkedet bidrog til at bringe den lange obligationsrente ned på et lavere niveau i løbet af året.

I euroområdet viste obligationsmarkedet næsten samme mønster som i USA i 2002, selv om det samlede fald i euroområdets obligationsrente var mindre. I de første måneder af 2002 blev markedsdeltagerne ligesom i USA efterhånden mere optimistiske vedrørende vækstudsigterne, hvilket medførte en vis stigning i de lange obligationsrenter. Samtidig tiltog markedsdeltageres inflationsforventninger på langt sigt. Som følge heraf steg "break-even"-inflationen beregnet

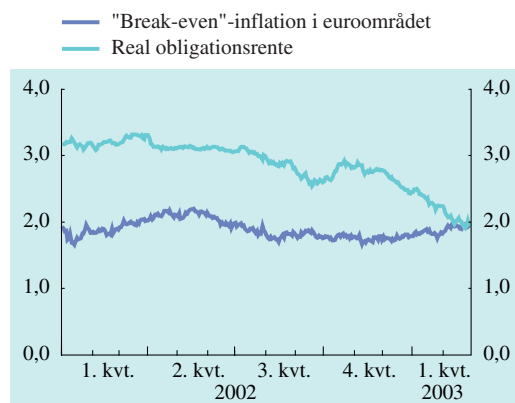
som forskellen mellem den 10-årige nominelle obligationsrente og den 10-årige indeksobligationsrente (indeksreguleret efter euroområdets HICP ekskl. tobak) med ca. 30 basispoint fra ultimo december 2001 til midten af maj 2002 (se figur 12).

Senere på året bidrog offentliggørelsen af mindre gunstige makroøkonomiske nøgletal samt faldende aktiekurser til forventninger om lavere økonomisk vækst blandt markedsdeltagerne. Fornyet pessimisme vedrørende vækstudsigterne udøvede et nedadrettet pres på den 10-årige obligationsrente i euroområdet fra midten af maj til oktober, hvorved rentekurven fladede ud, mens renten for 10-årige indeksobligationer og den dermed forbundne "break-even"-inflation ligeledes faldt. Det nedadrettede pres på obligationsrenterne kunne også tilskrives regnskabsskandalerne i USA, som medførte, at markedsdeltagerne satte spørgsmålstegn ved virksomhedernes underliggende indtjening i euroområdet. Det førte til, at investorerne krævede øgede risikopræmier for at besidde aktier og fremkaldte "flight-to-safety"-omlægninger fra aktiemarkedet til obligationsmarkedet. Usikkerheden blandt markedsdeltagerne vedrørende den fremtidige udvikling i obligationsrenten i euroområdet voksede også, som det fremgår af den tiltagende implicitte volatilitet på obligationsmarkedet. Siden oktober har obligationsrenterne i euroområdet ikke vist nogen klar tendens i en situation med blandede signaler i de offentliggjorte økonomiske nøgletal i modsætning til udviklingen i USA, hvor obligationsrenterne steg.

På erhvervsobligationsmarkedet både i euroområdet og i USA viste spændet mellem renten for langfristede erhvervsobligationer udstedt af BBB-ratede selskaber og statsobligationsrenten med samme løbetider forholdsvis store udsving i løbet af 2002 i overensstemmelse med udviklingen i implicit volatilitet på aktiemarkedet. Rentespændet viste ingen tydelig tendens i de første måneder af 2002, hvor der var øget optimisme blandt markedsdeltagerne vedrørende de økonomiske udsigter både i euroområdet og i USA. Senere udvidedes spændet for erhvervsobligati-

Figur 12
Realrenten i euroområdet og "break-even"-inflation beregnet for euroområdets HICP

(I pct.; daglige observationer)



Kilder: Reuters, finansministeriet i Frankrig og ISMA..

Anm.: Den reale obligationsrente er udledt af markedskursen på franske statsobligationer, som indeksreguleres efter euroområdets HICP (ekskl. tobak) og udløber i 2012. Metoden til beregning af "break-even"-inflationen beskrives på side 15 i Månedsoversigten for februar 2002.

oner, da markedsdeltagerne blev bekymrede over pålideligheden af virksomhedernes regnskabsoplysninger især i USA, men også i euroområdet. Efterhånden som bekymringerne tilsyneladende aftog i 4. kvartal 2002, indsnævredes spændet for erhvervsobligationer dog i de to økonomier til et niveau tæt på niveauet ved begyndelsen af året, hvilket til dels skyldtes en vis stabilisering på aktiemarkederne.

Trods små ændringer i obligationsrenterne i USA faldt den lange obligationsrente fortsat samlet set i euroområdet i begyndelsen af 2003. I perioden ultimo december 2002-28. februar 2003 faldt den 10-årige statsobligationsrente i euroområdet med ca. 30 basispoint til 4,0 pct., mens den 10-årige amerikanske statsobligationsrente kun faldt en smule i samme periode. Forskellen mellem den 10-årige statsobligationsrente i USA og euroområdet blev således indsnævret med 20 basispoint til -20 basispoint 28. februar 2003.

Bankrenten faldt samlet set i 2002

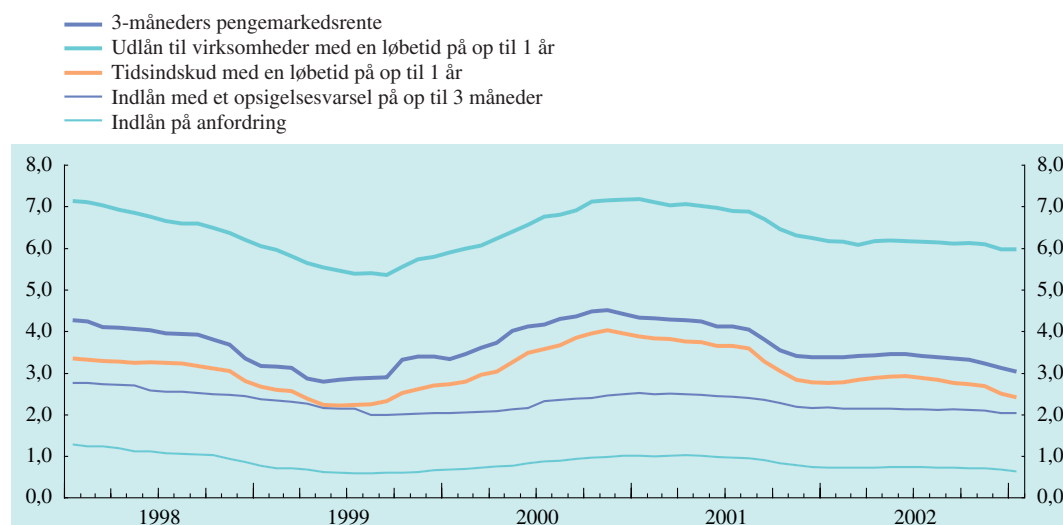
De korte bankrenter faldt i 2002 på baggrund af begrænsede udsving i pengemarkedsrenterne. I perioden ultimo 2001-ultimo 2002 aftog 3-må-

neder pengemarkedsrenten med 40 basispoint. I samme periode faldt renten for indlån på anfordring og kortfristede opsparingsindskud (indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder) med omkring 10 basispoint, mens renten for tidsindskud med en løbetid på op til 1 år faldt med næsten 30 basispoint i overensstemmelse med bankrenternes typisk træge reaktion på markedsrenterne. Med hensyn til de korte udlånsrenter faldt renten for udlån til virksomheder med en løbetid på op til 1 år næsten lige så meget som 3-måneders pengemarkedsrenten (se figur 13).

De lange bankrenter steg støt indtil maj 2002, hvorefter de aftog og lå ultimo 2002 generelt lavere end ultimo 2001 (se figur 14). Dette mønster afspejlede stort set udviklingen i markedsrenten. Den 5-årige statsobligationsrente, som nogle lange bankrenter er tættest knyttet til, steg først med næsten 60 basispoint i perioden ultimo 2001-maj 2002 og faldt derefter med næsten 130 basispoint indtil ultimo 2002. Til sammenligning steg renten for langfristede tidsindskud (tidsindskud med en løbetid på over 2 år) og for lån til husholdninger til boligkøb først med ca. 30 basispoint, hvorefter den aftog med ca. 70 basispoint i samme periode. De mere begrænsede ud-

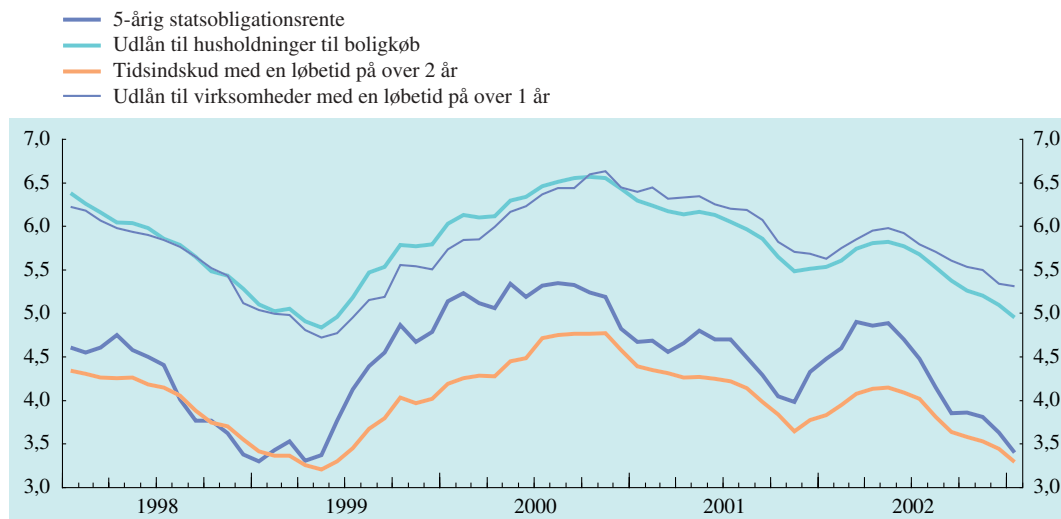
Figur 13
Korte bankrenter og en sammenlignelig markedsrente

(I pct. p.a.; månedlige gennemsnit)



Kilder: ECB og Reuters.

Anm.: Fra 1. januar 2001 inkl. observationer for Grækenland.

Figur 14**Lange bankrenter og en sammenlignelig markedsrente***(I pct. p.a.; månedlige gennemsnit)**Kilder: ECB og Reuters.**Anm.: Fra 1. januar 2001 inkl. observationer for Grækenland.*

sving i de lange bankrenter afspejlede den sædvanlige træge reaktion på markedsrenterne.

I perioden efter maj 2002 var visse lange bankudlånsrenter, især for udlån til virksomheder, længere om at tilpasse sig i overensstemmelse med faldene i markedsrenterne. Det kan have været forbundet med voksende bekymring om kreditværdighed i lyset af det stigende antal konkurser. Som omtalt i boks 3 hænger øget kreditrisiko, som indikeret ved en udvidelse af spændet for erhvervsobligationer, typisk sammen med en udvidelse af spændet mellem bankudlånsrenten og markedsrenten. Især udvidedes spændet mel-

lem renten for BBB-ratede erhvervsobligationer og statsobligationer med tilsvarende løbetider fra ca. 190 basispoint til ca. 220 basispoint fra maj til december, med et toppunkt på ca. 260 basispoint i oktober.

Efter ECBs nedsættelse af de vigtigste renter i begyndelsen af december 2002 og efterfølgende fald i pengemarkedsrenterne faldt de korte bankrenter for indlån en smule i januar 2003, selv om de korte udlånsrenter kun ændredes en smule. De lange bankrenter fortsatte tendensen, som begyndte efter maj 2002, og faldt yderligere i januar 2003.

Boks 3

Fastsættelsen af bankernes udlånsrenter i euroområdet

Når bankerne fastsætter deres udlånsrenter, kan adskillige faktorer spille ind, fx de administrative omkostninger ved effektiv ændring af bankrenten samt relationerne mellem bank og kunde. Bankspecifikke træk som samspillet mellem bankens rentabilitet og finansieringsforhold kan også spille en vigtig rolle i fastsættelsen af udlånsrenterne.¹ Denne boks fokuserer på tre bestemmende faktorer for bankernes udlånsrenter. For det første er der en tendens til, at udlånsrenterne påvirkes af udviklingen på penge- og kapitalmarkederne, fordi bankerne enten selv skal benytte disse markeder som finansieringskilde, eller fordi deres indlånsrenter skal afspejle tendenser på disse markeder for at tiltrække midler. Der er derfor typisk en tæt forbindelse mellem bankernes udlånsrenter og markedsrenter med sammenlignelige løbetider. Fx har renten for lån til husholdningerne til boligkøb historisk set bevæget sig i takt med den 5-årige statsobligationsrente (se figur 14). Den anden bestemmende faktor i forbindelse med bankernes udlånsrenter er konkurrencen inden for de forskellige segmenter af bankernes kreditmarked. Bankernes renter skal være konkurrencedygtige for at tiltrække kunder, og kundernes muligheder for at påvirke renterne afhænger i høj grad af, om kunderne har adgang til alternative finansieringskilder. Den tredje faktor er bankens (forventede) kreditrisiko, når den bevilger et lån.

Træg tilpasning af bankernes udlånsrenter til markedsrenten på kort sigt

Renteudviklingen på pengemarkedet og andre finansielle markeder, som er de vigtigste markedsbaserede kilder til MFIernes finansiering af udlån, er en vigtig bestemmende faktor for bankernes udlånsrenter. Erfaringen har vist, at bankernes udlånsrenter i euroområdet typisk reagerer forsinket på udviklingen i markedsrenterne.² Den del af en ændring i markedsrenten, som inden for en måned slår igennem på bankernes udlånsrenter, har vist sig ofte at være under 50 pct. På langt sigt tilpasser bankernes udlånsrenter sig dog normalt udviklingen i markedsrenten i forholdet 1:1. Det er desuden interessant at bemærke, at udlånsrenterne i euroområdet i sidste instans hurtigere synes at tilpasse sig ændringer i markedsrenten efter indførelsen af den fælles valuta. Den eneste undtagelse synes at være forbrugerkredit, hvor bankernes udlånsrente fortsat reagerer ret trægt på markedsudviklingen.

Mere konkurrencedygtige markeder i de senere år

Konkurrencen inden for de fleste segmenter af bankernes kreditmarkeder synes at være skærpet i de seneste år, hvad angår både udbud og efterspørgsel. Denne tendens kan være en af årsagerne til udlånsrenternes hurtigere tilpasning til ændringer i markedsrenterne, som er et omtrentligt udtryk for de marginale finansieringsomkostninger i forbindelse med bankernes udlån siden 1999. På udbudssiden synes den fortsatte omstrukturering i banksektoren at have medført øget effektivitet på bankmarkederne og mere konkurrencedygtige priser. Desuden er nye (udenlandske) aktører, uanset det konstante fald i antallet af kreditinstitutter, kommet ind på bankkreditmarkedet. Euroområdets banker står også over for mere og mere konkurrence fra andre finansielle formidlere, fx forsikringselskaber og pensionsfonde.³

På efterspørgselssiden er der også indikationer af, at konkurrencen er øget i takt med, at bankkunderne er blevet mere følsomme over for renter på banklån, sammenlignet med de renter der opkræves af andre banker og finansielle markeder. Det kan hænge sammen med de mere stabile nominelle renter i en tid med prisstabilitet, hvilket gør det lettere at sammenligne priserne fra forskellige udbydere. Det kan også hænge sammen med øget

1 M.A. Weth, (2002), "The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany", Discussion Paper 11/02, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank.

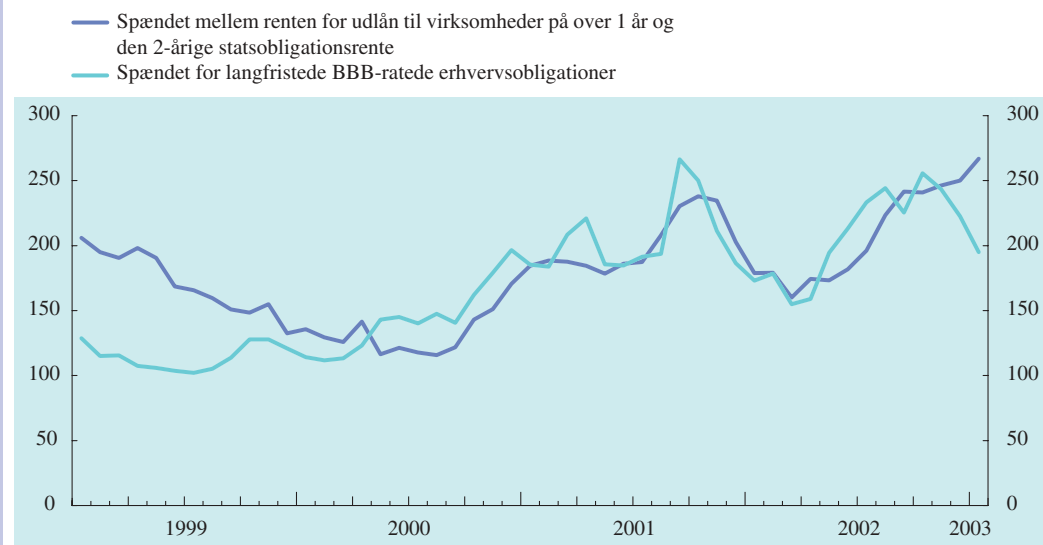
2 G. de Bondt, (2002), "Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level", ECB Working Paper 136; F. Heinemann og M. Schüller, (2002), "Integration benefits on EU retail credit markets – evidence from interest rate pass-through", Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung; og S. Kleimeier og H. Sander, (2002), "Consumer credit rates in the eurozone: evidence on the emergence of a single retail banking market", European Credit Research Institute, Research Report 2.

3 ECB, (2002), "Report on Financial Structures".

adgang til finansiering via alternative ikke-bankkilder, i det mindste for nogle virksomheder. Fx er markedet for commercial paper og markedet for erhvervsobligationer i euroområdet blevet dybere og mere likvide i de seneste år. Konkurrencen kan således variere betydeligt inden for de enkelte segmenter i bankudlånsmarkedet. Konkurrence inden for realkreditlån til husholdningerne synes at være ret kraftig, mens der synes at være mindre konkurrence på markedet for usikret forbrugercredit.

Bankernes udlån til virksomheder og rentespænd for erhvervsobligationer i euroområdet

(Basispoint; månedlige gennemsnit)



Kilder: Bloomberg, ECB og Reuters.

Anm.: Rentespænd for erhvervsobligationer beregnes som forskellen mellem renten for 7- til 10-årige erhvervsobligationer og 7- til 10-årige statsobligationer.

Voksende bekymring om kreditrisiko i 2002

Niveauet for og udviklingen i spændet mellem bankernes udlånsrenter og sammenlignelige markedsrenter bestemmes også af overvejelser om kreditrisiko. Som det fremgår af figuren ovenfor, har spændet mellem renten for langfristede lån til virksomheder og en markedsrente med en sammenlignelig løbetid siden 2000 udviklet sig mere eller mindre parallelt med spændet mellem renten for langfristede BBB-ratede erhvervsobligationer og statsobligationer med en sammenlignelig løbetid. Sidstnævnte spænd kan give en indikation af den aktuelle kreditrisiko ved udlån til virksomhederne som opfattet af deltagerne på erhvervsobligationsmarkedet. Figuren ovenfor viser desuden, at kreditrisikobekymringerne tiltog i 2002, hvilket fremgår af det øgede spænd mellem renten for udlån til virksomheder med en løbetid på over 1 år og den 2-årige statsobligationsrente.

Alle de nævnte bestemmende faktorer for bankernes udlånsrenter synes at have spillet en vis rolle i 2002. Mens bankernes udlånsrenter i euroområdet i 2002 bl.a. tilpassede sig markedsrenteudviklingen, er det tydeligt, at hastigheden og graden af bankrenternes reaktion er berørt af den øgede kreditrisikobekymring i visse segmenter af kreditmarkedet.

3 Prisudviklingen

Den gennemsnitlige årlige inflation var en del lavere i 2002 end i 2001

Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation i 2002 var 2,2 pct., dvs. 0,2 procentpoint lavere end i 2001 (se tabel 6). I samme periode tiltog den gennemsnitlige stigning i HICP ekskl. uforarbejdede fødevarer og energi fra 2,0 pct. til 2,5 pct. Den lavere gennemsnitlige HICP-inflation i 2002 forklares således ved lavere årlige stigninger i de mere volatile komponenter uforarbejdede fødevarer og energi. I januar 2003 faldt år-til-år ændringen i HICP og HICP ekskl. uforarbejdede fødevarer og energi til henholdsvis 2,2 pct. og 2,0 pct., hvilket er 0,1 og 0,2 procentpoint lavere end i december 2002.

Udviklingen i den samlede inflation i 2002 afspejlede hovedsagelig kortvarige udsving i priserne på uforarbejdede fødevarer og energi

Den samlede HICP-inflation i euroområdet viste et ret ujævnt forløb i 2002, hvilket hovedsagelig afspejlede kortvarige udsving i de mere volatile komponenter. Efter en kraftig stigning i januar 2002 faldt HICP-inflationen indtil juni, hvor den igen begyndte at stige til 2,3 pct. i december 2002 (se figur 15). Inflationsstigningen i januar 2002 afspejlede en række faktorer, fx højere priser på uforarbejdede fødevarer og energi, basis-effekter og stigninger i afgifter og administrerede priser. Navnlig ugunstige vejrforhold udøvede et opadrettet pres på priserne på frugt og grøntsager. I de efterfølgende måneder medførte priserne på uforarbejdede fødevarer dog et fald i den årlige inflation, da effekten af de ugunstige vejrforhold begyndte at aftage. Desuden aftog inflationspresset fra kødpriserne i perioden, da de opadrettede pris-effekter i forbindelse med dyresygdomme (mund- og klovsyge og BSE) aftog yderligere.

Energipriserne bidrog også en smule til inflationsnedgangen i 1. halvår 2002. I 2. halvår var energipriserne dog den væsentligste årsag til stigningen i den samlede inflation, hvilket ikke alene afspejlede basiseffekter, men også et vist opadrettet pres på de globale oliepriser mod slutningen af året.

Næsten uændret HICP-inflation ekskl. de mere volatile komponenter i 2002

Trods den forholdsvis afdæmpede efterspørgsel i euroområdet var faldet i år-til-år ændringen i

Figur 15
Delkomponenternes bidrag til HICP-inflation i euroområdet
(Årlige bidrag i procentpoint; månedlige observationer)



Kilde: Eurostat.

Tabel 6**Udviklingen i priser og omkostninger i euroområdet***(Ændring i pct. år/år, medmindre andet er anført)*

	2000	2001	2002	2001 1. kvrt.	2001 2. kvrt.	2001 3. kvrt.	2001 4. kvrt.	2002 1. kvrt.	2002 2. kvrt.	2002 3. kvrt.	2002 4. kvrt.	2002 Dec.	2003 Jan.
Det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) og dets komponenter													
Samlet indeks ¹⁾	2,1	2,4	2,2	2,1	3,0	2,4	2,2	2,5	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2
<i>heraf:</i>													
Varer	2,5	2,3	1,6	2,1	3,2	2,2	1,6	2,1	1,4	1,3	1,8	1,9	1,6
Fødevarer	1,4	4,4	3,1	3,2	4,9	5,1	4,7	4,9	2,9	2,3	2,3	2,2	1,4
Forarbejdede fødevarer	1,2	2,8	3,1	1,8	2,6	3,3	3,4	3,5	3,2	3,0	2,7	2,7	2,8
Uforarbejdede fødevarer	1,8	7,0	3,1	5,3	8,3	7,8	6,6	7,0	2,4	1,4	1,7	1,4	-0,6
Industrivarer	3,0	1,2	0,9	1,5	2,4	0,8	0,2	0,8	0,7	0,8	1,5	1,7	1,8
Industrivarer ekskl. energi	0,5	0,9	1,4	0,2	1,2	0,8	1,5	1,7	1,6	1,3	1,2	1,2	0,6
Energi	13,1	2,3	-0,6	6,6	6,8	0,8	-4,3	-2,1	-2,3	-0,7	2,8	3,8	6,0
Tjenesteydelser	1,5	2,7	3,1	2,2	2,6	2,7	3,0	3,1	3,1	3,3	3,1	3,0	2,8
Andre pris- og omkostningsindikatorer													
Producentpriser i industrien ¹⁾	5,5	2,2	-0,1	4,5	3,6	1,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,1	1,2	1,5	.
Enhedslønomkostninger ²⁾	1,3	2,6	.	2,1	2,7	2,5	3,3	3,5	2,4	2,0	.	-	-
Arbejdskraftsproduktivitet ²⁾	1,3	0,0	.	0,4	0,0	0,1	-0,4	-0,4	0,2	0,6	.	-	-
Lønsum pr. ansat ²⁾	2,6	2,7	.	2,5	2,8	2,6	2,9	3,1	2,6	2,6	.	-	-
Samlede timelønomkostninger ³⁾	3,3	3,4	.	3,4	3,0	3,7	3,4	3,9	3,5	3,6	.	-	-
Oliepriser (EUR pr. tønde) ⁴⁾	31,0	27,8	26,5	28,4	31,7	29,0	22,4	24,6	27,8	27,2	26,5	27,1	28,3
Råvarepriser ⁵⁾	16,7	-7,6	-1,7	-0,8	-3,0	-10,5	-15,6	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	2,1	-2,3

Kilder: Eurostat, nationale observationer, International Petroleum Exchange, HWWA (Institut für Wirtschaftsforschung i Hamburg) og ECBs beregninger.

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

1) Ekskl. byggeri.

2) Hele økonomien.

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

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

5) Ekskl. energi. I euro.

HICP ekskl. de mere volatile komponenter uforarbejdede fødevarer og energi ret begrænset i 2002. Det skyldtes til dels indirekte effekter af tidligere stød til olie- og fødevarerpriserne og den tidligere depreciering af eurokursen. For visse komponenter (hovedsagelig tjenesteydelser) blev der på ikke-aggregeret niveau desuden observeret prisstigninger, der kan tilskrives indførelsen af eurosedler og -mønter (se boks 4). Uanset disse faktorer kan den konstant høje år-til-år ændring, især i priserne på tjenesteydelser, tilsyneladende også forklares ved mere grundlæggende faktorer, fx udviklingen i enhedslønomkostninger.

År-til-år ændringen i priserne på tjenesteydelser var mindst 2,9 pct. i løbet af året (se figur 16) med en gennemsnitlig stigning på 3,1 pct. i 2002 i forhold til 2,7 pct. i 2001. De andre hovedkom-

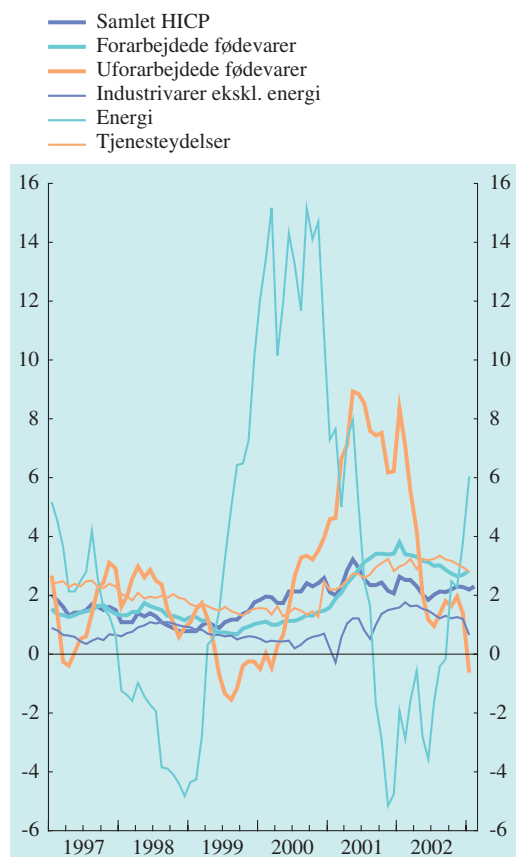
ponenter i HICP ekskl. de mere volatile komponenter, dvs. priserne på forarbejdede fødevarer og industrivarer ekskl. energi, steg også i gennemsnit kraftigere i 2002 end i 2001. I modsætning til priserne på tjenesteydelser faldt år-til-år stigningen i disse komponenter i 2002. Den næsten uændrede udvikling i den årlige HICP-inflation ekskl. uforarbejdede fødevarer og energi skyldtes således overvejende priserne på tjenesteydelser.

Inflationsforskellene mellem eurolandene var stort set uændret i 2002

Inflationsudviklingen i de enkelte eurolande varierede en del i 2002 bl.a. som følge af forskelle i virkningen af prisstød inden for energi og fødevarer, forskelle i udviklingen i enhedslønomkost-

Figur 16
De enkelte komponenter i HICP-inflation i euroområdet

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



Kilde: Eurostat.

Anm.: 1 periode før 2001 omfatter HICP-observationer ikke Grækenland.

ninger og ændringer i administrerede priser og afgifter. Spredningen var dog stort set uændret i 2002 i forhold til 2001.

Opfattelsen af den tidligere inflation steg, mens forbrugernes inflationsforventninger faldt

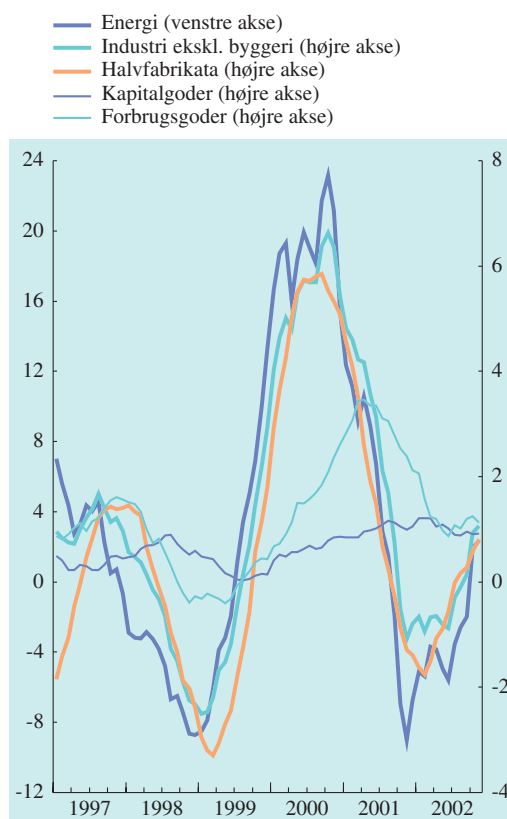
Trods en nedgang i den faktiske inflation i 2002 steg offentlighedens opfattelse af den tidligere inflation i løbet af året. Europa-Kommissionens indikator for opfattet inflation i de sidste 12 måneder viste fx en jævnt stigende tendens (se figur C i boks 4). Forskellen mellem den faktiske og den opfattede inflation blev således større end nogensinde. Den høje opfattede inflation synes

til en vis grad at være forbundet med prisstigningerne inden for bestemte komponenter, hovedsagelig tjenesteydelser, til dels som følge af indførelsen af eurosedler og -mønter. (Effekten af indførelsen af eurosedler og -mønter på priserne beskrives nærmere i boks 4).

Forbrugernes inflationsforventninger faldt derimod i størstedelen af 2002, hvilket tyder på, at forbrugerne opfattede størstedelen af prisstigningerne i 2002 som forbigående. Det er i overensstemmelse med den betragtning, at den årlige inflation i hele 2002 var påvirket af en række engangsfaktorer, fra afgiftsstigninger til basiseffekter. Det er værd at bemærke, at indikatoren for opfattet inflation faldt betydeligt i februar 2003. Det er dog for tidligt at vurdere, om nedgangen i dette mål vil vare ved efter det sidste års stigning.

Figur 17
De enkelte komponenter i producentpriser i industrien i euroområdet

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



Kilde: Eurostat.

Anm.: Observationer vedrører Euro 12 (inkl. perioder før 2001).

Boks 4

Hvordan indførelsen af eurosedler og -mønter har påvirket forbrugerpriserne

Der er gået over et år, siden eurosedlerne og -mønterne blev indført 1. januar 2002, og alle priser i euroområdet blev omregnet til euro. I mange eurolande var forbrugernes opfattelse, at overgangen til euro medførte betydelige prisstigninger. I denne boks gennemgås dokumentationen for, hvordan overgangen til euro har påvirket priserne, og de mulige årsager til, at forbrugerne har opfattet euroen som en kilde til prispres. Det hævdes, at effekten overvejende vil være forbigående, og at den større prisgennemsigtighed på tværs af grænserne på længere sigt vil øge konkurrencen og dæmme op for prispresset.

Nogle priser er tilsyneladende kraftigt påvirket af overgangen til euro, men den samlede effekt er begrænset

Effekten af omregningen af priser fra de tidligere nationale valutaer til euro er blevet vurderet ved hjælp af en række forskellige metoder, fx analyser af den aggregerede prisudvikling, undersøgelser af en række grundlæggende prisserier for udvalgte varer og tjenesteydelser samt undersøgelser af virksomheders prisfastsættelsesstrategier ved overgangen. Forskellene mellem disse metoder gør det svært at sammenligne resultaterne. Endvidere bør resultaterne kun benyttes som vejledende indikation af den samlede effekt, eftersom det er meget svært at isolere rene overgangseffekter fra andre kilder til prispres, fx stigninger i afgifter, administrerede priser, lønninger eller importpriser. Trods dette forbehold har de fleste undersøgelser i store træk konkluderet det samme, nemlig at indførelsen af eurosedler og -mønter ikke har medført omfattende prisstigninger. For at nævne et eksempel viste Eurostats undersøgelse fra juli 2002, der var baseret på 6 måneders HICP-data for euroområdet, at indførelsen af eurosedler og -mønter sandsynligvis har påvirket inflationen i euroområdet med 0,0-0,2 procentpoint i 1. halvår 2002. Den opadrettede effekt på priserne kan enten skyldes, at virksomhederne vælter omkostningerne over på forbrugerne i forbindelse med overgangen til euro, eller at prisændringer er blevet bundtet. Desuden kan virksomhederne have afrundet til nye fordelagtige europriiser eller forsøgt at øge deres avancer.¹

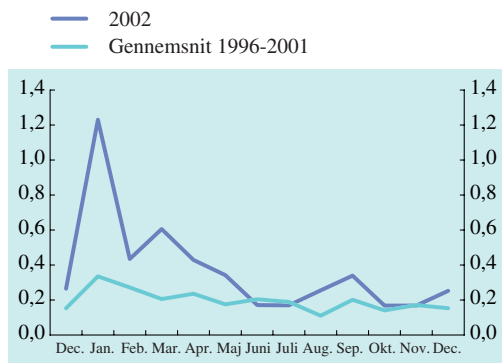
Effekten af overgangen kan have varieret fra land til land. I Frankrig er indvirkningen på det nationale forbrugerprisindeks fx anslået til 0,2 procentpoint, mens den i Holland er anslået til 0,6 procentpoint.² Forskellene mellem landene kan skyldes forskellige konkurrenceforhold på de lokale markeder (der også er forbundet med henholdsvis små og store detailhandlers relative betydning) og forskelle i efterspørgselssituationen i de pågældende lande.

Det fremgår af de foreliggende data, at prisseffekterne hovedsagelig forekom inden for bestemte områder af servicesektoren, hvilket også mange forbrugere har bemærket. Navnlig synes priserne på tjenesteydelser, fx restaurant- og cafébesøg, frisørydelser og kemisk rensning, at være steget markant i alle eurolandene efter indførelsen af eurosedler og -mønter. Prisstigningerne inden for en række af disse HICP-komponenter var usædvanlig kraftige i 2002 i forhold til den gennemsnitlige udvikling i tidligere år. I januar 2002 var måned-til-måned stigningen i restaurant- og cafépriser i euroområdet – med en vægt på 6,7 pct. i euroområdets HICP i 2002 – over tre gange så høj som den gennemsnitlige stigning i samme måned i perioden 1996-2001 (se figur A). En tilsvarende prisudvikling blev observeret for frisørydelser (vægt i HICP 1,1 pct., se figur B) og andre tjenesteydelser. For de fleste af disse ydelser var prisstigningerne i euroområdet også ret store sammenlignet med EU-lande uden for euroområdet. Prisstigningerne over gennemsnittet kan teoretisk have andre årsager end overgangen til euro, men i praksis er det svært at henføre dem til andre faktorer.

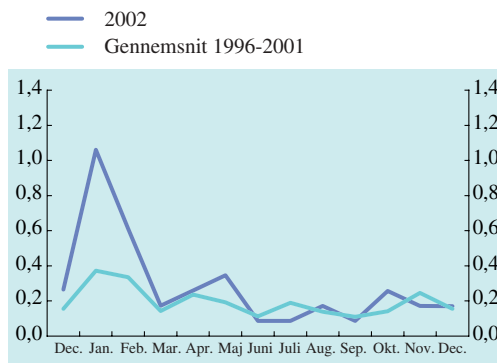
¹ Disse prisseffekter beskrives nærmere i boks 3 i ECB Årsberetning 2001.

² Se "The short-term impact on prices of the euro cash changeover", *Banque de France Bulletin Digest*, september 2002, og "Getting used to the euro", *De Nederlandsche Bank Quarterly Bulletin*, september 2002.

Figur A: Priser på restaurant- og cafébesøg
(Ændring i pct. måned/måned)



Figur B: Priser på frisørudgifter
(Ændring i pct. måned/måned)



Kilde: Eurostat og ECBs beregninger.

Varepriserne, der tegner sig for næsten 60 pct. af de private forbrugsudgifter i euroområdet, synes generelt ikke at være påvirket nævneværdigt af overgangen. Overgangen kan dog i de enkelte lande have medført prisstigninger på visse mindre detailvarer, der ofte købes af private husholdninger, fx bagervarer og aviser. På grund af det lave prisniveau kan afrundingseffekter give en ret kraftig procentvis ændring. For dyrere varer, især varige forbrugsgoder, har der derimod tilsyneladende været en tendens til at runde priserne nedad i forbindelse med de teknologiske fremskridt og den ret kraftige konkurrence på disse markeder.

Prisudviklingen i de komponenter, der synes at være påvirket af overgangen til euro, var ret kraftig i flere måneder af 2002, men er tilsyneladende blevet næsten normal eller endda svagere i de seneste måneder. Det tyder på, at inflationspåvirkningen kun er forbigående, selv om der stadig kan forekomme yderligere effekter, da tilpasningen til nye fordelagtige europapriser tilsyneladende endnu ikke er afsluttet.³ Desuden kan niveauet forventes at være ved i lande, der stadig har lønindeksering. På langt sigt bør der ikke være tale om permanente effekter, når forbrugsadfærden først har tilpasset sig den nye prisstruktur. Euroen forventes tværtimod at få en begrænsende effekt på prisstigningerne, da den øger prisgennemsnitligheden og konkurrencen i euroområdet. Disse nyttevirkninger vil endvidere være permanente.

Stigning i forbrugernes inflationsopfattelse

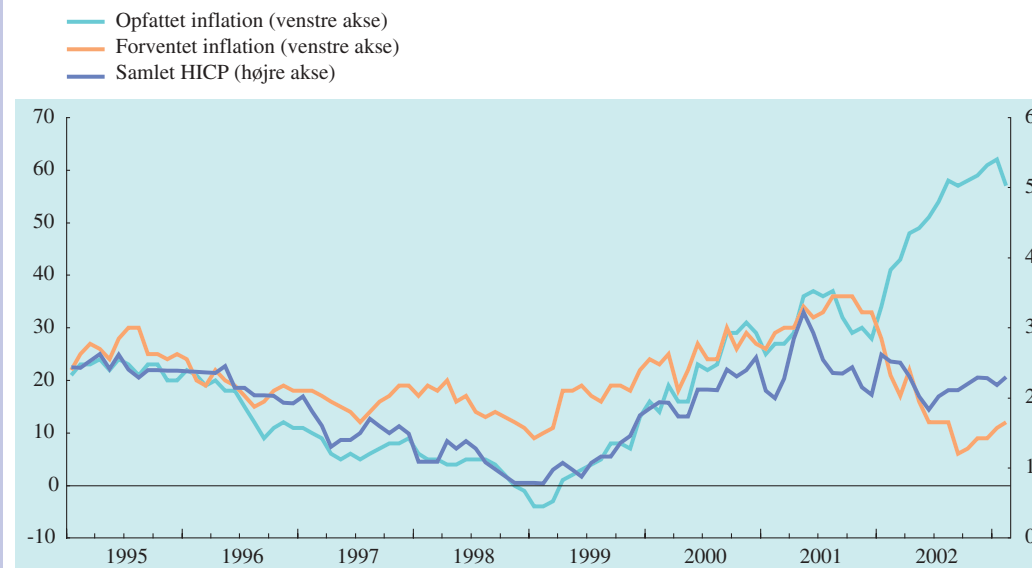
De empiriske data vedrørende effekten af overgangen til euro står i skarp modsætning til den almindelige opfattelse blandt euroområdets forbrugere. Ifølge Europa-Kommissionens Eurobarometer for november 2002 mener over 80 pct. af euroområdets forbrugere, at omregningen til europapriser var forbundet med betydelige prisstigninger. Det afspejles i en betydelig stigning i Europa-Kommissionens indikator for opfattet inflation i hele 2002 (se figur C). Denne udvikling, der sås i næsten alle eurolande, afveg kraftigt fra den faktiske HICP-inflation, der faldt i samme periode, hvilket medførte et øget gab mellem den opfattede og den faktiske inflation.

En forklaring på gabet mellem den opfattede og den faktiske inflation kan være, at forbrugerne lægger stor vægt på prisudviklingen inden for de varer og tjenesteydelser, som de køber ofte, mens de er mindre bevidste om prisudviklingen inden for dyrere varer, fx varige forbrugsgoder, som de køber sjældnere. Der er tegn på, at overgangen fra nationale priser til europapriser i nogle tilfælde var forbundet med store prisstigninger, der havde mediernes og forbrugernes bevågenhed. Priserne på nogle af de varer og tjenesteydelser, som man køber dagligt, fx grøntsager, steg også betydeligt i begyndelsen af 2002. Andre faktorer end overgangen til euro, fx ugunstige vejrforhold, forklarer en stor del af disse prisstigninger, men offentligheden har tilsyneladende også for-

³ Se fx "Consumer prices and the changeover from Deutsche Mark to euro", Deutsche Bundesbank Monthly Bulletin, juli 2002.

Figur C: Opfattet, forventet og samlet HICP-inflation

(Netttotal og ændring i pct. år/år; månedlige observationer)



Kilder: Europa-Kommissionens konjunkturbarometre og Eurostat.

Anm.: Europa-Kommissionens indikatorer for opfattet og forventet inflation fremstår som balancestatistik og kan ikke direkte relateres til størrelsen af den faktiske inflation. I perioder før 2001 omfatter HICP-observationer ikke Grækenland.

bundet prisstigningerne med overgangen til euro. Selv om den årlige ændring i mange af disse varer og tjenesteydelser begyndte at falde i 2. kvartal 2002, fortsatte indikatoren for opfattet inflation med at stige.

Spørgsmålet er derfor stadig, hvordan man forklarer det vedvarende gab mellem den opfattede og den faktiske inflation. En forklaring kan være, at forbrugerne ikke er fortrolige med europriserne. Tømmelfingerregler for sammenligning af de nye europriser og de gamle priser i de tidligere nationale valutaer kan også være relevante, når man prøver at forstå inflationsopfattelsen i visse lande. Der er desuden tegn på, at prisspredningen for et enkelt produkt er øget markant efter overgangen til euro. De mange forskellige priser kan have skabt forvirring blandt forbrugerne, der muligvis behøver mere tid til at tilpasse sig de nye prisfastsættelsesmønstre.⁴ Mange faktorer bidrager således til at forklare den vedvarende høje opfattede inflation, men de fleste tyder på, at det kun er et forbigående fænomen, hvilket også indikeres af det betydelige fald i inflationsforventningerne i størstedelen af 2002 (se også figur C).

Selv om forbrugerne således har påpeget usædvanlig store prisstigninger i forbindelse med overgangen til euro, er der tilsyneladende hovedsagelig tale om enkelttilfælde af meget begrænset samlet betydning. I den forbindelse spiller forbrugerne en vigtig rolle ved at vise, at de ikke er villige til at betale for bestemte varer, for hvilke der klart er forekommet urimelige prisstigninger. Desuden udgør de varer og tjenesteydelser, der er påvirket af overgangen, kun en forholdsvis lille del af den samlede kurv af varer og tjenesteydelser i HICP-indekset. Kun en ret lille del af HICP-inflationen i euroområdet kan således tilskrives overgangen til euro i 2002. Denne indvirkning på HICP-inflationen vil overvejende være forbigående, og den større prisgennemsigtighed på tværs af grænserne som følge af overgangen til euro vil på længere sigt øge konkurrencen og dæmme op for prispresset.

⁴ Se fx "The adaption of prices to the changeover to the euro", Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, www.nbb.be.

Priserne i tidligere led i produktionskæden var afdæmpede i 2002

Indekset for producentpriserne i industrien (ekskl. byggeriet) faldt i gennemsnit med 0,1 pct. i 2002 i forhold til en stigning på 2,2 pct. i 2001. Nedgangen kan hovedsagelig tilskrives udviklingen i energikomponenten og i mindre omfang udviklingen i komponenterne halvfabrikata og forbrugsgoder (se figur 17). Den gennemsnitlige årlige stigning i producentpriserne ekskl. energi og byggeriet var 0,6 pct. i forhold til 1,8 pct. i 2001. Den afdæmpede prisudvikling i tidligere led i produktionskæden afspejler til dels små importprisstigninger som følge af euroens appreciering i 2002. Efterspørgslen var desuden forholdsvis svag hele året, hvilket afholdt industri-virkomhederne fra at hæve priserne.

Energikomponenten i producentpriserne i industrien faldt med 2,4 pct. i 2002 i forhold til en stigning på 2,8 pct. i 2001. Selvom de gennemsnitlige oliepriser i amerikanske dollar var stort set uændrede i 2002 i forhold til året før, faldt priserne i euro med ca. 5 pct. Nedgangen i energiproducentpriserne i 2002 skyldtes således næsten udelukkende euroens styrkelse over for den amerikanske dollar. En lavere årlig stigning i priserne på halvfabrikata og forbrugsgoder bidrog også til faldet i den samlede inflation i producentpriserne. Nedgangen i inflationen inden for forbrugsgoder afspejlede lavere prisstigninger for både varige og ikke-varige forbrugsgoder. Den gennemsnitlige årlige stigning i priserne på kapitalgoder i 2002 var 1,0 pct., dvs. uændret i forhold til 2001.

Den årlige vækst i lønsum pr. ansat var stort set uændret i 2002 trods svage arbejdsmarkeder

Figur 18

Enhedslønomkostninger, lønsum pr. ansat og arbejdskraftsproduktiviteten i euroområdet

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



Kilde: Eurostat.

Anm.: Observationer vedrører Euro 12 (inkl. perioder før 2001); hele økonomien.

Siden 1999 er stigningen i næsten alle indikatorer for arbejdskraftsomkostninger og lønninger i euroområdet tiltaget gradvis. Denne udvikling fortsatte i 2001 og begyndelsen af 2002 trods faldende økonomisk aktivitet og stigende arbejdsløshed.

Den årlige vækst i lønsum pr. ansat var i gennemsnit 2,8 pct. i de første tre kvartaler af 2002, hvilket var en smule højere end i 2001 (se figur 18). Desuden var år-til-år stigningen i både samlede timelønomkostninger og månedlig bruttoindkomst højere i de første tre kvartaler af 2002 end i 2001. De foreliggende lantedata signalerer dog ikke en yderligere acceleration i arbejdskraftsomkostningerne mod slutningen af 2002, hvilket bekræftes af udviklingen i den årlige vækst i lønftaler, der faldt i 2. halvår 2002.

Den årlige stigning i arbejdskraftsproduktiviteten var i gennemsnit en smule højere i de første tre kvartaler af 2002 end i 2001, selv om den fortsat var lav. I overensstemmelse med konjunkturudviklingen steg væksten i arbejdskraftsproduktiviteten i 2. og 3. kvartal 2002 efter to kvartaler med

negativ årlig vækst. Som følge heraf aftog stigningen i enhedslønomkostningerne for hele euroområdet fra 3,5 pct. år-til-år i 1. kvartal til 2,4 pct. i 2. kvartal og 2,0 pct. i 3. kvartal. Udviklingen i avancer som udtrykt ved gabet mellem den årlige vækst i BNP-deflatoren og enhedslønomkostningerne

indikerer, at aktivitetsnedgangen havde en vis negativ indvirkning på indtjeningen. Den konjunkturbestemte stigning i produktivitetsvæksten i 2002 har dog mindsket væksten i enhedslønomkostninger og dermed det nedadrettede pres på avancerne.

4 Udviklingen i produktion, efterspørgsel og arbejdsmarked

Afdæmpet økonomisk aktivitet i 2002

Trods positive tegn i begyndelsen af året var de svage økonomiske forhold stadig fremherskende i 2002. Det begyndende opsving primo 2002 tog ikke fart, og den kvartalsvise vækst i realt BNP forblev hele året under det niveau, som er foreneligt med den potentielle vækst for euroområdet. I 4. kvartal 2002 viste der sig igen tegn på svaghed, da den kvartalsvise vækst i realt BNP aftog til et lavt niveau. Alt i alt faldt den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP fra 1,4 pct. i 2001 til 0,8 pct. i 2002, hvilket afspejlede det negative

overhæng fra 2001 kombineret med en moderat kvartalsvis vækst i 2002 (se tabel 7).

Den vedvarende lave vækst siden ultimo 2000 har bidraget til en betydelig nedgang i de faste investeringer, hvorfor overskudskapaciteten var beskedent i 2002. Kapacitetsudnyttelsen i fremstillingssektoren i 2002 lå i gennemsnit tæt på gennemsnittet på langt sigt, mens arbejdsløsheden kun steg lidt og lå under niveauet i 2000.

Den lave økonomiske vækst i 2002 skyldtes et sammenfald af negative stød, der bidrog til øget

Tabel 7

Sammensætningen af vækst i realt BNP i euroområdet

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

	Årlig vækst ¹⁾									Kvartalsvis vækst ²⁾				
	2000	2001	2002	2001 4. kv.	2002 1. kv.	2002 2. kv.	2002 3. kv.	2002 4. kv.	2002 4. kv.	2002 1. kv.	2002 2. kv.	2002 3. kv.	2002 4. kv.	
Realt bruttonationalprodukt	3,5	1,4	0,8	0,5	0,3	0,6	0,9	1,3	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,2	
heraf:														
Indenlandsk efterspørgsel	2,9	0,9	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,4	0,8	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4	
Privat forbrug	2,5	1,8	0,6	1,6	0,5	0,4	0,6	1,0	0,0	-0,2	0,4	0,4	0,4	
Offentligt forbrug	2,0	2,1	2,5	1,6	2,0	2,6	2,7	2,6	0,6	0,7	0,9	0,3	0,5	
Faste bruttoinvesteringer	4,9	-0,6	-2,5	-2,5	-2,5	-3,2	-2,6	-1,8	-0,9	-0,2	-1,3	-0,2	-0,1	
Lagerændringer ³⁾	0,0	-0,4	-0,1	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	
Nettoeksport ³⁾	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,5	-0,2	0,4	0,1	0,2	-0,2	
Eksport ⁵⁾	12,6	2,8	1,2	-2,8	-2,4	0,6	2,7	4,1	-1,2	0,2	1,7	2,1	0,0	
Import ⁵⁾	11,3	1,5	-0,3	-4,1	-3,9	-1,5	1,5	3,0	-0,8	-1,0	1,5	1,8	0,6	
Real bruttoværditilvækst:														
heraf:														
Industri ekskl. byggeri	4,0	1,1	0,2	-1,5	-1,8	0,1	0,7	1,7	-1,3	0,9	0,6	0,5	-0,4	
Byggeri	2,4	-0,6	-1,5	-0,6	-0,6	-1,6	-1,8	-2,0	0,0	-0,7	-1,0	-0,1	-0,2	
Markedsrelaterede tjenesteydelser ⁶⁾	4,8	2,6	1,3	1,7	1,3	1,2	1,2	1,5	0,1	0,3	0,5	0,3	0,4	

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

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

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

4) Inkl. anskaffelser minus afhændelse af værdier.

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

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

usikkerhed og faldende forventninger om et hurtigt opsving. De geopolitiske spændinger, der påvirkede oliepriserne og tilliden negativt, det kraftige fald i aktiekurserne og de vedvarende globale balanceproblemer bidrog til at svække den økonomiske aktivitet i løbet af året.

På baggrund af de svage økonomiske forhold er det vigtigt at gennemføre de planlagte struktur-reformer, da de ventes at øge tilliden til den fremtidige økonomiske vækst og beskæftigelses-væksten. I boks 5 gennemgås status for EUs reformagenda.

Lavere bidrag fra den indenlandske efterspørgsel medførte aftagende årlig vækst i realt BNP i 2002

Den lavere gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP i 2002 end i 2001 skyldes den indenlandske efterspørgsels lavere bidrag til den økonomiske aktivitet. Den afdæmpede indenlandske efterspørgsel kunne tilskrives et betydeligt fald i investeringer, der kun delvis blev opvejet af moderat vækst i det private forbrug.

De faste bruttoinvesteringer faldt med 2,5 pct. i 2002 og er således faldet to år i træk (se tabel 7). Nedgangen kan tilskrives en række faktorer. For det første forværredes udsigterne til et robust opsving i euroområdet i løbet af året, hvilket fik virksomhederne til at nedjustere deres investeringsplaner. For det andet var virksomhedssektorens rentabilitet negativt påvirket af den økonomiske afmatning. Prisfastsættelsesadfærd med henblik på at bevare eksportmarkedsandelene trods euroens appreciering kan også have udøvet et nedadrettet pres på virksomhedernes indtjening. For det tredje medførte de kraftige fald i aktiekurserne i 2002 højere omkostninger ved at rejse ny egenkapital, hvilket igen kan have påvirket investeringsudgifterne. For det fjerde kan øgede erhvervsobligations-spænd og spænd i de lange bankudlånsrenter også have medført strammere finansieringsforhold trods de lave renter (se boks 3). Endelig har den lavere vækst i husholdningernes realindkomst og

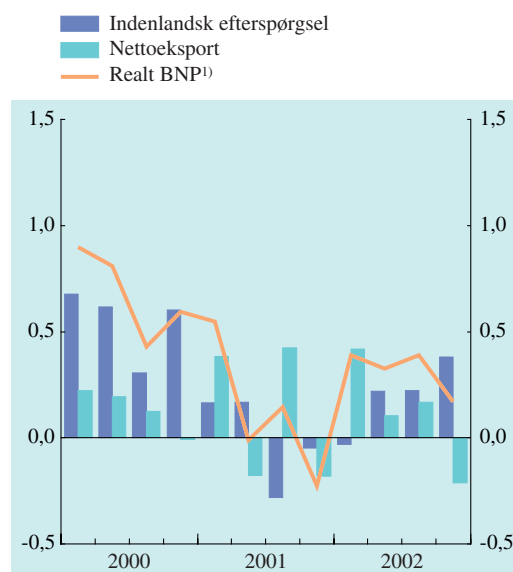
den øgede usikkerhed også påvirket boliginvesteringerne, der skønnes at være faldet med ca. 2 pct. i 2002.

I 2002 var det private forbrug negativt påvirket af de svage økonomiske forhold og den store usikkerhed. Alt i alt steg det private forbrug med 0,6 pct. i gennemsnit i 2002 (se tabel 7). Husholdningernes disponible realindkomst anslås mere specifikt til at være steget mindre i 2002 end i 2001 hovedsagelig som følge af lavere beskæftigelsesvækst. Effekten på indkomsten af den lavere beskæftigelsesvækst blev til dels opvejet af en lille opgang i reallønstigningerne i 2002, hvilket overvejende skyldtes den noget lavere inflation. Bidraget fra offentlige nettooverførsler, skatter og sociale bidrag til husholdningernes indkomststigninger skønnes at være forholdsvis uændret fra 2001 til 2002.

Husholdningernes opsparingskvote skønnes at være steget i 2002. I begyndelsen af 2002 var den højere opsparingskvote forbundet med begivenhederne 11. september 2001 og i mindre omfang overgangen til eurosedler og -mønter, der gav

Figur 19
Bidrag til kvartalsvis vækst i realt BNP i euroområdet

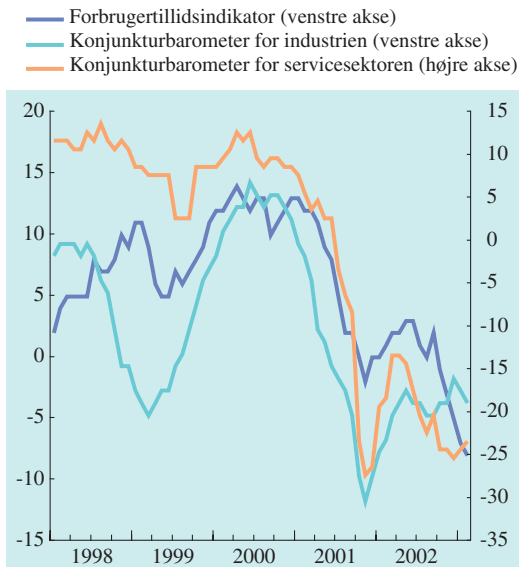
(Kvartalsvise bidrag i procentpoint; sæsonkorrigeret)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

Figur 20
Konjunkturbarometre for euroområdet
 (Nettotal i pct.)



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

anledning til en stigning i forbrugernes inflationsopfattelse (se boks 4). Desuden bidrog husholdningernes mindre tilbøjelighed til at foretage større køb. Senere i 2002 udøvede det kraftige fald i aktiekurserne et yderligere opadrettet pres på opsparingskvoten ved at reducere husholdningernes formue og påvirke tilliden (se figur 20). De lavere aktiekursers negative indvirkning på husholdningernes nettoformue kan dog til dels være opvejet af stigninger i boligpriserne i visse dele af euroområdet. Endvidere kan de store geopolitiske spændinger og den gradvise forværring af arbejdsmarkedsforholdene også have medført, at husholdningerne har øget opsparingerne.

Lagerændringer bidrog ikke til vækst i realt BNP i 2002, mens nettoeksporten bidrog positivt

Efter et meget negativt bidrag fra lagerændringerne i 2001 bidrog beholdningerne i gennemsnit

ikke til væksten i realt BNP i 2002. Virksomhedernes forbedrede forventninger i begyndelsen af året betød afslutningen på en lang periode med lagernedbrydning. I 2. halvår fik den træge økonomiske aktivitet dog virksomhederne til at nedjustere det ønskede lagerniveau, hvilket betød, at lagerændringerne ikke kunne bidrage betydeligt til væksten i realt BNP.

Den gennemsnitlige årlige vækst i både den reale import og eksport af varer og tjenesteydelser (inkl. intra-euroområdehandel) faldt yderligere i 2002 til henholdsvis -0,3 pct. og 1,2 pct. Det kan til dels tilskrives den markante nedgang i mængderne i 2. halvår 2001, der medførte et betydeligt negativt overhæng i 2002. Handelsmængderne steg dog midt i året. Eksporten tiltog på grund af en stigning i den globale efterspørgsel. Importen styrkedes også omkring medio 2002. I 4. kvartal 2002 aftog både import- og eksportvæksten, mens nettohandlens bidrag blev negativt. I gennemsnit var eksportens nettobidrag til den økonomiske aktivitet dog betydeligt i 2002 på grund af faldet i importmængderne.

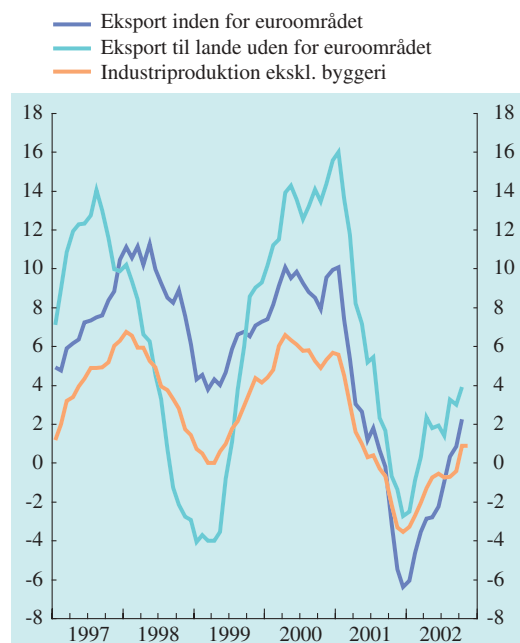
Servicesektoren var fortsat drivkraften bag den økonomiske aktivitet i 2002

Ifølge nationalregnskabstal steg værditilvæksten i industrien ekskl. byggeriet en smule med 0,2 pct. i 2002. Den svage vækst i 2002 skyldtes hovedsagelig det negative overhæng fra 2001, selv om aktiviteten i industrien steg i 1. halvår (se tabel 7). Tallene for industriproduktionen viser, at opsvinget i begyndelsen af året blev udløst af halvfabrikatasektoren (se tabel 8) samt en positiv udvikling i lagerbeholdningerne og den udenlandske efterspørgsel (se figur 21). I 2. halvår 2002 aftog aktiviteten i industrien, hvilket afspejler den forværrede aktuelle og fremtidige økonomiske udvikling. År-til-år væksten fortsatte dog med at stige på grund af gunstige basiseffekter som følge af den lave aktivitet i 2. halvår 2001.

Produktionen i byggeriet målt som den reale værditilvækst faldt med 1,5 pct. i 2002. Den svage aktivitet i byggeriet skyldes overvejende den

Figur 2 I Euroområdet vareeksport og industriproduktion

(Mængder; ændring i pct. år/år)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

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

fortsat negative udvikling i Tyskland, men også forringelsen af det generelle økonomiske klima i euroområdet og den udprægede usikkerhed.

Værditilvæksten i servicesektoren fortsatte derimod med at vokse i 2002, omend langsommere end i 2001. Aktiviteten inden for markedsrelaterede ydelser tiltog med 1,3 pct. (se tabel 7) og bidrog i 2002 igen mest til den samlede økonomiske vækst. Den kvartalsvise stigning i værditilvæksten i denne sektor var stort set uændret hele året.

Mindre spredning i den reale BNP-vækst mellem eurolandene i 2002

Spredningen i den reale BNP-vækst mellem eurolandene faldt i 2002. Spændet mellem de to lande med henholdsvis den højeste og den laveste vækst faldt til 4,1 procentpoint fra 5,0 procentpoint i 2001. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP aftog i alle eurolande undtagen Finland. Svækkelsen i 2002 medførte en lav gennemsnitlig årlig vækst i realt BNP i en række lande. I en gruppe lande steg realt BNP næsten ikke i 2002.

Yderligere fald i beskæftigelsesvæksten i 2002

Den økonomiske afmatning slog gradvis igennem på arbejdsmarkedene i 2002, og kvartal-til-kvar-

Tabel 8 Industriproduktionen i euroområdet

(Ændring i pct.)

	2000			Årlig vækst ¹⁾					Kvartalsvis vækst ²⁾				
	2000	2001	2002	2001 4. kv.	2002 1. kv.	2002 2. kv.	2002 3. kv.	2002 4. kv.	2001 4. kv.	2002 1. kv.	2002 2. kv.	2002 3. kv.	2002 4. kv.
Industri i alt ekskl. byggeri	5,5	0,4	-0,7	-3,6	-2,7	-0,6	-0,5	0,9	-1,8	0,6	0,6	-0,1	-0,1
fordelt efter industrihovedgrupper:													
Industri i alt ekskl. byggeri og energi	6,0	0,2	-0,9	-4,7	-3,2	-0,9	-0,8	1,2	-2,3	0,9	0,5	0,0	-0,2
Halvfabrikata	5,9	-0,8	0,3	-6,0	-2,1	0,3	0,7	2,3	-2,6	2,3	0,7	0,2	-0,9
Kapitalgoder	9,4	1,3	-2,6	-4,9	-6,7	-2,7	-1,9	1,0	-2,5	-0,6	0,8	0,2	0,3
Forbrugsgoder	2,2	0,4	-1,0	-2,6	-1,2	-0,9	-1,9	-0,1	-2,0	0,3	0,2	-0,5	-0,1
Varige	6,5	-2,5	-4,9	-7,4	-6,7	-5,8	-3,9	-3,0	-3,7	-0,5	-0,9	0,6	-2,4
Ikke-varige	1,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,1	-1,5	0,5	-1,7	0,5	0,4	-0,6	0,3
Energi	1,9	1,2	0,7	3,5	1,2	2,1	0,7	-1,0	1,9	-1,6	1,1	-0,5	0,2
Fremstilling	5,9	0,2	-1,0	-4,6	-3,4	-1,0	-0,7	1,2	-2,3	0,8	0,6	0,0	-0,2

Kilder: Eurostat og ECBs beregninger.

1) Ændring i pct. i forhold til samme periode året før beregnes ved hjælp af observationer korrigeret for antal arbejdsdage.

2) Ændring i pct. i forhold til det foregående kvartal beregnes ved hjælp af sæsonkorrigerede observationer, som også er korrigeret for antal arbejdsdage.

tal væksten i den samlede beskæftigelse blev negativ i 2. halvår. På grundlag af de foreliggende nationale tal skønnes den samlede beskæftigelsesvækst at være 0,4 pct. i 2002 i forhold til 1,4 pct. året før. Sammenlignet med tidligere perioder med økonomisk afmatning i 1990'erne var beskæftigelsesvæksten i euroområdet fortsat forholdsvis robust i en stor del af 2002. Det kan til dels forklares ved, at mange virksomheder i begyndelsen af 2002 forventede, at afmatningen ville være kortvarig. Aktiviteten forblev imidlertid svag, hvorfor arbejdsmarkedssituationen svækkedes i 2. halvår (se tabel 9).

Med hensyn til sektorudviklingen i 2002 blev år-til-år væksten i beskæftigelsen negativ i industrisektoren (dvs. både byggeriet og industrien ekskl. byggeriet), mens nettojobskabelsen fortsatte i servicesektoren. Beskæftigelsen i servicesektoren viste dog en markant nedgang i forhold til 2001. Beskæftigelsesvæksten inden for finansielle og erhvervsrelaterede tjenesteydelser, som har været drivkraften for nettojobskabelsen i servicesektoren i de seneste år, var i 2002 ikke engang halvdelen af niveauet i 2001. Andre markedsrelaterede ydelser (fx handel, transport og kommunikation) viste også en betydelig, men dog mindre markant, nedgang i beskæftigelsesvæksten.

Gradvis stigning i arbejdsløsheden i 2002

I overensstemmelse med den lavere vækst i beskæftigelsen steg den standardiserede arbejdsløshedsprocent i euroområdet i 2002 til et gennemsnit på 8,3 pct. for året som helhed, dvs. 0,3 procentpoint højere end i 2001 (se figur 22). Efter at være faldet fire år i træk steg antallet af arbejdsløse i euroområdet til et gennemsnit på 11,4 mio. i 2002.

Alle aldersgrupper og begge køn blev tilsyneladende påvirket af den stigende arbejdsløshed. Arbejdsløshedsprocenten for unge steg til 16,1 pct. i 2002, dvs. 0,5 procentpoint højere end i 2001, mens arbejdsløshedsprocenten for gruppen over 25 år steg fra 7,0 pct. i 2001 til 7,3 pct. i 2002. Forskellen mellem arbejdsløshedsprocenten for de to grupper var således stort set uændret i 2002 i forhold til 2001. Både mænd og kvinder blev påvirket af den stigende arbejdsløshed, men forskellen mellem den gennemsnitlige arbejdsløshedsprocent for mænd (7,2 pct. i 2002) og for kvinder (9,8 pct. i 2002) blev fortsat gradvis mindsket i løbet af året. Det tyder på, at de grupper, der traditionelt påvirkes mest af forringede arbejdsmarkedsforhold (dvs. unge og kvinder), tilsyneladende ikke er blevet forholdsvis hårdere ramt af denne økonomiske afmat-

Tabel 9
Udviklingen på arbejdsmarkedet i euroområdet

(Ændring i pct. år/år og pct.)

	Årlig ændring									Kvartalsvis ændring				
	1999	2000	2001	2002	2001 4. kv.	2002 1. kv.	2002 2. kv.	2002 3. kv.	2002 4. kv.	2001 4. kv.	2002 1. kv.	2002 2. kv.	2002 3. kv.	2002 4. kv.
Arbejdsstyrke	0,9	1,0	0,9	.	0,7	0,8	0,8	0,7	.	0,3	0,2	0,2	0,1	.
Beskæftigelse	1,8	2,1	1,4	.	0,9	0,7	0,5	0,3	.	0,2	0,1	0,0	-0,1	.
Landbrug ¹⁾	-2,4	-1,6	-0,8	.	-1,6	-2,3	-1,9	-1,9	.	-0,5	-0,4	-0,2	-0,9	.
Industri ²⁾	0,3	0,9	0,3	.	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.
– Ekskl. byggeri	-0,2	0,6	0,3	.	-0,5	-1,1	-1,1	-1,2	.	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	.
– Byggeri	2,0	1,7	0,3	.	-0,2	-0,6	-0,7	-1,3	.	-0,2	-0,3	-0,1	-0,7	.
Tjenesteydelser ³⁾	2,7	2,9	2,0	.	1,6	1,6	1,3	1,0	.	0,4	0,3	0,1	0,2	.
Arbejdsløshedsprocent⁴⁾														
I alt	9,4	8,5	8,0	8,3	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	-	-	-	-	-
Under 25 år	18,5	16,6	15,6	16,1	15,7	15,8	16,1	16,2	16,3	-	-	-	-	-
25 år og derover	8,2	7,4	7,0	7,3	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	-	-	-	-	-

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

1) Inkl. fiskeri, jagt og skovbrug.

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

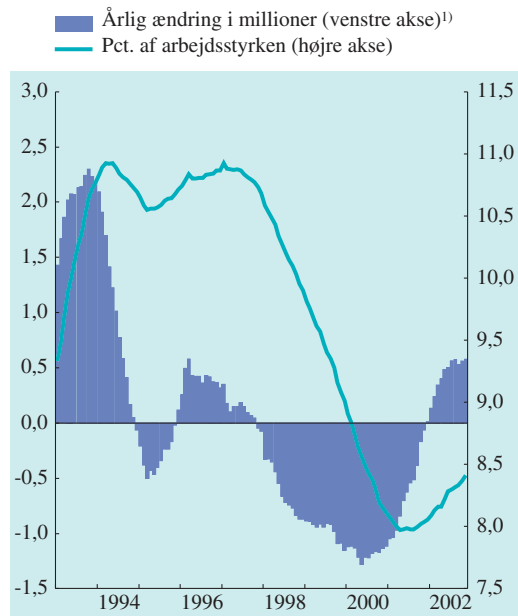
3) Ekskl. eksterritoriale organer og organisationer.

4) I pct. af arbejdsstyrken ifølge ILOs anbefalinger.

Figur 22

Arbejdsløshed i euroområdet

(Månedlige observationer; sæsonkorrigeret)



Kilde: Eurostat.

Anm.: Observationer vedrører Euro 12 (inkl. perioder før 2001).

1) De årlige ændringer er ikke sæsonkorrigeret.

ning, især i sammenligning med tidligere afmatninger i 1990'erne. Arbejdsløsheden steg i de fleste eurolande, og spredningen mellem eurolandene var stort set uændret.

Endelig skønnes væksten i arbejdsstyrken (dvs. summen af alle beskæftigede og arbejdsløse) at være aftaget en smule i 2002. Det skyldes den vedvarende svage aktivitetsstigning og den øgede arbejdsløshed, der ikke tilskynder til at søge arbejde.

Selv om beskæftigelsesvæksten i euroområdet var forholdsvis robust indtil 2. halvår 2002, var der alt i alt tale om en gradvis svækkelse af arbejdsmarkedet, hvilket hovedsagelig afspejlede den forsinkede effekt af den svagere økonomiske udvikling. Det understreger især, at der fortsat er behov for at gennemføre arbejdsmarkedsreformer og styre lønudviklingen i en retning, der støtter beskæftigelsesvæksten, med henblik på at opnå bedre resultater på arbejdsmarkedet og være bedre rustet til at imødegå effekten af konjunkturedgange (se boks 5).

Boks 5

Begrænsede fremskridt med hensyn til strukturreformerne på arbejds- og produktmarkederne i euroområdet

Strukturreformer på produkt- og arbejdsmarkedene øger det økonomiske vækstpotentiale og letter tilpasningen til økonomiske ændringer. I marts 2000 anerkendte Det Europæiske Råd i Lissabon betydningen af at modernisere de lovgivningsmæssige rammer og præsentere en ambitiøs reformagenda, der sigtede mod at gøre Den Europæiske Union til den mest konkurrencedygtige og dynamiske videnbaserede økonomi i verden inden 2010. Siden da er de økonomiske forhold blevet svækket betydeligt. Måltrettede bestræbelser på at gennemføre Lissabon-agendaen er blevet endnu vigtigere med henblik på at øge tilliden til økonomien og forbedre rammerne for den økonomiske aktivitet og beskæftigelsesvæksten. På baggrund heraf indeholder denne boks en kortfattet gennemgang af arbejdet med at gennemføre EUs reformagenda i de seneste år og især i 2002. Denne vurdering er stort set i overensstemmelse med Europa-Kommissionens synspunkt som beskrevet i Kommissionens rapport om gennemførelsen af de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker 2002.

Produktmarkedernes funktion overvåges og evalueres som led i Cardiff-processen, hvorimod arbejdsmarkedsreformen vurderes i henhold til Luxembourg-processen. Begge processer bygger på landenes undersøgelser af reformer og bidrager til de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker, der definerer overordnede politiske prioriteter inden for forskellige områder af den økonomiske politik. På grundlag af disse prioriteter opstilles politikkenstillinger for hvert EU-land (se kapitel V).¹

¹ Rådets henstilling af 21. juni 2002 om de overordnede retningslinjer for medlemsstaternes og Fællesskabets økonomiske politikker.

Hvad angår arbejdsmarkeder, understreges i de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker 2002 behovet for at (i) sikre, at skattesystemerne og indkomstoverførselsordningerne indrettes sådan, at det kan betale sig at arbejde, (ii) forbedre de aktive arbejdsmarkedsforanstaltningers effektivitet og virkninger, (iii) fjerne hindringerne for den geografiske mobilitet i og mellem medlemsstaterne, (iv) fremme faglig mobilitet, (v) fremme en mere fleksibel arbejdstilrettelæggelse og nyvurdere reglerne for ansættelseskontrakter og (vi) fjerne hindringer for kvinders deltagelse på arbejdsmarkedet.

Adskillige lande er begyndt eller fortsat med at gennemføre foranstaltninger, der skal sikre, at det kan betale sig at arbejde, eller mindske arbejdsgivernes socialsikringsbidrag. Desuden fortsatte bestræbelserne på at forbedre jobsøgningsprocessen ved at gøre arbejdsformidlingen mere effektiv og gennemføre strengere jobsøgningskrav. En række lande fortsatte deres bestræbelser på at fremme en mere fleksibel arbejdstilrettelæggelse. Mange arbejdsmarkedsreformer er dog stort set ikke påbegyndt. Omfattende reformer af pensionssystemer og førtidspensioneringsordninger med henblik på at øge ældre arbejdstageres deltagelse på arbejdsmarkedet er fx ikke blevet fremmet tilstrækkeligt, og der har været ringe fokus på reformer af lovgivning om jobsikkerhed med henblik på at øge mobiliteten på arbejdsmarkedet. Alt i alt synes arbejdsmarkedsreformernes tempo at være aftaget i de fleste eurolande i 2002 i forhold til de foregående år.

Strukturreformagendaen for produktmarkeder omfatter en lang række målsætninger, hvoraf følgende blev fremhævet i de overordnede retningslinjer for økonomiske politikker 2002: (i) Gennemføre det indre marked fuldt ud, (ii) skabe effektiv konkurrence og (iii) fremskynde reformerne inden for netværksindustrierne. Der eksisterer stadig betydelige hindringer for det indre markeds funktion, især på markederne for tjenesteydelser. Mange af disse hindringer skyldes tilsyneladende national lovgivning, fx administrative procedurer for etablering af datterselskaber i andre eurolande eller de lokale myndigheders anvendelse af diskretionære beføjelser. Efter et årti med konstant fremgang ophørte faldet i den procentdel af EUs lovgivning om det indre marked, som medlemslandene endnu ikke har gennemført i national lovgivning, i 2002. Eurolandenes manglende gennemførelse steg fra 2,2 pct. i oktober 2001 til 2,4 pct. i oktober 2002.

Hvad angår styrkelse af konkurrencen, traf nogle eurolande foranstaltninger til at øge konkurrence- og tilsynsmyndighedernes beføjelser. En anden måde, hvorpå de konkurrencemæssige forvriddinger kan mindskes, er at nedbringe statsstøtten. Selv om den overordnede tendens går i retning af at nedbringe statsstøtten, spiller den stadig en betydelig rolle i visse sektorer, fx jernbane- og flytransport. Der blev fortsat gennemført lovgivningsmæssige reformer inden for netværksindustrierne, dog i varierende omfang alt efter land og industri. Reformen i disse tidligere beskyttede sektorer har i nogle tilfælde medført prisfald, navnlig i telekommunikationssektoren. Denne udvikling fortsatte i 2002, dog i et lavere tempo.

Sammenfattende blev der observeret visse fremskridt med hensyn til at mindske de strukturelle stivheder på arbejds- og produktmarkederne i 2002. Mange lande har dog tilsyneladende valgt at gennemføre delreformer frem for øgede omfattende reformtiltag. Eftersom det tager tid, før strukturreformer slår helt igennem, vil de fleste medlemslandes langsomme og delvise gennemførelse gøre det sværere og sværere at opfylde de strategiske målsætninger, der blev defineret på topmødet i Lissabon. Den manglende vilje til at gennemføre omfattende reformer kan desuden være en årsag til den lave tillid til et hurtigt økonomisk opsving. Det bliver derfor endnu vigtigere at øge bestræbelserne på at gennemføre strukturreformer.

5 Udviklingen i de offentlige finanser

Forværring af budgetsaldene i 2002 primært som følge af økonomisk afmatning

For andet år i træk forværredes budgetsaldene i euroområdet i 2002. De seneste tal fra Eurostat viser et gennemsnitligt underskud på 2,2 pct. af BNP i forhold til 1,6 pct. i 2001 (se tabel 10). Den markante forværring til et gennemsnitligt niveau, som ikke er set siden 1998, skyldes især den svage økonomiske aktivitet, der havde indvirkning på budgetresultaterne som følge af de automatiske stabilisatorer og den ugunstige udvikling i indtægterne i visse lande. Endvidere havde den

omfattende statistiske ændring af underskudstallene for 2001, budgetoverskridelserne og skatteændringerne en negativ effekt på budgetsaldene for 2002 i en række lande. Størstedelen af landene kunne ikke opfylde de budgetmål, der fremgik af stabilitetsprogrammerne i slutningen af 2001. Afvigelserne fra målene udgjorde i gennemsnit 1,3 pct. af BNP.

Udviklingen i de offentlige finanser var især ugunstig i de lande, som allerede havde betydelige balanceproblemer i 2001. Tyskland havde et underskud, som lå et stykke over referenceværdien på

Tabel 10

Offentlige budgetstillinger i euroområdet

(I pct. af BNP)

Offentligt overskud (+) eller underskud (-)

	1999	2000	2001	2002
Euroområdet	-1,3	-1,0	-1,6	-2,2
Belgien	-0,5	0,1	0,3	0,0
Tyskland	-1,5	-1,4	-2,8	-3,6
Grækenland	-1,8	-1,9	-1,9	-1,2
Spanien	-1,2	-0,9	-0,1	-0,1
Frankrig	-1,8	-1,4	-1,6	-3,2
Irland	2,3	4,3	1,1	-0,3
Italien	-1,7	-1,8	-2,6	-2,3
Luxembourg	3,5	6,1	6,4	2,6
Holland	0,7	1,5	0,1	-1,1
Østrig	-2,3	-1,9	0,3	-0,6
Portugal	-2,8	-3,2	-4,2	-2,7
Finland	2,0	6,9	5,1	4,7

Offentlig bruttogæld

	1999	2000	2001	2002
Euroområdet	72,7	70,2	69,2	69,1
Belgien	114,9	109,6	108,5	105,4
Tyskland	61,2	60,2	59,5	60,8
Grækenland	105,1	106,2	107,0	104,9
Spanien	63,1	60,5	56,9	54,0
Frankrig	58,5	57,2	56,8	59,1
Irland	49,3	39,3	36,8	34,0
Italien	114,9	110,6	109,5	106,7
Luxembourg	6,0	5,6	5,6	5,7
Holland	63,1	55,8	52,8	52,6
Østrig	67,5	66,8	67,3	67,9
Portugal	54,3	53,3	55,6	58,0
Finland	47,0	44,5	43,8	42,7

Kilder: Eurostat og ECB vedrørende aggregater for euroområdet.

Anm.: Observationer er baseret på ENS95 og omfatter de oplysninger, der er tilgængelige frem til 17. marts 2003. Budgetsaldi er ekskl. indtægter fra salget af UMTS-licenser.

3 pct. af BNP i 2002. Når der ses bort fra UMTS-indtægterne, havde Frankrig et underskud på 3,2 pct., mens underskuddet i Italien og Portugal kun var en smule mindre. I november 2002 fandt Ecofin-rådet, at Portugal havde et uforholdsmæssigt stort underskud for 2001, og i januar 2003 fik Tyskland konstateret et uforholdsmæssigt stort underskud for 2002. Ecofin-rådet krævede, at disse lande skulle iværksætte foranstaltninger til at afhjælpe situationen, og i januar 2003 gav Rådet Frankrig en tidlig advarsel. I alt havde 9 lande underskud i 2002 i forhold til 6 i 2001. Kun Belgien, Luxembourg og Finland havde budgetter i balance eller i overskud.

Det konstante fald i de offentlige udgifter som andel af BNP i euroområdet siden 1993 stoppede i 2002. Andelen steg med næsten 0,5 procentpoint, hvilket bl.a. afspejler højere udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse som følge af den økonomiske afmatning. Selv om der var budgetoverskridelser inden for visse kategorier, herunder sundhedssektoren, var der overordnet set ikke tale om budgetoverskridelser. Renteudgifterne i pct. af BNP faldt kun en smule i 2002. Den langsomme vækst i skatteindtægterne i 2002 skyldtes hovedsagelig den økonomiske afmatning, da der ikke blev indført store skattereformer. Andre faktorer, som dæmpede væksten i skatteindtægterne, var tidligere års skattnedsættelser og de negative effekter i forbindelse med udviklingen i overskud og aktivpriserne.

Den gennemsnitlige gældskvotest i euroområdet faldt i 2002 med 0,1 procentpoint til 69,1 pct. af BNP. Gælds/underskudsjusteringer, som ikke påvirker underskuddet, men som har en virkning på den offentlige bruttogæld, nedbragte den offentlige gældsætning med 0,2 procentpoint af BNP. I Grækenland og Finland bidrog denne faktor betydeligt til den langsomme reduktion af gældskvoten. I Belgien, Grækenland og Italien var den offentlige bruttogældskvotest stadig over 100 pct. af BNP. Gældskvoterne steg i tre af de fire lande med store underskud. I Italien aftog gældskvoten især som følge af en finansiel operation, der gav en væsentlig engangseffekt.

Finanspolitikens stramhedsgrad var en smule mindre i euroområdet 2002 set i forhold til 2001, målt som ændringen i det konjunkturkorrigerede primære overskud ifølge Europa-Kommissionens opgørelse. Lempelsen var tydelig i størstedelen af landene. Den blev generelt forklaret ved indtægtsnedgang, men i visse lande spillede kraftig vækst i udgifterne en væsentlig rolle. Finanspolitikken blev kun strammere i Spanien, Holland og Portugal.

Sunde budgetstillinger skal fortsat have førsteprioritet

Ifølge stabilitetsprogrammerne fra slutningen af 2002 og begyndelsen af 2003 vil eurorådets underskud falde med 0,4 procentpoint i 2003 til 1,8 pct. af BNP. Kun Østrig havde ikke indsendt et opdateret stabilitetsprogram ultimo februar 2003. Den positive effekt af udgiftsbegrænsninger og det fortsatte fald i rentebetalingerne vil opveje den negative effekt af den beskedne økonomiske vækst og visse planlagte skattnedsættelser. I nogle få lande skyldes forbedringen af budgetprognoserne også forventningen om et kraftigt økonomisk opsving i 2003. Tysklands, Frankrigs og Portugals underskud ventes at falde, men holde sig i nærheden af 3 pct. af BNP i 2003. I Belgien og Spanien forventes et budget i balance, mens Finland fortsat forventer et budgetoverskud. Andre medlemslande forventer et lille til moderat underskud i 2003. Det gennemsnitlige budgetunderskud i euroområdet forventes at falde i 2004 til 1,1 pct. af BNP som følge af et fortsat økonomisk opsving og budgetkonsolidering i de lande, der har store underskud.

Den konjunkturkorrigerede primære balance i euroområdet skønnes at blive forbedret med ca. 0,5 pct. af BNP i 2003 og tilsvarende i 2004 ifølge stabilitetsprogrammernes beregninger. Eurorådets gennemsnitlige offentlige udgifter som andel af BNP forventes at falde igen i lyset af de annoncerede moderate skattnedsættelser i 2003. Risiciene for disse budgetudsigter stammer fra de mere ugunstige makroøkonomiske forhold,

budgetoverskridelser og yderligere skattenedsættelser.

Den 7. oktober 2002 vedtog Eurogruppen en finanspolitisk strategi for lande, hvis budget stadig ikke var i balance. Konklusionen var, at disse lande skulle tilstræbe en løbende forbedring af den underliggende saldo (dvs. saldoen korrigeret for konjunkturreflekter og engangstiltag) med mindst 0,5 pct. af BNP pr. år. Lande med uforholdsmæssigt store underskud skal konsolidere i højere grad. Alle ministre undtagen en var enige om, at denne strategi allerede bør gennemføres i budgetterne for 2003. Der var endvidere almindelig enighed om, at tilpasningen skal ske på grundlag af realistiske antagelser om den økonomiske situation og veldefinerede foranstaltninger.

Af de lande, der fortsat har underskud, forventes Grækenland, Frankrig og Italien ikke at opfylde konsolideringskravet i 2003. Tyskland og Portugal forventes derimod at reducere deres underliggende underskud via indtægtsskabende foranstaltninger og udgiftsbegrænsninger med over 0,5 pct. af BNP som påkrævet på grund af deres store underskud. Østrig havde igen budgetproblemer i 2002.

Lande, der allerede har opnået en sund budgetstilling, bør sikre, at de ikke får nye budgetproblemer. Det er hensigtsmæssigt at lade de automatiske stabilisatorer virke frit i såvel konjunkturedgange som -opgange. Nogle af disse lande oplevede dog, at der igen opstod betydelige underskud i 2002. Det understreger betydningen af en budgetmæssig sikkerhedsmargin specielt i betragtning af, hvor følsomme budgetstillingerne er over for pludselige ændringer i de økonomiske forhold.

Overholdelse af stabilitets- og vækstpagtens finanspolitiske regler bidrager til økonomisk stabilitet og er et nødvendigt supplement til en pengepolitik, som er rettet mod prisstabilitet. Desuden giver en sund budgetstilling råderum til at klare de ventede budgetmæssige udfordringer som følge af befolkningens aldring.

Begrænsede fremskridt inden for strukturreformer af de offentlige finanser

De nuværende økonomiske forhold understreger igen behovet for strukturreformer af de offentlige finanser. Selv om reformerne først slår helt igennem på mellemlangt sigt, vil reformer af de offentlige finanser på nuværende tidspunkt øge tilliden og dermed også fremme den økonomiske vækst på kort sigt. Det vil især være tilfældet, hvis de er en del af en omfattende reformstrategi, der kombinerer udgiftsbegrænsninger med skattenedsættelser og budgetkonsolidering. Budgetdisciplin fremmer tilliden ved at sikre holdbare offentlige finanser og giver desuden mulighed for at lade de automatiske stabilisatorer virke frit (se boks 6).

Strukturreformer på udgiftssiden haster særlig meget. De elementer, der skal undersøges, omfatter levering af offentlige goder og ydelser, der øger den potentielle vækst, og tiltag, der skal løse problemet med manglende incitament til at arbejde som følge af indkomststøtteordninger. Skattereformer spiller også en væsentlig rolle, når det drejer sig om at forbedre arbejdsmarkedets funktion. På baggrund af de budgetmæssige konsekvenser af befolkningens aldring er velgennemtænkte udgifts- og skattereformer afgørende for at øge effektiviteten og fremme den økonomiske vækst, mindske budgetproblemerne, sikre holdbare offentlige finanser på langt sigt og lette skattebyrden for de fremtidige generationer.

Der gennemføres i øjeblikket ingen større reduktion eller omstrukturering af udgifter i vækstfremmende retning, skattereformerne var begrænsede i 2002 i forhold til de foregående år, og skattenedsættelserne, der planlægges i de kommende år i henhold til stabilitetsprogrammerne, foretages gradvis. Hvad angår befolkningens aldring, er der ikke gjort de store fremskridt med hensyn til at gennemføre tiltag, der sikrer holdbare offentlige finanser på længere sigt. Der har højst været tale om en delvis gennemførelse af pensionsreformer. Indførelsen og udvidelsen af opsparingsfinansierede pensions-

ordninger som supplement til reformer af de grundlæggende skattefinansierede pensionsordninger sker meget langsomt. Alt i alt har der kun

været tale om begrænsede fremskridt med hensyn til de offentlige finansers vækstfremmende rolle.

Boks 6

Offentlige finanser og økonomisk stabilisering

De offentlige finanser kan fremme den økonomiske stabilitet på flere måder. For det første er holdbare offentlige finanser nøglen til at sikre stabilitet på langt sigt, da et uholdbart gælds- og underskudsniveau undergraver væksten og i sidste ende tvinger landene til at gennemføre store forstyrrende tilpasninger. For det andet kan finanspolitikken bidrage til stabilitet på kort sigt ved at dæmpe virkningen af konjunkturudsving. Uden regeringsindgreb reagerer budgettet automatisk på økonomiske udsving og har således en stabiliserende indflydelse. Overholdelse af EUs finanspolitiske rammer sikrer både de offentlige finansers stabiliserende rolle og deres holdbarhed på langt sigt.

Automatisk budgetstabilisering via offentlige udgifter og indtægter

Automatisk budgetstabilisering er resultatet af visse egenskaber ved skatter og sociale overførsler samt væsentlige offentlige udgiftsposters stabilitet over for økonomiske udsving. Skatteindtægterne udvikler sig mere eller mindre i forhold til den økonomiske aktivitet, som er kraftig under konjunkturopgange og afdæmpet under konjunkturedgange. Med undtagelse af arbejdsløshedsunderstøttelse er de fleste af de offentlige udgifter fastlagt i de årlige budgetter og påvirkes stort set ikke af konjunkturudsving. Den samlede efterspørgsel og dermed den økonomiske aktivitet understøttes under en konjunkturedgang, da lavere økonomisk vækst medfører lavere skatter for husholdninger og virksomheder. De automatiske stabilisatorer virker kun optimalt, hvis de offentlige finanser er holdbare, da de økonomiske aktører ellers tilpasser deres adfærd efter forventningerne til fremtidige finanspolitiske foranstaltninger.

Diskretionær finanspolitik er normalt ikke hensigtsmæssig til kortsigtet styring af efterspørgslen

Der har tidligere været mange forsøg på at styre den samlede efterspørgsel ved hjælp af diskretionære finanspolitiktiltag, men de har ofte vist sig at være ineffektive. Diskretionære tiltag kan først gennemføres efter et stykke tid og er vanskelige at modvirke, og finanspolitikken ender således med at blive procyklisk. Automatiske stabilisatorer sikrer derimod rettidige, symmetriske og forudsigelige korrektioner, da de er direkte forbundet med økonomiens struktur. En diskretionær politik skal hovedsagelig tilstræbe budgetkonsolidering og ændringer i de offentlige finansers struktur.

EUs finanspolitiske rammer: Holdbarhed og stabilisering

Hovedmålsætningerne for EUs finanspolitiske rammer er at opnå og bevare holdbare offentlige finanser og sikre finanspolitikken stabiliserende rolle. Traktatens bestemmelser forpligter medlemslandene til at undgå uforholdsmæssigt store underskud (artikel 104), dvs. underskuddet skal være under referenceværdien på 3 pct. af BNP, og gældskvoten skal være under 60 pct. af BNP, medmindre der gælder særlige betingelser. Stabilitets- og vækstpagten sikrer de offentlige finansers stabiliserende rolle inden for disse rammer. I henhold til pagten har landene forpligtet sig til at fastholde en budgetstilling tæt på balance eller i overskud på mellemlangt sigt, så landene kan klare normale konjunkturudsving uden risiko for et uforholdsmæssigt stort underskud. For at undgå en uhenigtsmæssig procyklisk politik kan referenceværdierne overskrides, uden at proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud iværksættes, hvis der er tale om en alvorlig recession eller usædvanlige begivenheder, der ligger uden for regeringens kontrol.

6 De globale makroøkonomiske forhold, valutakurser og betalingsbalancer

Fortsat afdæmpet opsving i verdensøkonomien

Efter opbremsningen i 2001 viste verdensøkonomien et svagt begyndende opsving i begyndelsen af 2002. Den årlige vækst i realt BNP på verdensplan skønnes at være tiltaget til 3,1 pct. i 2002 fra 2,3 pct. i 2001.

De økonomiske resultater varierede stærkt på verdensplan. Den vigtigste drivkraft for opgangen var de amerikanske husholdningers robuste efterspørgsel, et opsving i Asien ekskl. Japan, der hovedsagelig kunne tilskrives eksport, og en fortsat vækst i EU-tiltrædelseslandene. I løbet af 2002 aftog opsvinget imidlertid i forhold til oprindeligt forventet, og det blev mere usikkert, om opsvinget ville vare ved. De globale økonomiske udsigter var især påvirket af volatiliteten på de finansielle markeder, der afspejlede yderligere nedjusteringer af aktiekurserne samt øgede geopolitiske spændinger.

Opsvinget i USA var mindre end forventet, og der var fortsat balanceproblemer, navnlig i husholdningssektoren og på betalingsbalancens løbende poster. I Japan aftog den begyndende moderate ekspansion i 2. halvår på baggrund af faldende vækst i den eksterne efterspørgsel. Den robuste indenlandske efterspørgsel i Asien ekskl. Japan understøttede dog den globale vækst i 2. halvår 2002, hvilket delvis opvejede virkningen af den noget mindre dynamik i den amerikanske økonomi og den træge aktivitet i Japan.

I USA var væksten i BNP 2,4 pct. i 2002 i forhold til kun 0,3 pct. i 2001, hvor økonomien forværredes i de første tre kvartaler. Sammen med opsvinget steg produktiviteten i byerhvervene kraftigt i 2002. Væksten i BNP i 2002 skyldtes hovedsagelig husholdningernes robuste forbrug,

der afspejlede solid vækst i det private forbrug og boliginvesteringerne. Det private forbrug steg betydeligt med 3,1 pct. i året som helhed, selv om den aftog i 4. kvartal. Forbruget af varige forbrugsgoder – især motorkøretøjer og reservedele – bidrog særlig kraftigt til væksten i BNP over sommeren. Det skyldtes fordelagtige finansieringsmuligheder. En vigtig medvirkende årsag til stigningen i husholdningernes forbrug var skattnedsættelser, der øgede væksten i den disponible indkomst til 5,9 pct. i 2002. En anden årsag var det stærke boligmarked, hvor investeringerne blev fremmet af historisk lave realkreditrenter, der til en vis grad opvejede de negative formueeffekter i forbindelse med det samlede fald i aktiekurserne. Trods den robuste vækst i forbruget steg opsparingskvoten til 3,9 pct. af den disponible indkomst i 2002 fra 2,3 pct. i 2001, hvilket muligvis afspejlede den øgede usikkerhed som følge af uroen på de finansielle markeder og den gradvise forværring af udsigterne for beskæftigelsen.

Erhvervsinvesteringerne faldt derimod igen i 2002 i overensstemmelse med virksomhedernes forholdsvis lave rentabilitet og bekymringen over regnskabsmæssige uregelmæssigheder i virksomhederne. Væksten i det offentlige forbrug og de offentlige investeringer forblev kraftig i hele 2002, mens lagerbeholdningernes bidrag til væksten var lidt positivt i året som helhed. Hvad angår udenrigshandlen, var der tale om en markant kraftigere vækst i importmængderne end i eksportmængderne i størstedelen af 2002. Følgelig steg underskuddet på betalingsbalancens løbende poster til næsten 5 pct. af BNP i året som helhed. På baggrund heraf eksisterede nogle af de indenlandske balanceproblemer, der opstod i USA i slutningen af 1990'erne, stadig, mens balanceproblemerne over for resten af verden fortsat aftog (se boks 7).

Boks 7

Udviklingen i USAs balanceproblemer

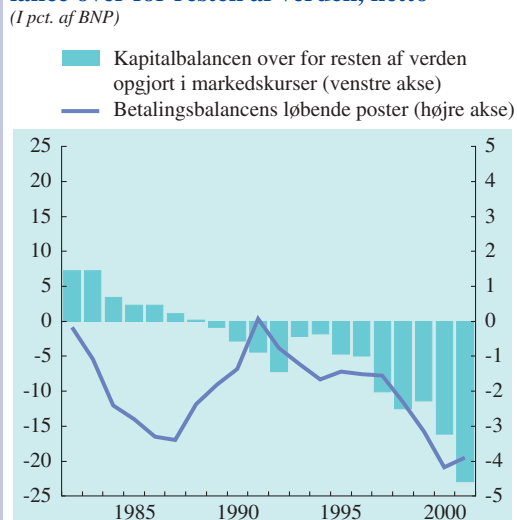
I forbindelse med den langvarige vækstperiode i USA i anden halvdel af 1990'erne opstod der balanceproblemer i husholdningssektoren og på betalingsbalancens løbende poster. Den kraftige indenlandske efterspørgsel, der var den vigtigste drivkraft i den tidligere konjunkturcyklus i USA, opstod på bekostning af en øget gældsakkumulering, både i husholdningssektoren og på nationalt plan. Problemerne blev ikke løst under recessionen i 2001 og vil derfor sandsynligvis hæmme opsvinget.

I de sidste 10 år har den usædvanlige vækst i den amerikanske økonomi været ledsaget af et voksende underskud på betalingsbalancens løbende poster (fra 0,8 pct. af BNP i 1992 til 3,9 pct. i 2001 og ca. 5 pct. i 2002). I modsætning til tidligere er underskuddet på USAs løbende poster ikke mindsket betydeligt efter den økonomiske afmatning i 2001. Det steg tværtimod yderligere i 2002 efter en kort periode med en lille reduktion i 2001. Finansieringsstrukturen i underskuddet på USAs løbende poster har ændret sig betydeligt i de seneste år. I 1999 og 2000 forekom tilstrømningen hovedsagelig inden for anskaffelse af private aktiver, især aktier, mens investorerne fra 2001 i stigende grad har foretrukket statsobligationer. Dette har betydning for underskuddet på de løbende poster, da udstedelse af obligationer i modsætning til aktier skaber tilbagebetalingsforpligtelser. Nettopassiverne på kapitalbalancen over for resten af verden var ca. 25 pct. af BNP i 2001 (se figur A).

Det langvarige underskud på de løbende poster har også gjort USA langt mere afhængig af en kraftig konstant kapitaltilstrømning. Det er bemærkelsesværdigt, at USA i de sidste to år næsten udelukkende er blevet afhængig af en tilstrømning på obligationsmarkedet, da nettotilstrømningen af udenlandske direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i aktier er aftaget betydeligt. Hvor hurtigt underskuddet eventuelt korrigeres, kan også afhænge af finansieringsstrukturen. Hvor finansiering ved hjælp af obligationer medfører en på forhånd fastsat strøm af tilbagebetalinger, afhænger indkomstoverførsler i forbindelse med udenlandske direkte investeringer i høj grad af den økonomiske udvikling.

Stigningen i USAs udlandsgæld kan bl.a. tilskrives den større interne gældsætning, hovedsagelig i husholdningssektoren. Fra 1997 til 2001 tiltog husholdningernes årlige låntagning i USA kraftigere end nominelt BNP. Den fordobledes fra omkring 300 mia. dollar (3,6 pct. af BNP) til 600 mia. dollar (5,7 pct. af BNP) og satte dermed ny rekord, også realt. Husholdningernes låntagning spillede en fremtrædende rolle i forbindelse med

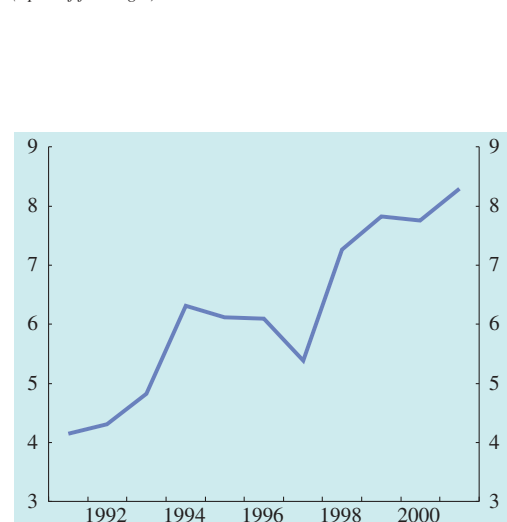
Figur A: USAs løbende poster og kapitalbalance over for resten af verden, netto
(1 pct. af BNP)



Kilde: Bureau of Economic Analysis.

Figur B: Husholdningernes låntagning

(1 pct. af forbruget)



Kilde: US Federal Government.

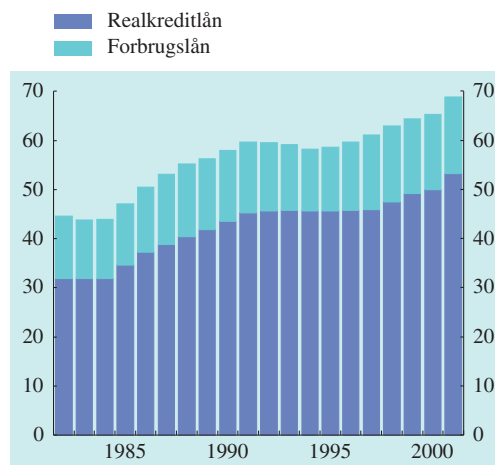
det robuste forbrug, især i løbet af 2001, men den negative side var en markant stigning i de amerikanske husholdningers gæld til ca. 70 pct. af BNP i 2001 (se figur B og C). Gældsniveauet for en gennemsnitlig amerikansk husholdning ligger nu tæt på dens årlige disponible indkomst og består af ca. 75 pct. realkreditlån og 25 pct. forbrugslån.

Husholdningernes gældsbetjeningsbyrde, defineret som husholdningernes gældsbetalinger (renter og afdrag) i forhold til den disponible personlige indkomst, er således steget betydeligt i de seneste år til ca. 14 pct. i 3. kvartal 2002, trods et kraftigt rentefald. Dette niveau svarer til det tidligere konjunkturopsvingings topniveau midt i 1980'erne. Øget låntagning samt nedgangen i priserne på finansielle aktiver bidrog også til faldet i husholdningernes nettoformue (inkl. både finansielle aktiver og fast ejendom) i forhold til disponibel indkomst fra et toppunkt på over 600 pct. ultimo 1999 til 365 pct. i 3. kvartal 2002.

De indenlandske og eksterne balanceproblemer er således ikke mindsket nævneværdigt under den seneste økonomiske afmatning i USA. Navnlig forværredes underskuddet på de løbende poster i pct. af BNP med næsten 1 procentpoint i 2002 i forhold til 2001. Den kraftige stigning i husholdningernes låntagning og faldet i husholdningernes nettoformue i USA i de sidste to år har desuden givet anledning til bekymring om opsvingets styrke og robusthed. Omfanget af den indenlandske og eksterne gældsætning har i betydelig grad øget den amerikanske økonomis sårbarhed over for stød som fx et fald i investorerne tillid eller en pludselig forværring af vækstudsigterne. Bekymringen over de vedvarende balanceproblemer er også tiltaget som følge af, at USA siden 2001 igen har haft et budgetunderskud.

Figur C: Husholdningernes gæld

(I pct. af BNP)



Kilde: US Federal Government.

Forbrugerprisinflationen i USA var forholdsvis moderat i 2002, mens producentprisinflationen var negativ i størstedelen af året. Trods en jævn stigning i oliepriserne forblev det indenlandske inflationspres generelt afdæmpet i 2002 som følge af den lave kapacitetsudnyttelse og kraftige produktivitetsvækst. Inflationen målt ved forbruger- og producentprisindeksene faldt til henholdsvis 1,6 pct. og -1,3 pct. i 2002 fra 2,8 pct. og 2,0 pct. i 2001. Ekskl. fødevarer og energi var forbrugerprisinflationen 2,3 pct. i 2002 i forhold til 2,7 pct. i 2001, mens producentprisinflationen ekskl. fødevarer og energi faldt til 0,1 pct. i 2002 fra 1,4 pct. i 2001. Renten var på et historisk lavt niveau i 2002. Federal Reserves Federal Open Market Committee (FOMC) sænkede målet for federal funds-renten med 50 basispoint til 1,25 pct. i november 2002 efter en samlet nedsættelse på 425 basispoint i 2001. FOMC ændrede der-

efter sin bias fra "svækkelse" til "neutral". Finanspolitikken var udpræget ekspansiv i 2002 med en føderal budgetsaldo, der ændrede sig fra et overskud på 1,3 pct. af BNP i finansåret 2001 til et underskud på 1,5 pct. af BNP i finansåret 2002. Det kunne hovedsagelig tilskrives diskretionære budgettiltag – især gennemførelsen af de skattenedsættelser, der blev vedtaget midt i 2001, og de pakker til stimulering af økonomien, som blev vedtaget i marts 2002 – og i mindre grad budgettets automatiske reaktion på konjunkturforløbet.

Japan oplevede et lille opsving understøttet af den eksterne efterspørgsel i 1. halvår 2002. En kraftig stigning i eksporten, navnlig til de nye asiatiske vækstmarkedsøkonomier, medførte en betydelig stigning i industriproduktionen. Den økonomiske vækst aftog dog i 2. halvår, da væk-

sten i den eksterne efterspørgsel faldt, og den geopolitiske usikkerhed øgedes. Eksportvæksten aftog, og udenrigshandlens bidrag til væksten i BNP blev negativt i 3. kvartal, men steg igen i 4. kvartal. De private investeringer var forholdsvis afdæmpede hele året, hvilket til dels afspejlede vedvarende balanceproblemer og overskudskapacitet i virksomhedssektoren samt bekymring over de økonomiske udsigter. Økonomien voksede samlet med 0,3 pct. i 2002.

Deflationspresset fortsatte i hele 2002, og forbrugerprisindekset faldt i gennemsnit med 0,9 pct. På baggrund heraf forhøjede Bank of Japan målet for saldoen på anfordringskonti i centralbanken med 5 billioner yen til 15-20 billioner yen. Endvidere blev det månedlige opkøb af langfristede statsobligationer øget til 1,2 billioner yen. For at løse problemet med misligholdte lån og sikre finansiel stabilitet offentliggjorde Bank of Japan 11. oktober et konkret udkast til en aktieopkøbsplan, der omfatter køb til markedskurs af aktier til en værdi af 2 billioner yen fra banker, hvis aktiebeholdninger overstiger deres liste-l-kapital. I slutningen af oktober offentliggjorde regeringen en ny plan, der skal løse problemet med misligholdte lån. Planen sigter mod at halvere de større bankers andel af misligholdte lån inden udgangen af finansåret 2004. Der skal endvidere strammes op på vurderingen af bankernes aktiver, og behovet for nye rammer for tilførsel af offentlige midler til finansielle institutioner skal undersøges. Desuden skal der etableres en ny institution, der får til opgave at hjælpe levedygtige låntagere. Hvad angår finanspolitikken, vedtog det japanske parlament i begyndelsen af 2003 et tillægsbudget på 2,5 billioner yen for finansåret 2002, der styrker sikkerhedsnettet for de arbejdsløse og støtter de små og mellemstore virksomheder.

I Asien ekskl. Japan var det økonomiske opsving i 2002 kraftigere end først antaget. Det skyldes to grundlæggende faktorer. For det første var den eksterne efterspørgsel, herunder efterspørgslen efter informations- og kommunikationsteknologiske produkter, mere robust end forventet. Desuden var produktionsvæksten i

Kina kraftigere end forventet, hvilket medførte øget absorption af regional eksport. For det andet steg den indenlandske efterspørgsel i forskellig grad i de forskellige lande i regionen. Generelt bidrog mere gunstige arbejdsmarkedsforhold og øget disponibel indkomst som følge af positiv afsmitning fra den eksterne sektor samt husholdningernes ophobede efterspørgsel og fremmede politiktiltag til at øge den indenlandske efterspørgsel.

Inden for regionen viste Kina og Sydkorea de højeste årlige BNP-vækstrater i 2002 på henholdsvis 8 pct. og ca. 6 pct., hvilket afspejlede bredt funderet vækst. I den anden ende af spektret viste Hongkong og Singapore, der havde haft negativ vækst i 2001, nu en positiv, men træg vækst på henholdsvis 2,3 pct. og 2,2 pct. i 2002 som følge af det matte private forbrug. Der var fortsat tale om deflationspres i Kina og Hongkong, hvilket bl.a. afspejlede strukturelle faktorer i Kina og udligningspres i Hongkong som følge af integrationen med Kina. Deflationen i Singapore og Taiwan afspejlede overskudskapacitet og viste tegn på at aftage mod slutningen af 2002.

I EU-tiltrædelseslandene aftog væksten kun i begrænset omfang i 2002. Selv om den globale afmatning havde en betydelig indvirkning på den eksterne efterspørgsel, var den indenlandske efterspørgsel og især det private forbrug fortsat højt i de fleste lande. En række lande oplevede dog en generel forringelse af deres budgetstilling, der kun til dels skyldtes de mindre gunstige konjunkturforskel. Kombinationen af et negativt produktionsgab, en forsigtig pengepolitik og aprecieringen af de fleste tiltrædelseslandes valutaer over for euroen bidrog også til at dæmpe inflationspresset (se kapitel VI).

I Tyrkiet steg produktionsvæksten igen i 2002 efter den dybe recession og finansielle krise året før. Opsvinget kunne i første omgang tilskrives den eksterne sektor, der drog nytte af den stærkt øgede konkurrenceevne som følge af lirens kraftige depreciering, mens væksten i det private forbrug blev moderat positiv fra 2. kvartal 2002. Lirens svækkelse var dog en vigtig faktor i forbin-

delse med udlandsgældskvotens stigning og et forbigående inflationspres, der aftog i løbet af året. År-til-år faldt forbrugerprisinflationen fra 73 pct. i januar 2002 til 30 pct. i december og var dermed lavere end centralbankens inflationsmål på 35 pct. ultimo året.

Den russiske økonomi viste for tredje år i træk en forholdsvis jævn vækst, og væksten i realt BNP faldt kun lidt fra 5 pct. i 2001 til 4,3 pct. i 2002. Forbruget steg fortsat kraftigt, og investeringsefterspørgslen, der blev holdt oppe af de høje oliepriser, aftog, men var fortsat positiv. Inflationspresset aftog en smule fra 18,6 pct. i 2001 til ca. 15 pct. i 2002. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt fortsat i 2002, da det kraftige opsving i importvæksten langt oversteg opsvinget i eksportvæksten.

I Latinamerika oplevede de to største lande (Brasilien og Mexico) positiv produktionsvækst, men i Argentina forværredes den økonomiske krise, som viste sig at være betydeligt dybere end først antaget, hvilket medførte en samlet negativ real produktionsvækst i regionen. Argentinas reale BNP viste et tocifret procentvist fald på baggrund af en betydelig nedgang i de finansielle strømme, hvilket påvirkede den indenlandske efterspørgsel kraftigt. Nedgangen skyldtes på den indenlandske side en frysning af bankindskud og på den eksterne side misligholdelsen af statsobligationer ejet af private investorer, der blev meddelt i slutningen af december 2001. Brasilien oplevede betydelig finansiell uro som reaktion på den stigende offentlige gæld og markedets bekymring vedrørende landets politiske situation. Økonomien var imidlertid meget modstandsdygtig over for den finansielle uro. Mexicos økonomi rettede sig en del i forhold til den kraftige afmatning i 2001, ikke mindst som følge af den overvejende positive udvikling i USA, de fortsat høje oliepriser og den svækkede peso. Det økonomiske opsving gav arbejdsmarkedsforholdene mulighed for at stabilisere sig med en arbejdsløshed på under 3 pct. ultimo året.

Prisen på Brent-råolie steg en smule fra 24,4 dollar pr. tønde i gennemsnit i 2001 til 25,0 dol-

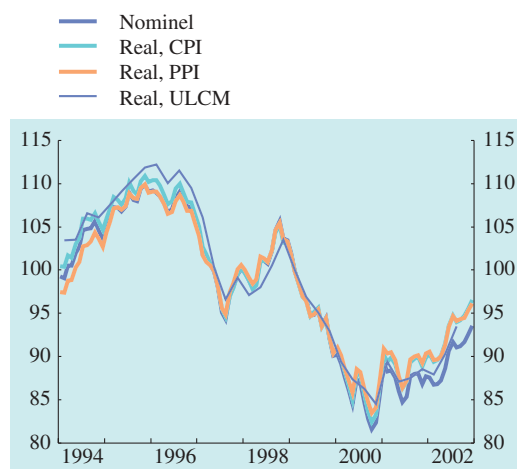
lar i 2002, men steg betydeligt fra december 2002 til februar 2003 og lå 28. februar 2003 på 33,7 dollar. Den seneste stigning kunne tilskrives adskillige faktorer, herunder kraftigere global efterspørgsel, mindre lagre af råolie og raffineringer produkter samt øgede geopolitiske spændinger. Råvarepriserne ekskl. olie steg også, især som følge af nedskæringer i fødevarerproduktionen som reaktion på det foregående års lavere priser.

Euroen apprecierede i forhold til de vigtigste valutaer i 2002

Efter at have været forholdsvis stabil i 1. kvartal 2002 steg den nominelle effektive eurokurs markant til et niveau, der var betydelig højere end gennemsnittet i 2001 (se figur 23). Udviklingen fandt sted på baggrund af øget usikkerhed vedrørende vækstudsigterne i verdens vigtigste økonomiske områder samt kraftige fald på de globale aktiemarkeder. Ultimo 2002 var den nominelle effektive eurokurs næsten 6,5 pct. højere end i begyndelsen af året og næsten 9 pct. over gennemsnittet i 2001. Den 28. februar 2003, som er skæringsdatoen for denne Årsberetning, var den

Figur 23
Nominelle og reale effektive eurokurser¹⁾

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



1) En stigning i indekset indikerer en appreciering af euroen. De seneste månedlige observationer vedrører februar 2003. Den seneste observation for den ULCM-baserede reale effektive eurokurs vedrører 3. kv. 2002 og er delvis baseret på skøn.

nominelle effektive eurokurs apprecieret med 8,3 pct. i forhold til gennemsnittet i 2002. Den reale effektive eurokurs, som er korrigeret for forskelle i priser og arbejdskraftsomkostninger mellem euroområdet og dets partnerlande, fulgte det nominelle indeks forholdsvis nøje (se figur 23). De små forskelle afspejler hovedsagelig forskellene i udviklingen i priser og arbejdskraftsomkostninger mellem euroområdet og nogle af dets vigtigste handelspartnere, især Japan.

Den amerikanske dollar var stort set stabil over for euroen i slutningen af 2001 og begyndelsen af 2002, men deprecierede derefter forholdsvis kraftigt over for euroen fra april til slutningen af juli 2002. De forværrede udsigter for væksten i den amerikanske økonomi kan have spillet en rolle i den amerikanske dollars ret bredt funderede fald. Presset på dollaren blev øget af markedets bekymring vedrørende de amerikanske virksomheders overholdelse af regnskabsprincipperne. Derefter fulgte en periode med forholdsvis stabilitet på et ret højt niveau, hvorefter dollaren deprecierede yderligere over for euroen mod slutningen af året. Det kan tilskrives flere faktorer: Udvidelsen af det negative rentespænd over for euroområdet, markedets bekymring over den manglende balance på betalingsbalancens løbende poster, USAs budgetunderskud samt usikkerhed vedrørende udsigterne for væksten i den amerikanske økonomi. Øgede geopolitiske spændinger påvirkede ifølge markedsanalytikere også den amerikanske dollar. Ultimo 2002 lå euroen på USD 1,05, dvs. 16 pct. højere end ved begyndelsen af året og godt 17 pct. over gennemsnittet i 2001. Den 28. februar 2003 lå euroen på USD 1,08, dvs. 14 pct. over gennemsnittet i 2002.

Efter at være deprecieret over for euroen i de sidste måneder af 2001 var den japanske yen forholdsvis stabil i størstedelen af 2002. I 4. kvartal 2002 deprecierede den, hvilket til dels afspejlede usikkerheden vedrørende vækstudsigterne på nogle af Japans vigtigste eksportmarkeder og markedets bekymring vedrørende løsningen af problemerne i Japans finansielle sektor. Det bidrog igen til en nedjustering af de japanske myn-

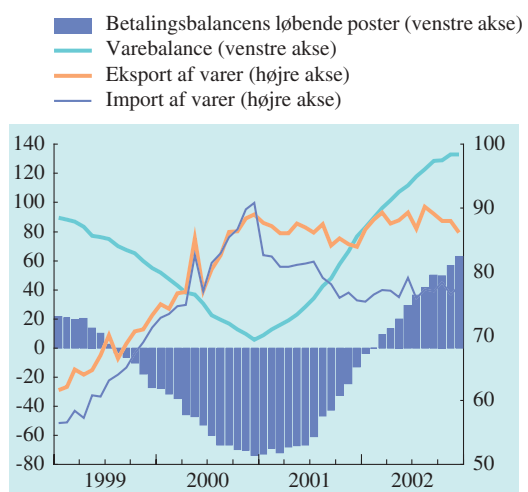
digheders vurdering af udsigterne for den indenlandske økonomi. Den 31. december lå euroen på JPY 124,39, dvs. 4,1 pct. højere end i begyndelsen af året og 14,5 pct. over gennemsnittet i 2001. Den 28. februar 2003 lå euroen på JPY 127,32, dvs. 7,8 pct. over gennemsnittet i 2002.

I slutningen af 2001, efter terrorangrebene i USA 11. september 2001, apprecierede schweizerfrancen over for alle de vigtigste valutaer, herunder euroen. I de første tre kvartaler af 2002 var schweizerfrancen stort set stabil over for euroen, mens den apprecierede ret kraftigt over for den amerikanske dollar. Mod slutningen af året styrkedes schweizerfrancen yderligere over for alle de vigtigste valutaer på baggrund af fornyet global risikoaversion. Ultimo 2002 lå euroen på CHF 1,45, dvs. 2,1 pct. lavere end ved begyndelsen af året og 3,9 pct. under gennemsnittet i 2001. Den 28. februar 2003 lå euroen på CHF 1,46, dvs. næsten uændret i forhold til gennemsnittet i 2002.

Underskuddet på de løbende poster blev til et overskud i 2002

De løbende poster på euroområdets betalingsbalance viste et overskud på 62,1 mia. euro i

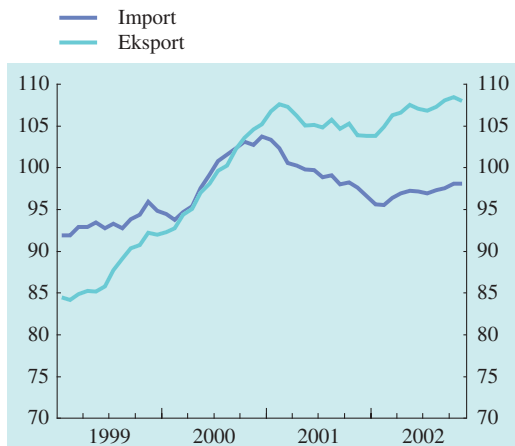
Figur 24
Euroområdets løbende poster og varehandel
(Milliarder euro; sæsonkorrigeret)



Kilde: ECB.
Anm.: Observationer vedrører Euro 12. Tallene akkumuleres over 12 måneder. Eksport og import af varer er månedlige observationer.

Figur 25 Handel med lande uden for euroområdet, mængder¹⁾

(Indeks: 2000 = 100; sæsonkorrigeret; 3-måneders glidende gennemsnit)



Kilder: Eurostat og ECBs beregninger baseret på Eurostats observationer.

1) De seneste observationer vedrører november 2002 og er delvis baseret på skøn.

2002 i forhold til et underskud på 13,8 mia. euro i 2001 (alle data vedrører Euro 12). Udviklingen kunne hovedsagelig tilskrives en betydelig stigning i varehandelsoverskuddet fra 75,8 mia. euro til 132,7 mia. euro (se figur 24). Underskuddet på løn- og formueindkomst samt løbende overførsler var stort set uændret. Stigningen i varehandelsoverskuddet skyldtes overvejende en markant nedgang i importværdien samt en lille eksportstigning.

Den værdimæssige nedgang i vareimporten i 2002 i forhold til året før kunne henføres til udviklingen i både importmængder og -priser (se figur 25 og 26). For det første var importpriserne lavere i 2002, hovedsagelig som følge af euroens betydelige appreciering i løbet af året. For det andet var importmængderne stort set uændrede i hele 2002 og lavere end i 2001 på grund af den afdæmpede efterspørgsel i euroområdet. Reduceret forbrug i visse importintensive produktkategorier, navnlig kapitalgoder, synes at have været den vigtigste årsag til denne udvikling.

Den lille værdimæssige stigning i vareeksporten mellem 2001 og 2002 skyldtes en stigning i eks-

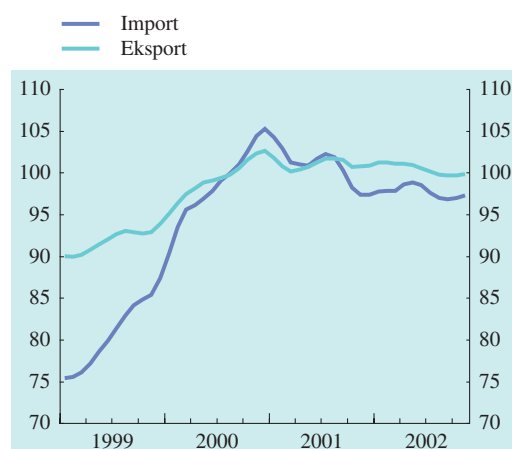
portmængderne i overensstemmelse med opsvinget i den udenlandske efterspørgsel i 2002. Denne stigning slog ikke helt igennem værdimæssigt, da priserne på eksport til lande uden for euroområdet faldt (ifølge enhedsværdiindeks). Det kan ikke udelukkes, at euroområdets eksportører reducerede deres avancer for at opveje tabet af konkurrenceevne som følge af euroens appreciering.

Nettostilstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i 2002

Direkte investeringer og porteføljeinvesteringer skiftede samlet fra en nettoudstrømning på 63,4 mia. euro i 2001 til en nettostilstrømning på 29,4 mia. euro i 2002 (se figur 27). Ændringen skyldes til dels den kraftige nedgang i nettoudstrømningen af direkte investeringer fra 2001 (101,5 mia. euro) til 2002 (21,0 mia. euro), der overvejende afspejler et betydeligt fald i fusioner og virksomhedsovertagelser (de seneste års udvikling inden for fusioner og virksomhedsovertagelser gennemgås nærmere i boks 8). Desuden steg nettostilstrømningen af porteføljeinvesteringer i euroområdet i 2002, hvor den lå på 50,4 mia. euro,

Figur 26 Enhedsværdiindeks for handel med lande uden for euroområdet¹⁾

(Indeks: 2000 = 100; sæsonkorrigeret; 3-måneders glidende gennemsnit)

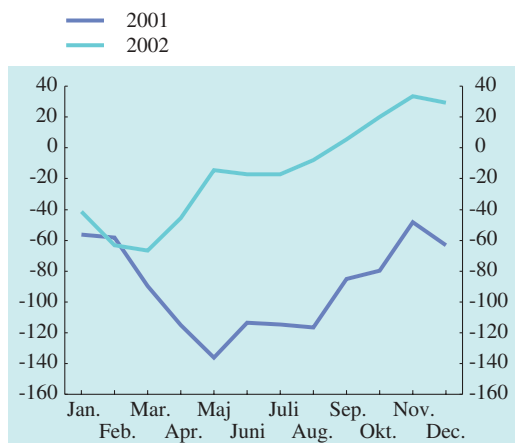


Kilder: Eurostat og ECBs beregninger baseret på Eurostats observationer.

1) De seneste observationer vedrører november 2002 og er delvis baseret på skøn.

Figur 27
Euroområdetets strømme af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer, netto

(Milliarder euro; akkumuleret)



Kilde: ECB.

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

på baggrund af betydelige fald på de globale aktiemarkeder og de dermed forbundne kraftige fald i både euroområdetets investeringer i udenlandske aktier og udenlandske investeringer i euroområdetets aktier. Residenter i euroområdet reducerede også deres investeringer i udenlandske gældsinstrumenter, mens residenter uden for euroområdet øgede deres investeringer i euroområdetets gældsinstrumenter betragteligt.

Et iøjnefaldende træk ved de finansielle poster i 2002 var, at ændringerne i strømmene af porteføljeinvesteringer ikke længere hovedsagelig var

forbundet med udviklingen i aktiestrømmene, hvilket var tilfældet i størstedelen af 2001 og begyndelsen af 2002, men i stigende grad var bestemt af gældsinstrumentstrømmene. Hvad angår gældsinstrumenterne, oplevede euroområdet en nettotilstrømning af obligationer og statsgældsbeviser (21,0 mia. euro) og en lille nettoudstrømning af pengemarkedsinstrumenter (9,7 mia. euro) i 2002. Den globale økonomiske afmatning og de kraftige aktiekursfald har sandsynligvis bidraget til denne udvikling. Det er værd at bemærke, at grænseoverskridende investeringer i pengemarkedsinstrumenter tiltog markant, muligvis på grund af den øgede usikkerhed i den globale virksomhedssektor. Euroområdetets residenter investerede således 55,6 mia. euro i udenlandske pengemarkedsinstrumenter i forhold til 20,7 mia. euro i 2001, mens udenlandske investorer investerede 45,9 mia. euro i euroområdetets pengemarkedsinstrumenter i forhold til 4,5 mia. euro året før.

Alt i alt viste euroområdetets betalingsbalance i 2002 både et overskud på de løbende poster og en betydelig nettotilstrømning af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer. En modpost til denne nettotilstrømning var kortfristede operationer udført af euroområdetets MFler (ekskl. Eurosystemet), som viste en nettoudstrømning på 159,4 mia. euro. Som følge heraf ændrede disse MFlers nettostilling over for udlandet sig fra nettopassiver ultimo 2001 til nettofordringer på udlandet ultimo 2002.

Boks 8

Udviklingen i internationale fusioner og virksomhedsovertagelser i perioden 1990-2002

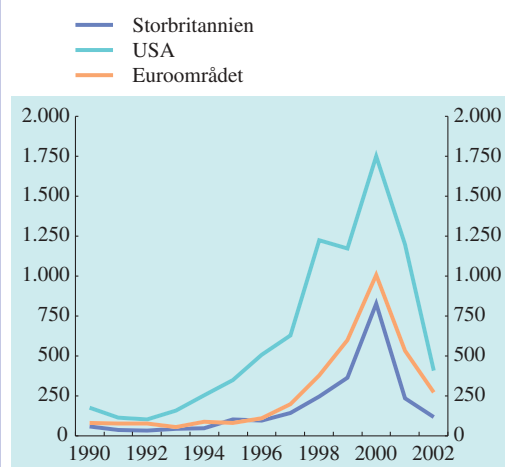
I slutningen af 1990'erne og de første år af dette årti steg aktiviteten inden for fusioner og virksomhedsovertagelser kraftigt, især blandt europæiske og amerikanske virksomheder. Selv om aktiviteten er dalet betydeligt siden toppunktet i 2000-2001, er fusioner og virksomhedsovertagelser blevet et kendetegn ved henholdsvis den amerikanske og europæiske økonomi, især inden for teknologi- og telekommunikationssektoren. I denne boks beskrives nogle af hovedtrækkene ved den seneste udvikling, og de bilaterale fusioner og virksomhedsovertagelser mellem euroområdet og USA analyseres.

Fusionernes og virksomhedsovertagelsernes størrelse og retning

Bruttoaktiviteten inden for fusioner og virksomhedsovertagelser¹ i euroområdet og USA steg fra 281 mia. euro i 1990 til et toppunkt på over 2.900 mia. euro i 2000 og faldt til 673 mia. euro i 2002. Langt de mest aktive inden for fusioner og virksomhedsovertagelser var de amerikanske virksomheder, der brutto deltog i transaktioner til en værdi af ca. 1.800 mia. euro alene i 2000 (se figur A). Stigningen inden for fusioner og virksomhedsovertagelser i euroområdet var også kraftig i 1990'erne, men mindre markant end i USA og Storbritannien.

Figur A: Samlet værdi af fusioner og virksomhedsovertagelser

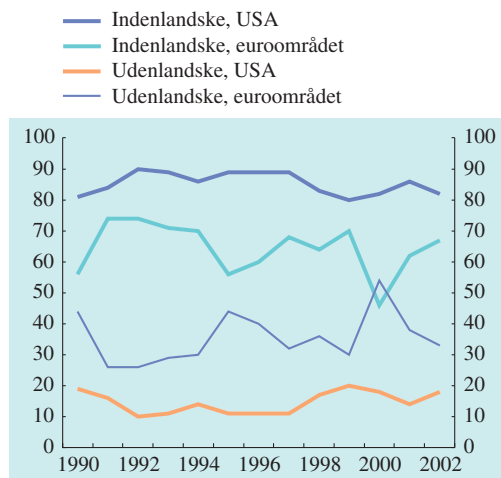
(Milliarder euro)



Kilder: Thomson Financial og ECBs beregninger.

Figur B: Placering af euroområdets og USAs fusioner og virksomhedsovertagelser

(I pct. af samlet tal)



Kilder: Thomson Financial og ECBs beregninger.

I perioden 1997-2002, hvor aktiviteten inden for fusioner og virksomhedsovertagelser var størst, deltog virksomheder i euroområdet i transaktioner til en værdi af over 3.000 mia. euro eller 6,9 pct. af euroområdets BNP. Amerikanske virksomheder deltog derimod i transaktioner til ca. 6.400 mia. euro eller 11 pct. af USAs BNP, og britiske virksomheder deltog i transaktioner til ca. 2.000 mia. euro eller 22,5 pct. af Storbritanniens BNP.

Når man sammenligner stigningen i antallet med stigningen i værdien af fusioner og virksomhedsovertagelser, ses den kraftigste stigning i værdien i de seneste år. Det tyder på, at fusioner og virksomhedsovertagelser i gennemsnit er blevet væsentligt større. Faktisk steg gennemsnitsværdien af fusioner og virksomhedsovertagelser med deltagelse af virksomheder i euroområdet fra 20 mio. euro i perioden 1990-1996 til 90 mio. euro i perioden 1997-2002. Selv om gennemsnitsværdien af fusioner og virksomhedsovertagelser med deltagelse af amerikanske og britiske virksomheder også steg og stadig var betydeligt højere end i euroområdet, var den procent-

¹ Bruttoaktivitet inden for fusioner og virksomhedsovertagelser omfatter transaktioner, hvor virksomheder fra et givet land optræder som enten overtager eller mål for overtagelse. Data om fusioner og virksomhedsovertagelser er fra Thomson Financial.

vide stigning i fusioners og virksomhedsovertagelsers gennemsnitsværdi større i euroområdet end i USA og Storbritannien.

En analyse af retningen af strømme inden for fusioner og virksomhedsovertagelser viser, at udenlandske fusioners og virksomhedsovertagelsers andel af samlede transaktioner værdimæssigt steg i euroområdet i 1990'erne, men lå stabilt i USA. En af hovedforskellene mellem USA og euroområdet var den langt større andel af indenlandske fusioner og virksomhedsovertagelser i USA. Virksomheder i euroområdet deltog derimod i højere grad end amerikanske virksomheder i fusioner og virksomhedsovertagelser med udenlandske virksomheder, både absolut og relativt (se figur B).

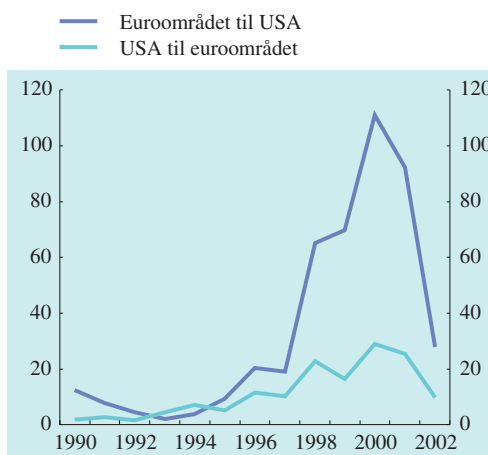
Selv om der synes at være et vist sammenfald mellem indledningen til tredje fase af ØMU og stigningen i fusioner og virksomhedsovertagelser i euroområdet, er det svært at adskille dette fra andre faktorer såsom harmonisering af lovgivningen, informationsteknologiske fremskridt og liberalisering inden for visse sektorer og markeder.

Bilaterale fusioner og virksomhedsovertagelser mellem euroområdet og USA

De bilaterale strømme inden for fusioner og virksomhedsovertagelser mellem euroområdet og USA har vist markante forskelle i de seneste år. Euroområdets virksomheders investeringer i USA i forbindelse med fusioner og virksomhedsovertagelser og tilsvarende amerikanske virksomheders investeringer i euroområdet lå på ca. samme niveau i første halvdel af 1990'erne. Fra 1996 steg euroområdets virksomheders investeringer i USA i forbindelse med fusioner og virksomhedsovertagelser kraftigt til over det femdobbelte i perioden 1996-2000, mens strømmene i den modsatte retning kun steg svagt (se figur C). Det viser en klar asymmetri i strømmene mellem euroområdet og USA. Den kraftige økonomiske vækst og produktivitetsstigning i USA i anden halvdel af 1990'erne og USAs stærkt stigende aktiemarked, især i teknologisektoren, har sandsynligvis bidraget til at gøre de amerikanske virksomheder attraktive.

Figur C: Bilaterale strømme i euroområdets og USAs fusioner og virksomhedsovertagelser

(Milliarder euro)

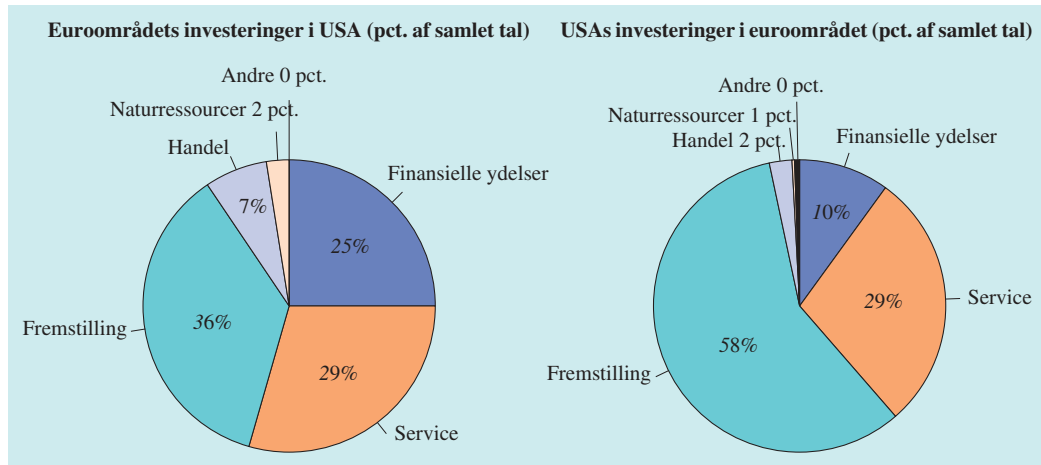


Kilder: Thomson Financial og ECBs beregninger.

En sektorfordeling viser, at 58 pct. af USAs investeringer i forbindelse med fusioner og virksomhedsovertagelser gik til fremstillingsvirksomheder i euroområdet. Det var en meget større andel end euroområdets tilsvarende investeringer i den amerikanske fremstillingssektor, der udgjorde 36 pct. (se figur D). Euroområdets virksomheder investerede derimod en meget større andel i virksomheder i USAs finansielle sektor (25 pct.), end de amerikanske virksomheder investerede i euroområdets finansielle sektor (10 pct.). I den højteknologiske sektor² skyldtes den markante stigning i fusioner og virksomhedsovertagelser i slutningen af 1990'erne og 2000 overvejende teknologisvinget. I perioden 1995-2000 steg fusioner og virksomhedsovertagelser i denne sektor eksponentielt i både USA og euroområdet. Euroområdets fusioner og virksomhedsovertagelser i den højteknologiske sektor steg fra ca. 10 pct. af den samlede aktivitet i euroområdet i første halvdel af 1990'erne til 50 pct. i 2000. Da aktiekurserne i teknologisektoren er faldet siden 2000, er denne andel mindsket kraftigt til under 10 pct. af de samlede transaktioner i de første ni måneder af 2002. Ikke alene er de amerikanske virksomheders samlede deltagelse i fusioner og virksomhedsovertagelser betydeligt højere end euroområdets virksomheders, men andelen af fusioner og virksomhedsovertagelser i den højteknologiske sektor var også betydeligt større i USA end i euroområdet i størstedelen af perioden.

² Den højteknologiske sektor består ifølge Thomson Financials database for fusioner og virksomhedsovertagelser hovedsagelig af forskellige delsektorer inden for fremstillings- og servicesektoren.

Figur D: Investeringer i fusioner og virksomhedsovertagelser fordelt efter sektor, 1997-2002



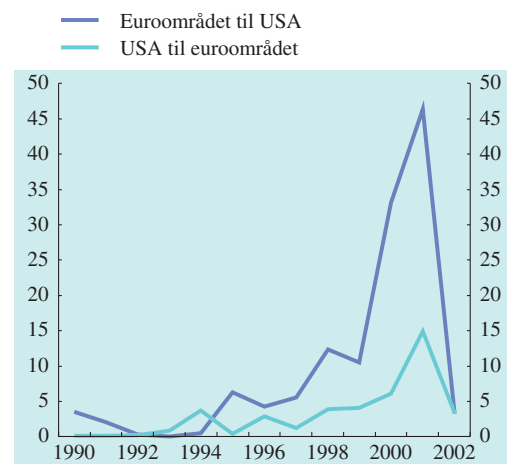
Kilder: Thomson Financial og ECBs beregninger.

Euroområdets virksomheder investerede kraftigt i USAs teknologisektor med henblik på at opnå ekspertise og markedsadgang. Figur E viser, at euroområdets investeringer i amerikanske højteknologiske virksomheder med henblik på fusioner og virksomhedsovertagelser steg kraftigt indtil 2000, hvorimod amerikanske investeringer i højteknologiske virksomheder i euroområdet kun steg svagt. Delsektoren telekommunikation,³ der delvis falder sammen med den højteknologiske sektor, oplevede en særlig markant stigning i fusioner og virksomhedsovertagelser i slutningen af 1990'erne. Værdien af operationer med deltagelse af virksomheder i euroområdet steg faktisk fra under 50 mia. euro årligt før 1998 til over 300 mia. euro i 1999.⁴ Det skal understreges, at fusioner og virksomhedsovertagelser i delsektoren telekommunikation hovedsagelig kan henføres til virksomheder i euroområdet. Desuden steg andelen af transaktioner i telekommunikationssektoren i forhold til euroområdets samlede investeringer i fusioner og virksomhedsovertagelser fra under 10 pct. før 1998 til over 50 pct. i 1999. Stigningen i telekommunikationssektorens betydning var meget mindre i USA, hvor investeringer i fusioner og virksomhedsovertagelser i telekommunikationssektoren kun udgjorde ca. 20 pct. af den samlede aktivitet i 1999.

Alt i alt viser sektorfordelingen og analysen af de bilaterale strømme, at stigningen i fusioner og virksomhedsovertagelser i slutningen af 1990'erne og de seneste år hovedsagelig kunne tilskrives både europæiske og amerikanske virksomheders overtagelser af teknologi- og telekommunikationsvirksomheder. Siden toppunktet i 2000 er aktiviteten inden for fusioner og virksomhedsovertagelser aftaget betydeligt og ligger nu på et niveau svarende til niveauet midt i 1990'erne. Nedgangen har været særlig kraftig i både euroområdets og USAs højteknologiske sektor.

Figur E: Bilaterale strømme i euroområdets og USAs fusioner og virksomhedsovertagelser i den højteknologiske sektor

(Milliarder euro)



Kilder: Thomson Financial og ECBs beregninger.

3 En del af delsektoren telekommunikation er ifølge Thomson Financials database for fusioner og virksomhedsovertagelser omfattet af den højteknologiske sektor.

4 Vodafones overtagelse af Mannesmann tegner sig værdimæssigt for en stor del af aktiviteten inden for fusioner og virksomhedsovertagelser i denne sektor i 1999. Aktiviteten steg dog betydeligt, også når man ser bort fra denne store transaktion.



Pressekonference efter Styrelserådets eksterne møde i Maastricht 7. februar 2002, hvor 10-året for indgåelsen af Maastricht-traktaten fejres. Formand Duisenberg bekendtgør, at han fratræder i 2003



Regeringsbygningen Limburg i Maastricht, hvor mødet blev afholdt

Kapitel II

Centralbankoperationen

I Gennemførelse af pengepolitikken

I.1 Opsummering

De operationelle rammer for gennemførelsen af den fælles pengepolitik fungerede effektivt i 2002. Hovedelementerne i de operationelle rammer, dvs. markedsoperationer, stående faciliteter og reservekrav, samt NCBernes centrale udførelse og forvaltning af operationerne, var uændrede.¹

De ugentlige primære markedsoperationer, som normalt har en løbetid på to uger, tilvejebringer størstedelen af refinansieringen til banksektoren og spiller en afgørende rolle i forbindelse med styringen af likviditetsforholdene. De signalerer samtidig pengepolitikens stramhedsgrad. Hver måned udfører Eurosystemet også langfristede markedsoperationer med en løbetid på tre måneder. De signalerer imidlertid ikke pengepolitikens stramhedsgrad. Ud over disse regelmæssige markedsoperationer udførte Eurosystemet tre finjusterende operationer i 2002 for at imødegå uventede ændringer i likviditetsforholdene.

Eurosystemets to stående faciliteter – den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten – som tilfører og opsuger dag-til-dag likviditet, medvirker til at signalere pengepolitikens stramhedsgrad samt fastsætte en øvre og nedre grænse for dag-til-dag markedsrenten.

Ud over at udføre markedsoperationer og tilbyde stående faciliteter pålægger Eurosystemet kreditinstitutterne reservekrav svarende til 2 pct. af visse kortfristede passiver. Formålet med reservekrav, som er fuldt forrentede, er at stabilisere de korte pengemarkedsrenter og øge banksektorens strukturelle likviditetsunderskud over for Eurosystemet. Gennemsnitsfaciliteten, som giver modparterne mulighed for at opfylde deres reservekrav gennemsnitligt i løbet af en reservekravsperiode på en måned, er med til at stabilisere disse korte renter ved at dæmpe påvirkningen fra midlertidige likviditetsstød. Euro-

systemet kan således normalt begrænse markedsoperationerne til de regelmæssige primære markedsoperationer og langfristede markedsoperationer.

Eurosystemets pengepolitiske rammer sikrer, at et bredt udvalg af modparter kan deltage i de pengepolitiske operationer. Alle kreditinstitutter, som er underlagt reservekrav, har i princippet adgang til de stående faciliteter og må deltage i markedsoperationer, der udføres som standardauktioner. I den forbindelse ændrede direktivet vedrørende e-penge,² som skulle gennemføres af medlemslandene senest 27. april 2002, definitionen af kreditinstitutter underlagt reservekrav til også at omfatte e-pengeinstitutter.

Ud over de generelle adgangskriterier skal modparterne også opfylde alle operationelle kriterier af kontraktlig eller lovgivningsmæssig karakter angivet af euroområdet NCBer for at sikre en effektiv gennemførelse af de pengepolitiske operationer. Ultimo 2002 havde således 3.245 af de 6.926 kreditinstitutter i euroområdet, der var underlagt reservekrav, adgang til indlånsfaciliteten, og 2.867 havde adgang til den marginale udlånsfacilitet. Selv om 2.320 kreditinstitutter var godkendt til at deltage i markedsoperationer, der udføres som standardauktioner, bød kun 763 i en eller flere primære markedsoperationer og 400 i en eller flere langfristede markedsoperationer. En udvalgt gruppe på 141 kreditinstitutter kunne tiltage i finjusterende operationer. I forhold til ultimo 2001 var 293 færre kreditinstitutter underlagt reservekrav, hvilket hovedsagelig skyldtes fortsat konsolidering i banksektoren.

¹ En detaljeret beskrivelse af de operationelle rammer findes i ECBs publikation "Den fælles pengepolitik i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", april 2002.

² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/46/EF af 18. september 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af elektroniske penge og tilsyn med en sådan virksomhed.

1.2 Likviditetsstyring

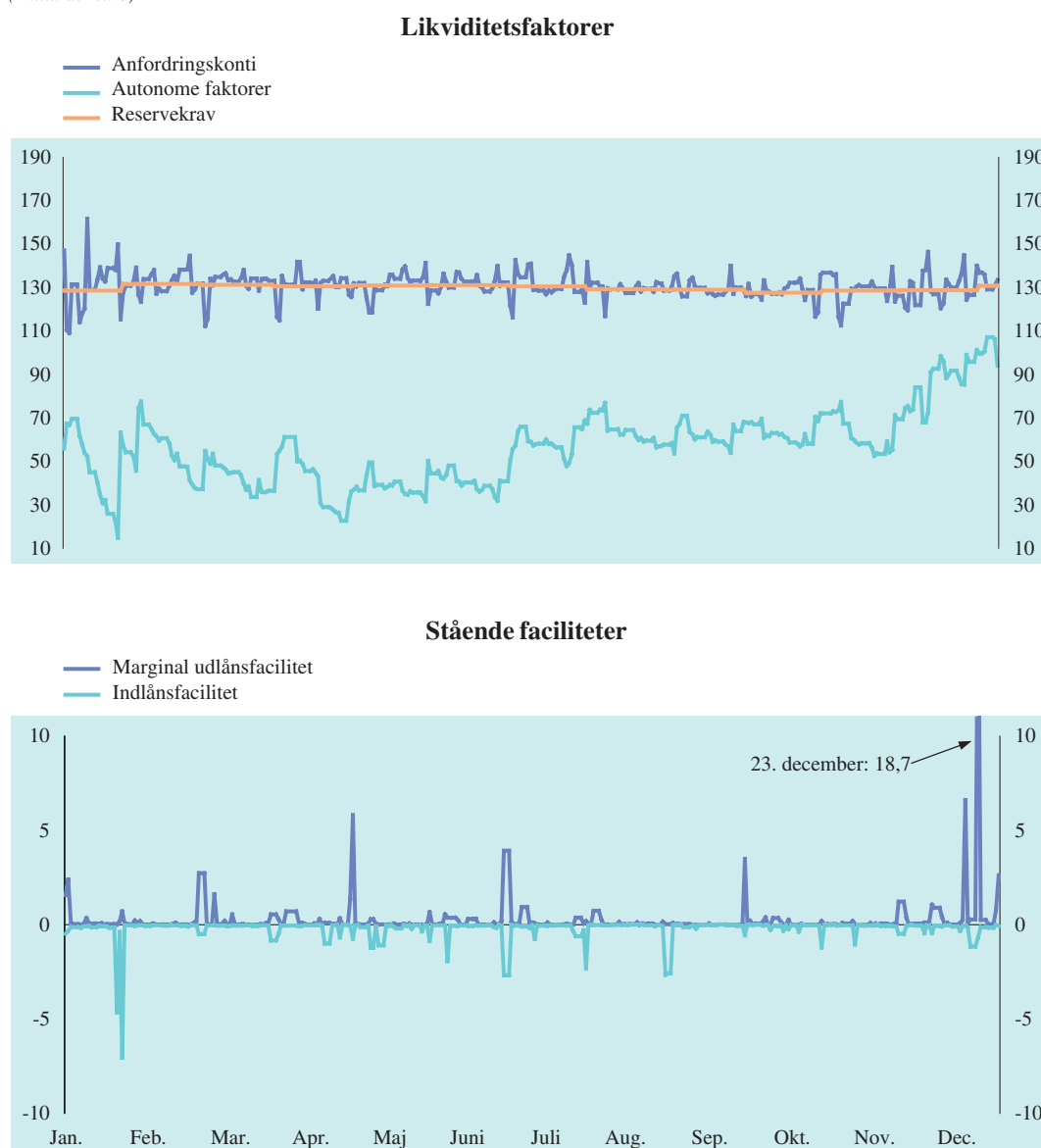
Eurosystemets likviditetsstyring spiller en vigtig rolle i gennemførelsen af den fælles pengepolitik. Likviditetsstyringen beror på vurderingen af banksektorens likviditetsbehov, som skyldes reservekrav, reserveoverskud (defineres her som de gennemsnitlige indeståender i reservekravsperioden minus reservekrav) og autonome faktorer. Sidstnævnte er poster på centralbankens balance, som ikke bestemmes direkte af centralbanken, fx cirkulerende sedler, statslige indskud og nettofordringer på udlandet.

Mens størrelsen af reservekrav og reserveoverskuddet normalt kan bestemmes forholdsvis nøjagtigt, er de autonome faktorer mere volatile og vanskeligere for modparterne at forudsige. ECB offentliggør derfor hver uge en prognose for de gennemsnitlige autonome faktorer for at gøre det nemmere for modparterne at udarbejde deres bud i markedsoperationerne. I 2002 var den gennemsnitlige absolutte prognoseafvigelse i forhold til resultatet 1,8 mia. euro. I 2001 var dette tal 1,9 mia. euro.

Figur 28

Likviditetsfaktorer og anvendelse af stående faciliteter i euroområdet i 2002

(Milliarder euro)



Kilde: ECB.

Statslige indskud i NC Berne var igen i 2002 den mest volatile autonome faktor, og de var også vanskeligst at forudsige. Efter overgangen til eurosedler og -mønter i januar 2002 blev faktoren cirkulerende sedler imidlertid også vanskelig at forudsige. Faktisk viste efterspørgslen efter de nye eurosedler sig at være større, end Eurosystemet havde forventet, mens de gamle nationale sedler samtidig blev returneret noget langsommere end forventet. I januar 2002 var afvigelser-

ne i Eurosystemets prognose for samlede cirkulerende sedler derfor fire gange højere end gennemsnittet. For at opfylde den uventede efterspørgsel efter likviditet som følge af den midlertidige stigning i efterspørgslen efter sedler udførte Eurosystemet to likviditetstilførende finjusterende operationer. ECB opdaterede desuden ekstraordinært de offentliggjorte prognoser vedrørende autonome faktorer hyppigere for at gøre markedsdeltagerne opmærksom på den

Boks 9

Offentlig høring om foranstaltninger til at gøre de operationelle rammer for pengepolitikken mere effektive

Den 7. oktober 2002 indledte Eurosystemet en offentlig høring i euroområdet banksektor vedrørende tekniske tiltag med henblik på at forbedre de operationelle rammer for pengepolitikken.

De tre foranstaltninger, der blev foreslået i den offentlige høring, var:

- (1) Tidsplanen for reservekravsperioden ændres, så reservekravsperioden altid begynder på afviklingsdagen for den første primære markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor en drøftelse af pengepolitikken er på dagsordenen, så eventuelle ændringer i renterne for de stående faciliteter som udgangspunkt træder i kraft på startdatoen for en ny reservekravsperiode.
- (2) Løbetiden for de primære markedsoperationer afkortes fra to uger til en uge.
- (3) Langfristede markedsoperationer indstilles.

Ændringen af tidsplanen for reservekravsperioden har to formål. Det første er at mindske renteforventningernes indflydelse på modparternes budadfærd i de primære markedsoperationer. Det andet er at mindske sandsynligheden for, at reservekravsperioder begynder og slutter på datoer, hvor Target er lukket, hvilket kan skabe omkostninger for bankerne i finjusteringen af deres likviditetsstyring via stående faciliteter.

Afkortningen af løbetiden for de primære markedsoperationer er en supplerende foranstaltning, som skal forhindre, at primære markedsoperationer overlapper fra en reservekravsperiode til den næste og således påvirkes af renteforventninger i fremtidige reservekravsperioder.

Indstillingen af langfristede markedsoperationer blev foreslået for at lette gennemførelsen af pengepolitikken. Aftagende interesse for disse operationer havde sået tvivl om, hvorvidt de stadig opfyldte deres oprindeligt tilsigtede rolle.

Høringssvarene kom fra et bredt udsnit af kreditinstitutterne i euroområdet, både geografisk og med hensyn til størrelse. Svarene støttede generelt de to første forslag, men de viste også, at mange af Eurosystemets modparter fortsat anvender de langfristede markedsoperationer i deres likviditetsstyring. Flertallet af svarene var således imod det tredje forslag.

Styrelsesrådet besluttede i januar 2003 at ændre tidsplanen for reservekravsperioden og afkorte løbetiden for de primære markedsoperationer i 1. kvartal 2004. Det besluttede imidlertid ikke at indstille de langfristede markedsoperationer.

usædvanlige udvikling i likviditetsforholdene. I marts 2002 var prognoseafvigelserne for cirkulerende sedler igen normale.

Trods den generelt positive vurdering af de operationelle rammers funktion efter indførelsen af euroen i 1999 gennemførte Eurosystemet i oktober 2002 en offentlig høring vedrørende tekniske foranstaltninger til forbedring af rammernes effektivitet (se boks 9).

1.3 Primære markedsoperationer

I 2002 afviklede Eurosystemet 53 primære markedsoperationer med et gennemsnitligt tildelingsbeløb på 67 mia. euro. De primære markedsoperationers bidrag til den samlede refinansiering udgjorde 71 pct. De blev udført som auktioner til variabel rente med en minimumbudrente og i henhold til proceduren med tildeling til flere rentesatser (en såkaldt amerikansk auktion). Denne procedure indebærer, at bud til en højere rente end den marginale tildelingsrente (laveste accepterede bud) tildeles i fuldt omfang til budrenten, mens bud til den marginale rente tildeles forholdsmæssigt. Da auktionerne udføres til variabel rente med tildeling til flere rentesatser, er tildelingsrenterne (dvs. den marginale rente og den vægtede gennemsnitsrente) normalt højere end minimumbudrenten. Da der i 2002 ikke var store forventninger om renteforhøjelser, var det gennemsnitlige spænd mellem den marginale rente og minimumbudrenten ret lille på 4,8 basispoint. Som i det foregående år var det gennemsnitlige spænd mellem den vægtede gennemsnitsrente og den marginale rente 1,4 basispoint, hvilket bekræftede modparternes fortsatte store tillid og evne til at forudsige tildelingsbeløb og -renter.

I 2002 faldt det gennemsnitlige antal modparter, der deltog i de primære markedsoperationer, med 25 pct. til 307, selv om det samlede budbeløb fortsat i gennemsnit var næsten dobbelt så højt som tildelingsbeløbet. Der er ikke tegn på, at nedgangen i det antal banker, der opnår refinansiering direkte fra Eurosystemet, har medført

problemer i euroområdet banksektor med hensyn til fordeling af likviditet fra centralbanken mellem bankerne. Faktisk er der fortsat livlig konkurrence om likviditet i de primære markedsoperationer og dag-til-dag markedet. Den faldende deltagelse i de primære markedsoperationer skyldes sandsynligvis den fortsatte konsolidering i euroområdet banksektor, den øgede koncentration af likviditetsstyring inden for bankkoncerner og et mere effektivt pengemarked, som kan have reduceret antallet af modparter, der ønsker likviditet direkte fra Eurosystemet.

Ud over de primære markedsoperationer udfører Eurosystemet også regelmæssigt langfristede markedsoperationer. Det er likviditetstilførende tilbageførselsforretninger, der udføres hver måned med en løbetid på tre måneder. I årets løb bidrog de langfristede markedsoperationer i gennemsnit med ca. 29 pct. af den samlede refinansiering. I modsætning til de primære markedsoperationer udføres de langfristede markedsoperationer som regel ikke for at styre likviditetsforholdene eller for at sende signal om pengepolitikens stramhedsgrad. De udføres som auktioner til variabel rente med tildelingsbeløb annonceret på forhånd og efter proceduren med tildeling til flere rentesatser (amerikansk auktion). Det forudannoncerede tildelingsbeløb var 20 mia. euro i 1. halvår 2002, men 10. juli 2002 besluttede Styrelsesrådet at reducere beløbet til 15 mia. euro i 2. halvår. I gennemsnit faldt antallet af deltagende banker i de langfristede markedsoperationer til 186 i 2002. Det var en nedgang på 17 pct. i forhold til 2001, primært af samme årsager som nævnt i forbindelse med de primære markedsoperationer.

Buddene i de langfristede markedsoperationer varierede generelt mere end i de primære markedsoperationer. Det skyldes hovedsagelig, at der ikke var en minimumbudrente samt den længere løbetid. Den vægtede gennemsnitsrente oversteg i årets løb i gennemsnit den marginale rente med 1,9 basispoint i forhold til 2,7 basispoint i 2001. Budkvotienten udgjorde i gennem-

snit 2,1 trods det lavere antal deltagende modparter.

Som nævnt udførte Eurosystemet to finjusterende operationer 4. og 10. januar 2002 for at imødekomme en ekstra likviditetsefterspørgsel på grund af overgangen til euro. Disse dag-til-dag tilbageførselsforretninger blev udført som auktioner til variabel rente med samme minimumbudrente på 3,25 pct. som i de foregående primære markedsoperationer. I den første operation blev der tildelt 25 mia. euro, og 61 banker deltog. I den anden operation blev der tildelt 40 mia. euro, og 63 banker deltog. Den marginale rente og den vægtede gennemsnitsrente var henholdsvis 3,30 pct. og 3,32 pct. i den første ekstraordinære auktion, men faldt til 3,28 pct. og 3,30 pct. i den anden.

Desuden blev der 18. december udført en likviditetstilførende finjusterende operation med en løbetid på seks dage i form af en auktion til variabel rente med en minimumbudrente på 2,75 pct. 50 modparter afgav bud i operationen, og der blev tildelt 10 mia. euro til en marginal rente på 2,80 pct. og en vægdet gennemsnitsrente på 2,82 pct. Operationen havde til formål at afhjælpe det likviditetsunderskud, der skyldtes underbud fra modparterne i den sidste primære markedsoperation i reservekravsperioden, der var tildelt dagen før. Tildelingsbeløbet, som ikke helt opvejede likviditetsunderskuddet, tog imidlertid også højde for ECBs mål om at fastholde modparternes incitament til at byde tilstrækkeligt i de primære markedsoperationer.

1.4 Stående faciliteter

Der er normalt to årsager til, at kreditinstitutter benytter de stående faciliteter. For det første, hvis der opstår aggregerede likviditetsoverskud eller -underskud, har banksystemet som helhed enten for lav eller for høj likviditet i forhold til det aggregerede reservekrav. Hvis sådanne likviditetsoverskud eller -underskud opstår, efter at den sidste primære markedsoperation i reservekravsperioden er blevet tildelt, skal de opvejes af

den aggregerede anvendelse af indlånsfaciliteten eller den marginale udlånsfacilitet. Bemærk, at disse aggregerede overskud eller underskud forklarer spidserne i den nederste kurve i figur 28. For det andet kan uventede betalingsstrømme mellem de enkelte banker ved dagens slutning, når pengemarkedet ikke længere er likvidt, medføre individuel anvendelse af de stående faciliteter. Det kan forekomme i hele reservekravsperioden, hvis uventede likviditetsstrømme af en eller anden grund ikke automatisk kan udlignes af gennemsnitsfaciliteten i reservekravssystemet.

I 2002 faldt både den samlede og den individuelle anvendelse af de stående faciliteter. Anvendelsen af den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten var henholdsvis 32 pct. og 64 pct. lavere end i 2001. Nedgangen i den samlede anvendelse af de stående faciliteter skyldes primært, at der kun var et forholdsvis begrænset tilfælde af underbud i 2002, men også Eurosystemets forbedrede prognose for likviditetsbehovet. Den individuelle anvendelse af de stående faciliteter er aftaget støt siden begyndelsen af 1999 og lå på et dagligt gennemsnit på 0,1 mia. euro i 2002. Denne udvikling afspejler sandsynligvis modparternes mere effektive likviditetsstyring.

1.5 Reservekravssystemet

I 2002 udgjorde de samlede reservekrav for kreditinstitutterne i euroområdet i gennemsnit 129,9 mia. euro. Selv om det var en stigning på 5,9 mia. euro i forhold til 2001, var tendensen i løbet af året generelt nedadgående. Det højeste samlede reservekrav var 131,7 mia. euro i reservekravsperioden, der sluttede 23. februar 2002, og det laveste var 127,7 mia. euro i reservekravsperioden, der sluttede 23. oktober. Det gennemsnitlige månedlige reservekravsgrundlag, der er underlagt reservekravskoefficienten på 2 pct., steg med 3,5 pct. i forhold til 2001, hvilket er en betydelig lavere vækst end i de foregående år.

Af de 6.926 kreditinstitutter, der var underlagt reservekrav ultimo 2002, opfyldte de 4.432 deres reservekrav direkte, mens resten opfyldte

dem indirekte via tredjemand. Bankernes indskud på anfordringskonti svingede mellem 109,1 mia. euro og 161,7 mia. euro i årets løb og udgjorde således en betydelig stødpude mod uventede likviditetstræk (se øverste kurve i figur 28). Eonia-rentens volatilitet var fortsat lav i 2002, primært på grund af reservekravssystemets gennemsnitsfacilitet. Standardafvigelsen i de daglige ændringer udgjorde kun 12 basispoint, hvilket er en lille afvigelse set i et internationalt perspektiv, trods de meget få finjusterende operationer. I 2001 var afvigelsen 15 basispoint. Således blev reservekravssystemets to hovedformål, som er at stabilisere pengemarkedsrenterne og øge banksektorens strukturelle likviditetsunderskud, igen opfyldt i 2002.

I 2002 var der i gennemsnit pr. reservekravsperiode 28 tilfælde af manglende overholdelse af reservekravsforpligtelsen, hvilket medførte en gennemsnitlig daglig underdækning på 10,5 mio. euro. Halvdelen af sagerne om manglende overholdelse drejede sig om ubetydelige beløb og medførte en bøde på under 500 euro. Der var

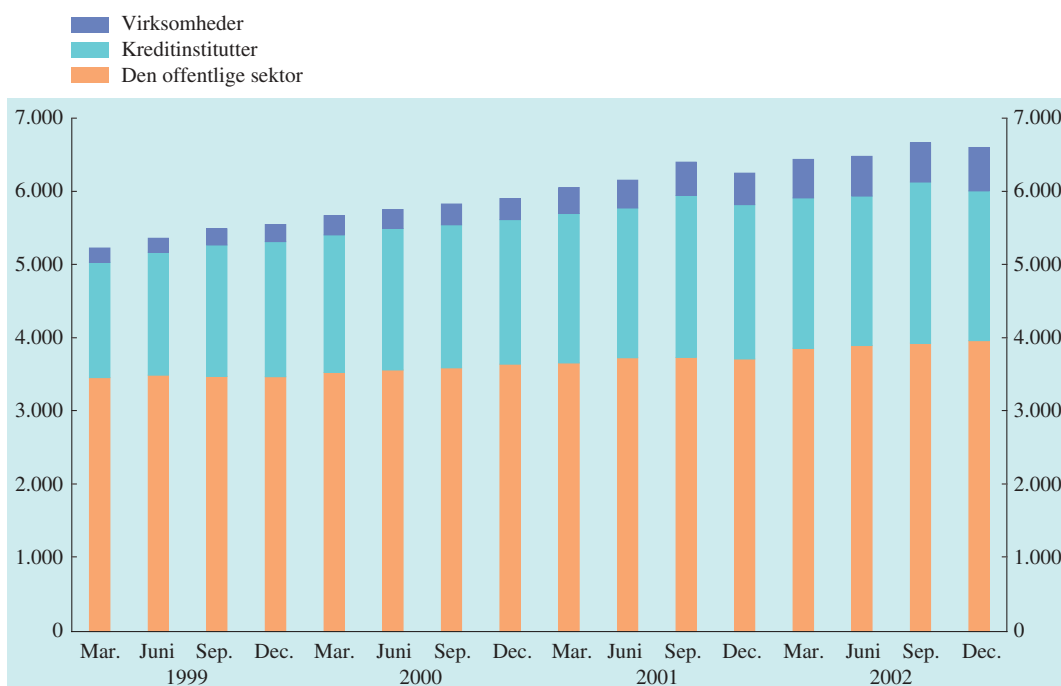
imidlertid også adskillige overtrædelser af betydeligt omfang, og 13 sager førte i løbet af året til bøder på mere end 10.000 euro. De fleste kreditinstitutter erkendte deres fejl, mens 10 institutter gjorde indsigelse, som krævede en afgørelse fra ECBs Direktion.

1.6 Belånbare aktiver

Ifølge ESCB-statutten skal alle Eurosystemets kreditoperationer være dækket af tilstrækkelig sikkerhed. Rammerne for sikkerhedsstilling skal beskytte Eurosystemet mod tab i forbindelse med pengepolitiske operationer og betalingssystemoperationer (se kapitel III om risikostyring), sikre ligebehandling af modparter samt øge den operationelle effektivitet. Der anvendes fælles kriterier for belånbarheden af sikkerhed i forbindelse med Eurosystemets kreditoperationer. Samtidig tages der passende hensyn til forskellene i centralbankernes praksis, de finansielle strukturer i de forskellige eurolande og behovet for at sikre, at mængden af egnet sikkerhed til

Figur 29
Belånbare liste 1-papirer til Eurosystemets kreditoperationer

(Data ultimo måneden; milliarder euro)



Kilde: ECB.

Eurosystemets kreditoperationer er tilstrækkelig. Artikel 102 i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab forbyder enhver foranstaltning, hvorved der gives offentlige institutioner privilegeret adgang til finansielle institutioner. Rammerne for sikkerhedsstillelse skelner således ikke mellem offentlige og private udstedere.

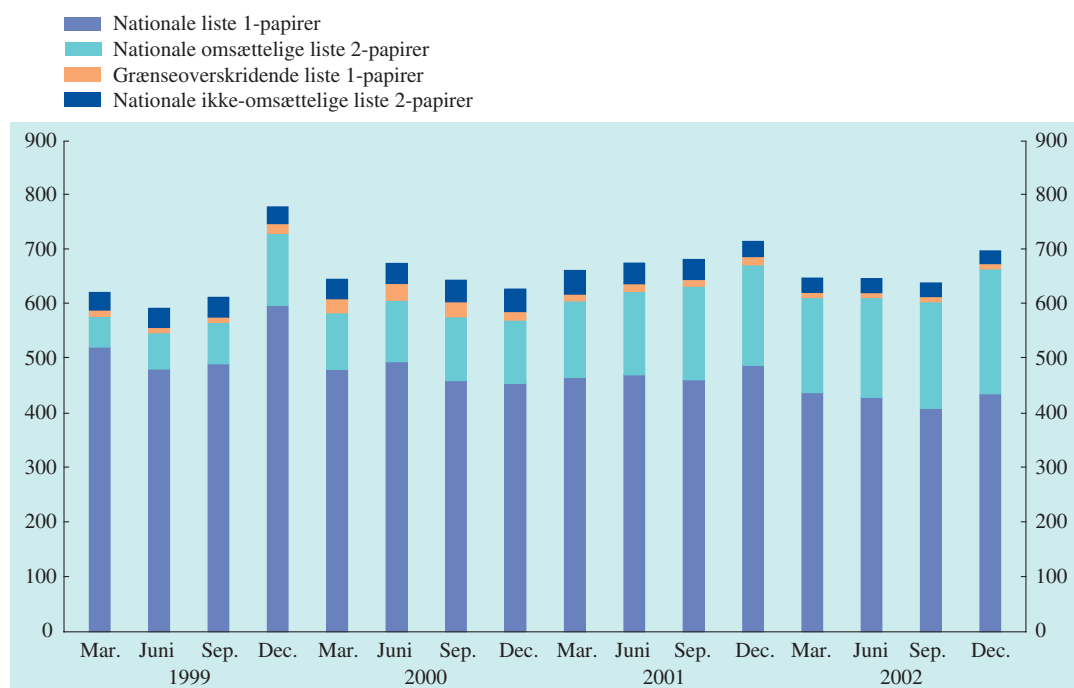
For at tage højde for forskelle i eurolandenes finansielle struktur omfatter de belånbare aktiver til Eurosystemets kreditoperationer en lang række forskellige instrumenter. Der skelnes mellem to kategorier af belånbare aktiver, nemlig "liste 1" og "liste 2". Denne skelnen har ingen indflydelse på aktivernes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

Kriterierne for disse papirer fastsættes af NCB'erne i henhold til minimumskriterierne for belånbarhed. De specifikke nationale kriterier for belånbarhed for liste 2-papirer skal godkendes af ECB. Liste 2-papirer kan være omsættelige eller ikke-omsættelige gældsinstrumenter eller aktier.

En væsentlig del af liste 1-papirerne (som kun omfatter gældsinstrumenter) er værdipapirer udstedt af den offentlige sektor (dvs. aktiver udstedt af staten, regionale eller lokale myndigheder samt sociale kasser og fonde) og værdipapirer af Pfandbrief-typen udstedt af kreditinstitutter med sikkerhed i boligejendomme eller i gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor. Sammen udgør værdipapirer udstedt af den offentlige sektor og værdipapirer af Pfandbrief-typen den største gruppe belånbare aktiver (se figur 29). Andre aktivtyper, der klassificeres som liste 1-papirer, er værdipapirer udstedt af internationale og overnationale institutioner, værdipapirer udstedt af den private sektor (dvs. udækkede obligationer udstedt af kreditinstitutter, erhvervsobligationer og værdipapirer med sikker-

Figur 30
Anvendelse af sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer

(Data ultimo måneden; milliarder euro)



Kilde: ECB.

hed i specificerede aktiver, der ikke er værdipapirer af Pfandbrief-typen). Især inden for erhvervsobligationer er der sket en markant stigning siden 1999. Ud over omsættelige aktiver består liste 2-papirerne af ikke-omsættelige gældsinstrumenter, fx banklån, handelsveksler og egenveksler med pant i fast ejendom.

Ultimo 2002 udgjorde belånbare liste 1-papirer, der er godkendt som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, 6,9 billioner euro i forhold til 6,6 billioner euro ultimo 2001. Den samlede mængde omsættelige liste 2-papirer aftog fra 340 mio. euro i 2001 til 265 mio. euro i 2002, primært som følge af udviklingen på aktiemarkedet.³ Samlet set udgjorde liste 1-papirer en stigende andel af de belånbare aktiver (96 pct. ultimo 2002).

Aktiverne, som modparterne stillede som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, udgjorde 700 mia. euro ultimo 2002 i forhold til 720 mia. euro ultimo 2001. Samlet set lå andelen af gældsinstrumenter udstedt af kreditinstitutter stabilt på 52 pct. som i 2001. Andelen af erhvervsobligationer fulgte samme udvikling, om end i mindre omfang, hvorimod andelen af gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor aftog. Andelen af ikke-omsættelige banklån har i de sidste fire år været forholdsvis stabil omkring 4 pct. af de anvendte aktiver.

Eurosystemets modparter kan anvende belånbare aktiver på tværs af grænserne, dvs. de kan skaffe midler fra den nationale centralbank i det land, hvor de har hjemsted, ved at stille aktiver i et andet euroland som sikkerhed. Korrespondentcentralbankmodellen (CCBM) samt "links" mellem værdipapirafviklingssystemer, der opfylder Eurosystemets standarder, sætter modparterne i stand til at stille grænseoverskridende sikkerhed i forbindelse med alle Eurosystemets likviditetstilførende operationer. CCBM kan benyttes til alle belånbare aktiver, herunder ikke-omsættelige aktiver og liste 2-papirer med begrænset likviditet og særlige karakteristika, der ikke kan overføres gennem et værdipapirafviklingssystem (se kapitel VII). Den grænseoverskri-

dende sikkerheds andel af den samlede sikkerhed anvendt i Eurosystemets kreditoperationer er steget betydeligt fra 9 pct. i april 1999 til 33 pct. ultimo 2002 (se figur 30). Stigningen omfatter alle aktivtyper, men især aktiver udstedt af kreditinstitutter og virksomheder. ECB står for styring og offentliggørelse af den samlede liste over belånbare aktiver i Eurosystemets kreditoperationer, ligesom ECB også har en database over belånbare aktiver. NCBerne bidrager med oplysninger til ECB om belånbare aktiver udstedt på de nationale markeder. Aktiverne er kun godkendt som belånbare i Eurosystemets kreditoperationer, hvis de er opført på ECBs liste. Siden juni 2002 har ECB dagligt indsamlet data og offentliggjort dem på bankens websted under punktet "MFIs and Eligible assets". Interesserede kan også anmode om opdateringer eller den samlede liste over belånbare aktiver i elektronisk form. Den nye opdateringsprocedure har forbedret kvaliteten, effektiviteten og pålideligheden af denne tjeneste til Eurosystemets modparter.

1.7 Aktiviteten på pengemarkedet

Euroens indførelse har medført et betydeligt, likvidt og integreret pengemarked i hele euroområdet, især for det usikrede segment (fx usikret långivning og valutaswaps). I 2002 er der også sket fremskridt inden for det sikrede segment (fx repoer og kortfristede værdipapirer), som er det pengemarkedssegment, der indtil nu har haltet mest bagud.

Eurorepomarkedet har udviklet sig, hvad angår både størrelse og struktur og er efterhånden blevet et godt alternativ til usikret långivning eller udstedelse af kortfristede værdipapirer. Repoer benyttes nu som finansieringskilde af mange forskellige deltagere på det finansielle marked. Selv om der i de fleste repotransaktioner stadig anvendes statsobligationer, benyttes der nu flere forskellige aktiver som sikkerhed. Der er også en

3 Det udestående beløb i gældsinstrumenter angives i nominelle værdier, mens værdipapirer værdisættes til markedskurs.

generel tendens til at godkende en bredere kurv af statsobligationer i repoer mod generel sikkerhed (general collateral – GC). Tendensen forstærkedes med lanceringen af Eurepo-indekset i marts 2002, som er benchmark for GC-repomarkedet i euro. Uanset den betydelige fremgang er integrationen af de nationale repomarkeder til et samlet marked dog stadig en langsom og kompleks proces.

I segmentet kortfristede værdipapirer, hvor udviklingen og integrationen går langsommere, har ACI-STEP (Short-term European Paper Task Force) – en arbejdsgruppe nedsat af sammenlutningen af finansielle markeder (ACI – Financial Market Association) – iværksat et forbedringsinitiativ. Indtil videre har arbejdsgruppen anbefalet en række tiltag. På ACIs vegne afholdt ECB en offentlig høring om yderligere integrati-

on af de europæiske markeder for kortfristede værdipapirer. Resultatet af høringen offentliggøres i 2003.

Den tredje rapport fra ESCB om europengemarkedets struktur og funktion,⁴ baseret på data indsamlet fra bankerne i 2001, viste, at den generelle vækst i pengemarkedsaktiviteten fortsatte, om end langsommere end i de foregående år. I det usikrede segment indikerede dataene ingen klar tendens i omsætningen, men bekræftede, at aktiviteten er koncentreret i dag-til-dag segmentet og løbetider på op til 1 måned. I det sikrede segment fortsatte omsætningen med at stige i 2001. I segmentet med OTC-derivater tegnede renteswaps og valutaswaps sig for den kraftigste vækst. Endelig steg aktiviteten inden for eurodenominerede rentefutures, optioner og kortfristede værdipapirer betydeligt.

2 Valutaoperationer og ECBs forvaltning af valutareserver og egenportefølje

2.1 Valutaoperationer

I 2002 udførte ECB ingen interventioner på valutamarkedet på eget initiativ. Den 28. juni udførte ECB operationer på valutamarkedet på vegne af den japanske centralbank ifølge agentaftalen mellem ECB og den japanske centralbank. ECB handlede således som agent for det japanske finansministerium.

Den stående aftale mellem ECB og Den Internationale Valutafond (IMF) om at gøre det lettere for IMF at iværksætte SDR-transaktioner på ECBs vegne med andre foreskrevne indehavere blev anvendt i et tilfælde i 2002.

2.2 Forvaltning af valutareserver

ECBs forvaltning af valutareserver skal sikre, at ECB på ethvert tidspunkt har tilstrækkelige likvide ressourcer til enhver form for intervention på valutamarkedet, hvis og når Styrelsesrådet skøn-

ner det hensigtsmæssigt. Likviditet og sikkerhed er derfor grundlæggende krav i forbindelse med investering af ECBs valutareserver. Under disse begrænsninger forvaltes ECBs valutareserver med henblik på at opnå et maksimalt udbytte.

Ved udgangen af 2002 udgjorde ECBs valutareserveaktiver 43,2 mia. euro netto i forhold til 46,8 mia. euro ved udgangen af 2001. Ændringen afspejler især apprecieringen af euroen i 2002. ECB kan indkalde yderligere valutareserveaktiver fra euroområdetets NCBer i henhold til betingelserne i sekundær fællesskabslovgivning (Rådets forordning (EF) nr. 1010/2000 af 8. maj 2000 om Den Europæiske Centralbanks yderligere indkaldelse af valutareserveaktiver).

ECBs valutareserver forvaltes decentralt af euroområdetets NCBer på grundlag af de investeringsretningslinjer og det strategiske benchmark,

⁴ "The Euro Money Market Study 2001", december 2002.

som fastsættes af Styrelsesrådet, og det taktiske benchmark, som fastsættes af Direktionen. Ud over valutaforordningen har ECB defineret fire hovedparametre for investering af sine valutaeserver. Det er for det første et investeringsbenchmark i to niveauer (dvs. et strategisk og et taktisk benchmark) for hver valuta; for det andet den tilladte afvigelse fra disse benchmarks, hvad angår renterisiko; for det tredje en liste over godkendte instrumenter og operationer; og for det fjerde grænser for kreditrisiko (se kapitel III). NCBerne udnytter den margin, som afvigelsesbåndene og risikobegrænsningen giver, til at opnå det størst mulige udbytte på deres porteføljer i forhold til det taktiske benchmark under ECBs overvågning. NCBerne udfører investeringer på ECBs vegne som synlig agent, således at ECBs modparter kan skelne mellem NCBernes operationer på henholdsvis ECBs og egne vegne.

Styrelsesrådet har defineret valutaforordningen i ECBs valutaeserver, der primært består af amerikanske dollar, men også omfatter japanske yen, guld og SDR. Valutaforordningen er baseret på undersøgelser af den optimale valutaforordning og anslåede operationelle behov, og Styrelsesrådet kan ændre den, hvis og når dette skønnes hensigtsmæssigt. I overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 26. september 1999 har ECB ikke foretaget nogen aktiv styring af guldaktiverne. Aftalen fastsætter bl.a., at parterne ikke må øge aktiviteten på markederne for udlån af guld, futures og optioner.

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

Disse rammer har siden starten fungeret tilfredsstillende, og der arbejdes løbende på at forbedre teknikkerne for portefølje- og risikostyring. Som led i den gradvise udvidelse af antallet af investeringsinstrumenter og for at forbedre positions-

tagningen begyndte ECB at anvende futures på penge- og obligationsmarkedet til styring af valutaeserverne i 1. kvartal 2002. Dette forløb uden problemer.

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

2.3 Forvaltning af egenportefølje

Hovedformålet med ECBs egenportefølje er at fungere som reservefond til imødegåelse af tab. Desuden har ECBs forvaltning af egenporteføljen til formål at skabe en indtjening, der er højere end den vægtede gennemsnitlige tildelingsrente i de primære markedsoperationer på langt sigt.

Ved udgangen af 2002 udgjorde ECBs egenportefølje 5,6 mia. euro i forhold til 4,8 mia. euro ved udgangen af 2001. Denne ændring afspejler overførslen af en del af ECBs samlede overskud for 2001 til den almindelige reservefond, som udgør en del af egenporteføljen. Ud over stigningen i den almindelige reservefond afspejler ændringen i egenporteføljen i løbet af 2002 også renteindtægterne og ændringen i porteføljeaktivernes markedsværdi.

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

I henhold til formålet og ovennævnte hovedparametre investeres egenporteføljen hovedsagelig i statsobligationer i euroområdet samt andre højt ratede obligationer mod sikkerhed. Visse obligationsfutures i euroområdet og direkte lån mod sikkerhed i værdipapirer har været godkendte instrumenter siden 1999, og et program for automatisk udlån af værdipapirer i forbindelse med egenporteføljen blev lanceret i 2001. I 2002 fortsatte ECB med at sprede sine investeringer i fastforrentede værdipapirer på ikke-suveræne udstedere af høj kvalitet med henblik på at forbedre egenporteføljens risiko-/udbytteprofil.

2.4 ECBs forvaltning af valutareserver og egenportefølje

Direktionen omstrukturerede delvis ECBs porteføljestyreaktiviteter i december 2001, og den nye struktur trådte i kraft 1. januar 2002.

ECBs forvaltning af valutareserver og egenportefølje blev lagt sammen i én enhed med henblik på at maksimere synergien mellem de to områder og styrke den kinesiske mur mellem pengepolitiske operationer og investeringsaktiviteter.

Ud over at styrke den kinesiske mur er der indført yderligere ordninger for at holde ECBs investeringsaktiviteter og pengepolitik adskilt. For det første foregår der ingen aktiv valutahandel, og for det andet forvaltes ECBs egenportefølje forholdsvis passivt for at undgå, at der sendes signaler, som kan opfattes som pengepolitikrelaterede, især inden for pengemarkedstransaktioner.

Samtidig med den omtalte omstrukturering arbejdes der på at forbedre ECBs porteføljestyre, fx ved indførelse af platforme til elektronisk handel. Funktionaliteten i det elektroniske porteføljestyre system er også blevet forbedret, især hvad angår sikkerhedsstyring.

Aachen, 9. maj 2002



Willem F. Duisenberg, ECBs formand, modtager den internationale Charlemagnepris fra Aachen 2002 på euroens vegne ved prisuddelingen på Aachens historiske rådhus

Kapitel III

Risikostyring

I Opsummering

Formålet med ECBs risikostyring er at måle, overvåge og rapportere alle risici, som ECB påtager sig direkte, eller som de 12 NCBer i Eurosystemet påtager sig på vegne af ECB, i forbindelse med finansielle eller pengepolitiske operationer. ECBs risikostyringsenhed er ansvarlig for at samle alle ECBs politikker, procedurer og systemer på området.

ECBs risikostyring kan inddeles i to hovedområder, nemlig pengepolitiske operationer og investeringer. Førstnævnte fokuserer på risici i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer og operationer i betalingssystemer (hovedsagelig gennem tilførsel af intradag likviditet via Target-systemet). Sidstnævnte fokuserer på

valutareserveaktiver og forvaltning af ECBs egenportefølje.

I overensstemmelse med bedste praksis og for at undgå interessekonflikter er al måling, overvågning og rapportering af risici i ECB forbundet med direkte rapportering til Direktionen uafhængig af den risikopåførende enhed.

ECBs risikostyring fungerede effektivt i 2002 og fortsatte dermed den generelt positive udvikling siden starten på Den Monetære Union. Det skyldes ikke mindst ECBs målrettede indsats for at opbygge og fastholde en stærk og proaktiv risikostyringskultur, hvilket er afgørende for ECBs omdømme og troværdighed på langt sigt.

2 Pengepolitiske operationer

I forbindelse med pengepolitiske operationer og kreditoperationer i betalingssystemer påtager Eurosystemet sig en risiko, når det indgår en transaktion med en modpart, som måske ikke kan opfylde sine kreditforpligtelser. Denne kreditrisiko reduceres ved hjælp af en passende sikkerhedsstillelse som garanti for kreditten. Sikkerhedsstillelsen reducerer, men eliminerer ikke helt risikoen for finansielle tab som følge af en modparts misligholdelse. Ved sikkerhedsstillelse omdannes kreditrisikoen til en markeds- eller likviditetsrisiko, dvs. risikoen for at realisere sikkerheden med tab efter en negativ markeds- eller likviditetsudvikling. Risikostyringen giver mulighed for en effektiv styring af de potentielle markeds- og likviditetsrisici for Eurosystemet, når det realiserer sikkerhed stillet af en modpart, som ikke kan opfylde sin forpligtelse i en pengepolitisk operation eller kreditoperation.

Der lægges også stor vægt på vurdering af kreditkvaliteten i forbindelse med sikkerhedsstillel-

se, da det er en forudsætning for at kunne reducere kreditrisikoen. Alle belånbare aktiver, der stilles som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, skal opfylde visse fælles kriterier, som er fastlagt i rammerne for sikkerhedsstillelse. Et vigtigt kriterium for belånbarhed er, at aktiverne skal overholde høje kreditstandarder. Som led i ECBs risikostyringsfunktion vurderes og overvåges de forskellige informationskilder vedrørende kreditrisiko, som Eurosystemet benytter i sin vurdering af kreditstandarderne for finansielle aktivers belånbarhed. Risikostyringsenheden skal også rådgive om det niveau af kreditkvalitet, der mindst kræves for at optage nye aktivklasser i Eurosystemets pulje af aktiver, der kan belånes.

På grund af forskellene i medlemslandenes finansielle strukturer samt interne forhold i Eurosystemet skelnes der mellem to kategorier af belånbare aktiver, som kan anvendes i Eurosystemets kreditoperationer, nemlig "liste I" og "liste 2" (se kapitel II).

3 Risikostyring i forbindelse med pengepolitiske operationer

Risikostyringen i forbindelse med Eurosystemets pengepolitiske operationer består af tre vigtige elementer, nemlig risikostyring i forbindelse med sikkerhedsstillelse, værdiansættelsesprincipper og vurdering af kreditrisici i forbindelse med sikkerhed.

Risikostyring af sikkerhed

Både liste 1- og liste 2-papirer er underlagt risikostyring. Risikostyringen i forbindelse med aktiver, der anvendes som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, skal beskytte Eurosystemet mod finansielle tab, hvis aktivet skal realiseres på grund af misligholdelse fra en modparts side. Eurosystemet anvender således sikkerhedsstillelsen til at få den tilførte likviditet igen. Det er i denne situation, at Eurosystemet påtager sig de markeds- og likviditetsrisici, der er forbundet med sikkerheden. De risikostyringsinstrumenter, som Eurosystemet havde til rådighed i 2002, var initialmarginer, haircuts, variationsmarginer, begrænsninger i forbindelse med udstedere/debitorer eller garantier samt yderligere garantier. Eurosystemet gjorde brug af de tre førstnævnte instrumenter i perioden.

Med henblik på at opnå en passende risikostyring udføres en vurdering i overensstemmelse med bedste markedspraksis af parametre som aktuel og potentiel prisudvikling og tilhørende prisvolatilitet. "Value at Risk" (VaR) anvendes til at estimere de haircuts, der kræves for at modsvare det erfaringsmæssigt maksimale fald i sikkerhedens kursværdi med en given sandsynlighed over en given tidshorisont. Yderligere instrumenter til kalibrering af haircuts omfatter back test og stresstest.

Eurosystemet anvender haircuts afhængig af aktivets type, restløbetid og kuponstruktur. Ved haircuts trækkes en vis procentdel fra aktivets kursværdi. Initialmarginer anvendes på kreditbeløbet. Hvis sikkerheden ikke opfylder kravene, udføres symmetriske margin calls eller variati-

onsmarginer. Margin calls kan opfyldes i form af levering af yderligere aktiver eller kontantbetalinger.

Liste 1-papirerne kan inddeles i tre haircut-grupper, som igen blev anvendt i 2002: Instrumenter med fast rente, instrumenter med variabel rente og inverse instrumenter med variabel rente. De haircuts, der anvendes i forbindelse med liste 2-papirer, afspejler de særlige risici ved disse aktiver og er mindst lige så store som de haircuts, der anvendes i forbindelse med liste 1-papirer. Initialmarginer og margin calls anvendes på liste 2-papirer på samme måde som på liste 1-papirer. Liste 2-papirerne er inddelt i fire forskellige haircut-grupper efter forskellene i karakteristika og likviditet. I 2002 blev der arbejdet på at indarbejde likviditetsrisikoen i de haircuts, der anvendes i forbindelse med liste 1-papirerne.

Værdiansættelsesprincipper

Aktiver til sikkerhedsstillelse værdiansættes dagligt, og NCBerne beregner dagligt de underliggende aktivers krævede værdi i henhold til Eurosystemets principper for værdiansættelse.

For omsættelige liste 1- og liste 2-papirer angiver Eurosystemet et enkelt referencemarked, hvorfra kursinformation hentes. Eurosystemet definerer den mest repræsentative kurs på referencemarkedet, som så anvendes til at værdiansætte sikkerheden ifølge en mark-to-market strategi. Hvis flere kurser noteres, anvendes den laveste. For ikke-omsættelige liste 2-papirer eller for omsættelige papirer, som normalt ikke handles, så det ikke er muligt at anvende mark-to-market princippet, anvendes en mark-to-model strategi baseret på tilbagediskontering af fremtidige betalingsstrømme. Tilbagediskonteringen er baseret på en passende nul kuponkurve, og via kreditspænd tages der højde for forskellene i kreditrisiko mellem udstedere. I 2002 begyndte arbejdet med at forbedre de metoder, der anvendes til dagligt at værdiansætte aktiver repræ-

sentativt i forbindelse med sikkerhedsstillelse. I fremtiden vil der specielt blive arbejdet på at forbedre de teoretiske værdiansættelsesmetoder og udføre kontrol for at sikre en repræsentativ værdiansættelse, når markedskursen anvendes.

Vurdering af kreditrisici

Aktiver, der anvendes som sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, skal have en høj kreditkvalitet. Sikkerhed med høj kreditkvalitet er nødvendig for at reducere kreditrisikoen, når en modpart låner likviditet i Eurosystemet. Hvis aktiverne ikke indebærer risiko for misligholdelse (fx statsobligationer), kan sikkerhedsstillelse anvendes til at omdanne kreditrisiko til markedsrisiko (underlagt risikostyring som beskrevet tidligere), idet modparten, der udgør en misligholdelsesrisiko, garanterer sin position ved hjælp af et aktiv, der ikke indebærer risiko for misligholdelse. Selv hvis aktiverne i sig selv udgør risiko for misligholdelse (fx erhvervsobligationer), reduceres kreditrisikoen kraftigt, hvis obligationerne har en tilstrækkelig høj kreditkvalitet.

ECBs bedømmelse af gældsinstrumenternes kreditkvalitet bygger bl.a. på foreliggende vurderin-

ger foretaget af kreditvurderingsbureauer, NCB-ernes egne kreditvurderingssystemer samt visse institutionelle kriterier, der skal sikre indehaverne særlig beskyttelse, herunder garantier. Gældsinstrumenter, der er udstedt eller garanteret af modparten eller andre enheder, som modparten har en snæver forbindelse til, accepteres ikke som underliggende aktiver af Eurosystemet. De belånbare aktivers kreditkvalitet overvåges konstant for at sikre, at den mindst svarer til Eurosystemets minimumsgrænse for finansiel soliditet.

ECB fungerer som Eurosystemets kontrolinstans ved godkendelse af de kreditvurderingsbureauer, der kan vurdere aktiver til sikkerhed. ECB anvender en række kriterier i vurderingen, hvoraf uafhængighed og troværdighed er nøgleelementer. ECB overvåger også NCBernes egne kreditvurderingssystemer og undertiden de nationale kreditvurderingsbureauer, der vurderer nationale liste 2-papirer. I 2002 fortsatte ECB bestræbelserne på at forbedre sammenligningsgrundlaget for de forskellige kreditvurderingssystemer, der bruges til at vurdere sikkerhed, samt analysen af nye kreditrisikoinformationer som følge af Baselkomiteens forslag til den nye Basel Capital Accord.

4 Investeringer

ECB har to porteføljetyper. For det første en reserveportefølje, der består af valutareserver, guld og særlige trækingsrettigheder (SDR), og for det andet en investeringsportefølje denomineret i euro (ECBs egenportefølje). ECB er udsat for en række risici i forbindelse med disse investeringer. ECB er udsat for markedsrisici i forbindelse med investeringsoperationerne, hvis renter, valutakurser og andre aktivkurser, fx på guld, udvikler sig i negativ retning. ECB har også likviditetsrisiko. Likviditetsrisikoen er væsentlig i forbindelse med reserveporteføljen, hvor det primære formål er at have stærkt likvide aktiver til eventuel anvendelse i en valutaintervention. Endelig er ECB udsat for kreditrisiko. Inden for rammen af ECBs risikostyring i forbindelse med

investeringer fastsættes politikkerne, systemerne og værktøjerne, der skal anvendes for at styre disse risici.

Valutareserverne er denomineret i amerikanske dollar og japanske yen og forvaltes aktivt af Eurosystemets NCBer på vegne af ECB. Denne portefølje er først og fremmest en reserveportefølje til eventuel valutaintervention. I overensstemmelse med Central Bank Gold Agreement af 26. september 1999 foretages der ikke nogen aktiv styring af guldpositionerne.

ECBs egenportefølje (dvs. den indenlandske portefølje) forvaltes af en gruppe porteføljeforvaltere hos ECB. Disse investeringer har til formål at

give ECB en reserve ved eventuelle tab samt generere en indtjening på lang sigt fra de midler, der er investeret til et højere afkast end den gennemsnitlige rente for ECBs primære markedsoperationer.

ECBs finansielle soliditet og omdømme afhænger af, at investeringsporteføljen forvaltes hensigtsmæssigt. Der er etableret en risikostyringsstruktur, der er uafhængig af den risikopåførende enhed. Risikostyringsenhedens uafhængighed er indarbejdet i ECBs organisation.

5 Risikostyring i forbindelse med investeringer

Styringen af risici i forbindelse med ECBs investeringer består af tre forbundne elementer, nemlig risikoopgørelse, analyse af investeringernes performance og analyser vedrørende allokering af aktiver.

Risikoopgørelse og overholdelse af rammer

Da ECB er udsat for markeds-, kredit- og likviditetsrisici, overvåges disse risici og overholdelsen af de tilhørende rammer dagligt. Denne uafhængige overvågning er en del af investeringspolitikken. De vigtigste mål for markedsrisiko er modificeret varighed og Value at Risk. Overholdelse af en række modparts- og aktivklassebegrænsninger indgår som en del af ECBs kreditrisikostyringssystem. Alle godkendte modparter skal opfylde minimumskriterier for kreditværdighed samt visse operationelle krav. Investeringernes likviditetsprofil måles ligeledes dagligt. Alle belånbare aktiver skal opfylde aftalte likviditetskriterier. Der er fastlagt procedurer for rapportering og behandling af eventuel misligholdelse.

I 2002 fortsatte bestræbelserne på at etablere en omfattende IT-plattform, der skal forbinde alle de applikationer, som i øjeblikket anvendes til risikostyring, samt supplere det nuværende likviditetsstyringssystem. I takt med udvidelsen af ECBs investeringsunivers og i overensstemmelse med udviklingen inden for kapitalforvaltningsområdet begyndte arbejdet med at fastsætte og tildele rammer for Value at Risk til porteføljeformidlere. Dette koncept vil i praksis stille nye krav til både risikoforvaltere og porteføljeformidlere.

Analyse af investeringernes performance

Måling og analyse af performance udgør en væsentlig del af risikostyringen. Performance beregnes månedligt for alle porteføljer, og Styrelsesrådet modtager detaljerede og analytiske halvårslige og årlige rapporter.

Desuden identificeres de faktorer, der påvirker performance i forhold til investeringsbenchmarks, og porteføljeformidlere får på den måde nyttige tilbagemeldinger. Aggregering af data over længere perioder giver mulighed for mere detaljerede konklusioner. Analysen kan desuden bruges af politiske beslutningstagere i forbindelse med ændringer af investeringspolitikken. Bruget af forskellige aktivklasser og forskellige kreditpositioner i porteføljerne analyseres for at få en større forståelse af performance. Der arbejdes også på yderligere forbedringer og justering af systemet, der måler og rapporterer performance. Det vil gøre ex post-analysen af performance mere detaljeret og give de politiske beslutningstagere mulighed for at reflektere over klare tendenser og udviklingsmønstre.

Analyseramme for allokering af aktiver

Rammerne for allokering af aktiver er hjørnesteinen i ECBs investeringsproces. Der fokuseres primært på optimal valutafordeling for valutareserverne og optimal allokering af aktiver for hver valutaportefølje, og det afspejles i strategiske benchmarks, som er etableret for at afspejle ECBs langsigtede præferencer med hensyn til risici og afkast. Disse benchmarks er afgørende for

ECBs performance, da de er de vigtigste bestemmende faktorer for investeringernes afkast.

Målet for allokering af aktiver er at opnå det maksimale afkast inden for de gældende begrænsninger. Der er afsat betydelige ressourcer til at udvikle metodikken for allokering af aktiver.

I 2002 blev der anvendt en til formålet konstrueret økonometrisk model til at udlede de forventede afkast for hver aktivklasse, der indgik i optimeringsøvelsen. I lyset af, hvor vigtig allokeringen af aktiver er for ECB, gennemgås metoden regelmæssigt, og der foretages løbende forbedringer.



13. maj 2002



Unge mennesker på besøg hos ECB

Kapitel IV

Den økonomiske udvikling i EU-lande uden for euroområdet

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

Danmark

I 2002 var væksten i dansk økonomi moderat, og realt BNP steg med 1,6 pct. mod 1,4 pct. i 2001 (se tabel 11). Væksten i realt BNP i 2002 kunne hovedsagelig tilskrives den indenlandske efterspørgsel, især privatforbruget, som tiltog i takt

med stigningen i den disponible realindkomst. Pinsepakken fra 1998, hvis hovedformål var at øge den private opsparing, slog fuldt igennem i 2002. Udviklingen i de reale boligpriser havde ingen væsentlig effekt på privatforbruget, mens faldet i aktiekurserne havde en begrænset negativ formueeffekt. Anlægsinvesteringer, især i transport og maskineri, og det offentlige forbrug bidrog også til væksten i løbet af året. Selv om nettoeksportens bidrag til væksten i realt BNP aftog i 2002, er fremgangen i eksporten bemærkelsesværdig i lyset af den træge globale efterspørgsel. Arbejdsløsheden var fortsat lav på 4,5 pct.

På baggrund af et stramt arbejdsmarked og højere energipriser lå HICP-inflationen fortsat på omkring 2,4 pct. det meste af året, bortset fra toppunktet på 2,8 pct. i november. Den gennemsnitlige årlige HICP-inflation var højere end i euroområdet hovedsagelig som følge af en stigning i priserne på uddannelse og andre tjeneste-

Tabel 11
Makroøkonomiske indikatorer for Danmark

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 1. kv.	2002 2. kv.	2002 3. kv.	2002 4. kv.
Realt BNP	3,0	2,5	2,6	2,8	1,4	1,6	1,2	3,0	1,1	0,9
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:¹⁾</i>										
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	4,6	3,9	0,1	1,9	0,7	1,0	0,8	1,5	1,1	0,8
Nettoeksport	-1,7	-1,4	2,6	0,9	0,7	0,5	0,5	1,6	-0,0	0,1
HICP	1,9	1,3	2,1	2,7	2,3	2,4	2,5	2,1	2,4	2,7
Lønsum pr. ansat	3,2	3,3	3,6	3,5	5,0	3,4	4,5	3,4	2,8	3,1
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	1,8	2,5	2,4	1,7	3,4	1,1	2,3	0,5	0,9	0,8
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	2,2	-2,5	-2,4	9,6	2,5	-0,6	1,4	-1,7	-1,3	-0,9
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP) ²⁾	0,5	-0,9	2,4	1,5	3,1	2,9	2,7	3,3	3,8	1,8
Samlet beskæftigelse	1,3	1,6	1,2	0,9	-0,3	-0,7	-0,9	0,1	-0,8	-1,4
Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	5,3	4,9	4,8	4,4	4,3	4,5	4,3	4,4	4,6	4,7
Budgetsaldo (pct. af BNP) ³⁾	0,4	1,1	3,3	2,6	2,8	1,9	.	.	.	.
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ³⁾	61,2	56,2	53,0	47,4	45,4	45,2	.	.	.	.
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁵⁾	3,7	4,1	3,3	4,9	4,6	3,5	3,6	3,7	3,5	3,2
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁵⁾	6,3	4,9	4,9	5,6	5,1	5,1	5,2	5,4	4,9	4,7
Valutakurs over for ECU eller euro ⁶⁾	7,48	7,50	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,43	7,43

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

1) Procentpoint.

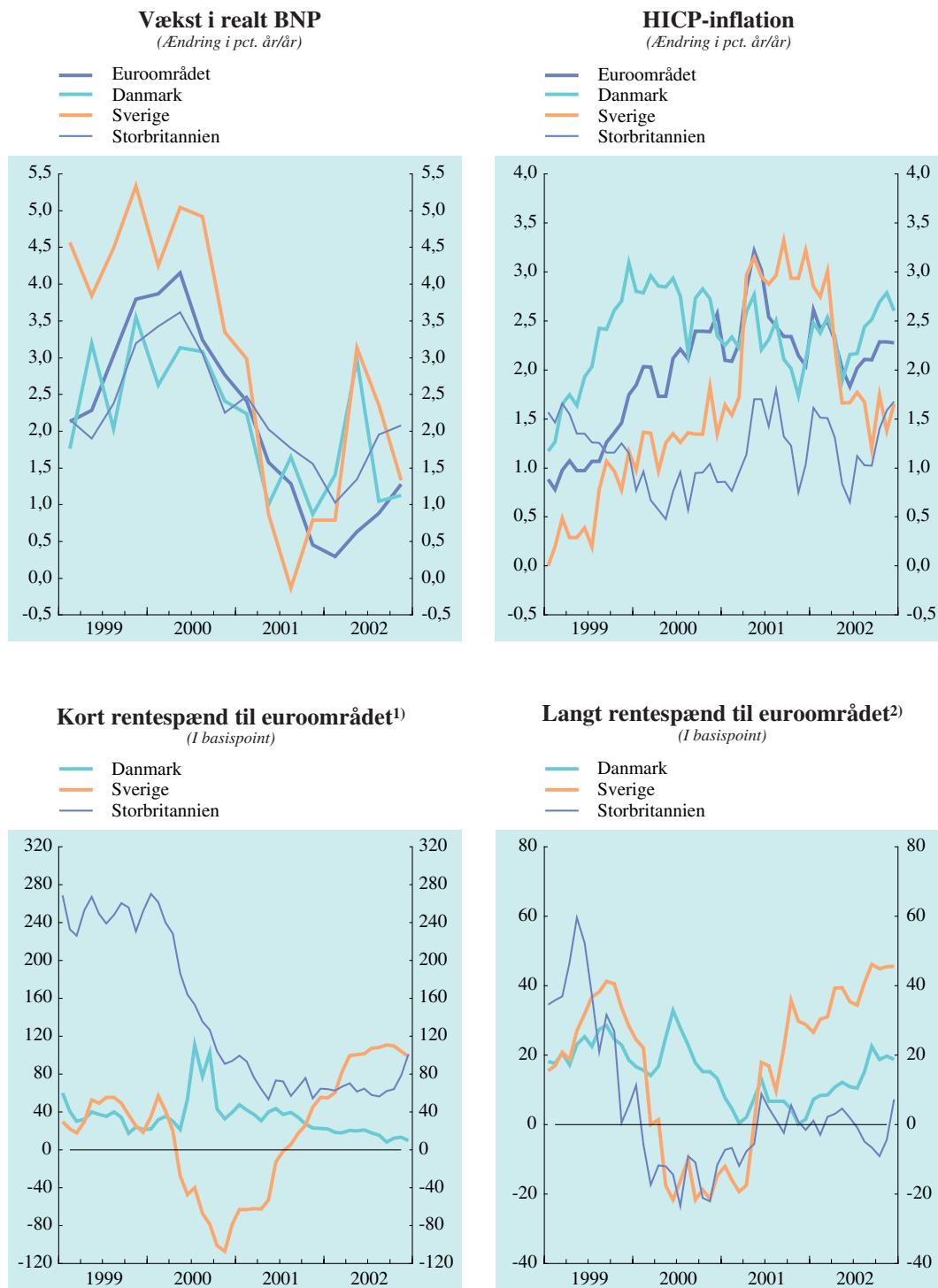
2) Kvartalstal er hverken sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalenderffekter.

3) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.

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

5) Periodens gennemsnit.

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

Figur 3 I**Økonomiske og finansielle indikatorer for EU-landene uden for euroområdet og euroområdet**

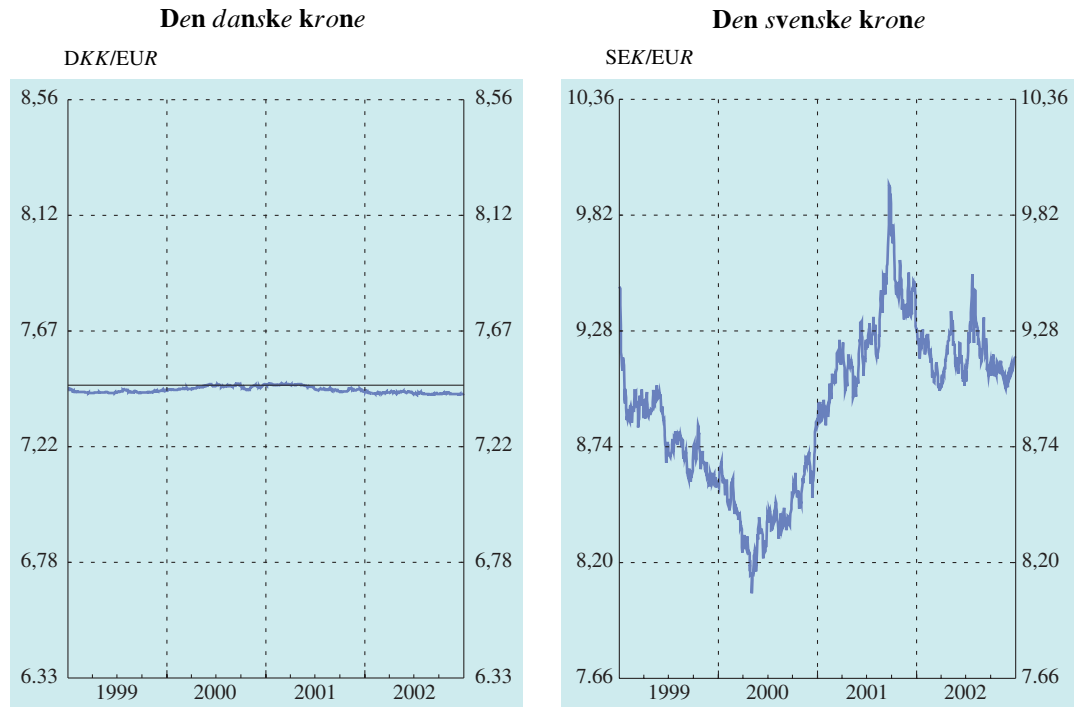
Kilder: ECB og Eurostat.

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

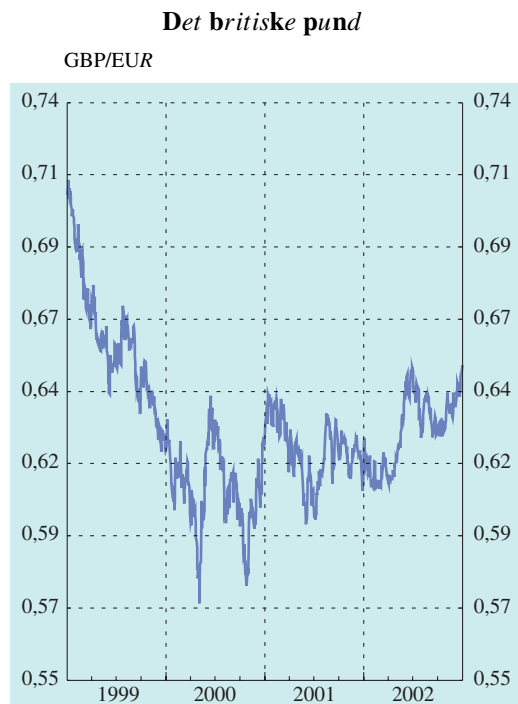
2) Den lange statsobligationsrente, renten for 10-årige obligationer eller den nærmeste tilsvarende løbetid.

Figur 32

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



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



ydelse (se figur 31). Et øget udbud af arbejdskraft er fortsat vigtigt for at mindske lønpresset, selv om stigningen i enhedslønsmålingerne aftog i forhold til 2001 overvejende på grund af tiltagende arbejdskraftsproduktivitet. Udviklingen i den reale effektive valutakurs indikerer, at Danmarks konkurrenceevne i forhold til euroområdet var stort set uændret i 2002.

Danmarks offentlige finanser var fortsat gode i 2002. Det offentlige overskud var 1,9 pct. af BNP, dvs. 1 procentpoint lavere end i 2001. Omkring halvdelen af dette fald afspejler regnskabseffekter af pensionsreformen. Desuden faldt indtægterne fra selskabsskatten moderat. Den offentlige gæld faldt yderligere en smule fra 45,4 pct. af BNP i 2001 til 45,2 pct. i 2002. Målsætningen for budgetoverskud i det ajourførte danske konvergensprogram er 1,9 pct. af BNP i 2003 og 2,4 pct. i 2004. Tallet for 2003 er 0,2 procentpoint lavere end forventet i den foregående ajourføring, hvilket hovedsagelig skyldes statistiske justeringer og øget arbejdsløshed. Bruttogældskvoten forventes at falde til 42,1 pct. af BNP i 2003 og 39,2 pct. i 2004.

Danmark er i øjeblikket det eneste land, der deltager i ERM2. Landet fortsatte sin fastkurspolitik over for euroen med et snævert udsvingsbånd på $\pm 2,25$ pct. omkring centralkursen i ERM2 på DKK 7,46038 pr. euro. Udviklingen i de officielle og korte markedsrenter skal primært ses på baggrund af ECBs rentebeslutninger og den danske kronens kurs over for euroen. Den danske krone lå fortsat meget tæt på centralkursen i ERM2 i 2002, hvor den dog var marginalt stærkere end centralkursen (se figur 32). Den 29. august var eurokursen DKK 7,424, hvilket var årets højeste niveau. Valutareserverne steg til et toppunkt i 3. kvartal 2002, hvorefter de aftog en smule mod slutningen af året. En af årsagerne til den seneste styrkelse af kronen er, at danske pensionskasser solgte ud af deres udenlandske aktier for at reducere de overordnede risici i forbindelse med det globale aktiekursfald.

I 2002 nedsatte Danmarks Nationalbank udlånsrenten fire gange og reducerede således spændet

over for minimumbudrenten for ECBs primære markedsoperationer til 20 basispoint. Som følge af en betydelig tilstrømning af udenlandsk kapital nedsatte Danmarks Nationalbank udlånsrenten med 0,05 procentpoint 1. februar, 9. august og 30. august og reducerede dermed udlånsrenten fra 3,60 pct. til 3,45 pct. Den 5. december blev udlånsrenten nedsat med 0,5 procentpoint, hvilket var i overensstemmelse med ECBs tilsvarende rentesækning til 2,95 pct. I 2002 faldt de korte renter i Danmark en smule mere end i euroområdet, hvorved det korte rentespænd mellem Danmark og euroområdet indsnævredes til omkring 10 basispoint i december (se figur 31). De lange obligationsrenter svingede omkring et gennemsnit på 5,1 pct., mens spændet over for euroområdet steg til næsten 20 basispoint senere på året.

Sverige

I 2002 tiltog væksten i realt BNP i Sverige trods den globale økonomiske afmatning og svækkelsen af de finansielle markeder (se figur 31). Realt BNP steg med 1,9 pct. mod 1,1 pct. i 2001 (se tabel 12). Væksten i realt BNP kan hovedsagelig tilskrives nettoeksporten i 1. halvår 2002. Eksportvæksten, som steg mod slutningen af 2001 og i begyndelsen af 2002, aftog i løbet af året, hvilket afspejlede den svage globale opsving. Ikke desto mindre steg nettoeksportens bidrag til væksten i 2002 som helhed på grund af en nedgang i importvæksten. I 2. halvår 2002 steg privatforbruget trods et betydeligt fald i aktiekurserne i løbet af sommeren. Det kan hovedsagelig tilskrives en højere disponibel realindkomst som følge af skattesænkninger, lave renter, stigende boligpriser og en lav arbejdsløshed. Det offentlige forbrug og de offentlige investeringer steg også betydeligt i 2. halvår 2002. De private investeringer og industriaktiviteten var dog fortsat generelt afdæmpet i 2002. Lagerændringer resulterede i et mindre negativt bidrag til væksten i realt BNP i 2002 som helhed. Beskæftigelsesvæksten afdæmpedes betydeligt, selv om den fortsat var forholdsvis høj inden for byggeriet og den offentlige sektor. Det samlede antal arbejdstimer faldt,

Tabel 12
Makroøkonomiske indikatorer for Sverige

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 1. kvrt.	2002 2. kvrt.	2002 3. kvrt.	2002 4. kvrt.
Realt BNP	2,4	3,6	4,6	4,4	1,1	1,9	0,8	3,1	2,4	1,3
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:¹⁾</i>										
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	1,0	3,9	3,0	3,4	0,0	0,6	-1,9	0,5	1,8	2,0
Nettoeksport	1,4	-0,3	1,5	0,9	1,1	1,3	2,7	2,7	0,5	-0,6
HICP	1,8	1,0	0,6	1,3	2,7	2,0	2,9	1,9	1,5	1,6
Lønsum pr. ansat	4,7	2,6	1,2	7,0	5,0	3,9	5,1	3,6	3,7	3,1
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	0,9	0,5	-1,1	5,0	5,8	2,1	4,7	0,8	1,4	1,7
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	0,7	-0,5	1,1	4,5	4,7	0,4	2,0	0,4	-0,1	-0,7
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP) ²⁾	.	3,6	2,6	3,8	3,8	4,2	5,5	5,3	4,1	1,8
Samlet beskæftigelse	-1,1	1,5	2,2	2,2	2,0	0,1	0,2	0,1	-0,0	0,0
Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	9,9	8,2	6,7	5,6	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,1
Budgetsaldo (pct. af BNP) ³⁾	-1,5	1,9	1,5	3,4	4,5	1,2	.	.	.	.
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ³⁾	73,1	70,5	62,7	52,8	54,4	52,4	.	.	.	.
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁵⁾	4,4	4,4	3,3	4,1	4,1	4,3	4,0	4,5	4,4	4,1
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁵⁾	6,6	5,0	5,0	5,4	5,1	5,3	5,4	5,6	5,2	5,0
Valutakurs over for ECU eller euro ⁵⁾	8,65	8,91	8,81	8,45	9,25	9,16	9,16	9,16	9,23	9,10

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

- 1) Procentpoint.
- 2) Kvartalstal er hverken sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalenderffekter.
- 3) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.
- 4) Offentligt overskud (+) / underskud (-).
- 5) Periodens gennemsnit.
- 6) Nationale valutaenheder pr. ECU indtil udgangen af 1998. Derefter pr. euro.

hvilket delvis afspejler en kraftig stigning i sygefravær. Arbejdsløsheden lå fortsat tæt på 5 pct. i hele 2002.

Den årlige inflation målt ved HICP, CPI og UNIDX¹ aftog fortsat i 2002 (se figur 31). Det skyldtes både basiseffekter i forbindelse med prisstigninger i 2001 og et aftagende omkostningspres. Den årlige HICP-inflation var i gennemsnit 2,0 pct. i 2002 i forhold til 2,7 pct. i 2001, mens CPI steg med 2,4 pct. i forhold til 2,6 pct. i 2001.² Væksten i enhedslønomkostningerne aftog til 2,1 pct. i forhold til 5,8 pct. i 2001 hovedsagelig som følge af stigende arbejdskraftsproduktivitet.

Overskuddet på de offentlige finanser faldt kraftigt fra 4,5 pct. af BNP i 2001 til 1,2 pct. af BNP i 2002. Skattenedsættelser på ca. 1 pct. af BNP, udgiftsstigninger og budgeteffekten af en lavere BNP-vækst end trenden bidrog til denne ned-

gang. Desuden var der ikke tale om noget positivt overhæng fra tidligere år, som havde påvirket budgetresultatet kraftigt i 2001. Gældskvoten faldt fra 54,4 pct. i 2001 til 52,4 pct. i 2002. Målsætningen for budgetoverskud i det ajourførte svenske konvergensprogram er 1,5 pct. af BNP i 2003 og 1,6 pct. i 2004. Dette overskud er fortsat i overensstemmelse med den svenske budgetregel om at fastholde et overskud på ca. 2 pct. i hele konjunkturcyklen på grund af tidligere års store overskud. Sidste fase af indkomstskattereformen er imidlertid blevet udsat for at undgå, at overskuddet kommer under grænsen. Gælds-

- 1 UNIDX defineres som CPI ekskl. renteudgifter og den direkte effekt af ændrede afgifter og tilskud. I Sverige er det samlede CPI målvariablen for pengepolitikken. Eftersom midlertidige faktorer i de senere år har påvirket prognoserne, er de pengepolitiske beslutninger dog baseret på en vurdering af UNIDX.
- 2 Årsagen til den større forskel mellem CPI og HICP i Sverige er indførelsen pr. 1. januar 2002 af et prisloft for børnepasning, som er inkluderet i HICP, men ikke i CPI, og som reducerer HICP-inflationen med ca. 0,4 procentpoint.

kvoten skønnes at falde til 50,9 pct. i 2003 og 49,3 pct. i 2004.

Sveriges Riksbank fører en fleksibel valutakurspolitik. Det pengepolitiske mål er udtrykt som et specifikt inflationsmål på en 2 pct. stigning i CPI inden for en margin på 1 procentpoint. Sveriges Riksbank hævede repoenten med 0,25 procentpoint både 19. marts og 26. april 2002 til 4,25 pct. som følge af en forholdsvis høj ressourceudnyttelse og gunstige udsigter for et globalt opsving, hvilket øgede risikoen for, at inflationsmålet på 2 pct. ville blive overskredet. På baggrund af kraftige aktiekursfald, øget usikkerhed vedrørende det globale opsving og lav industriaktivitet i efteråret nedsatte Sveriges Riksbank dog repoenten med 0,25 procentpoint både 15. november og 5. december 2002, da der var øget risiko for, at inflationen i fremtiden ville ligge under inflationsmålet. Som udtryk for disse ændringer i den pengepolitiske rente udvidedes spændet mellem den korte markedsrente i Sverige og euroområdet yderligere i 1. halvår 2002 til ca. 100 basispoint, mens det var stort set stabilt i 2. halvår (se figur 31). Den lange rente fulgte udviklingen på de internationale obligationsmarkeder i løbet af året, og rentespændet i forhold til euroområdet steg en smule til omkring 50 basispoint ved udgangen af 2002. Den svenske krone, som svingede inden for ca. SEK 9,0-9,5 pr. euro i 2002, var i perioder påvirket af udviklingen på de finansielle markeder og spekulationer vedrørende indførelsen af euroen i Sverige (se figur 32). Ved årets udgang var kronen apprecieret med ca. 1,5 pct. over for euroen i forhold til begyndelsen af 2002.

Storbritannien

På baggrund af en markant afmatning i verdensøkonomien aftog den gennemsnitlige vækst i realt BNP i Storbritannien til 1,6 pct. i 2002 fra 2,0 pct. i 2001 (se tabel 13). Efter en afdæmpet vækst i begyndelsen af 2002 steg den økonomiske vækst i Storbritannien betydeligt resten af året med privatforbruget og det offentlige forbrug som den vigtigste drivkraft.

I forhold til året før var væksten i husholdningernes reale forbrug stort set stabil med 3,9 pct. i 2002 trods vækstnedgangen i den disponible realindkomst og faldet i aktiekurserne. Væksten i privatforbruget var fortsat robust som følge af en accelererende stigning i boligpriserne, en yderligere stigning i beskæftigelsen og kraftig kredit ekspansion. Produktionsvæksten blev desuden understøttet af en stigning i det offentlige forbrug fra 2,3 pct. i 2001 til 4,2 pct. i 2002, hvilket stort set er i overensstemmelse med regeringens mål for det offentlige forbrug. Faste bruttoinvesteringer faldt med 4,5 pct. mod en stigning på 0,8 pct. i 2001. Den skrøbelige tillid til udsigterne for den eksterne efterspørgsel og en stigning i finansieringsomkostningerne i forbindelse med faldet på de internationale aktiemarkeder har sandsynligvis reduceret virksomhedernes incitament til at øge investeringerne. Nedgangen i erhvervsinvesteringerne blev delvis opvejet af en stigning i de offentlige investeringer, hvilket var udtryk for planer om at opgradere den offentlige sektors kapitalapparat. For syvende år i træk var nettoeksportens bidrag til væksten i realt BNP negativt (1,0 procentpoint) i 2002. Eksporten faldt med 1,4 pct. efter en stigning på 0,9 pct. i 2001. Sammensætningen af væksten i den samlede efterspørgsel lagde dog fortsat en dæmper på importvæksten, som aftog til 1,2 pct. i 2002.

Generelt var udviklingen på arbejdsmarkedet fortsat stort set stabil, idet arbejdsløsheden steg en smule til 5,2 pct. i 2002. Stigningen i den samlede beskæftigelse var uændret i forhold til 2001, hvilket bl.a. kunne tilskrives en kraftig stigning i antallet af job i den offentlige sektor. Konjunkturunedgangen i 2001 og i begyndelsen af 2002 har tilsyneladende påvirket arbejdsmarkedet via et fald i antal arbejdstimer og aftagende vækst i lønsum pr. ansat.

RPIX-inflationen lå fortsat under regeringens mål på 2,5 pct. næsten hele året og var i gennemsnit 2,2 pct., dvs. stort set samme niveau som i 2001.³ RPIX-inflationen oversteg dog regerin-

3 RPIX er detailprisindekset ekskl. ydelser på realkreditlån.

Tabel 13
Makroøkonomiske indikatorer for Storbritannien

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 1. kvrt.	2002 2. kvrt.	2002 3. kvrt.	2002 4. kvrt.
Realt BNP	3,4	2,9	2,4	3,1	2,0	1,6	1,0	1,3	2,0	2,1
<i>Bidrag til vækst i realt BNP:¹⁾</i>										
Real indenlandsk efterspørgsel inkl. lagerinvesteringer	4,0	5,1	3,8	4,1	2,6	2,6	2,6	1,9	2,6	3,1
Nettoeksport	-0,5	-2,2	-1,4	-1,1	-0,6	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	-1,0
HICP	1,8	1,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,5	0,9	1,1	1,6
Lønsum pr. ansat	4,3	5,3	4,0	4,7	5,2	.	2,8	3,2	.	.
Enhedslønomkostninger, hele økonomien	2,8	3,5	3,1	2,9	4,0	.	2,4	2,6	.	.
Importdeflator (varer og tjenesteydelser)	-7,1	-6,2	-2,5	0,7	-0,1	.	-3,6	-2,8	-1,3	.
Løbende poster + nye kapitalposter (pct. af BNP) ²⁾	-0,1	-0,5	-2,1	-1,8	-1,5	.	-0,5	-1,9	-0,2	.
Samlet beskæftigelse	2,0	1,2	1,5	1,3	0,8	.	0,6	0,8	.	.
Arbejdsløshed (pct. af arbejdsstyrken)	6,9	6,2	5,9	5,4	5,0	.	5,1	5,1	5,2	.
Budgetsaldo (pct. af BNP) ³⁾	-2,2	0,2	1,1	1,6	0,8	-1,4	.	.	.	.
Konsolideret bruttogæld (pct. af BNP) ³⁾	50,8	47,7	45,1	42,1	39,0	38,6	.	.	.	.
3-måneders rente (pct. p.a.) ⁵⁾	6,8	7,3	5,4	6,1	5,0	4,0	4,0	4,1	3,9	3,9
10-årig statsobligationsrente (pct. p.a.) ⁵⁾	7,1	5,6	5,0	5,3	5,0	4,9	5,1	5,3	4,7	4,5
Valutakurs over for ECU eller euro ⁵⁾	0,69	0,67	0,66	0,61	0,62	0,63	0,61	0,63	0,64	0,64

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

1) Procentpoint.

2) Kvartalstal er hverken sæsonkorrigeret eller korrigeret for kalenderffekter.

3) I overensstemmelse med definitionen i Maastricht-traktaten.

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

5) Periodens gennemsnit.

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

gens mål i november og december som følge af en stigning i benzinpriserne og i komponenten boligudgifter. HICP-inflationen, som i gennemsnit lå på 1,3 pct. i 2002, var betydelig lavere end RPIX-inflationen, bl.a. fordi den kraftige stigning i komponenten boligudgifter i RPIX ikke indgår i HICP-indekset. Forskellen mellem prisudviklingen for tjenesteydelser og varer steg yderligere i 2002. Priserne på tjenesteydelser steg, mens svag efterspørgsel og øget konkurrence på de globale markeder fortsat medførte et nedadrettet pres på priserne i de mere udsatte varesektorer. Samtidig var den gennemsnitlige årlige vækst i enhedslønomkostningerne i økonomien som helhed fortsat overvejende stabil i forhold til det foregående år. Generelt var omkostningspresset tilsyneladende fortsat forholdsvis afdæmpet.

Efter tidligere års betydelige forbedringer af det offentlige budget begyndte overskuddet at aftage

i 2001, hvor det faldt til 0,8 pct. af BNP. I 2002 blev det til et underskud på 1,4 pct. af BNP. Faldet var resultatet af en betydelig stigning i de offentlige udgifter, hvilket bidrog til en ekspansiv finanspolitik og et kraftigt fald i skatteindtægterne. Specielt indtægterne fra selskabsskat var lavere end forventet, især i sektoren for finansielle tjenesteydelser. Gældskvoten aftog en smule fra 39 pct. i 2001 til 38,6 pct. i 2002. Målsætningen for budgetunderskud i det ajourførte konvergensprogram er 1,8 pct. af BNP i 2002-03 og 2,2 pct. i 2003-04. Bruttogældskvoten forventes at stige en smule fra 37,9 pct. af BNP i 2002-03 til 38,8 pct. i 2003-04.

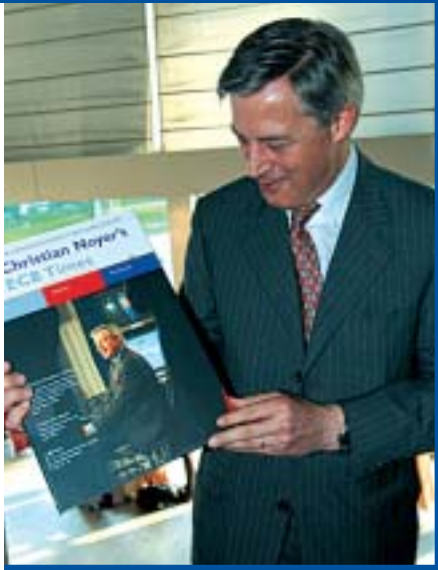
Bank of England fører en fleksibel valutakurspolitik med et specifikt inflationsmål, som den britiske regering har fastsat til en årlig stigning i RPIX på 2,5 pct. I 2002 fastholdtes reporenten uændret på 4,0 pct. I februar 2003 blev den nedsat til 3,75 pct. Det korte rentespænd over for

euroområdet svævede omkring 60 basispoint i 2002 og steg en smule i december, efter at ECB havde nedsat de vigtigste renter (se figur 31). Den 10-årige statsobligationsrente svævede omkring niveauet i 2001 og lå ved årets udgang lidt over niveauet i euroområdet. Det britiske pund deprecierede en smule over for euroen i løbet af

året (se figur 32). Pundets første depreciering over for euroen i maj og juni, som muligvis skyldtes spekulationer vedrørende Storbritanniens indførelse af euroen og en kraftig appreciering af euroen over for den amerikanske dollar, blev delvis afløst af en appreciering i løbet af 3. kvartal 2002, men pundet deprecierede igen i 4. kvartal.



*Den forhenværende og nye næstformand
i ECB, Christian Noyer (til venstre)
og Lucas Papademos*



*Afskedsreception for næstformand
Christian Noyer 28. maj 2002*

Kapitel V

Europæisk og internationalt samarbejde

I Europæiske spørgsmål

I 2002 havde ECB fortsat regelmæssig kontakt med fællesskabsinstitutioner og relevante organer.¹ Repræsentanter for ECB deltog i møder i Ecofin-rådet, når spørgsmål vedrørende ESCBs mål og opgaver blev behandlet. I 2002 omfattede disse spørgsmål især finansiell stabilitet og regulering, finansielt tilsyn samt stabilitets- og vækstpagtens gennemførelse. Tilsvarende deltog formanden for Ecofin-rådet i en række møder i Styrelsesrådet. I 2. halvår 2002, hvor Danmark, som ikke har indført euroen, havde formandskabet for EU, deltog formanden for Eurogruppen på vegne af formanden for Ecofin-rådet. Et medlem af Europa-Kommissionen deltog også i Styrelsesrådets møder.

ECBs formand og centralbankcheferne i EU blev også inviteret til at deltage i Ecofin-rådets to uformelle møder i Oviedo (Spanien) i april og København i september 2002. På begge møder drøftede man integration, stabilitet, regulering og tilsyn på de finansielle markeder i Europa. Desuden udvekslede deltagerne på mødet i Oviedo synspunkter vedrørende virksomhedsledelse (corporate governance) og internationale finansielle anliggender. Drøftelserne på Ecofin-rådets uformelle møde i København drejede sig bl.a. om spørgsmål i forbindelse med udvidelsen og den internationale finansielle struktur.

ECB fortsatte med at deltage regelmæssigt i Eurogruppens møder. Disse møder giver ECB mulighed for at deltage i en åben, uformel dialog om politiske emner med eurolandenes finansministre og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender. Drøftelserne i Eurogruppen drejede sig primært om de overordnede økonomiske udsigter for euroområdet og budgetudviklingen i de enkelte eurolande. Regelmæssig overvågning af indførelsen af eurosedler og mønter var også et fokusområde for Eurogruppen, især i 1. halvår 2002. Desuden drøftede Eurogruppen fortsat gennemførelsen af de nødvendige strukturreformer.

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

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

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

¹ ECBs relationer med Europa-Parlamentet behandles særskilt i kapitel XII i denne Årsberetning.

1.1 Stabilitets- og vækstpaktens gennemførelse

På baggrund af en forringelse af både budgetudviklingen og budgetudsigterne var 2002 en lakmusprøve for stabilitets- og vækstpaktens gennemførelse.

I 2001 lå både Tyskland og Portugal meget langt fra de budgetmål, som var fastsat i deres respektive stabilitetsprogrammer. Da Kommissionen mente, at der var risiko for uforholdsmæssigt store underskud i disse lande, vedtog Kommissionen 30. januar 2002 en henstilling til Rådet med henblik på Rådets henstilling om en advarsel til Tyskland og Portugal. Hermed iværksatte Kommissionen for første gang den advarselsprocedure, som er fastlagt i Rådets forordning (EF) nr. 1466/97 om styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker. Som svar gav både Tyskland og Portugal et fast politisk tilsagn om at træffe de nødvendige foranstaltninger til at undgå en overskridelse af referenceværdien på 3 pct. af BNP og opnå en budgetstilling tæt på balance senest i 2004. På den baggrund fandt Ecofin-rådet på mødet 12. februar, at både Tysklands og Portugals regering havde reageret tilfredsstillende på Kommissionens henstilling og besluttede at afslutte de to procedurer.

Den 21. juni 2002 vedtog Rådet sin henstilling om de overordnede retningslinjer for medlemsstaternes og Fællesskabets økonomiske politikker. Med hensyn til budgetpolitikken opfordredes de medlemslande, der endnu ikke havde opnået en budgetstilling tæt på balance eller i overskud, til at opnå en sådan budgetstilling senest i 2004. I overensstemmelse med almindelig praksis var henstillingerne i retningslinjerne baseret på de underliggende antagelser vedrørende udviklingen i de vigtigste økonomiske variable i Kommissionens økonomiske forårsprognoser. I de efterfølgende måneder viste den økonomiske udvikling sig dog at være betydeligt værre end forventet. På baggrund af den aktuelle finanspolitik og de makroøkonomiske fremskrivninger var det derfor ikke længere realistisk, at med-

lemslande med ubalance på budgettet kunne opnå en budgetstilling tæt på balance eller i overskud senest i 2004. Euroområdetets finansministre, ECBs formand, Kommissionens formand og kommissæren for økonomiske og monetære anliggender drøftede konsekvenserne heraf på Eurogruppens møde 7. oktober. Efter dette møde kom Eurogruppen med en udtalelse om budgetudviklingen i euroområdet. Heri bekræftede euroområdetets finansministre deres forpligtelse til at undgå uforholdsmæssigt store underskud i medfør af traktaten og til at opfylde stabilitets- og vækstpaktens målsætning om at opnå og fastholde en budgetstilling tæt på balance eller i overskud gennem hele konjunkturforløbet. Desuden tilsluttede Eurogruppen sig Kommissionens forslag om, at de lande, som endnu ikke havde opfyldt målsætningen, skulle gennemføre en løbende forbedring af den underliggende budgetsaldo med mindst 0,5 pct. af BNP pr. år. Alle ministre på nær én var enige om, at denne justering skulle begynde i 2003.

Foringelsen af budgetudsigterne i løbet af sommeren og begyndelsen af efteråret gav også anledning til øget offentlig debat om stabilitets- og vækstpaktens bestemmelser og gennemførelse. På baggrund heraf kom Styrelsesrådet 24. oktober 2002 med en udtalelse om stabilitets- og vækstpakten, hvori det blev understreget, at budgetproblemerne i visse medlemslande ikke skyldtes uflexible bestemmelser, men snarere disse medlemslandes uvillighed til at leve op til deres forpligtelser samt deres manglende udnyttelse af de tidligere gunstige betingelser med kraftigere vækst til at forbedre deres budgetstilling væsentligt. Endvidere gav Styrelsesrådet udtryk for sin støtte til Kommissionens forslag om, at alle lande, som endnu ikke havde opnået balance, skulle forpligte sig til at gennemføre en klar konsolideringsstrategi. Strategien skulle omfatte en troværdig tilpasning, som sikrede en løbende forbedring af den underliggende budgetsaldo med mindst 0,5 pct. af BNP pr. år.

I løbet af sommeren viste det sig også, at Portugals offentlige finanser havde det betydeligt værre end antaget, da Rådet behandlede advarslen til

Portugal, og da de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker efterfølgende blev udarbejdet. I forbindelse med rapporteringen af underskud og gæld i september rapporterede den portugisiske regering et offentligt underskud for 2001 på 4,1 pct. af BNP, dvs. et godt stykke over referenceværdien på 3 pct. af BNP. Kommissionen iværksatte derfor proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud som fastlagt i traktatens artikel 104 og nærmere beskrevet i Rådets forordning (EF) nr. 1467/97. I henhold til denne procedure vedtog Ecofin-rådet en beslutning om, at Portugal havde et uforholdsmæssigt stort underskud og en henstilling til Portugal om at bringe denne situation til ophør. Rådet henstillede bl.a. til den portugisiske regering, at den skulle afhjælpe situationen så hurtigt som muligt. Rådet satte også en tidsfrist, der hed 31. december 2002. Inden da skulle den portugisiske regering have truffet alle nødvendige foranstaltninger til at bringe det uforholdsmæssigt store underskud til ophør. Desuden anbefalede Rådet den portugisiske regering at vedtage og gennemføre de nødvendige budgetmæssige foranstaltninger til at sikre, at det offentlige underskud i 2003 nedbringes til et godt stykke under 3 pct. af BNP, og at den offentlige gældskvote holdes under referenceværdien på 60 pct. af BNP.

Den 13. november offentliggjorde Kommissionen sine økonomiske efterårsprognoser 2002. Ifølge disse forventedes et budgetunderskud på 3,8 pct. af BNP i Tyskland i 2002 og 2,7 pct. i Frankrig stigende til 2,9 pct. i 2003. På baggrund heraf iværksatte Kommissionen 19. november proceduren vedrørende uforholdsmæssigt store underskud i medfør af traktatens artikel 104 ved at offentliggøre en rapport om budgetsituationen i Tyskland. Samme dag vedtog Kommissionen også en henstilling med henblik på Rådets henstilling om en advarsel til Frankrig for at undgå, at der opstår et uforholdsmæssigt stort underskud.

Den 21. januar 2003 vedtog Ecofin-rådet en beslutning om et uforholdsmæssigt stort underskud i Tyskland og en henstilling til Tyskland om at bringe situationen med et uforholdsmæssigt

stort offentligt underskud til ophør. Heri henstillede Rådet bl.a. til den tyske regering, at den skulle afhjælpe situationen så hurtigt som muligt og gennemføre de korrigerende foranstaltninger, som er fastlagt i Tysklands budgetplaner for 2003. Rådet satte også en tidsfrist, der hed 21. maj 2003. Inden da skal disse foranstaltninger være truffet. Samme dag vedtog Ecofin-rådet også en henstilling om at give Frankrig en advarsel mod, at der opstår et uforholdsmæssigt stort underskud.

1.2 Forslag til styrkelse af koordineringen af den økonomiske politik og strømlining af koordineringsprocesserne

På mødet i Barcelona 15. og 16. marts 2002 opfordrede Det Europæiske Råd til yderligere fremskridt med hensyn til koordinering af den økonomiske politik. I den forbindelse opfordrede stats- og regeringscheferne Kommissionen til at fremsætte forslag til styrkelse af koordineringen af den økonomiske politik forud for Det Europæiske Råds forårsmøde i 2003. Rådet og Kommissionen opfordredes endvidere til at strømline de relevante koordineringsprocesser og fokusere på gennemførelse snarere end på den årlige opstilling af retningslinjer.

Den 3. september udsendte Kommissionen en meddelelse med forslag til strømlining af den årlige koordinering af den økonomiske politik og beskæftigelsespolitikken. Den 3. december vedtog Rådet en rapport, der i hovedtræk godkendte Kommissionens forslag. Kommissionens og Rådets henstillinger til strømlining af koordineringen af den økonomiske politik og beskæftigelsespolitikken omfatter følgende: For det første bør der fokuseres mere på det mellemlange sigte, med en fuld gennemgang af de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker samt beskæftigelsesretningslinjerne og henstillingerne hvert tredje år i stedet for hvert år som nu. For det andet bør der fokuseres mere på den årlige overvågning af retningslinjernes gennemførelse. For det tredje bør der udarbejdes en fælles

politikkoordineringscyklus, ud fra hvilken Det Europæiske Råd kan vurdere politikernes gennemførelse og udstikke politiske hovedlinjer på sit forårsmøde. Herefter udarbejdes en "pakke med retningslinjer", der omfatter både de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker samt beskæftigelsesretningslinjerne og henstillingerne. Endvidere bør de forskellige rapporter, som medlemslandene indsender i henhold til Luxembourg- og Cardiff-processen, synkroniseres med henblik på strømlining og for at undgå overlapninger og gentagelser. De nationale gennemførelsesrapporter vil således blive indsendt som en samlet pakke hvert efterår. Medlemslandenes stabilitets- og konvergensprogrammer skal dog holdes adskilt, da de hænger sammen med de nationale budgetcykluser.

Som reaktion på anmodningen fra Det Europæiske Råd i Barcelona om forslag til styrkelse af koordineringen af den økonomiske politik udsendte Kommissionen 27. november en meddelelse til Rådet og Europa-Parlamentet om bedre samordning af finanspolitikken. I meddelelsen forelagde Kommissionen følgende fem forslag til forbedring af stabilitets- og vækstpagtens fortolkning, der alle efter Kommissionens mening kan gennemføres inden for de eksisterende juridiske rammer: For det første skal budgetmålene fastsættes på en sådan måde, at der tages større hensyn til konjunkturfølget. I den forbindelse skal stabilitets- og vækstpagtens krav om "tæt på balance eller i overskud" defineres på grundlag af den underliggende budgetsaldo (af Kommissionen defineret som budgetsaldoen rensat for kortvarige virkninger og specielt konjunkturudsvingenes virkninger). Overholdelse af referencerværdien på 3 pct. af BNP skal derimod fortsat vurderes på grundlag af den nominelle saldo. For det andet skal de medlemslande, hvis budget stadig er langt fra at være tæt på balance eller i overskud, gennemføre en løbende forbedring af den underliggende budgetsaldo på mindst 0,5 pct. af BNP pr. år. Dette forslag er i overensstemmelse med Eurogruppens udtalelse af 7. oktober (se ovenfor). For det tredje må der ikke føres en procyklisk finanspolitik under et økonomisk opsving. For det fjerde kan en mindre afvigelse fra

kravet om tæt på balance eller i overskud tillades under særlige betingelser og forudsat, at referencerværdien på 3 pct. af BNP ikke overskrides. Formålet med en sådan afvigelse skal være at give medlemslandet mulighed for at finansiere strukturreformer, som skal øge beskæftigelsen og vækstpotentialet og dermed styrke den underliggende budgetstilling på mellemlangt sigt. For det femte skal der lægges større vægt på vurderingen af gældskvoterne i overvågningen af de offentlige finanser. Foruden disse forslag skitserede Kommissionen et program med fire punkter, der skal sikre en effektiv gennemførelse. For det første skal medlemslandene på Det Europæiske Råds forårsmøde bekræfte deres politiske tilsagn om at overholde stabilitets- og vækstpagten i en "resolution om styrkelse af samordningen af budgetpolitikken". For det andet skal Ecofin-rådet vedtage en "adfærdskodeks for indberetning af budgetdata" med henblik på at forbedre statistikkerne om de offentlige finanser med hensyn til kvalitet og aktualitet. For det tredje skal stabilitets- og vækstpagtens håndhævelsesprocedurer gøres mere effektive, især ved en nærmere angivelse af kriterierne for iværksættelse af disse procedurer. For det fjerde skal kommunikationen af budgetpolitikken forbedres ved større åbenhed og gennemsigtighed.

I sin udtalelse efter Styrelsesrådets møde 5. december sagde ECBs formand, at Kommissionens meddelelse om bedre samordning af finanspolitikken var et godt udgangspunkt for opbygning af tillid til de budgetmæssige rammer. Han gentog desuden, at Styrelsesrådet tilslutter sig Kommissionens hovedmål, nemlig at forbedre stabilitets- og vækstpagtens gennemførelse inden for de eksisterende juridiske rammer.

1.3 Konventet om Europas fremtid

På mødet i Laeken i december 2001 vedtog Det Europæiske Råd en "erklæring om Den Europæiske Unions fremtid" (også kendt som "Laeken-erklæringen"), der identificerer udfordringerne for en Union, som befinder sig ved "en korsvej, et afgørende tidspunkt i sin eksistens". I lyset af

disse udfordringer og for at "sikre en så bred og gennemsigtig forberedelse af den næste regeringskonference som muligt" besluttede Det Europæiske Råd at indkalde et konvent om Europas fremtid. Konventet fik til opgave at drøfte de væsentligste problemer, som den fremtidige udvikling af EU medfører, og undersøge de mulige løsninger samt at forenkle og omarbejde de eksisterende traktater og eventuelt arbejde hen imod en forfatning for de europæiske borgere.

Konventet, der påbegyndte sine drøftelser i februar 2002 og forventes at afslutte arbejdet i sommeren 2003, består af repræsentanter for de nationale regeringer, de nationale parlamenter, Europa-Parlamentet og Kommissionen. Tiltrædelseslandene er repræsenteret i samme omfang som de nuværende medlemslande. Konventets medlemmer erklærede sig meget tidligt enige i formand Giscard d'Estaings forslag om at udarbejde en "traktat om indførelse af en forfatning for Europa". Teksten, der skal forenkle, strømline og styrke Europas juridiske og forfatningsmæssige grundlag, vil blive forelagt til godkendelse på regeringskonferencen i 2003.

Da ECBs formand på euroens vegne modtog den internationale Charlemagne-pris i maj 2002, udtalte han, at konventet, hvis det opfylder sit formål, vil supplere den eksisterende økonomiske forfatning med effektive og gennemsigtige politiske strukturer og processer.

I juni 2002 blev der inden for konventets videre beføjelser nedsat en arbejdsgruppe vedrørende økonomisk governance. Arbejdsgruppen drøftede de generelle rammer for økonomisk governance, pengepolitikken, den økonomiske politik samt institutionelle anliggender. I september 2002 deltog ECBs formand i en høring i denne arbejdsgruppe, hvor han redegjorde for sit syn på, hvordan monetære og økonomiske emner bør behandles i den fremtidige forfatningstraktat. Han anførte, at de nuværende rammer for økonomisk governance var hensigtsmæssige og kunne opfylde de fremtidige krav. Han opfordrede endvidere kraftigt konventet til at bevare essensen i disse rammer og især de monetære

principper i traktaten, navnlig princippet om centralbankuafhængighed og hovedmålet om at fastholde prisstabilitet. Disse principper er grundpiller i EUs monetære forfatning og bør derfor spille en fremtrædende rolle i en fremtidig forfatningstraktat.

I oktober 2002 vedtog arbejdsgruppen sin rapport, hvori den anbefalede at bibeholde den nuværende struktur og dermed bekræftede, at ECB har enekompetence til at føre pengepolitik i euroområdet. I rapporten anførtes også det synspunkt, at ECBs opgaver, mandat og statut bør bibeholdes uændret og ikke berøres af eventuelle nye traktatbestemmelser. Under drøftelsen af rapporten på konventets plenarmøde 7. november gav et overvældende flertal af konventets medlemmer udtryk for deres støtte til arbejdsgruppens henstillinger.

ECB overvåger nøje konventet og er af den opfattelse, at vedtagelsen af en forfatningstraktat for Europa vil fuldstændiggøre Den Økonomiske og Monetære Union og øge dens succes.

1.4 Reform af de finansielle markeder

Med henblik på at udnytte alle fordelene ved den fælles valuta har opmærksomheden i stigende grad været rettet mod at fjerne de sidste barrierer for et egentligt indre marked for finansielle tjenesteydelser. I 2002 blev der gennemført yderligere vigtige tiltag for at nå dette mål på EU-plan. Ny lovgivning blev vedtaget, og procedurerne for udarbejdelse og anvendelse af regler blev drøftet indgående.

På Det Europæiske Råds møde i Barcelona (i marts 2002) blev det bekræftet, at fuld gennemførelse af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser senest i 2005 er afgørende for at fjerne de sidste barrierer på det europæiske marked for finansielle tjenesteydelser. Handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser, som blev iværksat i 1999, giver retningslinjer for de foranstaltninger, der skal træffes på de finansielle markeder. Fremskridtene gennemgås regelmæssigt af Euro-

pa-Kommissionen med bistand fra Politikgruppen for Finansielle Tjenesteydelser, hvor ECB også er repræsenteret. I den syvende rapport om gennemførelsen af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser fra december 2002 bemærkes det, at der er sket fremskridt, men det understreges samtidig, at Kommissionen skal gennemføre tiltag som beskrevet i handlingsplanen senest midt i 2004, hvis handlingsplanen skal være gennemført i 2005. Ud af de 42 tiltag i den oprindelige handlingsplan var de 31 vedtaget ved udgangen af 2002. Det gælder bl.a. direktivet om finansiell sikkerhedsstillelse og direktivet om fjernsalg af finansielle tjenesteydelser samt forordningen om internationale regnskabsstandarder. Kommissionen mangler kun at vedtage fire forslag til retsfor skrifter, bl.a. vedrørende revidering af kapitaldækningsreglerne for banker og investeringsselskaber. Som reaktion på markedsudviklingen siden iværksættelsen af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser er der udarbejdet yderligere fem tiltag, fx meddelelsen om clearing og afvikling.

I 2002 blev der også gjort fremskridt med hensyn til at indføre EU-strukturer for finansiell regulering og stabilitet og finansielt tilsyn, som kan op-

fylde kravene i forbindelse med et meget omskifteligt finansielt miljø. Den 3. december 2002 vedtog Ecofin-rådet efter en stor offentlig høring en rapport med en række konkrete forslag. I rapporten foreslås det, at de interinstitutionelle "Lamfalussy"-rammer, der gælder på værdipapirmarkederne, udvides til at gælde alle finansielle sektorer. Endvidere foreslås det, at der nedsættes tre nye regulerende udvalg (trin 2) for banker, finansielle konglomerater samt pensions- og forsikringsselskaber og to nye tilsynsudvalg (trin 3) for banker samt pensions- og forsikringsselskaber. I rapporten foreslås det også, at en omstruktureret Politikgruppe for Finansielle Tjenesteydelser under et medlemslands formandskab kan yde politisk rådgivning om spørgsmål vedrørende de finansielle markeder og hjælpe Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC) med at forberede Ecofin-rådets drøftelser om spørgsmål vedrørende finansiell stabilitet. Ecofin-rådet opfordrede Kommissionen til at nedsætte trin 2- og trin 3-udvalgene så hurtigt som muligt. Trin 2-udvalgene skal i første omgang kun have en rådgivende funktion, indtil der er opnået enighed med Europa-Parlamentet om deres beføjelser til at vedtage gennemførelsesforanstaltninger (se også kapitel IX).

2 Det internationale samarbejde

I 2002 deltog ECB og NCBERne fortsat i de internationale organisationers og foras monetære, finansielle og økonomiske aktiviteter. De praktiske ordninger vedrørende ECBs internationale repræsentation og samarbejde, som er beskrevet i ECB Årsberetning 1999, var stort set uændrede. Inden for EU blev koordineringen af internationale makroøkonomiske og finansielle spørgsmål styrket, bl.a. gennem Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs faste aktiviteter og forbedret informationsudveksling med IMF's eksekutivdirektører, der repræsenterer EUs medlemslande, og med ECBs observatør.

2.1 Multilateral og bilateral overvågning af de makroøkonomiske politikker

ECB og NCBERne deltog fortsat i regelmæssige peer reviews (multilateral overvågning) og internationale institutioners analyser (bilateral overvågning) af den monetære, finansielle og økonomiske politik samt udvikling.

Multilateral overvågning

ECB udvekslede oplysninger og synspunkter med andre politiske beslutningstagere i multilaterale organisationer og fora. ECBs formand repræsenterede sammen med Eurogruppens formand euroområdet på de møder mellem G7-lan-

denes finansministre og centralbankchefer, hvor overvågnings- og valutakursspørgsmål blev behandlet. ECBs formand deltog også i drøftelser om verdensøkonomiens tilstand i andre uformelle fora, fx møderne mellem G10-landenes centralbankchefer og møderne mellem ministre og centralbankchefer i G10- og G20-regi. ECBs observatør deltog i IMF's bestyrelses regelmæssige analyse af den globale økonomiske udvikling og markedsudvikling og i IMF's bestyrelses drøftelser af de globale økonomiske udsigter. Endelig deltog ECB og NCBerne i Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udviklings (OECDs) økonomisk-politiske komité (EPC), som drøftede de globale udsigter på kort sigt og de politiske krav i den nærmeste fremtid og bidrog dermed til at udarbejde OECDs økonomiske oversigt (Economic Outlook). ECB og NCBerne deltog også i møder i EPCs underkomiteer og arbejdsgrupper.

Bilateral overvågning

ECB bidrog til IMF's og OECDs bilaterale analyser af pengepolitikken og den finansielle og økonomiske politik i euroområdet. I 2002 udarbejdede IMF-staben to artikel IV-rapporter om euroområdets penge- og valutakurspolitik, der supplerede konsultationerne med enkeltlandene. Rapporterne byggede bl.a. på drøftelser mellem en IMF-delegation og ECB. Den første rapport blev rundsendt til IMF's bestyrelse i april 2002. Den anden rapport blev drøftet i IMF's bestyrelse og offentliggjort i oktober 2002 sammen med en note til information af offentligheden (PIN), der opsummerede IMF's bestyrelses vurdering, og en udtalelse fra eksekutivdirektøren fra det land, som havde formandskabet for Rådet, på vegne af euroområdets myndigheder. IMF's eksekutivdirektører lykønskede euroområdets myndigheder med den vellykkede og problemfri indførelse af eurosedler og -mønter. De bemærkede, at væksten havde været svagere og inflationen højere end forventet i 2002 som følge af både uventede stød og en stadig stor sårbarhed over for den eksterne udvikling, selv om euroområdet som helhed var mere modstands-

dygtigt, end de enkelte medlemslande havde været før indførelsen af Den Monetære Union. De forventede, at det økonomiske opsving ville ske gradvist, med betydelige nedadrettede risici.

OECD offentliggjorde en økonomisk oversigt over euroområdet (i juli 2002), som bl.a. var baseret på arbejde udført i forbindelse med en OECD-delegations besøg i ECB. Oversigten blev færdiggjort af OECDs komité for gennemgang af økonomi og udvikling, hvor Eurogruppens formand, Europa-Kommissionen og ECB sammen repræsenterede EU. Ifølge undersøgelsen skulle det igangværende økonomiske opsving gradvist blive kraftigere. Hvad angik pengepolitikken, analyserede undersøgelsen prisudviklingen i euroområdet i den seneste tid og konkluderede, at den gennemsnitlige inflation på over 2 pct. siden 2000 skyldtes en række ugunstige inflationsstød. Den vedvarende forholdsvis høje inflation i nogle eurolande blev anset for en udfordring, der krævede større fleksibilitet på arbejds- og produktmarkederne og øget integration af de finansielle markeder.

2.2 Overvågning af udviklingen på de globale finansielle markeder

Stabilitet på de globale finansielle markeder

ESCB fokuserede fortsat på de internationale finansielle institutioners og foras arbejde om udviklingen på de globale finansielle markeder. ECB og NCBerne deltog navnlig i den regelmæssige overvågning af den finansielle udvikling foretaget af forum for finansiell stabilitet (FSF), komiteen for det globale finansielle system (CGFS) i BIS-regi og OECDs komité for finansmarkederne. ECBs observatør deltog i IMF's bestyrelses drøftelser af IMF's kvartalsrapporter om stabiliteten på de finansielle markeder, der erstattede de årlige rapporter om de internationale kapitalmarkeder og kvartalsanalyserne af vækstmarkedernes finansiering. Som led i forberedelserne til en af rapporterne besøgte en IMF-delegation ECB for at drøfte de aktuelle forhold på de europæi-

ske finansielle markeder og integrationen af de finansielle markeder i EU.

Særlige initiativer til fremme af finansiell stabilitet

ECB deltog i en række internationale institutioners og foras arbejde vedrørende særlige aspekter af de internationale finansielle markeders funktion. Adskillige institutioner og fora, herunder FSF, undersøgte de politiske konsekvenser af store virksomheders konkurs med hensyn til oplysningspligt, corporate governance, regnskabs- og revisionspraksis samt dynamikken på de finansielle markeder. Det internationale samfund undersøgte og gennemførte også fortsat foranstaltninger til bekæmpelse af hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme. I den forbindelse udviklede IMF en metode til at vurdere de enkelte landes overholdelse af internationale standarder på disse områder.

ECB deltog i FSFs arbejde, der bl.a. omfattede en vurdering af offshorefinanscentrenes indførelse af internationale standarder, fremskridtene med hensyn til FSFs anbefalinger vedrørende højt gearede institutioner og gennemsigtigheden i genforsikringsbranchen. De komiteer, der arbejder i G10-centralbankchefernes regi, drøftede også særlige finansielle emner. Baselkomiteen for banktilsyn fortsatte med revisionen af kapitaldækningsreglerne for banker (beskrives nærmere i kapitel IX). ECB deltog i CGFS' undersøgelse af de finansielle konsekvenser af de finansieringsformer, der anvendes til IT-innovation, udviklingen i mekanismerne til overførsel af kreditrisiko og incitamentsstrukturerne i forbindelse med institutionel formueforvaltning. ECB var også involveret i komiteen for betalings- og afviklingssystemer (CPSS), der har et medlem af ECBs Direktion som formand (disse aktiviteter beskrives nærmere i kapitel VIII). Endelig deltog ECB i de regelmæssige møder i markedskomiteen, der erstatter komiteen for guld og udenlandsk valuta.

2.3 Relationer med IMF og relaterede fora

ESCB bidrog til den løbende vurdering af det internationale økonomiske og finansielle systems struktur, enten gennem arbejde på europæisk plan, hvor samarbejdet om IMF-spørgsmål blev styrket, især i Det Økonomiske og Finansielle Udvalg, eller ved direkte deltagelse i de relevante internationale institutioner og fora.

Sunde nationale økonomiske politikker

ESCB nærer stor interesse for IMF's arbejde for at fremme det globale økonomiske og finansielle systems stabilitet. Opmærksomheden har især været rettet mod IMF's overvågning som kriseforebyggende redskab. I forbindelse med den halvårslige vurdering af overvågningen vedtog IMF en række foranstaltninger, der skal forbedre overvågningens fokus og kvalitet, øge effekten af IMF's politikanbefalinger og styrke overvågningen i de lande, der deltager i et finansielt program med IMF.

IMF fortsatte sin indsats for at fremme de nationale finansielle systemers stabilitet og gennemførelsen af internationale standarder og koder. IMF og Verdensbanken fortsatte således med at udarbejde vurderinger af standarders og koders overholdelse og af de nationale finansielle systemers sundhed inden for rammerne af rapporter om overholdelse af standarder og koder (ROSC) og programmer til vurdering af den finansielle sektor (FSAP). ECB støttede denne indsats ved at stille tekniske eksperter til rådighed for FSAP-missionerne.

Styring af finansielle kriser

IMF fortsatte også sin indsats for at fremme en struktureret løsning af finansielle kriser. Under drøftelserne om disse spørgsmål understregede ESCB, at der er behov for klare regler for den private og den offentlige sektors respektive ansvarsområder i forbindelse med kriseløsning.

IMF gennemførte en vurdering af sin lånepolitik, dvs. rammerne for finansiel støtte til et medlemsland, der har betalingsbalanceproblemer. De normale lånegrænser, der er defineret i forhold til medlemslandenes kvoter, blev anset for passende. IMF's bestyrelse arbejder desuden på at præcisere betingelserne for støtte ud over de normale lånegrænser i særlige tilfælde og forbedre procedurerne i forbindelse hermed. ESCB finder, at en klart defineret lånepolitik letter koordineringen mellem de berørte parter, da låntagernes og de private kreditorens incitamenter derved fremmer det internationale samfunds mulighed for at løse finansielle kriser.

Debatten om procedurer til fremme af hurtig og velordnet omlægning af statsobligationsgæld fortsatte. ESCB havde den holdning, at en velordnet omlægningsproces kræver tre tilgange, der supplerer hinanden. Den første tilgang, der er kontraktbaseret, går ud på, at der i obligationslånekontrakter skal indføres en såkaldt CAC-klausul ("collective action clause"), der kan bidrage til at løse koordineringsproblemer mellem kreditorer. ECB deltog i indsatsen i G10-landenes finansministres og centralbankchefers regi for at udarbejde egnede kontraktbestemmelser, der også blev drøftet med repræsentanter for den private sektor. Endvidere undersøger det internationale samfund tiltag, der skal anspore til at medtage sådanne klausuler i obligationslånekontrakter. I den forbindelse aftalte EU-landene at foregå med et godt eksempel og medtage klausuler i statsobligationer udstedt af EU-landene i henhold til udenlandske jurisdiktioners lovgivning.

Den anden tilgang, der er lovbasert, går ud på at skabe internationale juridiske rammer for omlægning af statsobligationsgæld i form af en gældsomlægningsmekanisme (SDRM). Det internationale samfund afholdt en række drøftelser om en sådan mekanismes anvendelsesområde og funktion. De foreslåede rammer giver låntageren og et kvalificeret flertal af kreditorerne mulighed for at indgå en gældsomlægningsaftale, der er bindende for alle indehavere af de gældsinstrumenter, som er omfattet af rammerne.

Den tredje tilgang, der ikke er lovbasert og eventuelt kan indgå i en adfærdskodeks for gældsomlægning, går ud på at anvende uformelle mekanismer til at fremme en velordnet kriseløsning, herunder ensidig standsning af betalinger og IMF's långivning til låntagere i restance ("lending into arrears"). Navnlig kan debitorlande under særlige omstændigheder beslutte at standse betalingerne til eksterne private kreditorer og således komme i restance over for disse kreditorer (ensidig standsning af betalinger). IMF kan yde finansiel støtte til lande i restance, men kun hvis en række veldefinerede kriterier er opfyldt.

2.4 Samarbejde med EUs naboregioner

ECB har et tæt samarbejde med centralbankerne i EUs naboregioner og overvåger de internationale monetære spørgsmål, der opstår i disse regioner, og som har betydning for ECB. Foruden de 12 tiltrædelseslande, der omtales i kapitel VI, omfatter disse regioner Sammenslutningen af Uafhængige Stater (SNG) inkl. Rusland, Tyrkiet (et ansøgerland, der endnu ikke har startet forhandlinger om optagelse i EU), landene på Vestbalkan, Mellemøsten og Afrika.

I modsætning til samarbejdet med tiltrædelseslandenes centralbanker er samarbejdet med centralbankerne i andre EU-naboregioner ikke baseret på bestemte rammer, men har taget forskellig form med fokus på landespecifikke emner af fælles interesse. I den forbindelse er det vigtigt at bemærke, at de institutionelle, handelsmæssige og finansielle relationer med euroområdet er af meget stor betydning for de fleste lande i regionerne. Næsten alle landene er knyttet til EU gennem regionale aftaler, der især sigter mod at liberalisere varebevægelserne (og i nogle tilfælde bevægeligheden af kapital og tjenesteydelser) mellem EU og de pågældende lande. I nogle få tilfælde indeholder aftalerne også særlige bestemmelser vedrørende den finansielle sektor. Desuden er euroområdet den største handelspartner for de fleste af disse lande og den vigtigste kilde til international kredit, udenlandske direkte investe-

steringer (også i banksektoren) og officiel udviklingsbistand.

De øgede bilaterale relationer med Central Bank of Turkey omfatter bl.a. en policy-orienteret dialog på højt plan, herunder årlige møder på bestyrelsesplan. Samarbejdet med Central Bank of Russia er også øget på baggrund af bl.a. vigtige reformer af bankens pengepolitiske strategi og redskaber. ECB har udbygget kontakten til centralbankerne i landene på Vestbalkan, som er den region uden for euroområdet, der er mest direkte berørt af indførelsen af eurosedler og -mønter, og med centralbankerne i en række middelhavslande (Egypten, Israel, Marokko og Tunesien). ECB deltog endvidere i arrangementer i de to CFA-zoner² i Afrika i anledning af Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouests (BCEAOs) 40-års jubilæum og Banque des Etats de l'Afrique Centrales (BEACs) 30-års jubilæum. ECB er begyndt at samarbejde med West African Monetary Institute i Accra, Ghana, som blev oprettet i begyndelsen af 2001 af vestafrikanske engelsktalende lande under ledelse af Ghana og Nigeria med henblik på at skabe en ny monetær zone foruden den eksisterende CFA-franczone. I 2002 oprettede deltagerlandene en regional valutakursmekanisme. ECB har også etableret kontakt med Samarbejdsrådet for Golfstaterne (GCC). De seks lande i GCC³ har til hensigt at indføre en fælles valuta i 2010 og indførte et fælles fastkursystem ved udgangen af 2002 som det første skridt på vejen mod en monetær union. GCCs generalsekretariat og ECB arrangerede et fælles seminar om monetær integration i euroområdet og Golfregionen i Riyadh i oktober 2002. Endelig fortsatte ECB sine regelmæssige møder med centralbankerne i Island, Norge og Schweiz.

Euroens anvendelse i EUs naboregioner

Selv om euroen ikke er særlig udbredt i valutakursordningerne i området som helhed, og ECB ikke mener, at banken aktivt bør påvirke euroens internationale rolle, spiller euroen alligevel en vigtig rolle for mange lande. I landene på Vestbal-

kan har alle lande undtagen Albanien knyttet deres valuta til euroen. Bosnien-Hercegovina har knyttet sin nationale valuta til euroen inden for et currency board, mens Kroatien, Makedonien og Jugoslavien styrer deres respektive valutakurser over for euroen. I Middelhavsområdet spiller euroen en vigtig rolle i Marokkos og Tunesiens valutakurspolitik, selv om myndighederne overvejer at gå over til en mere fleksibel valutakurspolitik. I de to monetære zoner, der anvender CFA-francen, har euroen erstattet den franske franc som ankervaluta.

I en række nabolande anvender private husholdninger euroen som parallelvaluta i form af både kontanter og eurodenominerede bankindskud. Af de 25 mia. euro, der er sendt til destinationer uden for euroområdet pr. august 2002, skønnes mindst en femtedel at være i omløb i Balkanlandene, hvor eurosedler bruges til at lagre værdi og foretage store betalinger. I Balkanområdet er der også tale om udpræget aktivsubstitution. Fx tegnede eurodenominerede indskud sig for 80 pct. af det samlede indlån i Jugoslavien, 70 pct. i Kroatien og 50 pct. i Bosnien-Hercegovina ved udgangen af 2001. Valuta- og aktivsubstitution foregår stadig i stort omfang trods en betydeligt øget monetær og finansiell stabilisering i de sidste par år. Kosovo og Montenegro er særtilfælde, hvad angår anvendelsen af eurosedler og -mønter, da de officielt er euroiserede områder, dvs. politiske enheder, der har indført euroen som deres officielle valuta.

2.5 Samarbejde med Asien-Stillehavsområdet og Latinamerika

De europæiske erfaringer med økonomisk, finansiell og monetær integration har også vakt interesse i de asiatiske og latinamerikanske lande i de senere år. I den forbindelse er ECB ofte blevet anmodet om bistand inden for rammerne af initiativer til at fremme det regionale samarbejde

2 "Communauté Financière de l'Afrique" i Vestafrika og "Coopération Financière Africaine" i Centralafrika.

3 Bahrain, Kuwait, Qatar, Aaudi-Arabien og De Forenede Arabiske Emirater.

i de to regioner. ECB har til gengæld nøje fulgt den økonomiske udvikling i disse regioner og har styrket sine bilaterale relationer med de lokale myndigheder, især centralbankerne.

Det regionale samarbejde i Asien og Stillehavsområdet

Mødet mellem Asien og Europa (ASEM) er et vigtigt forum for samarbejdet mellem EU-landene og 10 østasiatiske lande og har siden 1996 givet landene en enestående mulighed for at udveksle information og fremme den politiske dialog. Den 5. og 6. juli 2002 deltog ECBs næstformand i det fjerde møde mellem ASEM-landenes finansministre i København, hvor han holdt et indlæg om euroens internationale rolle med særlig fokus på euroens anvendelse i både Østasien og EUs naboregioner. Som led i forberedelserne til dette møde arrangerede ECB et seminar på højt plan om "det regionale økonomiske, finansielle og monetære samarbejde: Erfaringer fra Europa og Asien" i Frankfurt 15. og 16. april 2002. På dette seminar, som blev afholdt inden for rammerne af det ASEM-baserede Kobe-forskningsprojekt til fremme af tværregional forskning, udvekslede repræsentanter for ASEM-landenes finansministre, centralbanker, regeringsorganer og internationale finansorganisationer samt akademikere synspunkter om tre overordnede emner af betydning for det regionale samarbejde i Asien og Europa. Det ene var omfanget og forløbet af samt de grundlæggende krav til et regionalt økonomisk samarbejde med særlig vægt på handel og udenlandske direkte investeringer. Desuden drøftedes det regionale finansielle samarbejde, herunder især de asiatiske og europæiske finansielle markeders effektivitet, sundhed, liberalisering og integration. Debatten fokuserede især på initiativerne til fremme af det finansielle samarbejde i Asien efter krisen i 1997-98. Endelig drøftede deltagerne mulige strategier for et penge- og valutakurspolitisk samarbejde mellem de lande, der allerede samarbejder regionalt, med fokus på de europæiske erfaringer.

De bilaterale relationer indebar bl.a. en række besøg i asiatiske lande. I februar 2002 besøgte en ECB-delegation, herunder formanden og et medlem af Direktionen, fx Kina. I september 2002 udstedte ECB og People's Bank of China (PBC) en fælles hensigtserklæring, der skulle fremme det bilaterale samarbejde mellem de to institutioner. I den forbindelse besluttede PBC at etablere et kontor i Frankfurt, som blev indviet i december.

Det regionale samarbejde i Latinamerika

Som led i et fælles initiativ mellem ECB og Banco de España blev Eurosystemets og de latinamerikanske centralbankers første seminar på højt plan afholdt i Madrid 23.-24. maj 2002. En indledende workshop på ekspertniveau blev afholdt hos ECB i Frankfurt 21.-22. marts 2002. Seminalets formål var at forbedre den politiske dialog mellem Eurosystemet og de latinamerikanske centralbanker og udveksle synspunkter om emner af fælles interesse. Drøftelserne drejede sig primært om tre emner: Den regionale integration i Latinamerika og Europa, penge- og valutakurspolitik og anliggender vedrørende den finansielle sektor.

Den europæiske integrationsproces blev anset for politisk relevant for de latinamerikanske lande, selv om EUs erfaringer ikke kan bruges som model for landenes regionale samarbejde, da udgangspunktet er meget forskelligt i de to områder. En af de erfaringer, som de dog kan drage nytte af, vedrører multilateral regional overvågning som et middel til at fremme en stabilitetsorienteret makroøkonomisk politik og bedste praksis inden for andre relevante politikområder. Med hensyn til penge- og valutakurspolitik blev der fokuseret på betingelserne for en vellykket, stabilitetsorienteret pengepolitik, fx en sund finans- og strukturpolitik, institutionel støtte og hensynet og forventningerne til valutakursudviklingen. Endelig drøftede deltagerne politikker og instrumenter til fremme af stabile og sunde nationale finansielle systemer i de latinamerikanske lande.



Den hollandske forfatter Harry Mulisch læser op fra sin seneste bog under de hollandske kulturdage i september 2002



Præsentation om den spanske arkitekt Antoni Gaudí under de spanske kulturdage i maj 2002

Kapitel VI

EUs udvidelse

I Indledning

På Det Europæiske Råds møde i København 12. og 13. december 2002 blev der truffet en historisk beslutning om udvidelse af EU. 10 lande – Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet, Ungarn – blev godkendt til optagelse i EU 1. maj 2004. Efter underskrivelse af tiltrædelsestraktaten i foråret 2003 følger ratificeringen af alle EU-landene og de 10 nævnte lande, som har til hensigt at afholde nationale folkeafstemninger om emnet. To andre lande – Bulgarien og Rumænien – blev stillet i udsigt, at de kunne blive medlem i begyndelsen af 2007. Ved tiltrædelsen vil landene indgå i Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU) som "medlemslande med dispensation", og deres centralbanker bliver en del af ESCB. Når landene har opnået holdbar konvergens vurderet efter Maastricht-traktatens kriterier, vil de også indføre euroen, og deres centralbanker bliver en del af Eurosystemet, som består af ECB og NCBerne i euroområdet.

Eurosystemet har været involveret i tiltrædelsesprocessen inden for sine kompetenceområder, selv om det ikke formelt har deltaget i tiltrædelsesforhandlingerne. Eurosystemet har deltaget i en løbende dialog med en policyorienteret så vel som en teknisk dimension med henblik på at forberede tiltrædelseslandenes centralbankers medlemskab af ESCB og senere af Eurosystemet. Dialogen omfatter relevante politikspørgsmål af økonomisk, juridisk og institutionel karakter. Endvidere omfatter dialogen teknisk samarbejde med tiltrædelseslandenes centralbanker inden for en række områder, fx betalingssystemer, juridiske krav og statistik.

2 Vigtige økonomiske, juridiske og institutionelle politikspørgsmål

De fleste tiltrædelseslande har gjort betydelige fremskridt i de sidste 10 år i deres overgang til markedsøkonomi og med hensyn til makroøkonomisk stabilitet. På det seneste har EU-tiltrædelsesprocessen i sig selv bidraget til at forankre politikker og fremme stabilitet i hele regionen.

Desuden har Eurosystemet deltaget i den økonomiske dialog mellem EU og tiltrædelseslandene iværksat af Det Europæiske Råd i december 2000 og koordineret af Europa-Kommissionen. Den økonomiske dialog finder sted på minister-niveau og i Det Økonomiske og Finansielle Udvalg to gange om året. Dialogen har to formål, for det første at fremme tiltrædelsesprocessen ved udveksling af synspunkter om makroøkonomisk politik og finansiell stabilitet i førtiltrædelsesfasen, og for det andet at gøre tiltrædelseslandene bekendt med EUs procedurer for gensidig overvågning, som disse lande vil blive underlagt ved optagelsen i EU.

Eurosystemet har derfor holdt nøje øje med politikspørgsmål af økonomisk, juridisk og institutionel karakter i tiltrædelseslandene, især med fokus på den makroøkonomiske udvikling, den pengepolitiske strategi og valutakursstrategien samt udviklingen i den finansielle sektor. ECB har desuden påbegyndt forberedelserne til at sikre en velordnet udvidelse af ESCB og senere af Eurosystemet. Et led i forberedelserne er ECBs henstilling vedrørende tilpasning af fremgangsmåden ved afstemninger i Styrelsesrådet og gennemførelsen af en overordnet plan for at forberede ECB på udvidelsen. I dette kapitel gennemgås disse emner. Det understreges, at kapitlet ikke bør ses som en forløber for den konvergensvurdering, som ECB skal udarbejde i overensstemmelse med traktatens artikel 122, stk. 2, efter tiltrædelseslandenes indtræden i EU med henblik på en eventuel indførelse af euroen.

nansielle sektor. Disse emner gennemgås kort i dette afsnit.

2.1 Real konvergens

Væksten i realt BNP var forholdsvis god i de fleste tiltrædelseslande i 2002 trods svag international vækst. Selv om den økonomiske vækst aftog i nogle lande i Central- og Østeuropa delvis på grund af svag økonomisk aktivitet andre steder, var den fortsat kraftig i de baltiske lande på baggrund af den robuste vækst i Ruslands økonomi. Som følge heraf fortsatte den stabile vækst, der siden 2000 er observeret i stort set alle tiltrædelseslandene, i 2002, hvor den gennemsnitlige BNP-vækst skønnes at ligge på ca. 2,3 pct. (se tabel 14). Samlet set kan tiltrædelseslandenes modstandsdygtighed over for den globale økonomiske nedgang tilskrives kraftig indenlandsk efterspørgsel, delvis stimuleret af en mere lempelig finanspolitik, samt øget tillid til den allerede opnåede makroøkonomiske stabilitet.

Tiltrædelseslandene set under et har imidlertid kun i begrænset omfang opnået real indkomstkongvergens med euroområdet, dvs. samme indkomstniveau pr. indbygger. Der er stadig stor forskel mellem gennemsnitligt BNP pr. indbygger i tiltrædelseslandene og euroområdet. Gennemsnitligt BNP pr. indbygger i tiltrædelseslandene

målt ved købekraftsparitet er ca. 44 pct. af gennemsnittet i euroområdet, mens tallet er endnu lavere, når der tages højde for de nuværende valutakurser. Økonomisk set spiller tiltrædelseslandene således en forholdsvis lille rolle (ca. 7 pct. af euroområdets BNP) i forhold til deres befolkningsmæssige størrelse (ca. 35 pct. af euroområdets befolkning). Denne forskel samt de begrænsede vækstforskelle tyder på, at den reale konvergensproces sandsynligvis vil fortsætte længe efter indtrædelsen i EU.

Real konvergens med henblik på integration i det indre marked og senere i euroområdet indebærer imidlertid mere end at nå op på samme indkomstniveau. Det omfatter specielt en vurdering af, om tiltrædelseslandene har tilpasset deres økonomiske strukturer til strukturen i euroområdet, og om de har opnået større økonomisk integration i euroområdet. Det er positivt, at tiltrædelseslandene har gjort betydelige fremskridt i den henseende. Hvad angår landbrugs-, industri- og servicesektorens andel af BNP, nærmer den økonomiske struktur i tiltrædelseslandene sig strukturen i euroområdet. Især er landbrugssektoren svundet ind til ca. 5 pct. af BNP i forhold til ca. 2 pct. i euroområdet, mens industri-sektoren repræsenterer 26 pct. af BNP, hvilket er en lidt større andel end i euroområdet (se tabel 15). Siden starten på overgangen er euroområdet efterhånden blevet tiltrædelseslandenes

Tabel 14
Gennemsnitlig årlig vækst i realt BNP
(I pct.)

	Bulgarien	Cypern	Tjekkiet	Estland	Ungarn	Letland	Litauen
1999	2,3	4,8	0,5	-0,6	4,2	2,8	-3,9
2000	5,4	5,2	3,3	7,1	5,2	6,8	3,8
2001	4,0	4,1	3,3	5,0	3,7	7,7	5,9
2002	4,0	2,2	2,2	4,5	3,4	5,0	5,0
1999-2002	3,9	4,1	2,3	4,0	4,1	5,6	2,7
	Malta	Polen	Rumænien	Slovakiet	Slovenien	Alle ¹⁾	Euroområdet
1999	4,1	4,1	-1,2	1,3	5,2	2,6	2,8
2000	6,1	4,0	1,8	2,2	4,6	4,0	3,5
2001	-0,8	1,0	5,3	3,3	2,9	2,7	1,4
2002	1,9	0,8	4,2	3,9	2,6	2,3	0,8
1999-2002	2,8	2,4	2,5	2,7	3,8	2,9	2,1

Kilde: Eurostat.

1) Vægtet efter nominelt BNP i 1999.

Tabel 15**Nøgletal for tiltrædelseslandene**

(2001)

	Befolkning (mio.)	Nominelt BNP (mia. euro)	BNP pr. indbygger ¹⁾ (euro)	BNP pr. indbygger (pct. af gennemsnit for euroområdet) ¹⁾	Industriens andel af BNP ²⁾ (pct.)	Landbrugets andel af BNP ²⁾ (pct.)	Arbejdsløshedsprocent (periode-gennemsnit)	Eksport til euroområdet (pct. af samlet eksport)
Bulgarien	8,0	15,2	6.506	28	23,0	13,8	19,3	51,5
Cypern	0,8	10,2	16.355	71	12,9	4,0	4,3	18,5
Tjekkiet	10,3	63,3	13.521	59	32,8	4,2	8,1	61,7
Estland	1,4	6,2	9.995	43	22,7	5,8	12,2	41,5
Ungarn	10,2	57,8	11.839	51	27,1	4,3	5,6	68,6
Letland	2,4	8,5	7.719	33	18,7	4,7	12,1	30,2
Litauen	3,5	13,4	9.834	43	27,5	7,0	16,1	25,8
Malta	0,4	4,0	12.825	56	24,5	2,4	4,5	35,1
Polen	38,6	204,1	9.127	40	24,1	3,8	18,1	59,0
Rumænien	22,4	44,4	5.868	25	28,5	14,6	8,0	62,0
Slovakiet	5,4	22,8	10.885	47	27,5	4,6	19,6	56,2
Slovenien	2,0	21,7	16.014	69	30,3	3,3	6,4	58,0
Alle³⁾	105,2	471,6	10.255	44	26,2	5,4	13,1	57,6
Euroområdet	306,6	6,827,7	23.090	100	22,3	2,4	8,0	50,4

Kilder: Europa-Kommissionen, Eurostat og IMF.

1) Målt ved købekraftsparitet (PPP).

2) Observationerne for Bulgarien vedrører 2000.

3) Kolonne 3 til 8 er vægтет efter nominelt BNP i 2001.

vigtigste handelspartner. Faktisk har de fleste tiltrædelseslande en andel af handlen med euroområdet, som tåler sammenligning med de nuværende EU-landes.

Trods denne udvikling er der behov for øgede strukturreformer for at gennemføre overgangen og fremme økonomisk vækst og konvergens. Tiltrædelseslandene skal især fortsætte liberaliseringen af priser samt forbedre styringen i virksomhedssektoren (corporate governance) og investeringsklimaet for at fremme sunde forretningsprincipper og underbygge finansiell stabilitet. I visse lande kan der være behov for en arbejdsmarkedsreform i lyset af de senere års stigende arbejdsløshed. Endelig vil nogle landes planlagte budgetkonsolidering kræve betydelige finanspolitiske tiltag i den nærmeste fremtid.

2.2 Juridisk og institutionel konvergens

Real konvergens skal ledsages af juridiske og institutionelle reformer, da disse vigtige faktorer påvirker vækstudsigterne i tiltrædelseslandene på mellemlangt sigt. Juridiske og institutionelle

reformer kræver især oprettelse af de relevante institutioner og indførelse af international bedste praksis på en række områder (fx corporate governance og finansiell lovgivning). Det er opmuntrende, at tiltrædelseslandene også har gjort betydelige fremskridt i den retning. Fx viser EBRDs (Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling) overgangsindikatorer, at tiltrædelseslandene har gennemført betydelige reformer inden for privatisering og omstrukturering af virksomheder, markeds- og handelssystemer samt finansielle institutioner.

Hvad angår juridisk og institutionel konvergens, er det af afgørende betydning ud fra Eurosystemets synspunkt, at tiltrædelseslandene hurtigt vedtager og gennemfører gældende fællesskabsret, *acquis communautaire*, inden for Eurosystemets kompetenceområder, som især omfatter centralbankafhængighed og anden lovgivning på det finansielle område. Eurosystemet har efter ønske fra og i tæt samarbejde med centralbankcheferne i de kommende medlemslande omhyggeligt på årsbasis analyseret tiltrædelseslandenes opfyldelse af kravene i traktaten.

Tabel 16**Periodegennemsnit af HICP-inflation***(I pct.)*

	Bulgarien	Cypern	Tjekkiet	Estland	Ungarn	Letland	Litauen
1999	2,6	1,1	1,8	3,1	10,0	2,1	0,7
2000	10,3	4,9	3,9	3,9	10,0	2,6	0,9
2001	7,4	2,0	4,5	5,6	9,1	2,5	1,3
1. kvrt. 2002	8,2	2,2	3,4	4,4	6,2	3,3	2,7
2. kvrt. 2002	7,1	2,2	2,0	4,2	5,4	2,0	0,6
3. kvrt. 2002	4,6	3,8	0,3	2,9	4,5	1,0	-0,6
4. kvrt. 2002	3,4	2,9	0,1	2,9	4,8	1,6	-0,9
	Malta ¹⁾	Polen	Rumænien	Slovakiet	Slovenien	Alle ²⁾	Euroområdet
1999	2,1	7,2	45,8	10,4	6,1	9,8	1,1
2000	2,4	10,1	45,7	12,2	8,9	11,9	2,1
2001	2,9	5,3	34,5	7,0	8,6	8,5	2,4
1. kvrt. 2002	3,8	3,5	27,0	4,6	7,9	6,4	2,5
2. kvrt. 2002	2,4	1,9	24,3	3,0	7,6	5,0	2,1
3. kvrt. 2002	1,5	1,4	21,4	2,5	7,4	4,0	2,1
4. kvrt. 2002	1,1	1,0	18,4	3,1	6,9	3,5	2,3

Kilder: Eurostat og nationale observationer.

1) CPI.

2) Vægtet efter nominelt BNP i 1999.

Med hensyn til centralbankafhængighed er de 12 tiltrædelseslandes centralbankers statutter blevet analyseret på baggrund af kriterierne i de juridiske konvergensrapporter udarbejdet af EMI og ECB, nemlig institutionel, personlig, funktionel og finansiell uafhængighed, samt i lyset af ECBs udtalelser i de tilfælde, hvor EMI og ECB blev konsulteret om lovudkast inden for deres kompetenceområder og især udkast til statutter for EU-landenes NCBer. Udtalelserne har bidraget til tiltrædelseslandenes revision af deres centralbanklovgivning, så den opfylder kravene i traktaten og således etablerer grundlaget for uafhængige institutioner.

Centralbankerne og kreditinstitutterne skal fungere inden for holdbare juridiske rammer. Da fællesskabsretten har en overordnet effekt på den finansielle sektor og centralbankernes aktiviteter, skal den overholdes af de nye medlemslande fra tiltrædelsestidspunktet. Derfor har Eurosystemet fokuseret på finansiell lovgivning, nemlig inden for kapitalens frie bevægelighed, regulering af de finansielle markeder, sikkerhedsstillelse, betalingssystemer, konkurs og pengesedler.

Den samlede analyse har været et værdifuldt instrument for tiltrædelseslandenes centralbanker med henblik på at definere deres rolle på nationalt plan i tiltrædelsesprocessen. Analysen kunne også bistå Europa-Kommissionen i tiltrædelsesprocessen ved yderligere at uddybe den grundige analyse af emner, der vedrører centralbankafhængighed.

2.3 Nominel konvergens

I de sidste 10 år har tiltrædelseslandene gjort betydelige fremskridt med hensyn til at nedbringe inflationen. Inflationen er faktisk nedbragt fra to-cifrede tal eller hyperinflation til et forholdsvis lavt niveau takket være gennemførelsen af makroøkonomiske stabiliseringsprogrammer. Nedbringelsen af inflationen fortsatte i 2002, og ved slutningen af året var den gennemsnitlige inflation i tiltrædelseslandene lidt højere end i euroområdet (se tabel 16). Visse specifikke faktorer – regulerede fødevarerpriser, uventede forsinkelser i prisliberalisering og valutaappreciering – har bidraget til at nedbringe inflationen i nogle tiltrædelseslande. Fastholdelse af lav inflation er stadig

afgørende for at kunne skabe et økonomisk miljø med prisstabilitet også med henblik på det endelige mål om indførelse af euroen og dermed forudsætningen om at opfylde Maastricht-kriterierne.

Lav inflation er dog stadig en udfordring, idet en række faktorer sandsynligvis vil bidrage til inflationsforskelle mellem tiltrædelseslandene og euroområdet. Nogle af disse faktorer, fx den igangværende prislberalisering og anden liberalisering, er forbundet med overgangsprocessen. En højere produktivitetsvækst i den konkurrenceudsatte sektor end i den skærmede sektor i tiltrædelseslandene kan medføre en stigning i de relative priser i den skærmede sektor og en noget højere inflation, hvilket ofte kaldes "Balassa-Samuelson-effekten". Selv om de fleste empiriske undersøgelser tyder på, at Balassa-Samuelson-effekten indtil videre kun forklarer en begrænset del af inflationsforskellene over for euroområdet, er der tegn på, at effekten gør sig gældende i disse lande.¹ Effekten kan desuden få større og større betydning i de kommende år, hvis produktivitetsvæksten i den konkurrenceudsatte sektor stiger bl.a. på grund af optagelsen i EU. Ud over disse faktorer kan store nominelle lønstigninger på baggrund af fx ophobede lønkrav, ufleksible inflationsforventninger eller bagudrettet indeksregulering af lønninger sandsynligvis bidrage til inflationspresset. Endelig kan de seneste finansielle lempelser i visse tiltrædelseslande også udgøre en risiko for den hårdt tilkæmpede stabilisering og begrænsning af inflationen.

2.4 Pengepolitisk strategi og valutakursstrategi

Generelt kan tiltrædelseslandene betragtes som små, åbne økonomier med en høj grad af integration i euroområdet. I den forbindelse er valget af valutakursstrategi vigtigt, idet den skaber rammerne, inden for hvilke pengepolitikken fortsat tilpasses mod prisstabilitet, mens real konvergens kan fortsætte uden at blive hæmmet af uhenigtsmæssige valutakursudsving.

I de seneste år har euroen fået større og større betydning som den vigtigste referencevaluta i tiltrædelseslandene. De seneste eksempler er Litauen, der i februar 2002 skiftede tilknytningen af sit currency board fra den amerikanske dollar til euroen, og Malta, som i august 2002 besluttede at øge euroens vægt i sin valutakurv til 70 pct. Landene har stadig en række forskellige valutakursstrategier lige fra currency boards til fri flydning, og valget af pengepolitisk strategi varierer ligeledes betydeligt (se tabel 17). Mens lande med faste valutakurssystemer (Bulgarien, Estland, Letland, Litauen og Malta) anvender et valutakursmål i pengepolitikken, benytter andre lande sig af inflationsmål (Polen og Tjekkiet), styret flydning (Slovakiet) eller en valutakursordning med unilateral tilknytning til euro med udsvingsbånd +/- 15 pct. (Cypern og Ungarn). I nogle lande spiller pengemængdemål også en væsentlig rolle i den pengepolitiske strategi (Rumænien og Slovenien).

Overordnet set har tiltrædelseslandenes penge- og valutakurspolitik i væsentlig grad bidraget til makroøkonomisk stabilitet og nedbringelse af inflation og dermed skabt betingelserne for holdbar økonomisk vækst. De fleste lande har imidlertid stået over for udfordringer, idet valutakurspolitikken har været nødvendig for at styre risici vedrørende konkurrenceevnen over for udlandet, øgede og volatile kapitalstrømme samt fastsættelse og opnåelse af inflationsmål i økonomier, hvor valutakursen i stort omfang bestemmer de pengepolitiske forhold. Som i alle økonomier har tilrettelægning af valutakurspolitikken desuden gjort det nemmere at sikre en passende balance mellem pengepolitik, finanspolitik og strukturpolitik.

I betragtning af behovet for at optrappe forberedelserne til fuld deltagelse i ØMU er der stadig en række vigtige udfordringer på vejen mod indførelse af euroen. Store valutakursudsving over

¹ Benes, J. et al. (2002), "On the estimated size of the Balassa-Samuelson effect in five Central and Eastern European countries", red. M. A. Kovács. National Bank of Hungary, Working Paper 2002/5.

Tabel 17**Tiltrædelseslandenes pengepolitiske strategier og valutakursstrategier**

	Valutakursstrategi ¹⁾	Valuta	Karakteristika
Currency board			
Bulgarien	Eurobaseret currency board	Bulgarske lev	Indført i 1997
Estland	Eurobaseret currency board	Estiske kroon	Indført i 1992
Litauen	Eurobaseret currency board	Litauiske litas	Indført i 1994. Tilknytningen ændredes i februar 2002 fra amerikansk dollar til euro
Traditionel fast tilknytning			
Letland	Tilknytning til SDR	Lettiske lats	Udsvingsbånd +/-1 pct.
Malta	Tilknytning til en kurv	Maltesiske lira	Valutakurv (euro, dollar, pund): udsvingsbånd +/-0,25 pct.
Unilateral tilknytning til euro med udsvingsbånd +/-15 pct.			
Cypern	Tilknytning til euro med udsvingsbånd +/-15 pct.	Cypriotiske pund	
Ungarn	Tilknytning til euro med udsvingsbånd +/-15 pct.	Ungarske forint	Valutakursordning kombineret med inflationsmål: 2,5-4,5 pct. ultimo 2003
Styret flydning²⁾			
Rumænien	Styret flydning	Rumænske leu	Valutakurv (amerikansk dollar, euro) som uformel reference
Slovakiet	Styret flydning	Slovakiske koruna	
Slovenien	Styret flydning	Slovenske tolar	Fremtrædende rolle for pengemængdemål: Euroen anvendes uformelt som referencevaluta
Uafhængig flydning²⁾			
Tjekkiet	Fri flydning	Tjekkiske koruna	Inflationsmål: 2-4 pct. ultimo 2005
Polen	Fri flydning	Polske zloty	Inflationsmål: 3 pct. (med en tolerance på +/-1 procentpoint) ultimo 2003

Kilder: IMF og nationale centralbanker.

1) Baseret på IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2001.

2) IMF's klassifikation.

for euroen vil sandsynligvis vanskeliggøre handelsforbindelserne og de finansielle forbindelser med euroområdet, og de kan skade udviklingen af en stabil indenlandsk økonomi. Faste valutakurser kan imidlertid skabe flere udfordringer i tilpasningen af tiltrædelseslandenes økonomiske strukturer til euroområdets strukturer. Landene har indtil nu afvejet disse aspekter forskelligt, og det har medført en betydelig spredning i de nuværende valutakurssystemer. Nogle tiltrædelseslande skal justere deres valutakurssystemer for at gøre dem forenelige med ERM2, før de kan deltage i ordningen. Ved optagelsen i EU skal der foretages vigtige politikvalg med hensyn til optagelsestidspunkt og modaliteterne for deltagelse i ERM2 i overensstemmelse med målsætningen i Det Europæiske Råds beslutning vedrørende ERM2. Disse politikvalg er primært de pågældende landes ansvar og skal være i overensstemmelse med traktatens krav, fx forpligtelsen til at be-

handle valutakurspolitikken som et spørgsmål af fælles interesse. Selv om ERM2 i sidste instans spiller en rolle i forbindelse med konvergenskriterierne ved indførelse af euroen, fordi mindst to års deltagelse er en forudsætning for at indføre euroen, er dens primære rolle at hjælpe deltagerne i ERM2 med at styre deres politikker mod stabilitet og at skabe konvergens.

2.5 Udviklingen i den finansielle sektor

Delvis af historiske grunde domineres den finansielle sektor i tiltrædelseslandene af banksektoren, mens andre dele af den finansielle sektor har haft en tendens til at forblive underudviklede. Styrkelse af den finansielle sektor er vigtig af to grunde, set fra ECBs synspunkt. For det første kan den finansielle sektors struktur og funktion i betydelig grad påvirke den makroøkonomiske

udvikling. Især kan en sund finansiel sektor være med til at understøtte strukturreformer i økonomiens reale sektor. De finansielle sektorer kan derfor medvirke til højere potentiel produktionsvækst og real indkomstkongvergens med euroområdet. For det andet er finansiel stabilitet i tiltrædelseslandene en forudsætning for en smidig udførelse af pengepolitikken i et udvidet euroområde. En svag finansiel sektor ville uden tvivl udgøre en stor udfordring for pengepolitikken samt for centralbankernes troværdighed og fastholdelse af prisstabilitet.

Det er positivt, at der i de seneste år er sket betydelige fremskridt, hvad angår omstrukturering og konsolidering af den finansielle sektor. Banksektoren er blevet styrket som følge af omfattende privatisering af statsejede banker og en betydelig åbning over for udenlandsk ejerskab. Denne proces har ført til større integration med EU som følge af en betydelig indsats fra bankerne i EU og har medført en væsentlig effektivitetsforøgelse. Omdannelsen af de finansielle systemer er imidlertid langt fra afsluttet, da der stadig er et lavt niveau af finansiel formidling. Det afspejles først og fremmest i forholdet mellem bankaktiver og BNP (ca. en fjerdedel af euroområdets) og indenlandsk kreditgivning og BNP (ca. en tredjedel af euroområdets). Desuden lider banksektoren i nogle få lande stadig tab på grund af mange misligholdte lån, og deres udlånsaktivitet hindres af svag corporate governance samt ineffektive juridiske rammer.

3 Tiltrædelsesforberedelser

3.1 Forberedelser i ESCBs besluttende organer og komiteer

Det Generelle Råd

I september 2002 besluttede Det Generelle Råd at give tiltrædelseslandenes centralbankchefer observatørstatus på møderne efter underskrivelsen af tiltrædelsestraktaten. Beslutningen, som er i overensstemmelse med EMI-Rådets fremgangsmåde i 1994 med hensyn til centralbankche-

2.6 Konklusion

Efter en række vanskelige år med makroøkonomisk styring i begyndelsen af overgangsperioden er der sket så store fremskridt i opbygning af institutioner og udarbejdelse af politikker, at tiltrædelseslandene kan opnå makroøkonomisk stabilitet. Trods den globale afmatning har den økonomiske udvikling stort set været positiv i de fleste lande i 2002. Vækstforskellene i forhold til euroområdet er fastholdt eller endog blevet noget større, og nedbringelsen af inflationen har været markant. Valg af passende pengepolitiske strategier og valutakursstrategier har bidraget til dette resultat. Der er imidlertid stadig nogle udfordringer. Økonomisk vækst og reformer på det juridiske og institutionelle område skal fastholdes for at fremme processen med at nå euroområdets reale indkomstniveau, nedbringelsen af inflationen skal underbygges, mens der skal være mulighed for fortsat prisliberalisering, og de finansielle sektorer skal styrkes yderligere. Valget af pengepolitiske strategier og valutakursstrategier frem til indførelse af euroen indebærer også en vigtig udfordring. Selv om store valutakursudsving over for euroen bør undgås, kan en vis fleksibilitet i valutakursen være gunstig for at imødekomme behovet for yderligere reformer, som stadig er nødvendige for fuld deltagelse i ØMU.

ferne i Østrig, Norge, Finland og Sverige, skal give tiltrædelseslandenes centralbankchefer mulighed for at gøre sig bekendt med relevante ESCB-forhold og arbejdsmetoder og forberede medlemskabet af Det Generelle Råd i 2004.

ESCB-komiteer

Med henblik på en problemfri integration af tiltrædelseslandenes centralbanker i ESCB besluttede Styrelsesrådet også, når tiltrædelsestrakta-

ten er underskrevet, at give eksperter fra de relevante tiltrædelseslandes centralbanker observatørstatus i ESCB-komiteerne, når de afholder møder i ESCB-sammenhæng.

Styrelsesrådet

Optagelsen af nye medlemslande i euroområdet vil medføre en væsentlig udvidelse af Styrelsesrådet, som er Eurosystemets øverste besluttede organ. For at sikre effektive og rettidige beslutninger, også efter udvidelsen, indeholder Nice-traktaten en "bemyndigelsesklausul", som giver mulighed for en tilpasning af fremgangsmåden ved afstemninger i ECBs Styrelsesråd (artikel 10.2 i ESCB-statutten), i form af et nyt stykke 6 i statutens artikel 10 ("Styrelsesrådet"). Ifølge denne bemyndigelsesklausul kan statutens artikel 10.2 ændres af Rådet i sin sammensætning af stats- og regeringschefer, der træffer afgørelse med enstemmighed, enten på grundlag af en henstilling fra ECB og efter høring af Europa-Kommissionen og Europa-Parlamentet eller på grundlag af en henstilling fra Europa-Kommissionen efter høring af ECB og Europa-Parlamentet. Den vedtagne ændring anbefales derefter medlemslandene til ratificering i overensstemmelse med de respektive forfatningsmæssige bestemmelser. I en erklæring, der indgår som bilag i slutakten fra regeringskonferencen, der vedtog Nice-traktaten, udtrykte medlemslandenes regeringer deres forventning om, at en anbefaling i overensstemmelse med artikel 10.6 præsenteres hurtigst muligt efter traktatens ikrafttrædelse. I løbet af det sidste år har Styrelsesrådet haft omfattende drøftelser af mulighederne for tilpasning af fremgangsmåden ved afstemninger og traf enstemmig beslutning om revision af artikel 10.2 i statutten, som blev forelagt EU-Rådet i form af ECBs henstilling (ECB/2003/1) i februar 2003. Den anbefalede ændring af fremgangsmåden ved afstemninger i Styrelsesrådet beskrives nærmere i kapitel XIII.

3.2 ECBs kapital og loft for valutareserveaktiver

I forbindelse med udvidelsen tog ECBs Styrelsesråd og Det Generelle Råd også stilling til spørgsmålet om opjustering af ECBs kapital og loftet for NCBernes første overførsel af valutareserveaktiver til ECB. Det var nødvendigt, fordi ECB ifølge de gældende regler ville have været nødt til ved udvidelsen af ESCB at tilbagebetale en betydelig del af den indbetalte kapital til ESCBs nuværende medlemmer. Uden justering skulle ECB desuden tilbageføre valutareserveaktiver efter indførelse af euroen i nye medlemslande. Dette ville være særdeles uhensigtsmæssigt på et tidspunkt, hvor udvidelsen forventes at øge ECBs operationelle aktiviteter og tilhørende omkostninger.

Mere specifikt skal alle NCBer, der deltager i ESCB, ifølge ESCB-statutten bidrage til ECBs kapital på i øjeblikket 5.000 mio. euro med en andel, der afspejler landenes andel af fællesskabets befolkning og BNP. For at give nye NCBer en vægtning i kapitalandelen, når de optages i ESCB, vil de allerede deltagende NCBers vægtning uvægerligt blive reduceret. Da det i forbindelse med den nuværende ECB-ordning vedrørende indbetaling af kapital er besluttet, at Eurosystemets NCBer skal indbetale deres bidrag fuldstændigt, mens NCBerne i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, kun skal betale 5 pct. af deres kapitalandel, ville en justering af vægtene i kapitalandelen efter de nye NCBers optagelse alt i alt medføre en reduktion af den samlede indbetalte kapital.

Mens denne effekt ville have gjort sig gældende umiddelbart ved de nye medlemslandes optagelse i EU og NCBernes optagelse i ESCB, ville forvrængningen med hensyn til overførsel af valutareserver være sket senere i forbindelse med de nye medlemslandes indførelse af euroen. Loftet for første overførsel af valutareserveaktiver til ECB er i øjeblikket 50.000 mio. euro, og euroområdets NCBer har overført valutareserver til ECB i forhold til deres kapitalandel. For at gøre det muligt for NCBerne i alle nye medlemslande

i euroområdet i fremtiden at foretage forholds- mæssige overførsler af valutareserveaktiver, un- der det nuværende loft, skulle ECB tilbageføre valutareserver til NCBerne i det nuværende euroområde.

For at undgå denne negative effekt af udvidelsen foreslog ECBs besluttende organer Europa- Kommissionen at iværksætte de nødvendige for- anstaltninger til en hensigtsmæssig teknisk æn- dring af ESCB-statutten. I oktober 2002 vedtog Ecofin-rådet, at et nyt stykke tilføjes i statuttens artikel 49 via tiltrædelsestraktaten. Det nye styk- ke medfører, at ECBs kapital og loftet for NCB- ernes første overførsel af valutareserveaktiver sættes op ved de nye medlemslandes tiltrædelse. Stigningerne skal være automatiske og stå i for- hold til de nye medlemslandes NCBers vægtning i den udvidede kapitalandel.

3.3 Overordnet plan

Udvidelsen af ESCB kræver en gennemgang af mange af ECBs funktioner og ESCBs infrastruk- turer for at gøre det muligt for ESCB og ECB at udøve sine forpligtelser og opfylde deres målsæt- ning.

ECB er ved at udarbejde en overordnet plan i forbindelse med tiltrædelsen (Accession Master Plan), som skal fungere som et vejledende instru- ment i planlægningen, gennemførelsen og over- vågningen af ECBs aktiviteter i alle funktioner som forberedelse til udvidelsen af ESCB og se- nere Eurosystemet. Inspirationen til den over- ordnede plan er hentet i EMI's overordnede plan, som beskrev de organisatoriske og logistiske rammer, der satte ESCB i stand til at udføre sine opgaver i tredje fase af ØMU.

Mange af infrastrukturprojekterne, som det ta- ger forholdsvis lang tid at gennemføre, er godt i gang. ECB er desuden allerede begyndt at gøre tiltrædelseslandenes centralbanker bekendt med ESCBs rammer og hjælpe dem med forberedel- serne til integrationen i ESCB.

Aktiviteterne i forbindelse med den overordne- de plan bliver optrappet i 2003. Det skal sikre, at alle relevante spørgsmål behandles rettidigt for at bane vejen for en problemfri integration af de nye medlemslandes centralbanker i ESCB, uden at det påvirker den samlede operationelle integritet i ESCBs systemer.

3.4 Vurdering af tiltrædelseslandenes infrastruktur for betalings- og værdipapirclearing og -afvikling

I tæt samarbejde med NCBerne og tiltrædelses- landenes centralbanker udførte ECB i 2002 en vurdering af sikkerheden og effektiviteten i infra- strukturen for betalings- og værdipapirclearing og -afvikling og tilhørende overvågningsfunctio- ner i de 12 tiltrædelseslande. Vurderingen om- fattede drøftelser på stedet med centralbanker- ne i tiltrædelseslandene, andre relevante inden- landske myndigheder, systemoperatører og mar- kedsdeltagere. Vurderingen fokuserede i højere grad på spørgsmål i forbindelse med EUs udvi- delse end på euroområdet krav. Der blev lagt vægt på forhold som brugen af forskellige beta- lingsinstrumenter, hensigtsmæssigheden af mar- kedets infrastruktur og de mest relevante beta- lingssystemer samt systemer til værdipapirclea- ring og -afvikling, der allerede er i brug eller un- der opbygning i de pågældende lande. Der blev også fokuseret på niveauet af automatisering og standardisering, brugen af værdipapirer (securi- tisation) og tilstrækkelig sikkerhedsstilling, cen- tralbankens rolle og kompetence, muligheder og målsætninger i forbindelse med overvågning.

Selv om alle tiltrædelseslandene stadig har et stykke vej igen, var vurderingens konklusion, at landenes infrastrukturer for betalings- og værdi- papirclearing og -afvikling ikke giver anledning til problemer af en så alvorlig karakter, at det kan skabe hindringer for optagelsen i EU. ECB gav centralbankerne i alle tiltrædelseslandene både generelle og landespecifikke anbefalinger til for- bedringer. Alle resultater og anbefalinger fra vur- deringen blev også forelagt Europa-Kommissio- nen til rapporten "Towards the enlarged Union

– Strategy Paper and Report of the European Commission on the progress towards accession by each of the candidate countries", som blev offentliggjort i oktober 2002.

3.5 Fortrolighedsaftale med tiltrædelseslandenes centralbanker

Den kommende udvidelse af EU og det deraf følgende tættere samarbejde mellem ESCB og de nye medlemslandes centralbanker har medført et behov for at udarbejde en overordnet aftale om deling af fortrolige oplysninger mellem ESCB og tiltrædelseslandenes centralbanker. ESCB og de 12 tiltrædelseslandes centralbanker har forhandlet denne fortrolighedsaftale på plads. Den supplerer alle særskilte eksisterende aftaler mellem ECB og visse tiltrædelseslandes centralbanker. Aftalens formål er at sikre, at alle parter overholder fælles minimumstandarder for behandling af fortrolige oplysninger. Aftalen gælder ikke kun dokumentation, men generelt alle oplysninger, som udveksles mellem ESCB og tiltrædelseslandenes centralbanker. Det er især relevant i betragtning af, at centralbankerne i de første 10 nye medlemslande får observatørstatus i ESCB-komiteerne, når landene har underskrevet tiltrædelsesaftalen.

3.6 Samarbejde om overvågning af seddelforfalskning

I forbindelse med oprettelsen af ECBs Center for Analyse af Falske Sedler (CAC) og system til overvågning af forfalskning har ECB også arbejdet sammen med tiltrædelseslandenes centralbanker for at forhindre og afsløre forfalskning af eurosedler. I den henseende vurderede ECB tiltrædelseslandenes centralbanker med henblik på at identificere de banker, der i de pågældende lande har en klar rolle i undersøgelsen og analysen af seddelforfalskning. På baggrund af undersøgelsen blev fem af tiltrædelseslandenes cen-

tralbanker udpeget som mulige kandidater til et sådant indledende samarbejde, og der blev indgået en modelaftale om samarbejde. ECB har til hensigt i sidste instans at etablere et samarbejde på dette område med alle tiltrædelseslandenes centralbanker.

3.7 Centralbanksamarbejde

ECB og NCBerne i euroområdet fortsatte i 2002 med at hjælpe tiltrædelseslandenes centralbanker med de tekniske forberedelser til en problemfri integration i ESCB og senere i Eurosystemet. Hjælpen bestod primært i at gøre tiltrædelseslandenes centralbanker bekendt med de operationelle og funktionelle rammer i ESCB og Eurosystemet samt ekspertstøtte på forskellige kerneområder inden for centralbankvirksomhed. Det intense samarbejde mellem Eurosystemet og tiltrædelseslandenes centralbanker fortsatte således i 2002.

I 2002 blev der udført mere end 300 aktiviteter i centralbanksamarbejdet, hvilket betyder, at der siden slutningen af 1999 er udført i alt ca. 1.000 tekniske samarbejdsaktiviteter. Siden 1999 er der ydet assistance inden for områderne betalingssystemer, juridisk konvergens og andre spørgsmål med relation til ESCBs juridiske rammer, økonomiske politik og analyse, statistik, pengepolitik og operationelle rammer, valuta, tilsyn, regnskabsstandarder, eurosedler, interne revision, informationsteknologi og liberalisering af kapitalposterne. Det er sket i form af ekspertseminarer og workshops, bilaterale ekspertbesøg, rådgivning på højt niveau, kurser, praktikpladser og specifik teknisk bistand. I nogle tilfælde har eksperter fra Eurosystemet og tiltrædelseslandenes centralbanker udarbejdet fælles analyser af bl.a. status for de juridiske forberedelser til EU-medlemskab, betalings- og værdipapirafviklingsystemer, de finansielle sektorer og forskellige aspekter vedrørende de statistiske rammer i tiltrædelseslandene.

Sommer 2002



*ECBs fotoudstilling "Euroens tilblivelse"
i Banco de España i Madrid og Barcelona*

Kapitel VII

Fremstilling og udstedelse af eurosedler

I Indførelsen af eurosedler og -mønter og udviklingen i omløbet

Eurosedler udstedes af ECB og NCBerne i euroområdet. Fra 1. januar 2002 blev eurosedler og -mønter sat i omløb i de 12 eurolande. Over 300 mio. europæiske borgere fik dermed en ny valuta, som erstattede de tidligere nationale valutaer. Takket være alle de involverede professionelle parters omfattende forberedelser og store indsats, især i overgangsperioden i januar og februar 2002, forløb indførelsen af de fælles eurosedler og -mønter uden problemer. Det vellykkede forløb af denne unikke begivenhed kan også tilskrives den positive modtagelse af den ny valuta i offentligheden, som hurtigt accepterede de nye eurosedler og -mønter i begyndelsen af 2002.

I.1 Forhåndsdistribution og videredistribution af eurosedler og -mønter i 2001

To vigtige elementer i den problemfri overgang var forhåndsdistributionen af store mængder eurosedler og -mønter til kreditinstitutter og kreditinstitutternes videredistribution af en "kritisk masse" af sedler og mønter til detailhandlerne i de sidste fire måneder af 2001. Ud fra et logisk synspunkt kan denne distribution betragtes som afgørende for at kunne opfylde et af de vigtigste mål i forbindelse med overgangen, nemlig at hovedparten af kontanttransaktionerne kunne foretages i euro senest midt i januar 2002. I alt forsynede NCBerne i euroområdet kreditinstitutter både i og uden for euroområdet med 6,4 mia. eurosedler med en pålydende værdi på ca. 133 mia. euro. Endvidere var de vigtigste aktører i forbindelse med overgangen yderst velforberedte på den fysiske indførelse af eurosedler og -mønter 1. januar 2002. Mængdemæssigt blev ca. 80 pct. af de små euroseddelstørrelser, der var behov for til overgangen, forhåndsdistri- bueret, da der især var brug for disse seddelstørrelser til betalingsformål. Tilsvarende blev ca. 38 mia. euromønter forhåndsdistri- bueret til kreditinstitutter og detailhandlere, og nogle europæiske borgere blev desuden forsynet med begynder- sæt. Mængdemæssigt blev i alt 97 pct. af de

euromønter, der var behov for, forhåndsdistri- bueret før 1. januar 2002.

I.2 Overgangen til eurosedler og -mønter i 2002

Ud over ovennævnte forhåndsdistribution af eurosedler og -mønter udstedte Eurosystemet yderligere 1,7 mia. eurosedler med en pålydende værdi på 67 mia. euro i løbet af første halvdel af januar 2002. Den 15. januar 2002 nåede antallet af cirkulerende eurosedler (inkl. MFlernes kon- tantbeholdninger i bankbokse) sit toppunkt på 8,1 mia. Trods den fortsatte værdimæssige stig- ning faldt antallet af cirkulerende eurosedler ef- terfølgende med 7,5 pct. til 7,5 mia. pr. 1. marts 2002, hvor eurosedlerne blev det eneste lovlige betalingsmiddel i euroområdet. Det kan skyldes, at der blandt kreditinstitutterne og detailhand- lerne i de første to uger af januar var meget stor efterspørgsel efter små euroseddelstørrelser (især 5 euro og 10 euro), så de lettere kunne give penge tilbage. Denne mulige forklaring bekræftes af, at antallet af cirkulerende 5 eurosedler faldt med 34 pct. og 10 eurosedler med 17 pct. i pe- rioden fra midten af januar til slutningen af febru- ar, mens efterspørgslen efter alle andre seddel- størrelser stadig var stigende i denne periode.

Værdimæssigt steg cirkulerende eurosedler fort- sat kraftigt i overgangsperioden. Således tiltog værdien af eurosedler med 86 pct. fra 133 mia. euro i begyndelsen af januar til 247 mia. ultimo februar. På det tidspunkt udgjorde cirkulerende eurosedler allerede 86,5 pct. af den samlede værdi af eurosedler og nationale pengesedler i omløb.

Eftersom en betydelig mængde euromønter, til en værdi af 12,4 mia. euro, blev forhåndsdistri- bueret til banker og andre professionelle målgrup- per, steg antallet af cirkulerende euromønter i de to første uger af overgangsperioden kun med 2,6 pct. Som det var tilfældet med eurosedler, nåede antallet af cirkulerende euromønter sit toppunkt

15. januar 2002 med 38,6 mia. mønter til en værdi af 12,6 mia. euro (ekskl. NCBernes beholdninger). Fra midten af januar 2002 begyndte antallet af cirkulerende euromønter at aftage en smule, og ved udgangen af perioden med dobbelt cirkulation var der 35,8 mia. euromønter i cirkulation. Værdien af cirkulerende euromønter faldt fra midten af januar til udgangen af februar med 8,2 pct. til 11,5 mia. euro.

1.3 Udviklingen i antallet af cirkulerende eurosedler og -mønter i resten af 2002

Det lille fald i antallet af cirkulerende eurosedler varede til april 2002, hvor lavpunktet på 7,2 mia. blev nået. Antallet af cirkulerende eurosedler steg moderat med 13,8 pct. til 8,2 mia. ved udgangen af 2002. Værdien af cirkulerende eurosedler tiltog yderligere med 45,3 pct. i perioden fra marts til december 2002 til 359 mia. euro. Den udvikling kan hovedsagelig tilskrives den kraftige efterspørgsel efter eurosedler med en høj pålydende værdi, især 500 euro og 200 euro. Inklusive de resterende tidligere nationale pengesedler, som endnu ikke var indfriet ultimo 2002, udgjorde de cirkulerende sedler i alt 98 pct. af den samlede værdi af de cirkulerende nationale sedler ultimo 2000.

Svarende til udviklingen i eurosedler faldt antallet af euromønter i cirkulation en smule indtil

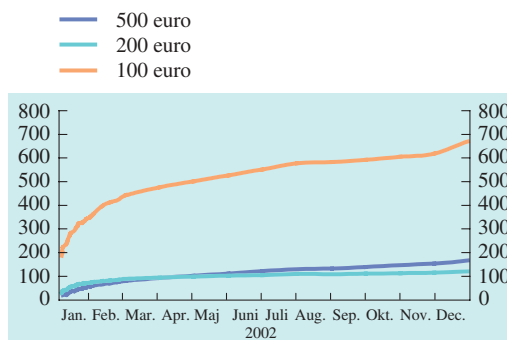
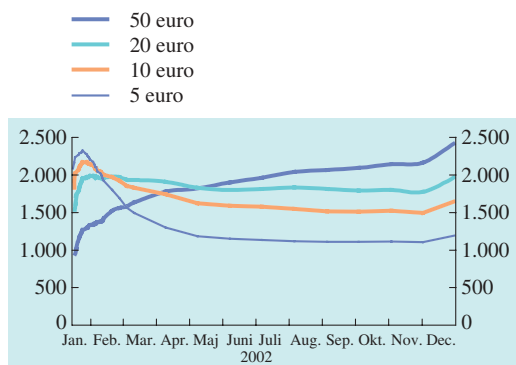
april 2002, hvor lavpunktet på 34,7 mia. mønter med en pålydende værdi på 11 mia. euro blev nået. Efterfølgende steg antallet af euromønter i cirkulation moderat til 40,0 mia. svarende til en værdi af 12,4 mia. euro ved udgangen af december.

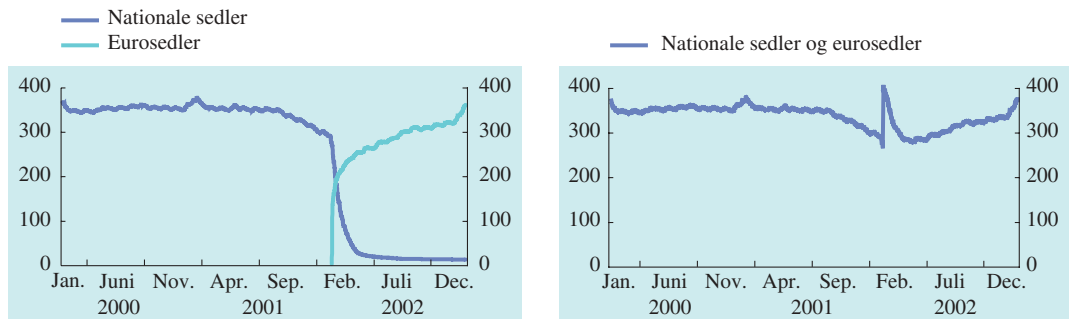
1.4 Tilbagetrækning af de tidligere nationale valutaer

Den cirkulerende mængde af nationale sedler var forholdsvis normal indtil midten af 2001, hvor den forestående overgang til eurosedler og -mønter udløste en betydelig tilbagestrømning af nationale sedler, som tiltog kraftigt, da forhåndsdistributionen af eurosedler og -mønter begyndte i september 2001. Nationale sedler med en høj pålydende værdi tegnede sig for en betydelig andel. Værdien af cirkulerende nationale sedler faldt med 29 pct. fra 380 mia. euro til 270 mia. euro i løbet af 2001. Antallet af cirkulerende nationale sedler faldt fra 11,7 mia. til 9,6 mia. i samme periode. I de første to måneder af 2002 blev der tilbagetrukket i alt 6,7 mia. nationale sedler, dvs. 70 pct. af antallet af cirkulerende nationale sedler ved udgangen af 2001. I denne periode blev 4-6 pct. af den resterende værdi af cirkulerende nationale sedler dagligt deponeret hos NCBerne. Det medførte et kraftigt fald i værdien af nationale sedler i cirkulation med 178 mia. euro i januar og 58 mia. euro i februar. I resten af 2002 afdæmpedes tilbage-

Figur 33
Eurosedler i cirkulation i 2002

(Millioner)



Figur 34**Sedler i cirkulation mellem 2000 og 2002***(Milliarder euro)*

strømningen af nationale sedler betydeligt. Ved udgangen af året udgjorde værdien af de natio-

nale sedler, som endnu ikke var indfriet, 13,3 mia. euro.

2 Fremstilling af eurosedler og -mønter

2.1 Fremstilling af eurosedler

Efter den vellykkede overgang til eurosedler foretog Eurosystemet en evaluering af standarderne, metoderne og procedurerne for fremstillingen af eurosedler med henblik på at forbedre både kvaliteten og den overordnede produktionsproces. I evalueringen blev der taget højde for produktionsstedernes erfaringer samt feedback fra offentligheden, banker og andre brugere af eurosedlerne. Nye teknikker og processer i forbindelse med produktion og kvalitetskontrol blev også evalueret og gennemført i de efterfølgende produktionsprogrammer, hvilket resulterede i bedre kvalitetsstandarder på produktionsstederne. Desuden blev der med udgangspunkt i industristandarder lagt vægt på den overordnede håndtering af miljø- og arbejdsmiljøspørgsmål i forbindelse med produktion og anvendelse af eurosedler. Endvidere blev der gjort status over de forskellige materialer, der anvendes i produktionen af eurosedler.

Denne løbende forbedring skal videreføres i fremtidige produktionsprogrammer for både nuværende og kommende serier af eurosedler. Der blev desuden defineret nye og forbedrede kvalitetsstandarder for seddelproduktionen i 2003.

I april 2001 besluttede Styrelsesrådet, at fremstillingen af eurosedler fremover skal være underlagt et decentralt puljesystem, hvorved hver NCB i euroområdet er ansvarlig for en bestemt andel af produktionen af et begrænset antal seddelstørrelser. Puljesystemet bidrager til at sikre en ensartet seddelkvalitet ved at reducere antallet af produktionssteder for hver seddelstørrelse. Desuden giver det Eurosystemet mulighed for at opnå stordriftsfordele i seddelproduktionen.

Der opkræves ikke betaling for nødvendig udveksling af nytrykte eurosedler mellem NCB'erne. Procedurerne for godkendelse, kontrol og revision af produktionen af eurosedler blev yderligere forbedret i 2002.

Det samlede produktionskrav for 2002 var 4,8 mia. sedler. Dette antal skal dække stigninger i cirkulationen og udskiftning af de sedler, som ikke længere er egnede til at være i cirkulation. Desuden skal det sikres, at NCB'erne har tilstrækkelige beholdninger til at opfylde seddelefterspørgslen til enhver tid.

Tabel 18
Fordeling af euroseddelproduktionen i 2002

Pålydende værdi	Antal (millioner sedler)	Værdi (millioner euro)	NCBer, der iværksætter produktion
5 euro	1.131	5.655	FR, NL, AT, PT
10 euro	1.045	10.450	DE, GR, IE
20 euro	1.555	31.100	ES, FR, IT, FI
50 euro	742	37.100	BE, ES, NL
100 euro	307	30.700	IT, LU
I alt	4.780	115.005	

Beholdningerne af 200 euro og 500 euro, som blev fremstillet op til indførelsen, blev vurderet som tilstrækkelige til at dække behovene i 2002.

2.2 Forvaltning af beholdninger og oprettelse af Eurosystemets strategiske lager

Behovet for yderligere koordinering inden for både produktion og udstedelse af eurosedler førte bl.a. til en aftale om rammerne for forvaltningen af de logistiske beholdninger i Eurosystemet.

Desuden besluttede Styrelsesrådet, at der i forbindelse med produktionen af eurosedler skulle arbejdes videre med etablering af Eurosystemets strategiske lager. Dette lager skal anvendes, hvis beholdningerne af eurosedler i Eurosystemet ikke kan dække en uventet stigning i efterspørgslen

efter eurosedler, eller hvis der sker en pludselig afbrydelse i forsyningen af eurosedler. Eurosystemets strategiske lager består af 30 pct. af den samlede værdi af cirkulerende eurosedler i de tre største seddelstørrelser og 20 pct. af antallet af cirkulerende små euroseddelstørrelser i disse seddelstørrelser. Således udgør det strategiske lager i øjeblikket ca. 1,74 mia. eurosedler.

Den resterende del af det centrale reservelager, som blev etableret for at mindske risikoen for mangel på sedler i forbindelse med overgangen til eurosedler og -mønter, blev overført til Eurosystemets strategiske lager. I 2003 skal der produceres endnu en del af Eurosystemets strategiske lager samt tilstrækkelige eurosedler til at opfylde NCBernes logistiske behov.

2.3 Støtte til produktionen af euromønter

De enkelte eurolande er ansvarlige for produktionen af euromønter. ECB fungerer som en uafhængig kontrollør af euromønternes kvalitet, samtidig med at ECB er med til at gennemføre og vedligeholde et fælles kvalitetsstyringssystem hos de møntudstedende institutioner. I 2002 fortsatte produktionen på nedsat hastighed. Mønternes kvalitet blev løbende vurderet via månedlige kvalitetsrapporter, regelmæssige kvalitetskontroller og vurderinger af stikprøver fra produktionen.

3 Fælles politik for håndtering af kontanter i Eurosystemet

Indførelsen af eurosedler og -mønter var en udfordring for euroområdet NCBer, som har forskellige nationale traditioner og fremgangsmåder med hensyn til håndtering af kontanter og kontanttjenester. Styrelsesrådet har ved flere lejligheder understreget betydningen af lige konkurrencevilkår for kontanttjenester og har indført en række tiltag på dette område.

3.1 Eurosystemets gebyrpolitik og fælles tilgang til åbningstider og debiterings-/krediteringsregler for NCBernes kontanttjenester

Eurosystemet indførte 1. marts 2002 en fælles gebyrpolitik for NCBernes kontanttransaktioner for erhvervskunder. I politikken defineres følgende tjenester:

- **Gratis tjenester:** Basale tjenester, som NCB'erne skal udbyde i kraft af deres unikke rolle som leverandør af kontanter til økonomien.
- **Gebyrbaserede tjenester:** Supplerende tjenester, som NCB'erne kan vælge at udbyde. Der skal betales et gebyr for disse valgfrie tjenester, da de også kan udbydes af kommercielle tredjeparter.

Styrelsesrådet definerede desuden en fælles tilgang til åbningstider og debiterings-/krediteringsregler for NCB'ernes kontanttjenester. Følgende tiltag har til formål at fremme lige konkurrencevilkår:

- NCB'erne bør give mulighed for deponering og hævning af sedler og mønter i en periode på mindst seks timer om dagen (periodens varighed defineres på nationalt plan) i hvert fald i nogle af deres afdelinger.
- Debitering/kreditering af kontanttransaktioner inden for den førnævnte tidsramme bør ske samtidig med den fysiske deponering/hævning hos NCB'en.
- NCB'erne kan desuden indføre tiltag vedrørende deres specifikke rolle og opgaver i de enkelte lande (fx udvidet åbningstid for kontanttjenester, eller senere debitering/tidlige kreditering, hvilket har samme effekt som udvidet åbningstid med hensyn til omkostninger for kommercielle tredjeparter).

3.2 Generelle retningslinjer for anvendelsen af deponerings- og hæveautomater i euroområdet

Som et yderligere tiltag blev der vedtaget fælles retningslinjer for anvendelsen af kontantautomater med både deponerings- og hævefaciliteter i euroområdet. Disse automater er selvstændige kundeopererede maskiner, der kan modtage, behandle og udlevere pengesedler. Denne fuldt automatiserede deponerings- og hæveproces kræver ikke yderligere manuel håndtering af sedlerne, hvilket forkorter behandlingstiden og reducerer omkostningerne ved håndtering af kontanter betydeligt.

I en rundbordsdiskussion om deponerings- og hæveautomater med deltagelse af de europæiske sammenslutninger af kreditinstitutter og producenterne af disse automater blev de organisatoriske og tekniske aspekter af anvendelsen af sådanne automater drøftet. Efterfølgende godkendte Styrelsesrådet Eurosystemets generelle retningslinjer for deponerings- og hæveautomater, som anvendes af kreditinstitutter og andre parter i euroområdet, der beskæftiger sig med sortering og distribution af pengesedler. De vigtigste elementer i disse retningslinjer er kriterierne for sedlers ægthed og kravene til sortering efter sedlernes kvalitet med henblik på at forhindre, at falske og mistænkelige sedler og sedler, som fx er i stykker eller snavsede og derfor ikke længere bør anvendes, ikke bliver sat i omløb igen.

4 Beskyttelse af eurosedler mod forfalskning

Selv om antallet af forfalskede sedler historisk set aldrig har været mere end en meget lille brøkdel af antallet af sedler i cirkulation, er Eurosystemet ikke desto mindre forpligtet til at beskytte eurosedler mod forfalskning på basis af de højeste mulige standarder. Eurosedlerne blev designet og udviklet på en sådan måde, at de, hvad angår beskyttelse mod forfalskning, er blandt de mest avancerede i verden. Desuden gennemførte Eurosystemet en omfattende oplysningskam-

pagne om eurosedlernes design og sikkerhedselementer, rettet mod både offentligheden og kasserere. At dømme efter resultatet af en undersøgelse i 2002 og antallet af besøg på oplysningskampagnens websted blev kampagnen godt modtaget. I 2002 var antallet af registrerede forfalskede eurosedler kun omkring en fjerdedel i forhold til antallet af forfalskninger af de tidligere nationale valutaer i 2001. Det viser, hvor effekti-

ve forberedelserne i forbindelse med indførelsen af eurosedler og -mønter har været.

I 2002 etablerede Eurosystemet et Center for Analyse af Falske Sedler (CAC), som koordinerer indarbejdelsen af de statistiske og tekniske oplysninger om forfalskede eurosedler, som kommer fra de nationale analysecentre i hele EU, i en omfattende database hos ECB. Antallet af registrerede forfalskninger i 2002 var 167.118, fordelt på de forskellige seddelværdier i henhold til nedenstående tabel:

	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Antal	1.039	3.108	14.845	136.133
Procent	0,6	1,9	8,9	81,4
	100 euro	200 euro	500 euro	I alt
Antal	10.307	1.525	161	167.118
Procent	6,2	0,9	0,1	100

Som det fremgår af tabellen, var antallet af forfalskede 50-eurosedler særligt højt, hvilket afspejler, at forfalskninger af denne seddelværdi er et forsøg på at opnå maksimal værdi med mindst mulig sandsynlighed for nøje kontrol blandt borgerne.

Hvad angår fordelingen over tid, viser antallet af forfalskninger normalt sæsonmæssige udsving, der kulminerer i ferieperioderne. Dette normale mønster sås ikke i 2002. I 1. halvår 2002 var antallet af registrerede forfalskninger særlig lavt, da eurosedlerne stadig havde en vis nyhedsværdi og dermed blev undersøgt nøje af offentligheden, hvilket medførte en lavere sandsynlighed for succesfulde forfalskninger. Efterfølgende steg antallet af registrerede forfalskninger i 2. halvår 2002, dog kun til et niveau, der historisk set fortsat var forholdsvis lavt.

Forfalskningernes kvalitet var også generelt dårlig. Selv om der indimellem blev anvendt opfindsomme teknikker, blev der ikke afsløret forfalskninger, som ikke kunne opdages ved hjælp af "følse-vip"-metoden, som anbefales af Eurosystemet ved kontrol af eurosedlers ægthed. Eurosystemet

met overvåger dog fortsat udviklingen i den grafiske branche og vurderer, hvorvidt denne udvikling udgør en trussel i form af forfalskninger af høj kvalitet. Som følge af den seneste teknologiske udvikling har Eurosystemet, som mange andre seddeludstedende myndigheder, været nødt til at foretage omfattende investeringer i forskning og udvikling. Eurosedlerne har allerede en række sikkerhedselementer, som alle har til formål enten at gøre det besværligt at forfalske sedlerne eller at gøre det lettere at opdage forfalskede sedler.

På baggrund af truslen om forfalskning fokuserer Eurosystemets forskning og udvikling nu overvejende på aktiviteter, der fastholder eurosedlernes integritet. Disse aktiviteter er nu rettet mod både det tekniske grundlag for de fremtidige eurosedlers design samt forbedring af de eksisterende sikkerhedselementer. Dette arbejde er afgørende for at kunne opfylde de krav, der stilles til eurosedlerne i fremtiden. Eurosystemet overvåger nøje udviklingen inden for forfalskning af eurosedler og vil om nødvendigt træffe passende modforanstaltninger.

Eurosystemet bidrog i 2002 fortsat til det internationale samarbejde om bekæmpelse af forfalskning. I april identificerede det internationale samfund et behov for yderligere ressourcer til at teste og implementere teknologi til bekæmpelse af forfalskning. ECB begyndte at undersøge muligheden for at have en teknisk enhed i Frankfurt, og i juni besluttede Styrelsesrådet at etablere et internationalt center for bekæmpelse af forfalskning (International Counterfeit Deterrence Centre (ICDC)), som skal bestå af ECB-medarbejdere og medarbejdere fra andre seddeludstedende myndigheder. ICDC er et internationalt teknisk forum for udstedende myndigheder og andre aktører inden for bekæmpelse af forfalskning. ICDC udfører desuden testscanninger for at efterprøve bekæmpelsesfunktioner i udvalgt reproduktionsudstyr og fungerer som teknisk reference. De endelige detaljer om etablering og finansiering af ICDC blev aftalt i december 2002.

*Indvielse af Europaskolen,
Frankfurt am Main*



5. september 2002

Kapitel VIII

Betalings- og værdipapirafviklingssystemer

Opsummering

En af Eurosystemets opgaver er at fremme betalings- og værdipapirafviklingssystemernes smidige funktion. I den henseende tilbyder Eurosystemet betalings- og værdipapirafviklingsydelser, overvåger eurobetalings- og afviklingssystemer og fungerer som katalysator for nye tiltag.

På den operationelle side fungerede Target-systemet (Trans European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) smidigt og tilfredsstillende i 2002 og viste en tocifret omsætningsstigning, både mængde- og værdimæssigt. I løbet af 2002 traf Styrelsesrådet strategiske beslutninger vedrørende Targets fremtid og tiltrædelseslandenes tilslutning til systemet. Target2 vil blive udformet efter en høring af brugere.

Hvad angår Eurosystemets operationelle engagement på værdipapirområdet, er korrespondentcentralbankmodellen (CCBM), der blev etableret som en midlertidig løsning, fortsat det vigtigste redskab til grænseoverskridende sikkerhedsstillelse, og den vil blive udbygget yderligere. I kapitel II, afsnit 1.6 om belånbare aktiver, beskrives udviklingen i 2002 med hensyn til anvendelsen af sikkerhed i Targets intradag kreditoperationer og de pengepolitiske operationer.

I forbindelse med udførelse og udvikling af overvågning vurderes alle systemisk vigtige eurobetalingsystemer i henhold til hovedprincipperne for systemisk vigtige betalingssystemer (Core

Principles - BIS, Basel, januar 2001), som Styrelsesrådet indførte som minimumsstandarder i februar 2001. Desuden blev der afholdt offentlige høringer om overvågningsstandarder for euro-detailbetalingssystemerne og målsætninger for sikkerhed i forbindelse med e-penge. Efter CLS systemets (Continuous Linked Settlement) opstart i september 2002 fungerer ECB som afviklingsagent for CLS bankernes eurobetalinger og som medansvarlig for overvågningen sammen med Federal Reserve System, der er den hovedansvarlige.

På detailbetalingsområdet støttede Eurosystemet som katalysator for nye tiltag banksektorens initiativer til etablering af et fælles eurobetalingsområde. Formålet er at give Europas borgere mulighed for at foretage betalinger i euroområdet lige så sikkert, hurtigt og effektivt som indenlandske betalinger.

Hvad angår værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer, fortsatte vurderingen af værdipapirafviklingssystemer, der kan anvendes til afvikling af sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer, og integrationen og konsolideringen af værdipapirmarkederne blev overvåget nøje. Samarbejdet med Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) fortsatte med henblik på at udarbejde europæiske standarder for clearing- og afviklingsaktiviteter baseret på internationale anbefalinger.

I Eurosystemets betalings- og afviklingssystemer

I.1 Target-systemet

Target spiller en vigtig rolle i det integrerede europengemarked, der igen er en forudsætning for en effektiv gennemførelse af den fælles pengepolitik. Target opfyldte fortsat sine to andre hovedmål, nemlig at fremme effektive grænseoverskridende betalinger i euro samt at tilbyde en sikker og effektiv mekanisme til afvikling af

store indenlandske og grænseoverskridende betalinger.

I 2002 behandlede Target værdimæssigt næsten 85 pct. af de samlede store betalinger i euro (i forhold til næsten 75 pct. i 2001). Stigningen skyldes bl.a. markedskonsolideringen, fx lukningen af hybridssystemet Euro Access Frankfurt (EAF), da Deutsche Bundesbank implementerede sit

RTGSplus system. Den fortsatte stigning i de grænseoverskridende Target-betalinger er også tegn på korrespondentbankvirksomhedens faldende betydning i euroområdet siden euroens indførelse. I 2002 havde Target 1.560 direkte og 2.328 indirekte deltagere, og antallet af banker og filialer, som kunne benyttes, var ca. 40.000 på verdensplan.

Target-operationer

I 2002 behandlede Target i gennemsnit 253.016 betalinger (både indenlandske og grænseoverskridende betalinger) om dagen til en samlet værdi af 1.552 mia. euro. Det er en stigning på 20 pct. mængdemæssigt og 19 pct. værdimæssigt i forhold til 2001.

Af de samlede Target-betalinger i 2002 udgjorde de grænseoverskridende betalinger værdimæs-

Tabel 20
Spidsbelastning i Target i 2002

Mængde	Tal	Dato
Samlet	371.758	28. juni
Indenlandske	289.706	28. juni
Grænseoverskridende	82.079	29. nov.
Værdi (milliarder euro)		
Samlet	2.172	28. juni
Indenlandske	1.489	28. juni
Grænseoverskridende	689	29. nov.

sigt 31 pct. i forhold til 39 pct. i 2001 og mængdemæssigt 21 pct., hvilket var uændret i forhold til 2001. Interbanktransaktioner udgjorde værdimæssigt 96 pct. og mængdemæssigt 54 pct. af de grænseoverskridende Target-betalinger, mens resten var grænseoverskridende kundebetaling. Værdien af en grænseoverskridende interbankbetaling var 15,9 mio. euro i gennemsnit i forhold til 17,7 mio. euro i 2001, mens værdien af en grænseoverskridende kundebetaling var 0,8 mio. euro i gennemsnit i forhold til 1,0 mio. euro i 2001. Yderligere information, også om spidsbelastning, fremgår af tabel 19 og 20.

Tabel 19
Betalinger i Target*)

Mængde	2001	2002	Ændring, pct.
Samlet			
I alt	53.663.478	64.519.000	20
Dagligt gennemsnit	211.274	253.016	20
Indenlandske			
I alt	42.164.099	50.785.315	20
Dagligt gennemsnit	166.000	199.158	20
Grænseoverskridende			
I alt	11.499.379	13.733.685	19
Dagligt gennemsnit	45.273	53.858	19
Værdi (milliarder euro)			
	2001	2002	Ændring, pct.
Samlet			
I alt	329.992	395.635	20
Dagligt gennemsnit	1.299	1.552	19
Indenlandske			
I alt	201.389	271.914	35
Dagligt gennemsnit	793	1.066	34
Grænseoverskridende			
I alt	128.603	123.721	-4
Dagligt gennemsnit	506	485	-4

*) 254 bankdage i 2001, 255 bankdage i 2002.

Som allerede observeret i 2001 gennemfører Target-deltagerne deres transaktioner først på dagen. Allerede kl. 13 er der gennemført over 50 pct. værdimæssigt og næsten 75 pct. mængdemæssigt af de daglige grænseoverskridende betalinger. CLS-operationernes opstart i september 2002 underbyggede denne tendens, eftersom CLS-betalinger i euro skal foretages mellem kl. 7 og 12. Det bidrager væsentligt til Targets smidige funktion og er med til at mindske risikoen for blokering af i betalingssystemet i tilfælde af stramme likviditetsforhold senere på dagen.

I 2002 blev den langsigtede oversigt over Targets lukkedage anvendt for første gang. Indtil videre vil Target som helhed inkl. alle nationale realtidsbruttoafviklingssystemer (RTGS) være lukket på Targets lukkedage. Implementeringen af den langsigtede oversigt bidrog til at undgå usikkerhed på de finansielle markeder som følge af kalenderændringer i de foregående år.

Den 18. november blev den nye version af Target implementeret med succes. Opgraderingen omfattede hovedsagelig vedligeholdelse af software og validering af IBAN (International Bank Account Number) for kundebetalinger. Anvendelsen af IBAN er en forudsætning for og et yderligere skridt mod "straight-through processing" (STP) for kundebetalinger.

Den 27. november 2002 godkendte Styrelsesrådet nye politik-rammer for udbetaling af erstatning til Target-brugere i tilfælde af funktionsfejl i Target. De nye erstatningsregler er baseret på gældende markedspraksis og har til formål at sikre hurtig og standardiseret udbetaling af erstatning for bestemte skader.

Target's tilgængelighed

Target-systemets tilgængelighed blev forbedret yderligere i 2002 og nåede op på 99,77 pct. Antallet af fejl faldt med 6 pct. i forhold til 2001. I 2002 blev Targets nødprocedurer forbedret for at opnå større effektivitet og for at opfylde kravene i forbindelse med systemisk vigtige betalinger og CLS operationer og tage hensyn til erfaringerne fra begivenhederne 11. september 2001. Den omfattende afprøvning og de første erfaringer i praksis viste, at de forbedrede nødplaner virkede efter hensigten.

Dialog med brugerne af Target

I 2002 fortsatte ECB og NCBerne deres dialog med brugerne af Target. Som i 2001 blev der afholdt regelmæssige møder i de nationale Target-brugergrupper og to møder i Contact Group on Euro Payments Strategy (COGEPS) på ESCB-plan. Desuden blev der afholdt to fællesmøder mellem ESCBs repræsentanter i Target Management Working Group (TMWG) og den europæiske banksektors Target Working Group (TWG) i ECB for at øge dialogen om operationelle aspekter af Target på europæisk plan. Et tæt samarbejde med brugerne sikrer, at der tages behørigt hensyn til brugernes behov i Eurosystemets tiltag.

Tiltrædelsesprocessen

Den 24. oktober 2002 besluttede Styrelsesrådet, at tiltrædelseslandenes centralbanker vil være berettiget – men ikke forpligtet – til at tilslutte sig Target, så snart landene tiltræder EU. En række tilslutningsmuligheder, herunder scenarier med henblik på at undgå individuelle euro-RTGS-platforme, er under udvikling og drøftes i øjeblikket med tiltrædelseslandenes centralbanker.

Target2

Den 24. oktober 2002 traf Styrelsesrådet endvidere en strategisk beslutning om den næste generation af Target-systemet (Target2). Eurosystemets hovedmål er at sikre, at Target udvikles til et system, der (i) i højere grad opfylder kundernes behov ved at tilbyde et stærkt harmoniseret serviceniveau, (ii) garanterer høj omkostningseffektivitet og (iii) er forberedt med henblik på hurtig tilpasning til den fremtidige udvikling, herunder EUs og Eurosystemets udvidelse. Samtidig er NCBerne fortsat ansvarlige for kreditinstitutternes konti og samarbejdet med dem.

Target2, der ikke forventes at blive taget i brug før anden halvdel af dette årti, bliver et system med flere platforme, dvs. individuelle platforme og en fælles platform. Den fælles IT-platform deles af en række centralbanker, der frivilligt har givet afkald på deres individuelle platform. Inden for tre år efter Target2s implementering skal det vurderes, om en enkelt fælles platform kan dække behovene for alle centralbanker inkl. banksektorer, som ikke ønsker at beholde en individuel platform. Senere kan det blive aktuelt at etablere yderligere fælles platforme i Target2. Ligesom det nuværende Target system vil Target2 overvejende være et system til afvikling af systemisk relevante store eurobetalinger i centralbankpenge. Desuden vil det som nu være åbent for betalinger, som brugerne ønsker behandlet i realtid i centralbankpenge. Target2 vil kunne tilbyde et langt mere harmoniseret serviceniveau end det nuværende system. Hvad angår Target2s kerne-service, dvs. de tjenester og funktioner, som til-

bydes af alle Target2-komponenter, vil der være en fælles prisstruktur for alle indenlandske og grænseoverskridende Target-transaktioner. Den fælles Target-prisstruktur vil bygge på et benchmark-RTGS-system, der er defineret som det system med de laveste gennemsnitsomkostninger pr. transaktion. NCBerne kan tilbyde yderligere tjenester, der vil blive prissat separat og uafhængigt af den enkelte NCB. Den 16. december 2002 blev der iværksat en offentlig høring om Target2s principper og struktur.

1.2 Korrespondentcentralbankmodellen

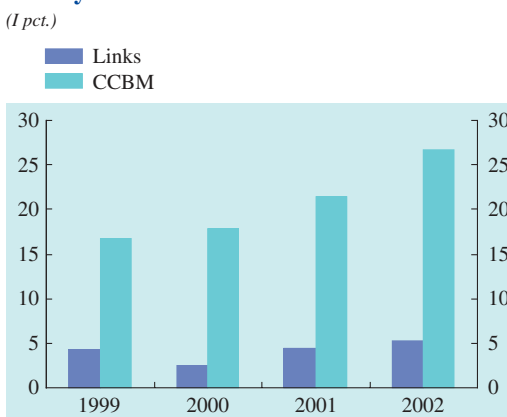
CCBM giver modparterne mulighed for at anvende grænseoverskridende sikkerhed i pengepolitiske operationer og intradag kreditoperationer. Den blev implementeret i 1998 som en midlertidig løsning, indtil markedet havde udviklet alternativer. I 2002 var CCBM fortsat det vigtigste redskab til grænseoverskridende overførsel af sikkerhed til Eurosystemet. Værdien af sikkerhed forvaltet via CCBM steg fra 157 mia. euro ultimo 2001 til 194 mia. euro ultimo 2002.

Modparterne har kun sjældent benyttet CCBMs alternativ, de godkendte links mellem værdipapirafviklingssystemerne, til grænseoverskridende overførsel af sikkerhed. Figur 35 viser udviklingen i grænseoverskridende sikkerhedsstillelse via CCBM og links i pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet.

2 Generelle spørgsmål vedrørende overvågning af betalingssystemerne

I 2002 var hensigten med Eurosystemets overvågning at sikre, at systemisk vigtige betalingssystemer fortsat overholdt de eksisterende overvågningsstandarder, og at udvikle overvågningsstandarder for detailbetalingssystemerne. I løbet af 2002 begyndte Eurosystemet at vurdere alle systemisk vigtige betalingssystemer i euroområdet på grundlag af hovedprincipperne for systemisk vigtige betalingssystemer (Core Principles).² Det omfattede en individuel vurdering af de

Figur 35
Grænseoverskridende sikkerhedsstillelse i pct. af den samlede sikkerhedsstillelse til Eurosystemet



Efter modparternes anmodning om bevarelse af CCBM samt forkortelse af dens behandlingstid og udvidelse af dens åbningstid besluttede Styrelsesrådet at beholde CCBM på mellemlangt sigt og tillade yderligere forbedringer. I den forbindelse har Eurosystemet besluttet at indføre et tidsbenchmark på 1 time¹ for interne NCB-procedurer fra 2004. Nogle NCBer begyndte allerede at automatisere visse procedurer i 2002, da de implementerede en ny generation af Swift meddelelser. Eurosystemet havde endvidere drøftelser med depotbanker i CCBM om etablering af en adfærdskodeks for depotinstitutioner, der behandler CCBM-transaktioner.

ationale Target-komponenter. Vurderingen af Target som helhed blev udført af IMF i 2001. ECB rapporterer om denne vurdering senere i 2003.

I januar 2003 besluttede Styrelsesrådet, at overvågning og operationelle opgaver i forbindelse

¹ 30 minutter for hjemlandets centralbank og 30 minutter for korrespondentcentralbanken.

² "Core Principles for Systemically Important Payment Systems", Den Internationale Betalingsbank (BIS), Basel, januar 2001.

med Target skal holdes adskilt inden for den enkelte NCB og ECB, som minimum på ekspertniveau.

Den 8. juli 2002 blev et udkast til "Oversight Standards for Euro Retail Payment Systems" sendt i offentlig høring. Dokumentet behandler Core Principles' konsekvenser for detailbetalingssystemer. Systemisk vigtige betalingssystemer skal overholde alle 10 hovedprincipper, men ifølge høringsdokumentet er seks af hovedprincipperne så grundlæggende, at de også bør gælde for vigtige detailbetalingssystemer. Høringsvarene var overvejende positive, og der var generelt stor opbakning bag tiltaget. Kommentatorerne værdsatte gennemsigtigheden i Eurosystemets initiativer med hensyn til overvågning af detailbetalingssystemerne. De bemærkede dog også, at Core Principles' anvendelse på detailbetalingssystemer i EU-landene bør baseres på harmoniserede kriterier. Kommentarerne, der er offentliggjort på ECBs websted, vil blive vurderet med henblik på eventuelle konsekvenser for politikken på området.

3 Systemerne for store betalinger

3.1 Udviklingen i andre systemer for store betalinger i euro

De fire eksisterende nettoafviklingssystemer for store betalinger i euro – Euro Banking Associations euroclearingsystem (Euro 1), Paris Net Settlement (PNS) i Frankrig, Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) i Spanien og Pankkien Online Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS) i Finland – fungerede fortsat problemfrit i 2002.

I 2002 behandlede det største af systemerne, Euro 1, ca. 134.900 transaktioner dagligt svarende til en gennemsnitlig værdi af 188 mia. euro pr. dag. Det næststørste system, PNS, behandlede ca. 29.700 transaktioner dagligt svarende til en gennemsnitlig værdi af 78 mia. euro pr. dag. De fire systemer behandlede tilsammen det, der svarer til ca. to tredjedele af Target-systemets trans-

Den 19. marts 2002 blev rapporten "Electronic Money Systems Security Objectives" (EMSSO) sendt i offentlig høring. Den indeholder en liste over sikkerhedsmål for e-pengeordninger. Sikkerhedsmålene fokuserer på e-pengeordningernes overordnede pålidelighed og tekniske sikkerhed og har til formål at øge offentlighedens tillid til systemerne, sikre lige konkurrencevilkår for de forskellige ordninger og at lette interoperabiliteten mellem dem. Rapporten blev positivt modtaget, og de indkomne kommentarer er ved at blive gennemgået. En opdateret udgave af rapporten blev offentliggjort i februar 2003.

Endvidere arbejder Eurosystemet og NCBerne i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, på at identificere omfanget af og udviklingen i korrespondentbankvirksomhed i euro. Formålet er at opnå information om udviklingen i eurobetalingssystemer generelt og ikke kun de etablerede interbanksystemer.

aktioner mængdemæssigt og en sjettedel værdimæssigt.

I overensstemmelse med den seneste udvikling steg antallet af kundebetalinger igen i alle systemer. Da disse imidlertid typisk er små betalinger, faldt den gennemsnitlige betalingsstørrelse, og den samlede værdi af behandlede betalinger faldt med ca. 10 pct.

3.2 Continuous Linked Settlement (CLS)

Den 9. september 2002 blev CLS-systemet til afvikling af valutatransaktioner³ taget i brug. CLS eliminerer stort set valutaafviklingsrisikoen ved

³ De aktuelt afviklede valutaer er US-dollar, euro, japanske yen, britiske pund, schweizerfranc, canadiske dollar og australske dollar.

at afvikle de respektive transaktioner på PVP-basis (Payment versus Payment).⁴ ECB udfører to funktioner i forbindelse med CLS, dels overvågning af CLS, dels som udbyder af afviklingsydelser.

Overvågningen af CLS sker i henhold til de rammer for samarbejde, der er defineret i Lamfalussy-rapporten.⁵ Federal Reserve System er hovedansvarlig for overvågningen. Inden CLS blev taget i brug, vurderede centralbankerne for de valutaer, der nu afvikles i CLS, i fællesskab risiciene ved at lade deres valutaer deltage i CLS. I den forbindelse konkluderede ECB, at valutatransaktioner i euro generelt vil blive afviklet sikkert og effektivt og ikke bør give anledning til utilbørlige risici for europengemarkedet og systemerne for betalinger i euro. ECB godkendte euroens deltagelse i CLS. Alle andre berørte centralbanker nåede samme konklusion for deres valutaer, og Federal Reserve gav tilladelse til, at systemet blev taget i brug.

For at underbygge det juridiske grundlag for endelig afregning i CLS godkendte Bank of England i juli 2002 CLS-systemet (hvis regler er underlagt engelsk ret) i henhold til de britiske forskrifter, der gennemfører EU-direktivet om endelig afregning.

4 Detailbetalingsydelser

Siden indførelsen af eurosedler og -mønter og betalingsinfrastrukturernes overgang til euroen. I januar 2002 har offentlighedens opmærksomhed og efterspørgsel været rettet mod en videreudvikling af det fælles eurobetalingsområde. Det er Eurosystemets mål at gøre euroområdet til et yderst konkurrencedygtigt detailbetalingsområde, der kan tilbyde sine borgere effektive og sikre betalingsmidler og -instrumenter. Dette mål videreføres i Eurosystemets detailbetalingspolitik. Eurosystemet kan vælge at fungere som katalysator for nye tiltag, anvende sin overvågningskompetence og selv deltage operationelt. Eurosystemet har forfulgt sine mål i tæt samar-

Når bankerne afvikler deres transaktioner i CLS-systemet, indbetaler de den relevante valuta på deres CLS-konto via det relevante RTGS-system. CLS har åbnet en eurokonto hos ECB, og alle betalinger i euro til og fra CLS sker gennem ECBs betalingsmekanisme og dermed via Target. Eftersom CLS-betalingerne er tidskritiske, har Eurosystemet forbedret sine nødprocedurer for at mindske risikoen for operationelle fejl. Nødprocedurerne blev i 2001 og 2002 afprøvet i praksis i samarbejde med banksektoren med tilfredsstillende resultat.

I december 2002 nåede værdien af daglige afviklinger i CLS 268 mia. dollar. Det skønnes at være lidt over 22 pct. af den samlede omsætning på valutamarkedet. Næst efter den amerikanske dollar med en andel på 47 pct. er euroen den mest afviklede valuta i CLS (26 pct.). Likviditetseffekten på euromarkedet var begrænset, da de daglige indbetalinger kun var 5,2 mia. euro i gennemsnit, og likviditeten på CLS' konto hos ECB om formiddagen (kl. 7-12) kun var ca. 0,8 mia. euro i gennemsnit. CLS har fungeret stabilt helt fra starten. I sommeren 2003 agter CLS at optage svenske kroner, norske kroner, danske kroner og Singapore-dollar i systemet, og New Zealandske dollars og Hongkong dollar følger senere på året.

bejde og dialog med Europa-Kommissionen og den europæiske banksektor.

Ultimo 2001 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet forordning (EF) nr. 2560/2001 om grænseoverskridende betalinger i euro. Ifølge forordningen skal bankerne opkræve samme gebyrer for grænseoverskridende betalinger under 12.500 euro (50.000 euro pr. 1. januar 2006) som

⁴ En nærmere beskrivelse findes i artiklen "CLS - formål, koncept og konsekvenser", ECB, Frankfurt, Månedsoversigten for januar 2003.

⁵ "Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries", BIS, november 1990.

for tilsvarende indenlandske betalinger. Forordningen trådte i kraft for kortbetalinger og hævnning af kontanter fra kontantautomater i juli 2002, og fra 1. juli 2003 gælder den også grænseoverskridende kreditoverførsler.

Som katalysator for nye tiltag tilstræber Eurosystemet at gøre det lettere for banksektoren at reagere på de nye forhold, som forordningen indfører. Målet er at fremme bankernes samarbejde om etablering af en governance struktur, forretningsstandarder og -praksis samt en infrastruktur, der giver bankerne mulighed for at tilbyde effektive og sikre detailbetalinger i euroområdet. Inden forordningens vedtagelse, i november 2001, fremsendte ECB en rapport med titlen "Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro" til Økofin-rådet. I rapporten beskrives en plan ("road map"), som skal gøre grænseoverskridende kreditoverførsler lige så effektive som indenlandske kreditoverførsler. ECB opfordrede markedsdeltagerne til at tage initiativet og indføre en governance struktur, der er bindende for bankerne, og overveje en infrastruktur (en paneuropæisk eller linket automatiseret clearingcentral), som kan effektivisere behandlingen af grænseoverskridende kreditoverførsler.

I 2002 gjorde EUs banksektor fremskridt på dette område. Der blev nedsat et råd, European Payments Council (EPC). EPC har iværksat et omfattende projekt, der skal sætte borgerne i stand til at foretage betalinger inden for det fælles eurobetalingsområde lige så let og prisvenligt som i deres hjemland. Eurosystemet har kraftigt støttet dette projekt, og ECB har observatørstatus i forskellige arbejdsgrupper under EPC. I den forbindelse bør det også bemærkes, at Euro Ban-

king Association (EBA) er ved at udvikle Step2, en automatiseret clearingcentral for interbankkreditoverførsler i euro, der efter planen skal implementeres medio 2003. Dermed bliver Step2 sandsynligvis den første serviceudbyder med henblik på en paneuropæisk automatiseret clearingcentral ifølge EPCs definitioner. ECB vil regelmæssigt vurdere, hvordan det går med initiativerne vedrørende et fælles eurobetalingsområde, og orientere offentligheden derom.

ECB fremsatte også sine kommentarer til Europa-Kommissionens offentlige høring om et nyt lovgrundlag for detailbetalinger i EU ("A possible legal framework for the Single Payment Area in the Internal Market" (MARKT/208/2001 – Rev. 1). Eurosystemet agter løbende at overvåge banksektorens resultater og finpudse sin strategi på baggrund heraf.

Den stigende anvendelse af ny kommunikationsteknologi og behovet for særlige betalingsmekanismer i forbindelse med e-handel har medført en ny udvikling inden for e-betalinger. ECB afholdt 19. november 2002 en konference med titlen "E-payments in Europe", hvor markedet og den akademiske verden præsenterede deres syn på den seneste udvikling inden for e-betalinger. Desuden blev dokumentet "E-payments in Europe – the Eurosystem's perspective" (ECB, september 2002) offentliggjort med henblik på offentlig høring og drøftelserne på konferencen.

I den forbindelse har ECB efter aftale med Europa-Kommissionen også besluttet at påtage sig ansvaret for observatoriet for elektroniske betalingssystemer (e-Payments Systems Observatory – ePSO), der var ophørt som projekt under Europa-Kommissionen.

5 Værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer

ESCB har en overordnet interesse i, at værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemerne fungerer problemfrit. Hvis disse systemer ikke fungerer korrekt, kan det påvirke både pengepolitikens gennemførelse og betalingssystemernes

funktion. Forstyrrelser i værdipapirafviklingssystemerne kan automatisk sprede sig til betalingssystemerne via de eksisterende DvP-mekanismer (Delivery versus Payment) til overførsel af værdipapirer og kontantbetalinger. Ligeledes kan

centrale modparters manglende evne til at klare forhindre afvikling af værdipapirtransaktioner.

Eurosystemet har to roller. For det første vurderer Styrelsesrådet, om værdipapirafviklingssystemerne overholder bestemte standarder. Disse standarder blev etableret i 1998 for at forhindre, at Eurosystemet påtog sig risici ved udførelsen af kreditoperationer. For det andet overvåger Eurosystemet den igangværende integrations- og konsolideringsproces inden for værdipapirclearing og -afvikling.

Desuden samarbejder ESCB med andre myndigheder, som regulerer og fører tilsyn med værdipapirclearing- og værdipapirafviklingssystemer på europæisk plan.

I 2002 fremsatte ECB også kommentarer til Europa-Kommissionens offentlige høring om rapporten om clearing og afvikling.

5.1 Vurdering af værdipapirafviklingssystemerne

Den 29. august 2002 opdaterede Styrelsesrådet vurderingen af de værdipapirafviklingssystemer, der kan anvendes til afvikling af sikkerhed i Eurosystemets kreditoperationer.

Eurosystemet erkendte, at værdipapirafviklingssystemerne fortsat arbejdede på at øge deres overholdelse af standarderne. I den forbindelse indførte SCLV/AIAF (Spanien), SCL Barcelona (Spanien), BOGS (Grækenland) og Crest (Storbritannien) DvP-baseret realtidsafvikling i centralbankpenge.

Det blev endvidere bemærket, at Eurosystemets krav afhænger af, om NCBerne anvender et system med pooling eller et system med øremærkning til afvikling af værdipapirer i kreditoperationer. Standarderne kræver i princippet DvP-faciliteter for at forebygge hovedstolsrisiko. I lande, hvor der anvendes systemer med pooling, modtager centralbanken typisk værdipapirer i pant på FOP-basis (free of payment). Det konkludere-

des, at de pågældende centralbanker ikke løber nogen hovedstolsrisiko, eftersom værdipapirerne gives i pant, inden kreditten ydes, og først udleveres igen, når kreditten er tilbagebetalt. De fleste værdipapirafviklingssystemer i disse lande tilbyder dog DvP-faciliteter til markedsoperatører.

Denne vurdering fokuserede især på foranstaltninger, der skal sikre driftskontinuitet. Vurderingen bekræftede, at de godkendte værdipapirafviklingssystemer har etableret tilstrækkelige procedurer til fortsættelse af driften i nødstilfælde. Værdipapirafviklingssystemerne arbejdede på at øge afprøvningsfrekvensen for backupfaciliteterne.

5.2 Konsolidering af den europæiske værdipapirinfrastruktur

Eurosystemet er stærkt interesseret i integrationen af den europæiske værdipapirinfrastruktur. Konsolideringen af de europæiske værdipapirafviklingssystemer tog til i 2002 efter den indendlandske konsolidering i Italien og Spanien og dannelsen af Clearstream Group, hvor ejeren af det tyske værdipapirafviklingssystem overtog det luxembourgske værdipapirafviklingssystem. Den 19. september 2002 trådte fusionen mellem Euroclear (der opererer i Frankrig, Holland og Belgien) og Crest (Storbritannien) i kraft. Euroclear Group ventes at indføre et fælles afviklingssystem i 2005.

5.3 Samarbejdet med Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR)

På grundlag af Styrelsesrådets og CESRs beslutende organs beslutning i 2001 fortsatte en arbejdsgruppe bestående af repræsentanter for ESCB, repræsentanter for CESR og en observatør fra Europa-Kommissionen arbejdet i forbindelse med værdipapirafviklingssystemer og centrale modpart. Formålet er at udarbejde euro-

pæiske standarder for clearing- og afviklingsaktiviteter baseret på anbefalingerne med hensyn til værdipapirafviklingssystemer (BIS, Basel, november 2001).

I den henseende iværksatte ECBs og CESRs besluttende organer 15. marts 2002 en offentlig høring om standardernes art, omfang og mål, de potentielle målgrupper, adgangskriterier i forbindelse

med systemerne, risici og svagheder, afviklingsforløb samt spørgsmål vedrørende markedernes struktur. Generelt tog de hørte parter positivt imod initiativet vedrørende fælles europæiske standarder og fremhævede behovet for samordning for at sikre en ensartet implementering af de nye standarder. Arbejdsgruppen fortsatte med at drøfte forslag til standarderne, og der er planlagt endnu en offentlig høring i 2003.

6 Andre aktiviteter

I juli 2002 udsendte ECB publikationen "Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures", også kendt som "Blue Book". Det drejer sig om en statistisk opdatering af publikationen fra 2001.

I august 2002 blev anden udgave af publikationen "Payment and securities settlement systems in

accession countries" offentliggjort (også kendt som tiltrædelseslandenes "Blue Book"). Den indeholder en beskrivelse af den aktuelle situation i hvert af de 12 lande i 2001 samt data for perioden 1997-2001.

ECB afholdt endvidere et tredages seminar for centralbankfolk i august 2002 med titlen "Payment and Securities Settlement Systems".

*Styrelsesrådets møde
i Eurotower 26. september 2002*



Kapitel IX

Finansiell stabilitet og banktilsyn

I Struktur, performance og risici i banksektoren

Hvad angår EU og euroområdet, blev overvågningen af udviklingen i banksektoren forbedret yderligere i 2002. Banktilsynskomiteen (BSC) udførte en væsentlig del af overvågningen inden for to hovedområder. For det første udførtes den årlige analyse af de strukturelle udviklingstendenser i banksektoren. Resultatet af analysen – som belyser den strukturelle udvikling og derfor er relevant for centralbanker og tilsynsmyndigheder, og som desuden bygger på nye statistiske strukturindikatorer – blev offentliggjort første gang i 2002.¹ Banktilsynskomiteen fortsatte også med at undersøge en række ad hoc-spørgsmål, fx udviklingen i bankernes likviditetsprofil og styring efter overgangen til euroen.² For det andet udførtes den regelmæssige makro-prudentielle analyse af banksektorens stabilitet med systematisk overvågning af forhold og risici. Analysen udmøntes i en formel vurdering, som ECBs besluttende organer modtager to gange om året. Der arbejdes fortsat på at udvikle metoder til vurdering af bankernes kreditrisiko i forbindelse med de forskellige sektorer og til gennemførelse af stresstestanalyser samt på forbedring af kvaliteten og omfanget af tilgængelige oplysninger på EU-plan. Blandt de emner, der behandles, er det værd at nævne bankernes udsættelse for grænseoverskridende smitterisici. Samtidig med Banktilsynskomiteens arbejde har Eurosystemet internt bestræbt sig på at forbedre analysen af finansiel stabilitet overordnet set.

Den strukturelle udvikling

I 2002 har to vigtige tendenser i EUs banksektor påkaldt sig særlig opmærksomhed. Den ene er omstruktureringen af bankerne som følge af et øget omkostningspres, og den anden er en kraftig stigning i brugen af instrumenter til overførsel af kreditrisiko (kreditderivater og sikkerhedsprodukter).

Bankerne i EU er under stigende pres for at reducere deres omkostninger både på grund af indtægtstab som følge af den negative udvikling på

de økonomiske og finansielle markeder i 2001 og 2002 og på grund af den øgede konkurrence. Mange banker har oplevet en væsentlig nedgang, som begyndte i 2001 og tog til i 2002, inden for visse nye forretningsområder, der blev lanceret i slutningen af 1990'erne (fx private banking, investeringsbankvirksomhed og kapitalforvaltning). Adskillige banker i EU har således iværksat store omstruktureringer med det formål at reducere omkostningerne (herunder lønninger) og streamline organisationen til igen at fokusere på kerneforretningen. Trods den øgede rationalisering steg omkostningsprocenten for bankerne i EU i 2001. Dog kunne banker med aktiver på mere end 100 mia. euro nedbringe omkostningsprocenten i 1. halvår 2002. Bankernes øgede indsats skulle medføre mere synlige effektivitetsforbedringer på mellemlangt sigt. Anvendelsen af produkter til overførsel af kreditrisiko, især kreditderivater, blev endnu mere udbredt i 2002. Kreditderivater er det nyeste og hurtigst voksende segment inden for derivater. Trods det voksende antal misligholdelser forventes den kraftige vækst at fortsætte. Ifølge en ny undersøgelse fra "The International Swaps and Derivatives Association" (ISDA) udgjorde den beregnede pålydende mængde af udestående transaktioner med kreditderivater globalt set 900 mia. euro ultimo 2001, hvoraf EU-bankerne tegnede sig for omkring 35 pct.

Videreudviklingen af markedet for overførsel af kreditrisiko vil forbedre risikoallokeringen blandt banker og andre finansielle institutioner (især forsikringsselskaber). Det betyder også, at finansielle institutioner kan værdiansætte og styre kreditrisikoen mere nøjagtigt. Der kan dog opstå problemer for den finansielle stabilitet, fordi allokeringen af kreditrisiko blandt finansielle institutioner bliver mindre gennemsigtig for markeder og tilsynsmyndigheder. Salg for at be-

¹ Se ECB "Structural analysis of the EU banking sector", november 2002.

² Se ECB "Developments in banks' liquidity profile and management", maj 2002.

skytte egne interesser er i betydeligt omfang koncentreret på nogle få banker og forsikrings-selskaber. Disse instrumenter kan desuden påfø-re bankerne smitterisici fra forsikringsselskaber samt betydelige juridiske og operationelle risici. Nøjagtig hvor stor den overførte risiko er, af-hænger i høj grad af den specifikke kontrakt.

Den voksende handel med kreditrisici finder sted samtidig med videreudviklingen af interne systemer til vurdering af kreditrisici i forbindelse med den nye Basel Accord (se sidste afsnit i dette kapitel). Det har givet bankerne bedre mulighed for at udligne værdiansættelsen af kredit med den underliggende risiko samt forbedre deres in-terne kapitalallokering. Bankerne har også delvis i forbindelse med den nye Basel Accord arbejdet videre med vurderingen og styringen af operati-onelle risici. Endelig er bankerne blevet bedre til at styre deres likviditetsrisici som følge af inte-grationen af og den øgede likviditet på de efter-hånden dybere europengemarkeder, ny beta-lingsteknologi og finansiell innovation. Der er dog øget risiko for likviditetsmangel i situationer med markedsuro, da bankerne er blevet mere afhæn-gige af værdipapirmarkederne. Banksektoren er begyndt at udvikle mere avancerede kvantitative metoder til styring af likviditetsrisici (fx liquidity-at-risk modeller), men området befinder sig fort-sat på et tidligt udviklingsstade.

Visse fremhævede tendenser fra Årsberetning 2001 fortsætter. Bankerne har fortsat ekspansi-onen i Central- og Østeuropa, der fortsat rum-mer betydelige vækstmuligheder. Den grænse-overskridende ekspansion inden for EU fortsatte som følge af fusioner og overtagelser samt op-rettelse af filialer og datterselskaber, men hastig-heden aftog betydeligt i slutningen af 2001 og i 2002. I lyset af markedsforholdene har bankerne været mere forsigtige med at påtage sig risici i forbindelse med fusioner og overtagelser, hvilket fremgår af det lavere antal store indenlandske og grænseoverskridende bankfusioner. Indenlandsk konsolidering er fortsat udbredt blandt mindre banker med henblik på at spare omkostninger.

Efter indførelsen af euroen er integrationen i banksektoren forløbet ujævnt med variation mellem de forskellige forretningsområder.³ Hvad angår engrosbankaktiviteter og kapitalmarkeds-relaterede aktiviteter, er de tidligere segmente-rede markeder baseret på nationale valutaer (fx værdipapirunderwriting) allerede i stort omfang omdannet til et geografisk integreret marked. Den øgede konkurrence, efter at de internatio-nale finansielle institutioner er blevet aktører på markedet, har i væsentlig grad reduceret de in-denlandske formidlers førerposition samt geby-erne i forbindelse med underwriting. Den op-delte infrastruktur for grænseoverskridende clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner er en stor hindring for grænseoverskridende handel og de tilhørende kapitalforvaltningsyd-elser. Integrationsprocessen har været betydeligt langsommere på detailområdet, hvilket skyldes disse aktiviteter traditionelt større lokale til-knytning. Der er imidlertid flere og flere forbin-delser mellem de nationale markeder. En bety-delig udenlandsk indflydelse gør sig allerede gæl-dende med hensyn til nationale bankers ejer-strukturer (mere end 20 pct. målt i bankkapital i EU som helhed).

Performance og risici

For bankerne i EU svækkedes rentabiliteten i 2001 og I. halvår 2002 i høj grad på grund af øge-de hensættelser til tab på udlån og reducerede ikke-rentebaserede indtægter. Udviklingen skal ses i lyset af svagere økonomiske og finansielle markedsforhold. Efter fradrag af skat og ekstra-ordinære poster faldt bankernes aggregerede egenkapitalforrentning fra 12,4 pct. i 2000 til 10,1 pct. i 2001, selv om rentabilitetsniveauet stadig er på højde med gennemsnitsniveauerne i perio-den 1995-99.⁴ Ændringen i spredningen var end-nu mere udpræget. Antallet af banker – og deres andel af aktiver – med en egenkapitalforrentning

3 Se ECB Occasional Paper nr. 6, "Banking integration in the euro area", december 2002.

4 Tallene i dette afsnit er indsamlet af Banktilsynskomiteen. De dækker ca. 99 pct. af kreditinstitutterne i EU med hensyn til det samlede antal aktiver i regnskabsåret 2001.

på under 5 pct. tiltog betydeligt, hvorimod antallet af banker med meget høj rentabilitet (en egenkapitalforrentning på mere end 20 pct.) aftog markant. Nedgangen i de store bankkoncerners rentabilitet accelererede i 2002.

Hensættelser til tab på udlån voksede betydeligt i 1. halvår 2002 (og yderligere i 3. kvartal) i de store bankkoncerner, som fremlægger kvartals-tal, da omfanget af misligholdte udlån begyndte at stige. I bankkoncerner med aktiver på mere end 100 mia. euro steg forholdet mellem hensættelser til tab på udlån og overskud (før hensættelser) med 25 pct. i 1. halvår 2002. Det afspejler et øget antal konkurser i virksomhedssektoren i en række EU-lande samt en kvalitetsforringelse af visse internationale aktiver. Mange store bankers indtjening har især været præget af lavere indtægter fra investeringsbankvirksomhed på grund af udtørringen af det primære og sekundære kapitalmarked samt virksomhedernes restruktureringsaktiviteter. Som følge af de turbulente finansielle markeder har mange virksomheder reduceret deres finansiering via aktier og obligationer samt begrænset deltagelsen i restruktureringsstiltag. Indtægter fra investeringsbankvirksomhed udgjorde en stor del af de store bankers overskud i slutningen af 1990'erne og i 2000. Uroen på de finansielle markeder har desuden dæmpet lysten til at investere i værdipapirer og investeringsforeninger, hvilket har reduceret bankernes indtægter fra kapitalforvaltning og handelsaktiviteter.

Alt i alt medførte uroen på de finansielle markeder lavere indtægter for bankerne snarere end øgede kredit- og markedsrisici, da bankernes direkte aktiebeholdninger typisk er små (samlet

set omkring 4 pct. af den samlede konsoliderede balance for bankerne i EU). Mange store bankers spredning af aktiviteter har ikke givet de ønskede fordele, idet mange bankaktiviteter, herunder internationale aktiviteter, også har været præget af nedgang. Banker med fokus på almindelig bankvirksomhed og med en stærk tilknytning til det nationale marked har fået mest ud af forholdene i 2001 og 2002.

Takket være bankernes indtil videre upåvirkede kapitalniveauer og forbedrede risikostyring har de været i stand til at modstå stød i deres markedsområde. Den aggregerede samlede solvensprocent for bankerne i EU er fortsat omkring 12,0 pct., dvs. noget højere end lovens minimumskrav. Banksektoren har imidlertid været tvunget til at tilpasse sig på de områder, hvor konjunkturedgangen og de forværrede forhold på de finansielle markeder har svækket den allerede lave rentabilitet yderligere. Desuden er der ingen balanceproblemer i husholdningerne og virksomhederne i EU, hvilket har bidraget til banksektorens modstandsdygtighed. Usikkerheden på aktiemarkederne har imidlertid begrænset virksomhedernes muligheder for at reducere de høje gælds-niveauer i visse sektorer, især inden for TMT (teknologi, medier og telekommunikation).

Samlet set har banksektoren i EU vist en bemærkelsesværdig modstandsdygtighed over for den negative udvikling i 2001 og 2002. Den står stadig stærkt til at modstå yderligere stød. Bankerne og tilsynsmyndighederne skal dog være særligt opmærksomme på, at tilstrækkelige kapitalbuffer opretholdes i en periode med aftagende rentabilitet og en vis bekymring med hensyn til aktiverne-kvalitet.

2 Rammerne for finansiell stabilitet og banktilsyn

Debatten om, hvorvidt EUs institutionelle rammer for finansiell stabilitet er tilstrækkelige, fortsatte i 2002, bl.a. på baggrund af Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs arbejde (se kapitel V). Ansvaret for tilsyn forbliver på nationalt plan i overensstemmelse med subsidiaritetsprincippet.

Udvalgets arbejde⁵ har imidlertid gjort det klart, at samarbejdet bør udvides betydeligt for at tage

5 Det var resultatet af "Report on Financial Stability" fra Det Økonomiske og Finansielle Udvalg, offentliggjort i april 2000 og justeret det følgende år med henvisning til styring af finansielle kriser.

hånd om de finansielle markeders voksende integration. Udvalget fokuserede desuden på politiktiltag, som skal understøtte den fortsatte integration af de finansielle markeder i EU. Rapporten om finansiell integration (Report on Financial Integration), som blev godkendt i april 2002, fremhævede fordelene ved fuldstændigt integrerede finansielle markeder for EUs økonomier og identificerede en række lovgivnings- og tilsynsmæssige tiltag, der er nødvendige for at nå dette mål. Rapporten anbefaler således politiktiltag med det formål at fjerne forvrængninger og forhindringer i forbindelse med inkonsekvent gennemførelse og håndhævelse af finansiell lovgivning i EU. Konklusionerne er i overensstemmelse med resultatet af en rapport udarbejdet på foranledning af rundbordskonferencen for finansielle tjenesteydelser (European Financial Services Roundtable),⁶ som også opfordrede til øget harmonisering af reglerne for investorbeskyttelse, konsekvent national lovgivning og konvergens i tilsynsprocedurer.

Udvalgets rapporter udløste en omfattende undersøgelse af EUs rammer for finansiell lovgivning, tilsyn og stabilitet med henblik på at effektivisere strukturen for samarbejde, som Ecofin-rådet tilsluttede sig i december 2002. Ecofin-rådet gav Det Økonomiske og Finansielle Udvalg mandat til at udføre denne undersøgelse. Udvalgets rapport om EUs rammer for finansiell lovgivning, tilsyn og stabilitet (EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability) foreslog en betydelig omstrukturering af samarbejdet. Rapporten anbefalede især, at "Lamfalussy-princippet", som allerede er indført på værdipapirområdet, implementeres i alle finansielle sektorer. Dette indebærer indførelsen af en mere fleksibel lovgivningsproces, hvorved de tekniske gennemførelsestiltag overlades til regulerende udvalg med repræsentanter fra medlemslandene, der er udpeget af de relevante ministre i overensstemmelse med nationale modeller, assisteret af tilsynsudvalg. Tilsynsudvalgene får desuden mandat til en mere konsekvent gennemførelse af EF-direktiver i medlemslandene og til at arbejde for konvergens i tilsynsprocedurerne. De foreslåede nye rammer sektorbaseres med

regulerende udvalg og tilsynsudvalg for bankvirksomhed, værdipapirer og institutter for kollektiv investering i værdipapirer samt forsikring og pension. Der etableres et regulerende udvalg specielt for finansielle konglomerater. En omstruktureret Politikgruppe for Finansielle Tjenesteydelser (omdøbt til Udvalget for Finansielle Tjenesteydelser (Financial Services Committee, FSC)) rådgiver om og overvåger forhold på de finansielle markeder, der har relevans for Ecofin-rådet. Det Økonomiske og Finansielle Udvalg får det samlede ansvar for, med assistance fra FSC, at forberede Ecofin-rådets drøftelser om finansiell stabilitet. I de foreslåede nye strukturer tildeles ESCBs Banktilsynskomité også en rolle. For det første vil Banktilsynskomitéens strukturelle og makro-prudentielle analyser bidrage til drøftelserne i EU om emner vedrørende finansiell stabilitet. For det andet kan Banktilsynskomitéens arbejde for at skabe en fælles forståelse mellem centralbankerne og tilsynsmyndighederne på flere områder af fælles interesse benyttes som målestok i de nye strukturer inden for udveksling af fortrolige oplysninger.

De vigtigste emner fra den offentlige høring efter Ecofin-rådets godkendelse af udkastet til udvalgets rapport var for det første vigtigheden af at finde en institutionel balance i den nye reguleringsproces og for det andet kravet om mere formelle og gennemsigtige høringsprocedurer med interesserede parter vedrørende forslag til forordninger. Fra et centralbanksynspunkt er der tre afgørende punkter. Det første drejer sig om, at alle centralbanker, også dem uden direkte tilsynsansvar, skal deltage i banktilsynssamarbejdet. Det er væsentligt for at fremme finansiell stabilitet, fordi bankerne er forbundet med en vis systemisk risiko, og pres i banksektoren har umiddelbare konsekvenser for infrastrukturer for betaling samt likviditetsstyring. Det andet punkt er, at tekniske eksperter skal deltage i de regulerende udvalg for at undgå, at hele den tekniske arbejdsbyrde i forbindelse med udkast til forord-

6 F. Heinemann og M. Jopp, "The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services", Report to the European Financial Services Roundtable, Europe Union Verlag, 2002.

ninger lægges på tilsynsudvalgene, som derved afledes fra deres vigtige tilsynsopgaver. Det tredje punkt er, at der skal være et stærkt teknisk anker i arbejdet med finansiel stabilitet, som tager højde for Banktilsynskomiteens og andre ESCB-enheders overvågning af, hvor sårbart EUs finansielle system er.

To vigtige multilaterale ordninger blev aftalt i BSC-regi i første del af 2003. Den ene er et aftalememorandum vedrørende samarbejde mellem centralbanker og tilsynsmyndigheder i krisesituationer. Aftalen fastsætter principperne for forbedring af aktuelle procedurer for samarbejde og udveksling af oplysninger mellem de to myndigheder i krisesituationer. Den anden er et aftalememorandum mellem de syv centralbanker i EU (Østrig, Belgien, Frankrig, Tyskland, Italien, Portugal og Spanien), der indgår i et centralt kreditregister. Aftalen gør det muligt at åbne registrene på tværs af grænserne.

ECB har også oprettet et nyt Direktorat for Finansiell Stabilitet og Tilsyn for at støtte de EU-tiltag, der er på vej. I tæt samarbejde med ECBs andre enheder skal det nye direktorat udarbejde en omfattende oversigt over forhold vedrørende finansiell stabilitet med relevans for euroområdet. Desuden skal udvalget nøje følge udviklingen inden for finansiell regulering, tilsyn og andre politikområder vedrørende finansielle tjenesteydelser.

Hvad angår medlemslandenes institutionelle rammer for finansiell regulering og tilsyn, bør følgende forhold i 2002 bemærkes. I Østrig begyndte myndigheden for det finansielle marked i april 2002 som tilsynsmyndighed med ansvar for alle finansielle sektorer. Centralbankens rolle blev udvidet. Centralbanken medvirker faktisk i høj grad i tilsynsprocessen, især hvad angår inspektionsbesøg på stedet i forbindelse med kredit- og markedsrisici, og har også ansvaret for behandling af al rapportering fra bankerne. I Belgien blev corporate governance-strukturen i det institutionelle forhold mellem centralbanken, bank- og værdipapirkommissionen og forsikringstilsynsmyndigheden ligeledes forstærket. Bestyrelses-

medlemmer fra centralbanken får således sæde i tilsynsmyndighedernes bestyrelse, og en ny komité for finansiell stabilitet med centralbankchefen som formand får ansvaret for koordineringen af tilsynet med den finansielle sektor. Formålet med denne reform er bl.a. at udnytte synergien inden for de fælles interesseområder, fx finansiell stabilitet, ved at sammenlægge ressourcerne. I Tyskland begyndte den nyetablerede tilsynsmyndighed (som omfatter bank-, værdipapir- og forsikringssektoren) sit arbejde i maj 2002, og Deutsche Bundesbanks engagement i tilsynsarbejdet blev udvidet. I Finland undersøges de operationelle rammer for den finansielle tilsynsmyndighed med henblik på forbedring. I Frankrig blev der fremsat et lovforslag om oprettelse af en ny myndighed for det finansielle marked med ansvar for regulering af og tilsyn med værdipapirmarkerne. I denne nye franske tilsynsmyndighed sammenlægges de funktioner, der varetages af børstilsynet og rådet for det finansielle marked, med henblik på at strømline de institutionelle rammer for regulering af og tilsyn med værdipapirer. I Irland fortsatte lovgivningsprocessen med henblik på at oprette den irske myndighed for regulering af finansielle tjenesteydelser, som bliver en autonom del af en omstruktureret centralbank, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Den nye regulerende myndighed bliver ansvarlig for reguleringen af og tilsynet med alle finansielle sektorer, herunder forbrugerspørgsmål. I Holland fortsatte den institutionelle reform, hvor tilsyn og forretningsførelse er adskilt. En særskilt myndighed overvåger forretningsførelsen, mens centralbanken og tilsynsmyndigheden for forsikring og pensionsfonde har ansvaret for tilsynet. Samarbejdet mellem de to tilsynsmyndigheder er øget. Hver af de to institutioner er repræsenteret i den andens bestyrelse, og i december 2002 blev de ansvarlige ministre foreslået fuld integration. Alt i alt har alle de nævnte tiltag konsolideret antallet af tilsynsmyndigheder samt ført til en revideret og i de fleste tilfælde udvidet deltagelse fra centralbanken i tilsynet.

3 Banklovgiving og finansiel lovgivning

I 2002 var revisionen af kapitaldækningsreglerne fortsat det vigtigste spørgsmål på banklovgivningsområdet både internationalt og på EU-plan. Internationalt intensiverede Baselkomiteen for banktilsyn (BCBS) sit arbejde med at udarbejde og tilpasse hovedelementerne i de nye rammers tre søjler, nemlig minimumskapitalkrav, tilsynsprocessen og markedsdisciplin. I juli 2002 opnåede Baselkomiteen enighed om en række vigtige spørgsmål i forbindelse med færdiggørelsen af den nye Basel Accord. Det omfatter bl.a. en specifik behandling af bankernes engagementer med små og mellemstore virksomheder, udførelse af konservativ stress test i forbindelse med kreditrisiko under anden søjle for banker, der indfører den interne ratingmetode, tilnærmelse mellem den avancerede ratingmetode og den grundlæggende ratingmetode, en mere fleksibel kapitalbehandling i forbindelse med operationel risiko under første søjle samt foreløbig fastlæggelse af et enkelt minimumskapitalkrav baseret på kapital-skønnet i den nuværende Accord. Baselkomiteen godkendte desuden en revideret tidsplan for færdiggørelsen af den nye Accord, hvor det endelige (tredje) konsultationspapir forventes at blive sendt til offentlig høring i 2. kvartal 2003, mens den nye Basel Accord færdiggøres i 4. kvartal 2003 og implementeres ultimo 2006. I oktober 2002 iværksatte Baselkomiteen den tredje og endelige kvantitative effektundersøgelse (Quantitative Impact Study – QIS 3) for at vurdere effekten af de nye regler grundigt inden offentliggørelsen af det tredje konsultationspapir. Resultaterne af den kvantitative undersøgelse forventes tidligt på sommeren 2003. Gruppen for Accordens implementering (Accord Implementation Group) med mandat fra Baselkomiteen begyndte sit arbejde i 2002.

På EU-plan arbejdede Europa-Kommissionen parallelt med Baselkomiteen på at reformere kapitallovgivningsrammen for banker og investeringsvirksomheder. Kommissionen iværksatte i november 2002 en "struktureret dialog" inden høringsprocessen med sektoren for finansielle tjenesteydelser og andre interesserede parter.

Som baggrund for dialogen blev der offentliggjort et resumé og et arbejdsdokument med Europa-Kommissionens aktuelle synspunkter om EUs nye kapitaldækningsregler for banker og investeringsvirksomheder. Kommissionen planlægger at offentliggøre et tredje konsultationspapir til formel konsultation på EU-plan i begyndelsen af sommeren 2003, dvs. kort efter Baselkomiteens tredje konsultationspapir. Kommissionen forventes derefter – i 1. kvartal 2004 – at fremlægge et udkast til direktiv om kapitallovgivning for kreditinstitutter og investeringsvirksomheder, som ændrer de nuværende EU-bestemmelser. Den nye lovgivning forventes at træde i kraft samtidig med den nye Basel Accord, dvs. ultimo 2006.

På opfordring fra Det Europæiske Råd i Barcelona i marts 2002 er Europa-Kommissionen desuden gjort ansvarlig for at udføre en undersøgelse af den nye kapitallovgivnings sandsynlige konsekvenser for alle sektorer i den europæiske økonomi med særligt fokus på små og mellemstore virksomheder. Undersøgelsen forventes gennemført i efteråret 2003.

ECB, der primært gennem sin deltagelse som observatør i de relevante komiteer giver input til beslutningsprocessen på området, støtter fortsat lovreformen i hovedtræk. ECB bifalder bl.a. indførelsen af stress test under den anden søjle for banker, der indfører den interne ratingmetode. Sammen med indførelsen af en fladere risikovægtningsskurve for erhvervskreditter (godkendt af Baselkomiteen i november 2002) vil dette bidrage til at gøre kapitalkravene mere stabile i konjunkturforløbet. Når lovgivningen er vedtaget, vil den være med til at styrke den finansielle stabilitet. Hvad angår EU-specifikke forhold, er det vigtigt at sikre passende behandling af bankernes eksponeringer over for små og mellemstore virksomheder og at opnå en fair behandling af små og mellemstore banker og investeringsvirksomheder, hvis kapitalkrav skal afspejle deres særlige risikoprofil. Et andet vigtigt forhold er konvergens inden for tilsyn, som vil blive en nøgleopgave for trin 3-banktilsynsudvalget.

Hvad angår finansiel lovgivning, er der sket store fremskridt med vedtagelsen af fællesskabstiltagene i handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser. Næsten alle prioriterede mål, som blev fastlagt af Det Europæiske Råd i Barcelona, fx direktivet om finansielle konglomerater, direktivet om markedsmisbrug og forordningen om internationale regnskabsstandarder, blev opfyldt i 2002. Samtidig med lovgivningsprocessen er der en voksende erkendelse af fordelene ved yderligere integration af de finansielle markeder (se kapitel V). Med hensyn til regulering på værdipapirområdet arbejdes der videre inden for Lamfalussy-proceduren, som Vismandsudvalget foreslog til regulering af de europæiske værdipapirmarkeder. Direktivet om markedsmisbrug var det første, der sondrede mellem grundprincipper (trin 1-lovgivning) og tekniske gennemførelsesbestemmelser (trin 2-lovgivning) og tildelte Det Europæiske Værdipapirudvalg en komitologi-rolle i forbindelse med vedtagelse af trin 2-lovgivningen. Desuden afhænger Europa-Kommissionens forslag til direktiver om prospekter og især ajourføring af investerings servicedirektivet i høj grad af Lamfalussy-procedureernes anvendelighed. På Kommissionens foranledning har det nye Udvalg af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR) påbegyndt opstillingen af mål for gennemførelsen af direktivet om markedsmisbrug og direktivet om prospekter. ECB deltager som observatør i Politikgruppen for Finansielle Tjenesteydelser, som overvåger gennemførelsen af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser. I overensstemmelse med sine lovbestemte opgaver høres ECB desuden om udkast til forslag til direktiver inden for regulering af finansielle markeder, som nævnt i ovenstående eksempler.

Bekæmpelse af hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme var fortsat et vigtigt område i 2002. Der er sket tre vigtige tiltag på området. For det første har mange lande arbejdet målrettet med at implementere de otte særlige henstillinger til bekæmpelse af finansiering af terrorisme, som den finansielle arbejdsgruppe vedrørende hvidvaskning af penge (FATF) havde udarbejdet. I den forbindelse stod FATF til tjeneste med en detaljeret fortolkning af disse henstillinger.

For det andet indledte FATF en undersøgelse af sine 40 henstillinger til bekæmpelse af hvidvaskning af penge. Undersøgelsen omfatter bl.a. kundeidentifikation og due diligence, rapportering af mistænkelige overførsler, regulering og tilsyn, selskabskonstruktioner og ikke-finansielle virksomheder og erhverv. For det tredje har IMF, Verdensbanken og FATF udviklet en fælles metode til vurdering af landenes overholdelse af FATFs 40 henstillinger. FATFs standarder føjes til de standarder og kodekser, der anvendes i IMF's og Verdensbankens overvågningsarbejde, fx udarbejdelse af rapporter om overholdelse af internationale standarder og kodekser (ROSCer) og gennemførelse af programmerne til vurdering af den finansielle sektor (FSAP). ECB deltager som observatør i FATF.

Med hensyn til regnskaber er International Accounting Standards Board (IASB) begyndt at modernisere og forbedre de nuværende internationale regnskabsstandarder (IAS) og har iværksat større projekter med henblik på at sikre konvergens med de amerikanske regnskabsprincipper (US Generally Accepted Accounting Principles). I den forbindelse har IASB udarbejdet et udkast til IAS 32 vedrørende oplysning om og præsentation af finansielle instrumenter og IAS 39 vedrørende anerkendelse og opgørelse af finansielle instrumenter. Det overvejes at udvide IAS 39 til at omfatte dagsværdiprincippet i regnskaber (fair value accounting). I november 2001 offentliggjorde ECB en udtalelse om at lade dagsværdiprincippet gælde i banksektoren.⁷ På EU-plan anfører Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002, at børsnoterede virksomheder fra 2005 skal anvende "internationale regnskabsstandarder",⁸ når de udarbej-

7 Se ECBs publikation "Fair value accounting in the banking sector". ECBs kommentarer til "Draft standard and basis for conclusions - financial instruments and similar items", Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters, 8. november 2001.

8 Ifølge forordningens artikel 2 skal "internationale regnskabsstandarder" forstås som internationale regnskabsstandarder (IAS), International Financial Reporting Standards (IFRS) og hermed forbundne fortolkninger (SIC-IFRIC-fortolkninger), efterfølgende ændringer af disse standarder og hermed forbundne fortolkninger, fremtidige standarder og hermed forbundne fortolkninger, der udarbejdes eller vedtages af International Accounting Standards Board (IASB).

der deres koncernregnskaber. Formålet med forordningen er at opnå harmonisering af finansielle oplysninger for at sikre en høj grad af gennemsigtighed og sammenlignelighed mellem regnskaberne. Et nyt Regnskabskontroludvalg skal assistere Kommissionen i forbindelse med indførelsen af standarden/standarderne i forordningen. ECB deltager som observatør i Regnskabskontroludvalgets møder.

Hvad angår corporate governance, har Kommissionen efter rapporten fra ekspertgruppen vedrørende selskabslovgivning om en ny lovramme for corporate governance i Europa indledt arbejdet med en handlingsplan for at implementere gruppens anbefalinger. ECB vil bidrage til handlingsplanen via deltagelse i de relevante EU-fora.

30. september-4. oktober 2002



Eurosystemets stand på Sibos-messen for finansielle tjenesteydelser 2002 i Genève



Kapitel X

Det statistiske arbejde

1 Indledning

I 2002 fortsatte det statistiske arbejde med yderligere forbedringer af kvalitet og tilgængelighed. Der forventes flere forbedringer efter indførelsen af de nye forordninger om den konsoliderede balance i MFI-sektoren og statistik over MFInes rentesatser, retningslinjen om kvartalsvise finansielle sektorkonti samt andre retsakter, som er under udarbejdelse. Dette arbejde blev udført i tæt samarbejde med NCBERne, der indsamler data fra indberetterne og sender dem til ECB, som dernæst udarbejder aggregater for euroområdet.

Samordningen er blevet styrket for at forbedre tilgængeligheden og aktualiteten af internationalt sammenlignelige og ensartede månedlige og kvartalsvise data. Der arbejdes også på at udvikle omfattende statistiske rammer for kvartalsvise finansielle og ikke-finansielle sektorkonti for at forbedre overensstemmelsen mellem de forskel-

lige statistikker. I 2002 afholdt ECB sin første konference vedrørende statistik og arrangerede desuden kurser for brugerne af statistikkerne, især om sæsonkorrektion og finansmarkedsstatistik.

Eurosystemet søger at opfylde behovet for pålidelig, omfattende statistik af høj kvalitet på en måde, der minimerer indberetternes rapporteringsbyrde. Hertil anvender Eurosystemet i videst muligt omfang eksisterende statistikker. De nye statistikkrav har været gennem en formel procedure vedrørende fordele og omkostninger med deltagelse af indberetterne. I 2002 blev denne procedure yderligere forbedret.

Eurosystemet har hjulpet tiltrædelseslandene med at udvikle statistik af høj kvalitet, bl.a. via forskellige kurser om specifikke statistiktyper (se kapitel VI).

2 Penge- og bankstatistik samt finansmarkedsstatistik

I 2002 fortsatte den regelmæssige udarbejdelse af penge- og bankstatistik samt finansmarkedsstatistik som planlagt.

MFIerne rapporterer balancedata månedligt og kvartalsvis for at opfylde de statistikkrav, som blev fastlagt ved ØMUens start. Listen over MFIer opdateres hver måned og offentliggøres på ECBs websted. Målet er, at definitionen af MFIer skal være den samme i hele euroområdet og i Den Europæiske Union.

I 2002 var ECB og NCBERne stærkt engageret i gennemførelsen af ECBs forordning om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (ECB/2001/13), som blev vedtaget af Styrelsesrådet i november 2001. De nye krav gennemføres i tæt samarbejde med de finansielle institutioner og deres respektive sammenslutninger. På denne baggrund blev der i november 2002 offentliggjort en vejledning til forordning ECB/2001/13 vedrørende MFI-balancestatistikken. I begyndelsen af 2003 blev

der for første gang rapporteret data i henhold til den nye forordning. De vigtigste forbedringer af MFI-balancestatistikken vedrører mere detaljerede månedlige oplysninger om udlån og indlån samt en ny statistik over korrigerende værdiændringer i forbindelse med værdipapirer og udlån. Førstnævnte indebærer en fordeling af posterne på MFI-balancen efter instrument, oprindeligt løbetid og modpart. Sidstnævnte betyder en væsentlig forbedring af den månedlige strømstatistik. Desuden kan korrektionerne for værdiændringerne i sig selv have et vist informationsindhold og forbedre analysen af pengemængdemålene og modposterne (fx afskrivning/nedskrivning af lån).

ECB og NCBERne lagde også stor vægt på gennemførelsen af den nye ECB-forordning vedrørende statistik over MFInes rentesatser (ECB/2001/18), som blev vedtaget af Styrelsesrådet i december 2001. Denne statistik indeholder omfattende, detaljerede og harmoniserede data

vedrørende rentesatser, som vil forbedre analysen af den pengepolitiske transmission og selve den monetære analyse betydeligt. Statistikken er også nødvendig til vurdering af den finansielle stabilitet. I alt udarbejdes der 45 indikatorer for både nye og udestående forretninger. De nye data vedrørende MFlernes rentesatser skal rapporteres til ECB senest den 19. arbejdsdag efter referencemånedens udgang, og statistikken vil blive indført gradvis i 2003. I den henseende er det også værd at bemærke, at Eurosystemet har udarbejdet en undersøgelse af bankernes udlån som supplement til statistikken over rentesatserne.

I november 2002 vedtog Styrelsesrådet en forordning (ECB/2002/8) om data vedrørende andele i pengemarkedsforeninger opdelt efter indehaverens hjemsted. Formålet med ændringen af forordning ECB/2001/13 er på langt sigt at forbedre stabiliteten og kvaliteten af data vedrørende andele i pengemarkedsforeninger, som allerede anvendes i beregningen af M3.

Efter beslutningen om at anvende 12-måneders vækstrater beregnet på grundlag af sæsonkorrigerede data for at kunne sammenligne væksten i M3 med referenceværdien, blev der arbejdet på at sikre en høj standard for denne statistik. Strømkorrekturen blev forbedret i kraft af større hensyntagen til valutakursændringer (påvirker poster på MFI-balancen denomineret i udenlandsk valuta), og anvendelsen blev udvidet til at omfatte de mere detaljerede kvartalsdata. Det giver mulighed for en korrekt beregning af vækstraten for fx MFlernes indlån og udlån fordelt på sektor.

Desuden er der udarbejdet nye indikatorer med henblik på at vurdere banksektorens finansielle stabilitet og strukturelle udvikling.

I januar 2003 offentliggjorde ECB for første gang en statistik over andre finansielle institutioner (ekskl. forsikringselskaber og pensionskasser). Statistikken viser euroområdet investeringsforeningers udestående ultimo kvartalet fordelt efter investeringsformål (aktier, obligationer, blandt, ejendom og andre investeringsforeninger) og investortype (almindelige afdelinger og specialafdelinger). Denne statistik er endnu ikke fuldt harmoniseret på tværs af euroområdet, selv om NCBerne allerede har truffet foranstaltninger til at gøre deres nationale bidrag så ensartede som muligt. På baggrund af ovenstående kan der således udarbejdes aggregater for euroområdet af acceptabel kvalitet.

Eurosystemet vurderede desuden effekten af overgangen til euro på landefordelingen i MFI-balancestatistikken, som er grundlaget for den monetære statistik.

Statistikken over værdipapirudstedelser er blevet udvidet. Gennemførelsen af en ny beregningsmetode, som adskiller transaktionsvækst fra værdireguleringer, omklassifikationer og andre mængdemæssige ændringer, der ikke vedrører transaktionerne, har medført mere nøjagtige og ensartede vækstrater. Endvidere begyndte ECB i januar 2003, på grundlag af ECBs og NCBernes forberedelser, at offentliggøre ny månedlig statistik over udestående børsnoterede aktier fordelt efter udsteders sektor.

Samtidig fortsatte ECB med at udvikle fælles metoder til beregning af sammenlignelige statistiske indikatorer for finansmarkederne i euroområdet.

3 Betalingsbalancestatistik, statistik over internationale reserver og kapitalbalancen over for resten af verden samt effektive valutakurser

Den månedlige og kvartalsvise betalingsbalance for euroområdet, euroområdets årlige kapitalbalance over for resten af verden og Eurosystemets

månedlige internationale reserver blev udarbejdet og offentliggjort effektivt i 2002.

Som en væsentlig forbedring offentliggjorde ECB i november 2002 statistik vedrørende kapitalbalancen over for resten af verden ultimo året for perioden 1999-2001, hvor euroområdet aktiver og passiver vises hver for sig. Tidligere blev der kun beregnet nettostillinger. Ændringerne i kapitalbalancen over for resten af verden mellem to årsskifter kan delvis forklares ved betalingsbalancestrømmene i løbet af året. Desuden afspejler beholdningsdataene værdireguleringer som følge af ændringer i aktie- og valutakurserne samt andre mængdemæssige ændringer (fx afskrivninger og omklassifikation), som ikke vedrører strømme. Disse forbedringer øger derfor informationsindholdet i og analyseværdien af statistikken over euroområdet kapitalbalance over for resten af verden.

Som i de foregående år har Eurosystemet arbejdet på at forbedre dataenes kvalitet og tilgængelighed. En af de største udfordringer er indsamlingen af porteføljeinvesteringsdata. I juni 2002 offentliggjorde ECB en rapport, som beskrev, hvordan indsamlingen af porteføljeinvesteringsdata kunne forbedres på nationalt plan. I samarbejde med NCB'erne er ECB således ved at udvikle en central værdipapirdatabase. På europæisk plan har ECB også bidraget væsentligt til at definere kriterierne og de operationelle indikatorer for en vurdering af kvaliteten af betalings-

balancestatistik og tilhørende statistikker. Der er gjort yderligere bestræbelser på at forbedre overensstemmelsen mellem på den ene side betalingsbalancedata og tilknyttede data og på den anden side penge- og bankdata og sektoren resten af verden i nationalregnskaberne.

Forslag om ændring af ECBs retningslinje nr. 2000/4, som fastlægger de juridiske rammer for udarbejdelsen af euroområdet betalingsbalancestatistik, statistik over internationale reserver og kapitalbalance over for resten af verden, blev vurderet i 2002. En revidering af denne retningslinje forventes i 1. kvartal 2003.

En revideret udgave af den årlige publikation "European Union balance of payments/international investment position statistical methods" blev udgivet i november 2002. Publikationen dokumenterer medlemslandenes statistiske metodologi i forbindelse med udarbejdelsen af betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen over for resten af verden og øger således gennemsigtigheden i udarbejdelsen af statistik for euroområdet.

Siden oktober 1999 har ECB offentliggjort data vedrørende nominelle og reale effektive eurokurser og andre data med henblik på at vurdere euroens internationale rolle.

4 Finansielle sektorkonti

Regelmæssige kvartalsvise statistikker over de finansielle sektorkonti for de ikke-finansielle sektorer i euroområdet blev offentliggjort for første gang i maj 2001 og fortsatte uden problemer. ECBs retningslinje om statistiske rapporteringskrav inden for kvartalsvise finansielle sektorkonti, som blev vedtaget af Styrelsesrådet i november 2002, sikrer fortsat regelmæssig offentliggørelse af data vedrørende Eurosystemets kvartalsvise finansielle sektorkonti. Retningslinjen dækker det aktuelle behov for udarbejdelse af data vedrørende finansielle sektorkonti i Den Monetære Union og opfylder rapporteringskravene til nationale data, især data om forsikringselskaber

og pensionskasser, som snart bliver offentliggjort. Den ny retningslinje trådte i kraft i november 2002.

En yderligere forbedring af statistikken over finansielle sektorkonti indebærer, at det nu er muligt at sikre overensstemmelse mellem kapitalposterne og de finansielle sektorkonti. Den statistiske behandling af ikke-retourerede pengesedler er der også taget højde for.

5 Statistik over offentlige finanser

Som i de foregående år offentliggjorde ECB en årlig statistik over de offentlige indtægter og udgifter i euroområdet. Den omfattede oplysninger om den offentlige gæld og en analyse af forskellen mellem offentlige underskud og ændringer i den offentlige gæld. Transmissionen af disse årlige data

fortsatte uden problemer i 2002. En ECB-retningslinje vedrørende statistiske rapporteringskrav og procedurer for udveksling af statistiske oplysninger i forbindelse med statistik over offentlige finanser er under udarbejdelse.

6 Generel økonomisk statistik

Generel økonomisk statistik over priser og omkostninger, nationalregnskaber, arbejdsmarked og en bred vifte af andre økonomiske data underbygger ECBs pengepolitiske strategi. ECB og Europa-Kommissionen (der er hovedansvarlig for denne statistik på europæisk plan) samarbejder tæt om overvågning af gennemførelsen af handlingsplanen om statistikkraft i ØMU, som blev forelagt Ecofin-rådet i september 2000. Som opfølgning på denne handlingsplan og andre initiativer er der sket forbedringer af den generelle økonomiske statistik på nationalt og europæisk plan, men der er lang vej endnu. I en meddelelse

fra november 2002 beskrev Europa-Kommissionen de hidtidige fremskridt mod en forbedring af metoderne for statistik over og indikatorer for euroområdet og forudså yderligere fremskridt. ECB deltog også som tidligere i udarbejdelsen af en situationsrapport om informationskrav i ØMU, hvor resultaterne og kravene i henhold til ØMU-handlingsplanen gennemgås. Rapporten er i mellemtiden vedtaget af Ecofin-rådet.

ECB har desuden understreget, at der er behov for yderligere forbedring af internationale statistikkers sammenlignelighed.

7 Samarbejde med Europa-Kommissionen og internationale institutioner

På europæisk plan fungerede den aftalte ansvarsfordeling for statistik mellem ECB og Europa-Kommissionen (Eurostat) fint igen i 2002. En opdatering af aftalememorandummet vedrørende økonomisk og finansiel statistik mellem ECB og Eurostat er under udarbejdelse. ECB arbejder tæt sammen med Europa-Kommissionen på dette område, ikke mindst via Udvalget for Penge-, Kreditmarkeds- og Betalingsbalancestatistik (CMFB), hvor statistikere fra Eurostat, de nationale statistikbureauer, ECB og NCberne er re-

præsenteret. ECB bifalder CMFBs nye interne regler for høringer vedrørende proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

ECB samarbejder også tæt med BIS, IMF og OECD om statistiske spørgsmål. I samarbejde med europæiske fællesskabsinstitutioner og internationale organisationer bidrager ECB til en definition af internationale statistiske standarder og fremmer overholdelsen heraf.

24. og 25. oktober 2002



ECBs anden centralbankkonference i Frankfurt

Kapitel XI

Andre opgaver og aktiviteter

I Rådgivende funktioner

I traktatens artikel 105, stk. 4, og ESCB-statutens artikel 4 kræves, at ECB skal høres af de relevante fællesskabsinstitutioner og de ansvarlige nationale myndigheder¹ om ethvert forslag til fællesskabslovgivning eller national lovgivning inden for ECBs kompetenceområder.

Betingelserne for og omfanget af de nationale myndigheders høringer af ECB vedrørende lovforslag er fastlagt i Rådets beslutning nr. 98/415/EF af 29. juni 1998. I artikel 2, stk. 1 og 2, i denne beslutning beskrives de specifikke områder, inden for hvilke ECB skal høres, nemlig i forbindelse med ethvert forslag til lovgivning vedrørende:

- Valutaforhold.
- Betalingsmidler.
- NCBer.
- Indsamling, udarbejdelse og udgivelse af monetære og finansielle statistikker samt bank-, betalingsystem- og betalingsbalancestatistikker.
- Betalings- og afviklingssystemer.
- Regler for finansielle institutioner, for så vidt de væsentligt påvirker de finansielle in-

stitutioner og de finansielle markeders stabilitet.

Desuden skal myndighederne i medlemslandene uden for euroen² høre ECB om ethvert udkast til retsfor skrifter om pengepolitiske instrumenter.

I alt blev der indledt 32 høringer i 2002, hvoraf 30 blev indledt af medlemslande og to af Rådet for Den Europæiske Union. Ud af de 32 høringer omhandlede ni betalingsmidler, syv statistik og 11 regler, som kan påvirke de finansielle institutioner og de finansielle markeders stabilitet.

På ECBs websted (www.ecb.int) findes en oversigt over ECBs udtalelser. I nedenstående boks angives de høringer, der blev indledt i 2002.

¹ I henhold til protokollen om visse bestemmelser vedrørende Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland, der er knyttet som bilag til traktaten, finder traktatens artikel 105, stk. 4, og ESCB-statutens artikel 4 ikke anvendelse på Det Forenede Kongerige. Forpligtelsen til at høre ECB omfatter således ikke de nationale myndigheder i Det Forenede Kongerige.

² Undtagen Det Forenede Kongerige (se fodnote 1).

Boks 10

Høringsprocedurer i 2002

(a) Høringer fra medlemslande¹

Nr. ²	Forslagsstiller	Emne
CON/2002/1	Finland	Ændring af lov om kreditinstitutter, så den omfatter e-penge.
CON/2002/2	Tyskland	Ændring af forordning om udenrigshandel og betalinger vedrørende indsamling, udarbejdelse og udgivelse af monetære og finansielle statistikker samt bank-, betalingsystems- og betalingsbalancestatistikker.
CON/2002/3	Belgien	Udarbejdelse af Belgiens betalingsbalancestatistik og kapitalbalance over for resten af verden.
CON/2002/4	Danmark	Ændring af lov om hvidvaskning af penge, så den omfatter finansiering af terrorisme.
CON/2002/5	Holland	Gennemførelse af international lovgivning om bekæmpelse af terrorisme og overholdelse af finansielle sanktioner i lov om sanktioner.
CON/2002/6	Frankrig	Ophævelse af status som lovligt betalingsmiddel for sedler og mønter udstedt i franc.
CON/2002/7	Irland	Ændring af lov om Den Økonomiske og Monetære Union vedrørende klassificering af den irske centralbanks betalinger til staten som nettoindkomst fra møntudstedelse.

¹ I september 2002 vedtog Styrelsesrådet ændringer af reglerne for offentliggørelse i forbindelse med ECBs udtalelser, som offentliggøres efter anmodning fra de nationale myndigheder. Fremover bliver ECBs udtalelser som hovedregel offentliggjort på ECBs websted seks måneder efter vedtagelsesdatoen. For ECBs udtalelser, som har betydning for politikkerne, fortsætter den nuværende praksis, dvs. umiddelbar offentliggørelse på ECBs websted. Styrelsesrådet har også godkendt, at tidligere vedtagne ECB-udtalelser og EMI-udtalelser offentliggøres på ECBs websted. I begge tilfælde bliver de relevante nationale myndigheder informeret herom.

² Høringerne er nummeret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

Nr. ³	Forslagsstiller	Emne
CON/2002/8	Danmark	Ændring af lov om værdipapirhandel vedrørende sikkerhedsstillelse og kompetencefordeling i forbindelse med fondsbørser, databeskyttelse og insiderhandel.
CON/2002/9	Frankrig	Ændring af dekret om økonomiske forbindelser med udlandet, der påvirker betalingsbalancestatistik og statistik over kapitalbalancen.
CON/2002/10	Danmark	Ændring af lov om finansielle tjenesteydelser og andre finansielle love med hensyn til overvågning af virksomheders pensionsfonde, bedste praksis for børsrådgivere mv.
CON/2002/12	Finland	Det finske finansministeriums bemyndigelse til at udstede erindringsmønter med status som lovligt betalingsmiddel i Finland.
CON/2002/13	Belgien	Indførelse af omfattende tilsyn med den finansielle sektor og finansielle tjenesteydelser samt særlige regler om sekundære markeder for finansielle instrumenter.
CON/2002/14	Spanien	Betaling af Banco de Españas overskud til statskassen.
CON/2002/15	Finland	Afrunding til nærmeste fem cent af eurobetalinger foretaget med bankkort eller andre betalingskort.
CON/2002/16	Irland	Lovforslag af 2002 om den irske centralbank og myndighed for finansielle tjenesteydelser.
CON/2002/17	Luxembourg	Forordning om udpegning af kompetente nationale myndigheder i forbindelse med forfalskning.
CON/2002/18	Belgien	Præcisering af forholdet mellem de institutionelle rammer for Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique og de generelle regler om aktieselskaber.
CON/2002/19	Østrig	Gennemførelse af FATFs særlige anbefalinger vedrørende hvidvaskning af penge og bekæmpelse af finansiering af terrorisme.
CON/2002/20	Østrig	Ændring af basis- og referencerenten.
CON/2002/21	Sverige	Ændring vedrørende indsamling af betalingsbalancestatistik og likviditetskriteriet for værdipapirer i pengepolitiske operationer samt forslag til udlicitering af dele af denne proces.
CON/2002/22	Sverige	Forslag til oprettelse af et nationalt revisionsorgan under den svenske Riksdagen, herunder ændring af lov om Sveriges Riksbank.
CON/2002/23	Finland	Ændring af lov om finanstillsynet, herunder nye metoder og nye sanktionsbeføjelser.
CON/2002/24	Belgien	Forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge.
CON/2002/26	Grækenland	Eurosedlers retlige beskyttelse.
CON/2002/27	Finland	Lov om beføjelser vedrørende regulering af de finske finansielle markeder i nødsituationer.
CON/2002/28	Sverige	Sveriges Riksbank og offentliggørelse af rentevilkår.
CON/2002/29	Sverige	Indførelse af et nyt undersøgelsesbaseret system til indsamling af betalingsbalancestatistik.
CON/2002/30	Italien	Bestemmelser om konvertering af obligationer i henhold til lov nr. 483/93 vedrørende Banca d'Italias balance.
CON/2002/31	Italien	Bestemmelser i budgetloven for 2003 vedrørende sedler og mønter.
CON/2002/32	Frankrig	Lovforslag om finansiell sikkerhed.

(b) Høringer fra europæiske institutioner⁴

Nr. ³	Forslagsstiller	Emne	Publikationer
CON/2002/11	EU-Rådet	Indstilling om udnævnelse af næstformanden for Direktionen for Den Europæiske Centralbank.	EFT L 101, 14.4.2002, s. 17
CON/2002/25	EU-Rådet	Europa-Parlamentets og Rådets forordning om frister for indberetning af de vigtigste nationalregnskabsaggregater, undtagelser på dette område og indberetning af beskæftigelsesdata vedrørende udførte arbejdstimer.	EFT C 253, 22.10.2002, s. 14

³ Høringerne er nummeret i den rækkefølge, som Styrelsesrådet har vedtaget dem.

⁴ Udgivet på ECBs websted.

2 Overholdelse af forbuddet mod monetær finansiering og privilegeret adgang

Ifølge traktatens artikel 237, litra d, er det ECBs opgave at overvåge, at EUs 15 NCBer overholder deres forpligtelser i henhold til traktatens artikel 101 og 102 og Rådets forordning (EF) nr. 3603/93 og 3604/93. Denne opgave udføres af ECBs Generelle Råd, som også overvåger, at ECB selv overholder bestemmelserne. 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 stater og andre offentlige myndigheder, offentlige virksomheder og fællesskabsinstitutioner eller -organer privilegeret adgang til finansielle institutioner. Parallelt med Det Generelle Råd overvåger Europa-Kommissionen medlemslandenes overholdelse af ovennævnte bestemmelser.

Det Generelle Råd overvåger også EU-centralbankernes køb på det sekundære marked af gældsinstrumenter udstedt af både den indenlandske offentlige sektor og den offentlige sektor

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

For 2002 registrerede Det Generelle Råd tre tilfælde af manglende overholdelse af ovennævnte traktatbestemmelser og de tilhørende rådsforordninger hos NCBerne i medlemslandene. I hvert tilfælde overskred NCBers møntbeholdning, som blev krediteret den offentlige sektor efter overgangen til euro, grænsen på 10 pct. for mønter i cirkulation ifølge artikel 6 i Rådets forordning (EF) nr. 3603/93. I Grækenlands tilfælde blev grænsen overskredet i de første tre måneder af 2002, mens problemet for Frankrigs og Finlands vedkommende strakte sig over året og endnu ikke var løst ultimo 2002. Det Generelle Råd har opfordret NCBerne i de to sidstnævnte medlemslande til at indføre umiddelbare korrigerende tiltag.

3 Forvaltning af Fællesskabets låneoptagelses- og långivningstransaktioner

I henhold til traktatens artikel 123, stk. 2, og artikel 9 i Rådets forordning (EF) nr. 332/2002 af 18. februar 2002 (som erstatter artikel 11 i Rådets forordning (EØF) nr. 1969/88 af 24. juni 1988) vil ECB fortsat have ansvaret for forvaltningen af Fællesskabets låneoptagelses- og långiv-

ningstransaktioner indgået under faciliteten for mellemfristet finansiel støtte. I 2002 udførte ECB ingen sådanne forvaltningsopgaver, idet der ultimo 2001 ikke var udestående lån, og ingen nye tiltag blev igangsat i løbet af året.

Dommerkomitéen i den internationale arkitektkonkurrence om ECBs nye hovedkontor besøger den nye grund i Frankfurt, Grossmarkthalle



Dommerkomitéens første møde 30. og 31. oktober 2002

Kapitel XII

Ekstern kommunikation og ansvarlighed

I ECBs kommunikationspolitik og -aktiviteter

I.1 Kommunikationsaktiviteter

Effektiv og hensigtsmæssig ekstern kommunikation er alfa og omega for en centralbank. I tæt samarbejde med Eurosystemets nationale centralbanker benytter ECB en række kommunikationsværktøjer med henblik på løbende at øge den europæiske befolknings forståelse af ECBs opgaver, strategi og strategibaserede beslutninger. I 2002 blev der arbejdet på at effektivisere den eksterne kommunikation. Kontinuitet og stabilitet i kommunikationsaktiviteterne er væsentligt for at øge befolkningens fortrolighed med pengepolitikken og andre centralbankspørgsmål i euroområdet.

Årets første måneder var domineret af oplysningskampagnen Euro 2002, som krævede en ekstraordinær kommunikationsindsats, hvor Eurosystemet hjalp befolkningen i euroområdet med at lære deres nye valuta bedre at kende (se boks 12). Hvad angår andre emner, anvendte ECB sine sædvanlige kommunikationsværktøjer: Pressemeddelelser, pressekonferencer, periodiske publikationer (Årsberetning og Månedsoversigt), offentlige taler og interview med medlemmer af ECBs besluttende organer samt brochurer og andre trykte publikationer. Med disse forskellige værktøjer kan ECB nå mange forskellige målgrupper, lige fra akademikere og bankeksperter til medierepræsentanter, studerende og offentligheden.

ECB formidler endvidere resultaterne af monetær og generel økonomisk forskning ved at offentliggøre arbejdspapirer (Working Papers) og lejlighedsvis publikationer (Occasional Papers) og afholde akademiske konferencer, seminarer og workshopper. I 2002 var de vigtigste begivenheder seminaret afholdt inden for rammerne af Asien-Europa-mødet i april, seminaret om Eurosystemet og latinamerikanske centralbanker i maj, ECBs anden centralbankkonference 2002 om omstrukturering af det europæiske finansielle

system i oktober, og seminaret på højt niveau om EU-tiltrædelsesprocessen i december.

Som en særskilt kommunikationsaktivitet modtager ECB desuden grupper af besøgende på sit hovedkontor. Det giver især studerende mulighed for at få førstehåndsviden om ECBs aktiviteter. I løbet af 2002 havde ECB over 9.000 besøgende, og siden starten i 1998 har ECB haft over 40.000 besøgende.

Mange af disse kommunikationsaktiviteter er beskrevet på ECBs websted (www.ecb.int), som giver adgang til alle dokumenter offentliggjort af ECB. Antallet af besøgende på webstedet og brugen af e-mail hotlines var fortsat højt i 2002. Webstedet har også fungeret som en platform for iværksættelsen af offentlige høringer.

Offentlige høringer blev brugt ret ofte som kommunikationsværktøj i 2002, hvor ECB igangsatte i alt seks offentlige høringer. Interessenter blev inviteret til at fremsende deres kommentarer til enten ECB eller NCBERne. Både ECB og NCBERne brugte deres websteder til høringerne. De offentlige høringer omhandlede bl.a. betalingssystemer og de operationelle rammer for pengepolitikken.

Samarbejde med NCBERne er afgørende på kommunikationsområdet og er en forudsætning for at opnå optimale resultater på baggrund af kommunikationsressourcerne inden for ESCB. I koordineringsprocessen lægges der særlig vægt på at kommunikere med en "fælles stemme" i forbindelse med den fælles pengepolitik i euroområdet. Det er desuden vigtigt, at ESCB kan nå en række regionale og nationale målgrupper på deres eget sprog inden for deres egne rammer.

ECB søger hele tiden at forbedre sine værktøjer. I den forbindelse udførte ECB i efteråret 2002 en undersøgelse af Månedsoversigtens læserkreds. Endvidere blev der iværksat et projekt til at forbedre Månedsoversigtens udformning.

I.2 Vigtige kommunikationsspørgsmål i 2002

En række aktuelle spørgsmål har været særlig vigtige for Eurosystemets kommunikation i 2002. Disse spørgsmål behandles nærmere i de relevante kapitler i denne Årsberetning. De nævnes dog også kort nedenfor for at give et overblik over Eurosystemets kommunikationsmæssige udfordringer i 2002.

ECB handlede proaktivt i forbindelse med nogle af disse spørgsmål for at øge offentlighedens kendskab til forhold vedrørende ECBs kompetenceområde. Med hensyn til andre spørgsmål reagerede ECB på efterspørgslen efter information fra medierne, særlige grupper eller offentligheden.

Nogle af de vigtigste kommunikationsspørgsmål i 2002 var:

- Pengepolitikens stramhedsgrad (se kapitel I).
- Indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002. Informationskampagnen Euro 2002 blev afsluttet tilfredsstillende i 2. kvartal 2002 (se boks I I).
- Eurosystemets rolle i EU-tiltrædelsesprocessen (se kapitel VI).
- Pengepolitiske operationer (se kapitel II).
- Drøftelser om banktilsyn og finansiel stabilitet på europæisk og internationalt plan (se kapitel V og IX).
- De finansielle markeders struktur i euroområdet (se kapitel V og IX).
- Organisatoriske forhold i forbindelse med ECB, herunder især iværksættelsen af en international byplanlægnings- og arkitektkonkurrence til udformning af ECBs nye hovedkontor (se kapitel XIII).
- Styrelsesrådets syn på stabilitets- og vækstpacten (se kapitel I).

Boks I I

Informationskampagnen Euro 2002

Eurosystemet igangsatte informationskampagnen Euro 2002 i begyndelsen af 2001. Kampagnens formål var at gøre offentligheden bekendt med den nye valuta og fremgangsmåden ved overgangen til eurosedler og -mønter. Kampagnen var på mange måder enestående. Der blev anvendt samme kreative koncept og struktur i hele euroområdet på de 11 officielle fællesskabssprog. Kampagnens målgruppe strakte sig ud over euroområdet. Der var lagt et budget på 80 mio. euro til kampagnens udvikling og gennemførelse. Hertil kom NCBernes tiltag på nationalt og i nogle tilfælde internationalt plan.

Kampagnens strategi var baseret på fem grundprincipper: Samarbejde med interesseorganisationer, tilbagemelding på oplysningsbehov gennem forskning, samspil mellem de europæiske og nationale niveauer, en multimedietilgang og en multidisciplinær fremgangsmåde (dvs. public relations, direkte marketing, reklame og kommunikation i forbindelse med markedsføring).

Massemediekampagnen blev optimeret gennem samarbejdet med en række medier og specialplaceringer i blokke (i fjernsyn og radio) og i blade. Massemediekampagnens mål om, at 80 pct. af befolkningen skulle se hver tv-reklame 2,5 gange blev således nået. I visse lande nåede kampagnen ud til 90 pct. af befolkningen.

Overordnet set kørte informationskampagnen særdeles godt. Der blev udført flere kvantitative undersøgelser, senest i februar 2002, som viste, at kendskabet til eurosedlernes udseende og sikkerhedselementer blev øget gradvist i løbet af kampagnen til et tilfredsstillende niveau i alle lande, da eurosedlerne og -mønterne blev sendt i omløb.

2 Udveksling af oplysninger og synspunkter med Europa-Parlamentet

2.1 Forholdet mellem ECB og Europa-Parlamentet

I 2002 fortsatte ECBs regelmæssige udveksling af synspunkter med Europa-Parlamentet i overensstemmelse med traktatens artikel 113, stk. 3. Det skete som i de foregående år hovedsagelig i form af høringer hvert kvartal af ECBs formand i Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål. Under disse høringer beredte formanden om Styrelsesrådets beslutninger i forbindelse med pengepolitik og ECBs andre kompetenceområder, hvorefter han svarede på spørgsmål fra udvalgets medlemmer. Formanden forelagde også ECBs Årsberetning 2001 på plenarmødet i Europa-Parlamentet, som efter en generel forhandling vedtog en beslutning.

Ud over møderne hvert kvartal med ECBs formand blev andre medlemmer af Direktionen også indbudt af Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål til at udveksle synspunkter i forbindelse med en række spørgsmål. Som i de foregående år fremlagde næstformanden ECBs Årsberetning 2001 for udvalget. Otmar Issing var inviteret til at udveksle synspunkter i forbindelse med det økonomiske miljø og udkastet til de overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker, mens Tommaso Padoa-Schioppa deltog i en høring om finansielt tilsyn i EU, hvor han forklarede ECBs synspunkter om EUs strukturer i forbindelse med finansiel lovgivning, tilsyn og stabilitet. Desuden inviterede udvalget Tommaso Padoa-Schioppa til høring om udviklingen af og nye muligheder for Den Europæiske Økonomiske Union.

Ud over disse offentlige møder besøgte en delegation fra Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål ECBs Direktion til uformelle drøftelser om en række spørgsmål.

Endelig besluttede Europa-Parlamentet at ændre sin forretningsorden til at omfatte en intern procedure, hvorved alle parlamentsmedlemmerne kan stille skriftlige spørgsmål til ECB via forman-

den for Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål. Spørgsmålene og ECBs svar bliver efterfølgende offentliggjort i *De Europæiske Fællesskabers Tidende*¹. Selv om hverken traktaten eller ESCBs statut indeholder bestemmelser eller forpligtelser i denne henseende, har ECB frivilligt indvilliget i at besvare disse spørgsmål for så vidt de angår opfyldelsen af ECBs mandat, som den har gjort tidligere. Samtidig betonedede ECB, at dette på ingen måde vil mindske betydningen af de regelmæssige høringer, hvor de vigtigste spørgsmål om ECBs beslutninger i forbindelse med politikkerne fortsat bør drøftes. På ECBs websted offentliggøres de skriftlige svar på de spørgsmål, som parlamentsmedlemmerne stillede under formandens høringer.

2.2 ECBs syn på udvalgte emner under møderne med Europa-Parlamentet

Udvekslingen af synspunkter mellem Europa-Parlamentet og ECB omfattede en række forskellige spørgsmål. Vurderingen af den økonomiske og monetære udvikling og ECBs pengepolitik var blandt de vigtigste emner, men parlamentsmedlemmerne stillede også spørgsmål i forbindelse med andre opgaver, som Eurosystemet ifølge traktaten skal løse.

Europa-Parlamentet berørte en række af disse spørgsmål i sin beslutning om ECBs Årsberetning 2001, som blev vedtaget på plenarmødet 3. juli. I det følgende beskrives nogle af de vigtigste spørgsmål i beslutningen og ECBs synspunkter.

Overgangen til euroen

I januar 2002 blev den fælles valuta håndgribelig. Den dag blev eurosedler og -mønter lovligt betalingsmiddel i hele euroområdet og dermed et

¹ *De Europæiske Fællesskabers Tidende* blev ændret til *Den Europæiske Unions Tidende* ved Nice-traktatens ikrafttrædelse.

synligt symbol på den europæiske identitet. ECB havde orienteret Europa-Parlamentet grundigt om forberedelsen og gennemførelsen af denne historiske begivenhed, og i Europa-Parlamentets beslutning om ECBs Årsberetning 2001 lykønskede Parlamentet Eurosystemet med "en fremragende gennemførelse af overgangen til euro-sedler og -mønter".

Europa-Parlamentet understregede, at euroen kunne forventes at påvirke forbrugerpriserne positivt ved at stimulere konkurrencen, og kritiserede, at situationen var blevet udnyttet til at runde mange priser op, især inden for service-sektoren.

Siden 2001 har ECB og NCberne i Eurosystemet nøje overvåget og analyseret, hvilken effekt overgangen til euroen kan have haft på prisudviklingen. Under de forskellige høringer i Europa-Parlamentet forklarede ECBs formand, at overgangens virkning på inflationen var meget begrænset, selv om forbrugerne måske har haft en anden opfattelse (kapitel 1).

ECBs ansvarlighed og gennemsigtighed

Et andet emne, som blev drøftet under høringerne, var ECBs ansvarlighed. I Europa-Parlamentets beslutning om ECBs Årsberetning 2001 blev det foreslået, at protokollerne fra Styrelsesrådets møder offentliggøres som et sammendrag af drøftelserne på møderne umiddelbart efter det følgende møde i Styrelsesrådet. Endvidere blev det foreslået, at sammendraget af protokollerne skal indeholde en opgørelse over Styrelsesrådets medlemmers stemmer og afvigende holdninger under anvendelse af anonymitet.

Som svar på disse forslag anførte formanden, at ECB grundigt forklarer baggrunden for Styrelsesrådets beslutninger på den omfattende pressekonference, som afholdes umiddelbart efter Styrelsesrådets første møde hver måned, hvor der normalt træffes pengepolitiske beslutninger, og i

Månedsoversigten. Styrelsesrådets ræsonnement offentliggøres således langt tidligere end formelt vedtagne protokoller.

Formanden forklarede endvidere, at ECB mere end rigeligt opfylder traktatens omfattende rapporteringskrav, og at ECB har nået meget høje standarder for både gennemsigtigheden og ansvarligheden gennem de omfattende kommunikationsværktøjer, som allerede anvendes (se afsnit 1 i dette kapitel). Beslutningen om ikke at offentliggøre detaljerede protokoller er i overensstemmelse med traktaten, som fastslår, at Styrelsesrådets møder er fortrolige, mens Styrelsesrådet kan beslutte at offentliggøre resultatet af sine drøftelser.

Med hensyn til forslagene om offentliggørelse af stemmeadfærd og Styrelsesrådets medlemmers individuelle synspunkter, bør det tages i betragtning, at ECB har iværksat en fælles pengepolitik for eurolandene. På baggrund heraf kan selv en anonymiseret offentliggørelse af stemmefordelingen og de individuelle holdninger medføre et unødigt pres for at afvige fra euroområdet perspektiv. Styrelsesrådet handler som et kollektivt organ og er kollektivt ansvarligt for sine beslutninger. Derfor ser ECB ingen fordel i at vedtage disse forslag. ECB vil fortsat fremlægge de relevante argumenter omgående på en tydelig og konsekvent måde for at give de oplysninger, som er nødvendige for at forstå pengepolitikken.

Endelig kan det tilføjes, at ECBs rapporteringskrav i henhold til traktaten stort set svarer til andre vigtige centralbankers. ECB klarer sig også godt i international sammenligning, hvad angår de metoder og procedurer, der er udarbejdet i årenes løb til opfyldelse af bestemmelserne om ansvarlighed. Det gælder især ECBs aktive forhold til Europa-Parlamentet.²

² Disse emner er beskrevet mere detaljeret i artiklerne "ECBs ansvarlighed" og "Gennemsigtighed i ECBs pengepolitik" i *Månedsoversigten for november 2002*.

***Makroøkonomiske fremskrivninger
udarbejdet af Eurosystemets stab og forslag
til offentliggørelse af en rapport om
udviklingen i de forskellige lande***

Europa-Parlamentets beslutning om ECBs Årsberetning 2001 omhandlede endvidere de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab. Mere specifikt foreslog Europa-Parlamentet, at fremskrivningerne bør resultere i præcise tal i stedet for intervaller, og at fremskrivningerne specifikt bør godkendes af Styrelsesrådet, så uenige medlemmer har mulighed for at oplyse dette anonymt. Desuden blev det foreslået i beslutningen, at ECB skal offentliggøre en årlig rapport, hvori der redegøres for den økonomiske udvikling i de forskellige eurolande.

Formanden understregede, at de makroøkonomiske fremskrivninger udarbejdet af Eurosystemets stab er et vigtigt teknisk bidrag til Styrelsesrådets drøftelser, da de bidrager til konsekvent at sammenfatte og vurdere, hvordan inflationen i fremtiden påvirkes af en lang række oplysninger. Fremskrivningerne er ikke det eneste grundlag for de pengepolitiske beslutninger, men de bidrager bl.a. til at vurdere risikoen for prisstabilitet under anden søjle. Fremskrivningerne er udarbejdet af Eurosystemets stab af eksperter, og for at fremme gennemsigtigheden bør de ikke indgå i Styrelsesrådets analyse og endelige vurdering af den samlede risiko for prisstabiliteten. De intervaller, som anvendes i fremskrivningerne, afspejler de komplekse forhold og usikkerheden i fremskrivningsprocessen og mere grundlæggende i selve økonomien.

I betragtning af opgavefordelingen inden for Eurosystemet har der hidtil ikke været behov for, at ECB offentliggør årlige rapporter om den økonomiske udvikling i de forskellige lande. De enkelte medlemslandes makroøkonomiske og strukturelle udvikling følges naturligvis i Eurosystemet med henblik på en overordnet forståelse af de økonomiske forhold i euroområdet. I denne forbindelse overvåger og analyserer NCB'erne i Eurosystemet løbende disse udviklingsten-

denser i deres respektive lande. Samtidig skal ECB i kraft af sit mandat fokusere på udviklingen i euroområdet i sin pengepolitiske analyse.

Finanspolitik og stabilitets- og vækstpagten

Medlemslandenes finanspolitikker og budgetudvikling blev ofte drøftet under udvekslingen af synspunkter mellem Europa-Parlamentet og ECB. I den forbindelse gav udvalgets medlemmer udtryk for deres syn på stabilitets- og vækstpagten og på forslag om at ændre dens bestemmelser.

Formanden understregede under høringen Styrelsesrådets synspunkt, dvs. at de nuværende budgetmæssige rammer, som er beskrevet i traktaten og videreudviklet i stabilitets- og vækstpagten, giver den rette balance mellem disciplin og fleksibilitet. I stabilitets- og vækstpagten er budgetstillinger tæt på balance eller i overskud fastlagt som et mål på mellemlangt sigt, og finanspolitikkerne sikrer derfor holdbare offentlige finanser og giver samtidig tilstrækkelig fleksibilitet til, at de automatiske stabilisatorer kan virke. Derudover er det en forudsætning for en pengepolitik, som er rettet mod prisstabilitet (se kapitel I og V), at eurolandenes finanspolitikker er underlagt troværdige institutionelle rammer, som kan håndhæves.

Holdbare finanspolitikker, som skaber makroøkonomisk stabilitet, medvirker til vækst i beskæftigelsen og realt BNP. Derfor er det i medlemslandenes interesse at overholde traktatens og stabilitets- og vækstpagtens bestemmelser. De medlemslande, hvis budgetstilling forsat ikke er i balance, skal således forpligte sig til hurtigst muligt at gennemføre en klar konsolideringsstrategi for at nå de mål, som er sat i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpagten. I Europa-Parlamentets beslutning om ECBs Årsberetning 2001 blev det også understreget, at stabilitets- og vækstpagten er vigtig for euroområdet troværdighed, og at en budgetstilling i balance er en betingelse for, at de automatiske stabilisatorer kan virke fuldt ud.

*ECBs fotoudstilling "Euroens tilblivelse"
i den polske centralbanks hovedkontor
i Warszawa fra 2. december 2002
til 15. januar 2003*



*Eugenio Domingo Solans, medlem af ECBs Direktion, og Leszek Balcerowicz,
formand for Polens centralbank, åbner udstillingen*



Kapitel XIII

De institutionelle rammer for Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker

I Eurosystemet og Det Europæiske System af Centralbanker



Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB) består af Den Europæiske Centralbank (ECB) og alle 15 EU-landes nationale centralbanker (NCBer), dvs. også NCBerne i de tre medlemslande, der endnu ikke har indført euroen. For at øge gennemsigtigheden og gøre det nemmere at forstå centralbankstrukturen i euroområdet besluttede Styrelsesrådet at indføre navnet "Eurosystemet", som består af ECB og NCBerne i de medlemslande, der har indført euroen. Så længe der er medlemslande, som endnu ikke har indført euroen, er det nødvendigt at skelne mellem Eurosystemet og ESCB.

ECB har status som juridisk person i folkeretten. Den er Eurosystemets og ESCBs kerne og sikrer, at deres respektive opgaver udføres enten ved ECBs egne aktiviteter eller af NCBerne. I Euro-

systemet og ESCB er beslutningsprocessen centraliseret, men ECB skal i henhold til ESCB-statutten anvende decentraliseringsprincippet ved beslutning om, hvordan ovennævnte opgaver skal udføres.

Hver NCB har status som juridisk person i henhold til det pågældende lands lovgivning. NCBerne i euroområdet, som er en integreret del af Eurosystemet, udfører i overensstemmelse med ECBs regler de opgaver, som Eurosystemet er blevet pålagt. NCBerne bidrager også til arbejdet i ESCB via forskellige ESCB-komiteer (se afsnit 5 i dette kapitel). NCBer kan på eget ansvar udføre funktioner, som ikke er Eurosystem-relaterede, medmindre Styrelsesrådet beslutter, at disse funktioner strider mod Eurosystemets mål og opgaver.

2 ECBs besluttende organer

Eurosystemet og ESCB styres af ECBs besluttende organer: Styrelsesrådet og Direktionen. Det Generelle Råd konstitueres som ECBs tredje besluttende organ, hvis og så længe der er medlemslande, som ikke har indført euroen. De besluttende organer opererer i henhold til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, ESCB-statutten og de relevante forretningsordener.¹

2.1 Styrelsesrådet

Styrelsesrådet består af alle medlemmerne af Direktionen og cheferne for NCBerne i de medlemslande, der har indført euroen. Ifølge traktaten har Styrelsesrådet følgende primære ansvarsområder:

- At fastsætte de retningslinjer og træffe de beslutninger, der er nødvendige for at udføre de opgaver, der er pålagt Eurosystemet.
- At udforme euroområdet's pengepolitik, herunder, hvor dette er hensigtsmæssigt, beslutninger vedrørende pengepolitiske mellemål, officielle rentesatser og forsyningen med reserver i Eurosystemet, og at fastsætte de nødvendige retningslinjer for gennemførelsen heraf.

Styrelsesrådet mødes normalt to gange om måneden i ECB i Frankfurt am Main, Tyskland. Det foretager en tilbundsående vurdering af den monetære og økonomiske udvikling og træffer beslutninger herom især på det første møde i måneden, mens månedens andet møde normalt koncentrerer sig om emner med relation til andre af ECBs og Eurosystemets opgaver. I 2002 blev et møde afholdt som telekonference og to møder afholdt uden for Frankfurt, et i De Nederlandsche Bank i Maastricht og et i Banque centrale du Luxembourg i Luxembourg.

I forbindelse med pengepolitiske beslutninger og andre opgaver i Eurosystemet handler medlem-

merne af Styrelsesrådet som personligt udnævnte, uafhængige medlemmer og ikke som repræsentanter for deres medlemslande. Dette afspejles i princippet "én person, én stemme", som anvendes i Styrelsesrådet.

I december 2002 traf Styrelsesrådet enstemmigt beslutning om sit forslag til en justering af fremgangsmåden ved afstemninger. En sådan justering er nødvendig for at bevare Styrelsesrådets evne til at træffe effektive og rettidige beslutninger i et udvidet euroområde. Forslaget blev fremsat i overensstemmelse med "bemyndigelsesklausulen" vedrørende ECB, der er fastsat i Nice-traktaten (se kapitel VI). Efter Nice-traktatens ikrafttrædelse i februar 2003 vedtog ECB formelt en henstilling om justering af fremgangsmåden ved afstemninger i Styrelsesrådet.

Ifølge henstillingen skal alle medlemmerne af Styrelsesrådet forsat deltage i møderne og drøftelserne som uafhængige og personlige medlemmer. Antallet af nationale centralbankchefer, der kan udøve stemmeretten, kan dog ikke overstige 15. De 15 stemmerettigheder roterer blandt centralbankcheferne i overensstemmelse med gældende regler. De seks medlemmer af ECBs Direktion vil fortsat altid kunne udøve deres stemmeret. For at sikre, at de stemmeberettigede nationale centralbankchefer til enhver tid kommer fra medlemslande, der tilsammen er repræsentative for euroområdet's samlede økonomi, vil de ikke kunne udøve deres stemmeret lige hyppigt. Denne skelnen mellem de nationale centralbankchefer vil udelukkende finde sted ved forudgående beslutning om, hvor hyppigt hver

¹ Forretningsordenerne er offentliggjort i EF-Tidende. Se forretningsordenerne for Den Europæiske Centralbank, EFT L 125 af 19.5.1999, s. 34, og L 314 af 8.12.1999, s. 32; forretningsordenerne for Den Europæiske Centralbanks Generelle Råd, EFT L 75 af 20.3.1999, s. 36, og L 156 af 23.6.1999, s. 52; Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 12. oktober 1999 vedrørende forretningsordenerne for Direktionen for Den Europæiske Centralbank (ECB/1999/7), EFT L 314 af 8.12.1999, s. 34. Med undtagelse af sidstnævnte er de alle nævnt i ECBs publikation "Compendium: Samling af retlige instrumenter, juni 1998 – december 2001" (marts 2002), som også findes på ECBs websted.

national centralbankchef kan stemme. Princippet om "ét medlem, én stemme" skal fortsat gælde for alle de nationale centralbankchefer, når de udøver deres stemmeret.

De nationale centralbankchefer bliver inddelt i forskellige grupper i henhold til størrelsen af deres respektive medlemslands andel i eurolandenes økonomier. Rotationsordningen med to grupper træder i kraft, når der er flere end 15 eurolande. Når der er 22 eurolande, træder en rotationsordning baseret på tre grupper i kraft. Rotationsordningen er robust og automatisk, da

gruppernes størrelse og den hyppighed, hvormed de nationale centralbankchefer kan afgive stemme, vil blive justeret, således at ordningen altid vil blive afstemt efter udvidelsen af euroområdet til op til 27 medlemslande, uanset i hvilken rækkefølge de nye medlemslande optages. De 27 medlemslande omfatter de nuværende EU-lande og de 12 tiltrædelseslande, der står opført i erklæringen om udvidelse af Den Europæiske Union, der er knyttet til Nice-traktaten som bilag. De nærmere gennemførelsesbestemmelser vedtages af Styrelsesrådet med to tredjedels flertal blandt alle dets medlemmer.

Styrelsesrådet



Bageste række (venstre mod højre): Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, John Hurley, Jaime Caruana, Antonio Fazio, Nout Wellink
Forreste række (venstre mod højre): Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Härmäläinen, Eugenio Domingo Solans

Willem F. Duisenberg

Christian Noyer (indtil 31. maj 2002)

Lucas D. Papademos (fra 1. juni 2002)

Jaime Caruana

Vítor Constâncio

Eugenio Domingo Solans

Antonio Fazio

Nicholas Garganas (fra 1. juni 2002)

Sirkka Härmäläinen

John Hurley (fra 11. marts 2002)

Otmar Issing

Klaus Liebscher

Yves Mersch

Maurice O'Connell (indtil 10. marts 2002)

Tommaso Padoa-Schioppa

Lucas D. Papademos (indtil 31. maj 2002)

Guy Quaden

Jean-Claude Trichet

Matti Vanhala

Nout Wellink

Ernst Welteke

Formand for ECB

Næstformand for ECB

Næstformand for ECB

Direktør for Banco de España

Direktør for Banco de Portugal

Medlem af ECBs Direktion

Direktør for Banca d'Italia

Direktør for Bank of Greece

Medlem af ECBs Direktion

Direktør for Central Bank of Ireland

Medlem af ECBs Direktion

Direktør for Österreichische Nationalbank

Direktør for Banque centrale du Luxembourg

Direktør for Central Bank of Ireland

Medlem af ECBs Direktion

Direktør for Bank of Greece

Direktør for Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Direktør for Banque de France

Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank

Direktør for De Nederlandsche Bank

Direktør for Deutsche Bundesbank

2.2 Direktionen

Direktionen består af formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes efter fælles overenskomst mellem eurolandene på stats- eller regeringschefniveau. Direktionen mødes normalt en gang om ugen og har følgende primære ansvarsområder:

- At forberede møderne i Styrelsesrådet.
- At gennemføre pengepolitikken i euroområdet i overensstemmelse med de retningslinjer og beslutninger, der vedtages af Styrelsesrådet, idet Direktionen videregiver de nødvendige instrukser til NCBERne i euroområdet.
- At forestå ECBs løbende drift.
- At udøve visse beføjelser, som er overdraget til Direktionen af Styrelsesrådet, herunder lovgivningsmæssige beføjelser.



Bageste række (venstre mod højre): Eugenio Domingo Solans, Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa
Forreste række (venstre mod højre): Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Sirkka Härmäläinen

Willem F. Duisenberg
Christian Noyer (indtil 31. maj 2002)
Lucas D. Papademos (fra 1. juni 2002)
Eugenio Domingo Solans
Sirkka Härmäläinen
Otmar Issing
Tommaso Padoa-Schioppa

Formand for ECB
Næstformand for ECB
Næstformand for ECB
Medlem af ECBs Direktion
Medlem af ECBs Direktion
Medlem af ECBs Direktion
Medlem af ECBs Direktion

2.3 Det Generelle Råd

Det Generelle Råd består af formanden og næstformanden for ECB og cheferne for NCBERne i alle 15 EU-lande. Det udfører de opgaver, som er overtaget fra Det Europæiske Monetære Institut, og som ECB stadig skal udføre, eftersom ikke alle medlemslande har indført euroen. I

2002 mødtes Det Generelle Råd fem gange. Et af disse møder blev afholdt som telekonference. Det Generelle Råd har besluttet, at så snart de relevante tiltrædelseslande har underskrevet tiltrædelsestraktaten, bliver deres respektive centralbankchefer inviteret til at deltage i Det Generelle Råds møder på observatørbasis.

Det Generelle Råd



Bageste række (venstre mod højre): Nicholas Garganas, Guy Quaden, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Ernst Welteke, Yves Mersch, Edward A. J. George, John Hurley, Jaime Caruana, Nout Wellink, Antonio Fazio
 Forreste række (venstre mod højre): Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Lucas D. Papademos, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Urban Bäckström

Willem F. Duisenberg	<i>Formand for ECB</i>
Christian Noyer (indtil 31. maj 2002)	<i>Næstformand for ECB</i>
Lucas D. Papademos (fra 1. juni 2002)	<i>Næstformand for ECB</i>
Bodil Nyboe Andersen	<i>Direktør for Danmarks Nationalbank</i>
Urban Bäckström (indtil 31. december 2002)	<i>Direktør for Sveriges Riksbank</i>
Jaime Caruana	<i>Direktør for Banco de España</i>
Vítor Constâncio	<i>Direktør for Banco de Portugal</i>
Antonio Fazio	<i>Direktør for Banca d'Italia</i>
Nicholas Garganas (fra 1. juni 2002)	<i>Direktør for Bank of Greece</i>
Edward A. J. George	<i>Direktør for Bank of England</i>
Lars Heikensten (fra 1. januar 2003)	<i>Direktør for Sveriges Riksbank</i>
John Hurley (fra 11. marts 2002)	<i>Direktør for Central Bank of Ireland</i>
Klaus Liebscher	<i>Direktør for Österreichische Nationalbank</i>
Yves Mersch	<i>Direktør for Banque centrale du Luxembourg</i>
Maurice O'Connell (indtil 10. marts 2002)	<i>Direktør for Central Bank of Ireland</i>
Lucas D. Papademos (indtil 31. maj 2002)	<i>Direktør for Bank of Greece</i>
Guy Quaden	<i>Direktør for Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique</i>
Jean-Claude Trichet	<i>Direktør for Banque de France</i>
Matti Vanhala	<i>Direktør for Suomen Pankki – Finlands Bank</i>
Nout Wellink	<i>Direktør for De Nederlandsche Bank</i>
Ernst Welteke	<i>Direktør for Deutsche Bundesbank</i>

3 ECBs organisation

3.1 Corporate governance

Ud over ECBs besluttende organer, som er beskrevet i afsnit 2, omfatter ECBs corporate governance forskellige eksterne og interne kontrolinstanser.

Ifølge ESCB-statutten skal der være to kontrolinstanser, nemlig de eksterne revisorer, som reviderer ECBs årsregnskab (artikel 27.1 i ESCB-statutten), og Revisionsretten, der vurderer den operationelle effektivitet vedrørende forvaltningen af ECB (artikel 27.2).

Direktoratet for Intern Revision foretager løbende revisioner og er ansvarlig over for Direktionen. Mandatet til Direktoratet for Intern Revision er defineret i ECBs Revisionscharter.² Endvidere er Revisionskomiteen med mandat fra Styrelsesrådet ansvarlig for at sikre revision af fælles projekter og fælles operationelle systemer på ESCB-niveau.

ECBs interne kontrolsystem er funktionsbaseret, idet hver enkelt enhed (afdeling, direktorat eller generaldirektorat) i organisationen er ansvarlig for sin egen interne kontrol og effektivitet. Således udfører de forskellige enheder i organisationen operationelle kontrolprocedurer inden for deres eget ansvarsområde. Der er fx indført "kinesiske mure" i Generaldirektoratet for Markedsoperationer. Ud over disse kontrolforanstaltninger har Direktoratet for Planlægning og Kontrol og Afdelingen for Risikostyring en rådgivningsfunktion over for Direktionen i forbindelse med særlige kontrolspørgsmål vedrørende hele organisationen.

I maj 2002 vedtog Styrelsesrådet en adfærdskodeks vedrørende Styrelsesrådets ansvar for at beskytte Eurosystemets integritet og omdømme og fastholde effektive operationer.³ Styrelsesrådet har udnævnt en rådgiver, som skal vejlede om tjenestemæssig adfærd. Kodeksen er et supplement til adfærdskodeksen for Den Europæiske Centralbank, som vejleder og fastsætter bench-

marks for ECBs medarbejdere og medlemmerne af Direktionen, som alle tilskyndes til at opretholde et højt fagligt og etisk niveau i udførelsen af deres opgaver.⁴

ECB har omfattende regler, som skal forhindre misbrug af følsomme oplysninger om det finansielle marked ("regler om insiderhandel"). ECBs medarbejdere og medlemmerne af Direktionen er således forhindret i, direkte eller indirekte, at udnytte de interne oplysninger, som de måtte få adgang til, i forbindelse med private økonomiske handlinger, som udføres på egen risiko og for egen regning eller på tredjeparts vegne og for tredjeparts regning.⁵ En etisk rådgiver, som er udnævnt af Direktionen, skal sikre konsekvent fortolkning af disse regler.

Styrelsesrådet har de budgetmæssige beføjelser og vedtager ECBs budget efter forslag fra Direktionen. I sager vedrørende ECBs budget assisteres Styrelsesrådet endvidere af Budgetkomiteen, som er oprettet i henhold til artikel 15 i ECBs forretningsorden. Den består af repræsentanter fra Eurosystemets centralbanker. Komiteens formand er Liam Barron.

Ud fra et ønske om at deltage i fællesskabsinstitutionernes og medlemslandenes bestræbelser på at bekæmpe svig og andre ulovlige aktiviteter har ECB forbedret sine kontrolinstanser ved at etablere et uafhængigt Udvalg for Bekæmpelse af Svig på grundlag af ECBs afgørelse om bekæmpelse af svig.⁶ Udvalget for Bekæmpelse af Svig, som holdt to møder i 2002, holdes løbende ori-

² Se ECBs Revisionscharter på ECBs websted.

³ Se Adfærdskodeks for medlemmer af Styrelsesrådet, EFT C 123 af 24.5.2002, s. 9, og på ECBs websted.

⁴ Se Adfærdskodeks for Den Europæiske Centralbank i henhold til artikel 11.3 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank, Se del 1.2 af ECBs administrative regler indeholdende reglerne om tjenestemæssig adfærd og tavshedspligt, EFT C 236 af 22.8.2001, s. 13, og ECBs websted.

⁵ EFT C 76 af 8.3.2001, s. 12, og ECBs websted.

⁶ Se Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 7. oktober 1999 om bekæmpelse af svig (ECB/1999/5), EFT L 291 af 13.11.1999, s. 36. I den forbindelse blev forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank ændret i form af en ny artikel 9a, se EFT L 314 af 8.12.1999, s. 32.

enteret af Direktoratet for Intern Revision om alle spørgsmål vedrørende udførelsen af dets opgaver. Styrelsesrådet har besluttet af forlænge den første 3-årige funktionsperiode for de nuværende medlemmer af udvalget.

3.2 Udviklingen på personaleområdet

Medarbejdere

Ved udgangen af 2002 havde ECB 1.109 medarbejdere (1.105,5 fuldtidsbeskæftigede) i forhold til 1.043 i 2001, med i alt 1.172,5 budgetterede stillinger (fuldtidsbeskæftigede). Medarbejderbudgettet for 2003 er maksimalt 1.263,5 fuldtidsbeskæftigede, som indebærer en stigning på 7,8 pct. i løbet af 2002.

I 2002 var der i ECB 135 praktikantpladser til studerende og kandidater primært med en økonomisk baggrund med en gennemsnitlig varighed på fire måneder. Derudover beskæftigede ECB 44 medarbejdere fra EUs og tiltrædelseslandenes centralbanker i ca. fire måneder i gennemsnit.

Inden for gæsteforskerprogrammet *Research Visitors Programme*, som fokuserer på specifikke pengepolitiske forskerprojekter på højt plan, var der 20 gæsteforskere i 2002. 12 deltagere har i gennemsnit været beskæftiget tre måneder i kandidatforskningsprogrammet *Graduate Research Programme*, der henvender sig til højt kvalificerede studerende i sidste del af deres ph.d.-studier.

Udstationeringsordningen *External Work Experience Scheme* blev indført i januar 2003. Ordningen giver ECBs medarbejdere mulighed for at få arbejds erfaring ved centralbanker i og uden for ESCB eller ved europæiske eller internationale organisationer, hvorved der skabes bånd mellem ECB og dens medspillere.

Personalepolitik

Metoden til den årlige justering af lønningerne for ECBs medarbejdere blev gennemgået, og en ændret metode trådte i kraft 1. juli 2002. Den nye metode finder anvendelse i tre år, og er fortsat primært en lønjustering i overensstemmelse med et vægtet gennemsnit af lønoverenskomster for en gruppe sammenlignelige organisationer, som nu ud over NCBerne og Den Internationale Betalingsbank omfatter visse internationale og supranationale institutioner baseret i Europa.

ECB har udnævnt en uafhængig socialrådgiver til at yde fortrolig rådgivning til medarbejderne om arbejdsrelaterede emner og til at mægle i personkonflikter på arbejdspladsen. ECB har også udnævnt en uafhængig ligestillingsrådgiver til at rådgive om ligestillingsrelaterede emner i videste forstand, dvs. med hensyn til køn, nationalitet, alder mv.

ECBs børnepasningsordning og Europaskolen

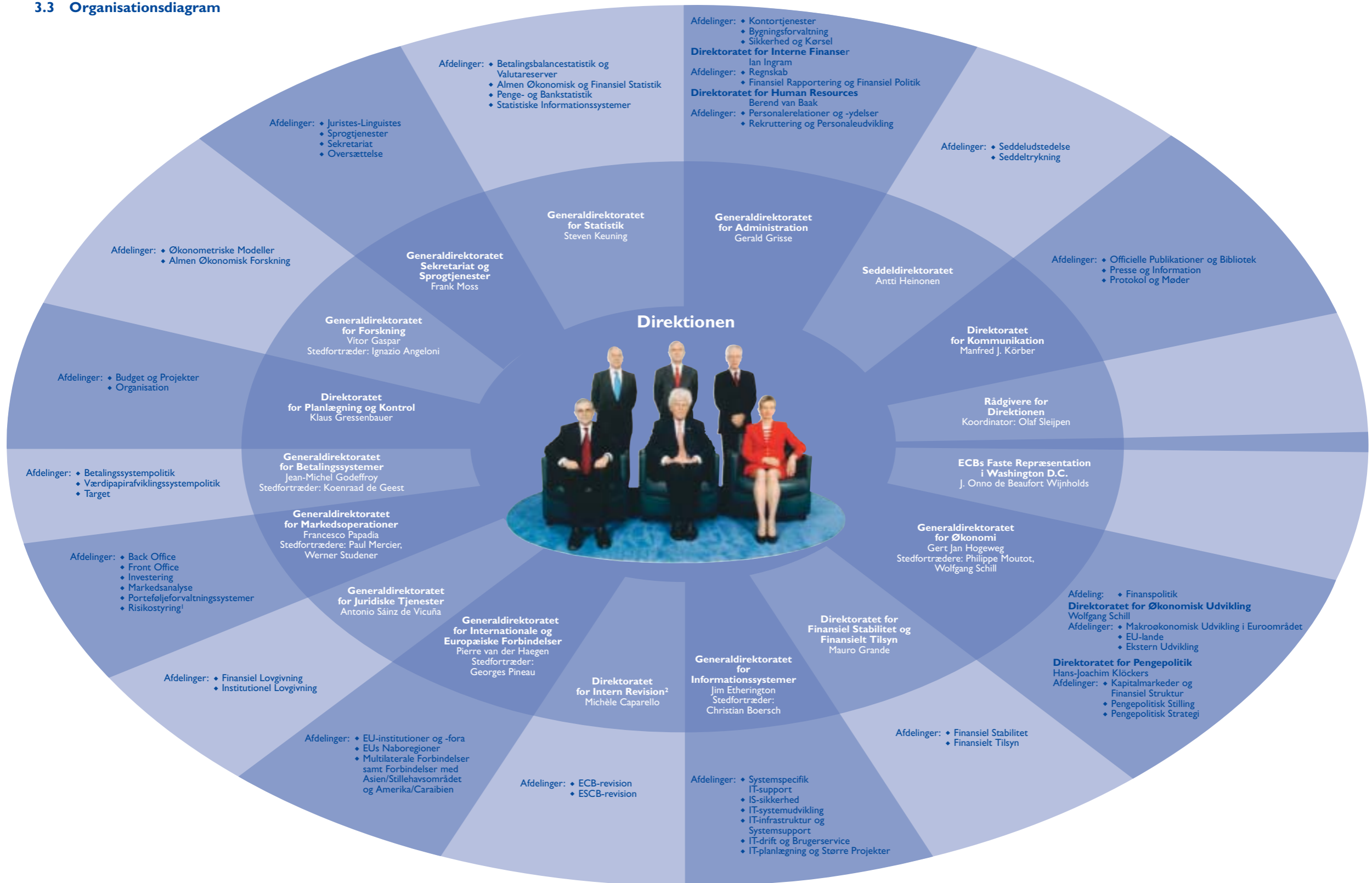
ECBs børnepasningsordning er udvidet med endnu en fast facilitet, og tilbyder nu i alt 123 pladser til børn mellem 3 måneder og 3 år. I betragtning af den store efterspørgsel efter pladser er forberedelserne til en tredje facilitet allerede i gang.

Europaskolen i Frankfurt åbnede i september 2002 til sit første skoleår med fem klasser på underskoleniveau og to klasser på førskoleniveau. Eleverne startede med at sidde i midlertidige lokaler, men flyttede til en ny skolebygning i begyndelsen af 2003. Skolen har fire sprogafdelinger: Engelsk, fransk, tysk og italiensk.

Personaleforhold

I overensstemmelse med ansættelsesvilkårene for de ansatte har ECB i samråd med det valgte personaleudvalg udarbejdet ECBs personalepolitik. Den inddrager også medarbejderne i ECBs

3.3 Organisationsdiagram



¹ I særlige spørgsmål refererer afdelingen direkte til Direktionen.

² I henhold til Den Europæiske Centralbanks afgørelse om bekæmpelse af svig (ECB/1999/5) af 7. oktober 1999 er der under Direktoratet for Intern Revision oprettet en enhed for Bekæmpelse af Svig, som aflægger beretning til Udvalget for Bekæmpelse af Svig via direktøren for Intern Revision.

Direktionen:
Forreste række: Formand: Willem F. Duisenberg
 Næstformand: Lucas Papademos; Sirkka Härmäläinen
Bageste række (venstre mod højre): Eugenio Domingo Solans, Otmar Issing, Tommaso Padoa-Schioppa

fagforening (USE) i drøftelserne om ændring af ansættelsesvilkårene.

USEs anmodning om sammen med en ekstern fagforening (International and European Public Services Organisation, IPSO) at blive anerkendt som arbejdsmarkedspart i forbindelse med overenskomstforhandlingerne blev ikke godtaget af De Europæiske Fællesskabers Ret i Første In-

stances. IPSOs anke til EF-Domstolen blev som følge heraf trukket tilbage.

3.4 ECBs lokaler

Da ECB for tiden sidder til leje, påtænker den at få bygget et nyt hovedkontor. Derfor har ECB købt en grund i Frankfurt og udskrevet en international arkitektkonkurrence.

4 ESCBs Sociale Dialog

Der blev afholdt to møder i ESCBs Sociale Dialog i 2002. Som i de tidligere år blev emner vedrørende pengesedler, betalingssystemer og tilsyn drøftet. Styrelsesrådet og Det Generelle Råd blev gjort bekendt med synspunkterne fra den europæiske sammenslutning af fagforeninger og de 31 medarbejderrepræsentanter, som deltager

i dialogen. Forslaget fra de tre europæiske sammenslutninger af fagforeninger om at inddrage medarbejderrepræsentanterne fra tiltrædelseslandenes centralbanker på observatørbasis blev vedtaget og træder i kraft, når tiltrædelsestraktaten er underskrevet.

5 ESCB-komiteer

ESCB-komiteerne spiller fortsat en vigtig rolle i udførelsen af Eurosystemets/ESCBs opgaver. Ef-

ter anmodning fra både Styrelsesrådet og Direktionen tilføjer de ekspertise inden for deres

ESCB Committees and their chairpersons

Accounting and Monetary Income Committee (AMICO) Ian Ingram	International Relations Committee (IRC) Hervé Hannoun
Banking Supervision Committee (BSC) Edgar Meister	Legal Committee (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Banknote Committee (BANCO) Antti Heinonen	Market Operations Committee (MOC) Francesco Papadia
External Communications Committee (ECCO) Manfred J. Körber	Monetary Policy Committee (MPC) Gert Jan Hogeweg
Information Technology Committee (ITC) Jim Etherington	Payment and Settlement Systems Committee (PSSC) Jean-Michel Godeffroy
Internal Auditors Committee (IAC) Michèle Caparello	Statistics Committee (STC) Steven Keuning

kompetenceområder og letter således beslutningsprocessen. Deltagelse i ESCB-komiteerne er normalt forbeholdt repræsentanter fra Eurosystemets centralbanker. NCBerne i de medlemslande, der endnu ikke har indført euroen, deltager i ESCB-komiteernes møder, når der drøftes spørgsmål, som falder inden for Det Ge-

nerelle Råds kompetenceområde. Hvor det er hensigtsmæssigt, inviteres også andre kompetente organer, såsom nationale tilsynsmyndigheder, hvad angår Banktilsynskomiteen. I øjeblikket er der 12 ESCB-komiteer, som alle blev etableret i henhold til artikel 9 i forretningsordenen for Den Europæiske Centralbank.



*"Moderne kunst fra Portugal"
i ECB 4. december 2002*



*Vitor Constâncio, direktør for Banco de Portugal, og Lucas Papademos,
ECBs næstformand, åbner udstillingen*

Kapitel XIV

Årsregnskabet for ECB og konsolideret balance for Eurosystemet 2002

Balance pr. 31. december 2002

Aktiver	Note	2002 €	2001 €
Guld og tilgodehavender i guld	1	8.058.187.254	7.766.265.040
Tilgodehavender i fremmed valuta hos re- sidenter uden for euroområdet	2		
Tilgodehavender hos IMF		164.788.323	72.074.161
Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver		37.151.511.287	41.162.620.238
		37.316.299.610	41.234.694.399
Tilgodehavender i fremmed valuta hos residenter i euroområdet	2	3.047.976.497	3.636.568.460
Tilgodehavender i euro hos residenter uden for euroområdet	3		
Banktilgodehavender, værdipapirer og lån		183.237.923	391.170.869
Værdipapirer i euro udstedt af residenter i euroområdet	4	0	0
Intra-Eurosystem-tilgodehavender	5		
Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler i Eurosystemet		28.681.074.010	0
Andre tilgodehavender i Eurosystemet (netto)		5.468.478.796	9.697.303.920
		34.149.552.806	9.697.303.920
Andre aktiver	6		
Materielle og immaterielle anlægsaktiver		112.624.758	100.585.654
Andre finansielle aktiver		5.529.030.465	4.516.504.313
Periodeafgrænsningsposter		1.260.718.561	620.508.777
Øvrige poster		609.968.394	97.569.394
		7.512.342.178	5.335.168.138
Aktiver i alt		90.267.596.268	68.061.170.826

Passiver	Note	2002 €	2001 €
Seddelomløb	7	28.681.074.010	0
Forpligtelser i euro over for andre residenter i euroområdet	8	1.036.000.000	1.022.000.000
Forpligtelser i euro over for residenter uden for euroområdet	9	227.805.777	271.375.580
Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter i euroområdet	10	0	17.192.783
Forpligtelser i fremmed valuta over for residenter uden for euroområdet	10	5.192.380.656	5.840.349.099
Indlån og andre forpligtelser			
Intra-Eurosystem-forpligtelser	11		
Forpligtelser svarende til overførslen af valutareserver		40.497.150.000	40.497.150.000
Andre forpligtelser	12		
Periodeafgrænsningsposter		1.417.939.194	1.759.319.678
Øvrige poster		75.191.137	94.122.190
		1.493.130.331	1.853.441.868
Hensættelser	13	2.644.780.685	2.803.216.269
Revalueringskonti	14	4.404.834.096	9.429.002.830
Kapital og reserver	15		
Kapital		4.097.229.250	4.097.229.250
Reserver		772.757.209	408.393.225
		4.869.986.459	4.505.622.475
Årets resultat		1.220.454.254	1.821.819.922
Passiver i alt		90.267.596.268	68.061.170.826

Resultatopgørelse for perioden 1. januar 2002 til 31. december 2002

	Note	2002 €	2001 €
Renteindtægt fra valutareserveaktiver		990.618.897	1.707.431.459
Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler i Eurosystemet		726.917.226	0
Andre renteindtægter		1.965.003.344	2.271.293.068
<i>Renteindtægter</i>		3.682.539.467	3.978.724.527
Forrentning af NCBernes tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver		-1.140.963.789	-1.509.312.118
Andre renteudgifter		-1.547.042.623	-1.698.022.587
<i>Renteudgifter</i>		-2.688.006.412	-3.207.334.705
Nettorenteindtægter	19	994.533.055	771.389.822
Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer	20	735.425.388	1.351.881.733
Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner	21	-276.955.036	-109.023.392
Overførsel til/fra hensættelser til valutakurs- og prisrisici		154.000.000	109.023.392
Nettoresultat af finansielle operationer, nedskrivninger og risikohensættelser		612.470.352	1.351.881.733
Nettoindtægt fra gebyrer og provision	22	-227.158	298.120
Andre indtægter	23	3.744.153	1.393.851
Nettoindtægter i alt		1.610.520.402	2.124.963.526
Personaleomkostninger	24 & 25	-120.003.344	-97.288.818
Administrationsomkostninger	26	-133.966.576	-185.712.394
Afskrivninger på materielle og immaterielle anlægsaktiver		-17.738.206	-20.142.392
Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion	27	-118.358.022	0
Årets resultat		1.220.454.254	1.821.819.922

Frankfurt am Main, den 11. marts 2003

DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK

Willem F. Duisenberg
Formand

Anvendt regnskabspraksis¹

Regnskabets indhold og opstillingsform

Den Europæiske Centralbanks (ECBs) årsregnskab er udfærdiget således, at det giver et retvisende billede af ECBs finansielle stilling og resultat. Regnskabet er opstillet i overensstemmelse med følgende regnskabsprincipper, som ECBs Styrelsesråd anser for at være passende til at afspejle en centralbanks funktion. Disse principper er i overensstemmelse med bestemmelserne i artikel 26.4 i ESCB-statutten, som kræver standardiserede regler for bogføring og rapportering i Eurosystemet.

Regnskabsprincipper

Følgende regnskabsprincipper er anvendt: økonomisk realitet og gennemsigtighed, forsigtighed, gennemgang af begivenheder indtruffet efter balancedagen, væsentlighed, periodisering, going concern, konsistens og sammenlignelighed.

Regnskabsgrundlag

Regnskabet er udfærdiget på basis af anskaffelsesværdi, tilpasset med markedsreguleringer af omsættelige værdipapirer, guld og alle andre balanceførte og ikke-balanceførte aktiver og passiver i fremmed valuta. Transaktioner vedrørende finansielle aktiver og passiver medtages i regnskaberne på afviklingsdato.

Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta

Aktiver og passiver i fremmed valuta omregnes til euro til den på balancedagen gældende kurs. Indtægter og udgifter omregnes til den på transaktionstidspunktet gældende kurs. Valutareguleringer af aktiver og passiver i fremmed valuta, herunder balanceførte og ikke-balanceførte poster, foretages pr. valuta.

Aktiver og passiver i fremmed valuta revalueres til markedskurs uafhængigt af valutakursreguleringen.

Der skelnes ikke mellem pris- og valutakursregulering af guld. I stedet angives et enkelt revalueringsbeløb baseret på europrisen pr. ounce fin-guld, som er afledt af EUR/USD-kursen pr. 31. december 2002.

Værdipapirer

Omsættelige obligationer og lignende aktiver værdiansættes til de på balancedagen gældende middeltkurser. For regnskabsåret afsluttet den 31. december 2002 er anvendt middeltkurser pr. 30. december 2002. Ikke-omsættelige værdipapirer værdiansættes til anskaffelsesprisen.

Resultatføring

Indtægter og udgifter resultatføres i den periode, de opstår. Realiserede gevinster og tab medtages i resultatopgørelsen. Anskaffelsesværdien for de enkelte aktiver beregnes dagligt på basis af de gennemsnitlige købsværdier. I forbindelse med et eventuelt urealiseret tab på et aktiv ultimo året reduceres anskaffelsesværdien i overensstemmelse med valutakursen og/eller markedskursen ved årets udgang.

Urealiserede gevinster indregnes ikke som indtægter, men overføres direkte til en revalueringskonto.

Urealiserede tab medtages i resultatopgørelsen, såfremt de overstiger tidligere gevinster på den

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. Afgørelsen trådte i kraft den 1. januar 2003, men gælder også for udarbejdelsen af ECBs balance og resultatopgørelse for regnskabsåret 2002. Der er ingen væsentlige ændringer i den anvendte regnskabspraksis i forhold til tidligere år.

tilsvarende kursreguleringskonto. Urealiserede tab på et værdipapir, i en valuta eller på guld modregnes ikke i urealiserede gevinster på andre værdipapirer, valutaer eller guld.

Over- eller underkurs på købte værdipapirer amortiseres over værdipapirernes resterende løbetid og resultatføres som en del af renteindtægten.

Tilbageførselsforretninger

Tilbageførselsforretninger udført i forbindelse med en genkøbsforretning medregnes på balancens passivside som sikrede indskud. Balancen viser indskud og værdien af værdipapirer anvendt som sikkerhed. Værdipapirer solgt via denne type forretning forbliver i ECBs balance og behandles, som om de stadig var en del af den portefølje, hvorfra de blev solgt. Forretninger, som omfatter værdipapirer denomineret i fremmed valuta, har ingen indflydelse på den gennemsnitlige anskaffelsespris for valutapositioner.

Tilbageførselsforretninger udført i forbindelse med en tilbagekøbsforretning medregnes på balancens aktivside som sikrede lån med lånenes værdi. Værdipapirer købt via denne type forretning værdireguleres ikke.

Tilbageførselsforretninger (inkl. værdipapirudlån) udført i forbindelse med en automatisk værdipapirudlånsaftale indregnes kun på balancen, hvis låntageren har stillet kontant sikkerhed i hele forrettningens løbetid. I 2002 modtog ECB ingen sikkerhed af denne type.

Ikke-balanceførte poster

Valutainstrumenter, dvs. terminsforretninger i fremmed valuta, terminsdelen af valutaswaps samt andre valutainstrumenter, der indebærer omveksling mellem valutaer på en fremtidig dato, indregnes i nettovalutapositionen ved beregning af valutagevinster og -tab. Renteinstrumenter værdireguleres post for post. Renteutures ind-

regnes på handelsdagen på ikke-balanceførte konti. Daglige ændringer i variationsmargin indregnes i balancen. Urealiserede tab, der er medtaget i resultatopgørelsen ved årets udgang, tilbageføres ikke i de efterfølgende år i forbindelse med nye urealiserede gevinster, medmindre positionen er lukket eller afviklet.

Begivenheder indtruffet efter balancedagen

Aktiver og passiver korrigeres for begivenheder, der indtræffer mellem balancedagen og datoen for ECBs Styrelsesråds godkendelse af årsregnskabet, hvis begivenhederne væsentligt påvirker vurderingen af aktiver og passiver på balancedagen.

Intra-ESCB-mellemværender

Intra-ESCB-transaktioner er grænseoverskridende transaktioner mellem to centralbanker i EU. Disse transaktioner gennemføres hovedsagelig gennem Target² og medfører mellemværender på konti mellem de centralbanker i EU, der er tilsluttet Target. Disse bilaterale mellemværender fornyes dagligt over for ECB, således at hver NCB kun har en enkelt bilateral position over for ECB. Denne position udgør i ECBs regnskab hver NCBs nettotilgodehavende eller forpligtelse over for resten af ESCB.

De intra-ESCB-mellemværender, som NCBerne i euroområdet har med ECB, (undtagen ECBs kapital og poster vedrørende overførsel af valutareserveaktiver til ECB) betegnes intra-Eurosystem-tilgodehavender eller -forpligtelser og er opført i balancen for ECB som en enkelt nettoaktiv- eller nettopassivpost.

Intra-ESCB-mellemværender, der opstår i forbindelse med fordelingen af eurosedler i Eurosystemet, er opført som en enkelt nettoaktivpost

² *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (se også kapitel VIII).*

i delposten "Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler i Eurosystemet" (se "Seddelomløb" nedenfor).

De intra-ESCB-tilgodehavender, som NCBerne uden for euroområdet har hos ECB, indregnes i posten "Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet".

Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Materielle anlægsaktiver med undtagelse af grunde værdiansættes til anskaffelsesprisen fratrukket afskrivninger. Grunde værdiansættes til anskaffelsesprisen. Der foretages følgende lineære afskrivninger over aktivernes forventede økonomiske levetid, begyndende i kvartalet umiddelbart efter erhvervelsen:

- Computere og relateret hardware/software og køretøjer: 4 år.
- Udstyr, møbler og inventar: 10 år.
- Bygninger og kapitaliserede ombygninger: 25 år.

Hvad angår bygninger og kapitaliserede ombygninger i forbindelse med ECBs nuværende bygninger, er afskrivningsperioden blevet sat ned for at sikre, at disse aktiver er fuldt afskrevet ved udgangen af 2008, hvor ECB forventes at være flyttet til sit endelige hovedsæde. Denne ændring vil især påvirke årsregnskabet fra og med 2003.

Anlægsaktiver med en anskaffelsespris på under 10.000 euro afskrives i anskaffelsesåret.

ECBs pensionsordning

ECB har en pensionsordning med faste bidrag. Pensionsordningens aktiver, som udelukkende skal tilvejebringe pension til ordningens medlemmer og deres efterladte, indregnes i ECBs andre aktiver og anføres særskilt. Gevinster og tab i forbindelse med værdiansættelse af pensionsordningens aktiver bogføres i det år, de opstår. Pension, der udbetales fra den særlige pensionskonto som

følge af ECBs bidrag, er underlagt minimumsgarantier, som understøtter de faste bidrag.

Seddelomløb

ECB og de 12 NCBer i euroområdet, der tilsammen udgør Eurosystemet, har udstedt eurosedler siden 1. januar 2002.³ Det samlede beløb af eurosedler i omløb fordeles den sidste bankdag i hver måned i henhold til seddelfordelingsnøglen⁴.

ECB er blevet tildelt en andel på 8 pct. af det samlede beløb af eurosedler i omløb, som er indregnet i passivposten "Seddelomløb". ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler garanteres af tilgodehavender hos NCBerne. Disse tilgodehavender, der er rentebærende⁵, indregnes i delposten "Intra-Eurosystem-tilgodehavender: tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler i Eurosystemet" (se "Intra-ESCB-mellemværender" ovenfor). Renteindtægten af disse tilgodehavender indregnes i posten "Nettorenteindtægter". Styrelsesrådet har besluttet, at denne indtægt skal fordeles separat til NCBerne i form af en foreløbig fordeling.⁶ Indtægten vil blive fordelt fuldt ud, medmindre ECBs nettooverskud for året er mindre end dens indtægt fra eurosedler i omløb og under forudsætning af, at Styrelsesrådet ikke beslutter at nedsætte beløbet svarende til omkostninger afholdt af ECB i forbindelse med udstedelse og håndtering af eurosedler. For 2002 blev der på den anden bankdag 2003 foretaget én foreløbig fordeling. Fra og med 2003 vil den foreløbige fordeling ske efter udgangen af hvert kvartal.

³ ECBs afgørelse af 6. december 2001 om udstedelse af eurosedler (ECB/2001/15), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 52-54.

⁴ "Seddelfordelingsnøgle" betyder de procentsatser, som fås ved at medtage ECBs andel af den samlede udstedelse af eurosedler og ved at anvende kapitalfordelingsnøglen på NCBernes andel af den samlede sum.

⁵ ECBs afgørelse af 6. december 2001 om fordelingen af de deltagende medlemsstaters nationale centralbankers monetære indtægter fra regnskabsåret 2002 (ECB/2001/16), EFT L 337 af 20.12.2001, s. 55-61.

⁶ ECBs afgørelse af 21. november 2002 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i omløb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater (ECB/2002/9), EFT L 323 af 28.11.2002, s. 49-50.

Andre forhold

Under hensyntagen til ECBs rolle som centralbank finder ECBs Direktion, at offentliggørelsen af en pengestrømsanalyse ikke vil give regnskabsbrugerne yderligere relevante oplysninger.

I henhold til artikel 27 i ESCB-statutten, og efter indstilling fra ECBs Styrelsesråd, har EU-Rådet godkendt udnævnelsen af PricewaterhouseCoopers GmbH som ECBs eksterne revisor for regnskabsåret 2002.

Noter til balancen

1 Guld og tilgodehavender i guld

ECB har en beholdning på 24,7 mio. ounces fin-guld (2001: 24,7 mio. ounces). Der var ingen transaktioner i guld i 2002. Bevægelsen på balancen skyldes den kvartalsvise revaluering (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i og uden for euroområdet

Tilgodehavender hos IMF

I denne post indregnes ECBs beholdning af særlige trækingsrettigheder (SDR) pr. 31. december 2002. Tilgodehavendet er resultatet af en to-vejs-købs- og salgsordning for SDR sammen med Den Internationale Valutafond (IMF), hvor IMF bemyndiges til at sælge eller købe SDR mod euro på vegne af ECB inden for en fastsat øvre og nedre grænse. SDR beregnes på grundlag af en valutakurv, hvis værdi bestemmes som en vægtet sum af de fire vigtigste valutakurser (amerikanske dollar, britiske pund, japanske yen og euro). SDR behandles i regnskabet som et udenlandsk valutaaktiv (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver

Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet

Denne post omfatter tilgodehavender hos udenlandske banker, lån i fremmed valuta og værdipapirinvesteringer i amerikanske dollar og japanske yen.

3 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet

I denne post indregnes tilgodehavender i form af bankindsud hos residerter uden for euroområdet pr. 31. december 2002.

4 Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet

ECBs beholdning af værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet er en direkte modpost til ECBs kapital og reserver. ECB har besluttet at omklassificere denne beholdning som en investeringsportefølje til særlige formål, som nu indregnes i posten "Andre finansielle aktiver". Den sammenlignelige balance pr. 31. december 2001 er justeret tilsvarende.

5 Intra-Eurosystem-tilgodehavender

Tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler i Eurosystemet,

I denne post indregnes ECBs tilgodehavender hos NCBERne i euroområdet i forbindelse med fordelingen af eurosedler i Eurosystemet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

Andre tilgodehavender i Eurosystemet (netto)

Denne post omfatter de Target-tilgodehavender, som NCBERne i euroområdet har hos ECB. I posten er tillige medtaget de foreløbige fordelinger af ECBs indtægt fra seddelomløb (se "Seddelomløb" og "Intra-ESCB-mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

	2002 €	2001 €
Target-tilgodehavender hos NCBERne i euroområdet	56.546.091.330	66.908.187.928
Target-forpligtelser over for NCBERne i euroområdet	-50.471.612.534	-57.210.884.008
Forpligtelser over for NCBERne i euroområdet i forbindelse med den foreløbige fordeling af ECBs indtægt fra seddelomløbet	-606.000.000	0
Nettostilling	5.468.478.796	9.697.303.920

6 Andre aktiver

Materielle og immaterielle anlægsaktiver

Disse aktiver bestod af følgende hovedposter pr. 31. december 2002:

	Bogført net- toværdi pr. 31. dec. 2002 €	Bogført net- toværdi pr. 31. dec. 2001 €
Grunde og bygninger	51.496.140	39.288.068
Computere	33.522.388	28.703.744
Udstyr, møbler, inventar og køretøjer	2.575.083	4.492.005
Anlægsaktiver under udførelse	9.092.185	8.077.125
Øvrige anlægsaktiver	15.938.962	20.024.712
I alt	112.624.758	100.585.654

Den væsentligste stigning, som har fundet sted i posten "Grunde og bygninger", er forbundet med installationsomkostninger i ECBs to kontorbygninger, Eurotower og Eurotheum.

Andre finansielle aktiver

De vigtigste komponenter i denne post er følgende:

- (a) Værdipapirer i euro udstedt af residerter i euroområdet er værdiansat til 5,4 mia. euro (2001: 4,4 mia. euro - se note 4).

- (b) Investeringsporteføljer vedrørende ECBs pensionsfond, som er værdiansat til 61,9 mio. euro (2001: 53,9 mio. euro). Aktiverne repræsenterer ECBs og ECBs personales akkumulerede investerede pensionsbidrag pr. 31. december 2002, og de forvaltes af en ekstern fondsbestyrer. De faste bidrag fra ECB og medlemmerne i pensionsordningen investeres månedligt. Ordningens aktiver er ikke ombyttelige med ECBs andre finansielle aktiver, og nettoindtægterne fra aktiverne betragtes ikke som ECB-indtægter, men geninvesteres i de omtalte fonde indtil udbetaling af pension. Aktiverne værdiansættes af den eksterne fondsbestyrer og baseres på markedskurserne ved udgangen af året.

- (c) ECB har 3.000 kapitalandele i Den Internationale Betalingsbank (BIS), som indregnes til anskaffelsesprisen på 38,5 mio. euro.

Periodeafgrænsningsposter

I denne post indregnes påløbne renter på 727 mio. euro på ECBs tilgodehavender i forbindelse med fordelingen af eurosedler i Eurosystemet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis). Resten af posten udgøres hovedsagelig af påløbne renter på værdipapirer og andre finansielle aktiver.

Øvrige poster

Stigningen i denne post i 2002 skyldes primært den periodeafgrænsede foreløbige fordeling af ECBs indtægt fra seddelomløbet (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis og note 5 ovenfor).

7 Seddelomløb

I denne post indregnes ECBs andel af det samlede beløb af eurosedler i omløb (se "Seddelomløb" under anvendt regnskabspraksis).

8 Forpligtelser i euro over for andre resider i euroområdet

Denne post omfatter indskud fra medlemmer af Euro Banking Association (EBA) som sikkerhed over for ECB i forbindelse med EBA-betalinger i Target-systemet.

9 Forpligtelser i euro over for resider uden for euroområdet

Disse forpligtelser består hovedsagelig af mellemværender med NCberne uden for euroområdet som følge af transaktioner i Target-systemet (se "Intra-ESCB-mellemværender" under anvendt regnskabspraksis).

10 Forpligtelser i fremmed valuta over for resider i og uden for euroområdet

Disse forpligtelser omfatter genkøbsforretninger med resider i og uden for euroområdet i forbindelse med forvaltningen af ECBs valutareserver.

11 Intra-Eurosystem-forpligtelser

I denne post indregnes de forpligtelser over for NCberne i euroområdet, som er opstået i forbindelse med overførslen af valutareserveaktiver til ECB. De oprindelige forpligtelser var denomineret i euro til en fast kurs, som blev fastsat på basis af aktiverens værdi på overførselstidspunktet. Aktiverne forrentes med den senest foreliggende marginale rente i forbindelse med Eurosystemets primære markedsoperationer, korrigeret så den tager højde for nulafkastet på guldkomponenten (se note 19 i "Noter til resultatopgørelsen").

	Fordelingsnøgle	
	Pct.	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	1.432.900.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	12.246.750.000
Bank of Greece	2,0564	1.028.200.000
Banco de España	8,8935	4.446.750.000
Banque de France	16,8337	8.416.850.000
Central Bank of Ireland	0,8496	424.800.000
Banca d'Italia	14,8950	7.447.500.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74.600.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	2.139.000.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1.179.700.000
Banco de Portugal	1,9232	961.600.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	698.500.000
I alt	80,9943	40.497.150.000

12 Andre forpligtelser

I denne post indregnes hovedsagelig skyldige renter til NCberne på deres tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver (se note 11). ECBs forpligtelser vedrørende pensionsfonden på 61,9 mio. euro (2001: 53,9 mio. euro) samt andre periodeafgrænsningsposter medtages ligeledes under denne post.

13 Hensættelser

I betragtning af ECBs omfattende valuta- og renterisici samt størrelsen af ECBs revalueringsreserver blev der foretaget en generel hensættelse til at imødegå disse risici. Størrelsen af og det fortsatte behov for denne hensættelse revideres årligt på grundlag af ECBs vurdering af de fremtidige valuta- og renterisici.

I posten indregnes desuden hensættelser i forbindelse med udgifter til varer og tjenesteydelser samt en passende hensættelse i forbindelse med ECBs kontraktlige forpligtelse til at føre de nuværende lokaliteter tilbage til deres oprindelige stand, når de forlades, og ECB flytter til sit endelige hovedsæde.

14 Revalueringskonti

Disse konti repræsenterer revalueringsreserver som følge af urealiserede gevinster på aktiver og passiver. Nedgangen skyldes primært den amerikanske dollars depreciering over for euro (se "Guld samt aktiver og passiver i fremmed valuta" under anvendt regnskabspraksis).

	2002	2001
	€	€
Guld	1.983.835.491	1.691.913.278
Valuta	1.682.723.875	7.428.130.700
Værdipapirer	738.274.730	308.958.852
I alt	4.404.834.096	9.429.002.830

15 Kapital og reserver

Kapital

Af ECBs kapital på 5 mia. euro har NCBerne i euroområdet bidraget med i alt 4.049.715.000 euro, som er indbetalt fuldt ud. Bidragene er fordelt således:

	Fordelingsnøgle	
	Pct.	€
Nationale Bank van België/		
Banque Nationale de Belgique	2,8658	143.290.000
Deutsche Bundesbank	24,4935	1.224.675.000
Bank of Greece	2,0564	102.820.000
Banco de España	8,8935	444.675.000
Banque de France	16,8337	841.685.000
Central Bank of Ireland	0,8496	42.480.000
Banca d'Italia	14,8950	744.750.000
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	7.460.000
De Nederlandsche Bank	4,2780	213.900.000
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	117.970.000
Banco de Portugal	1,9232	96.160.000
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	69.850.000
I alt	80,9943	4.049.715.000

Bidragene fra NCBerne uden for euroområdet udgør 5 pct. af det beløb, som skal betales, hvis disse lande tiltræder Den Monetære Union. Beløbet udgør i alt 47.514.250 euro og er fordelt således:

	Fordelingsnøgle	
	Pct.	€
Danmarks Nationalbank	1,6709	4.177.250
Sveriges Riksbank	2,6537	6.634.250
Bank of England	14,6811	36.702.750
I alt	19,0057	47.514.250

Disse beløb repræsenterer bidragene til ECBs driftsomkostninger i forbindelse med opgaver for NCBerne uden for euroområdet. Disse NCBer skal ikke betale noget kapitalindskud ud over de allerede fastsatte beløb, før de indtræder i Eurosystemet. Indtil da kan disse NCBer ikke få del i ECBs overskud, herunder indtægt fra fordelingen af eurosedler i Eurosystemet, og de hæfter heller ikke for eventuelle tab i ECB.

Reserver

I henhold til artikel 33 i ESCB-statutten og Styrelsesrådets beslutning af 21. marts 2002 overførtes 364 mio. euro af nettooverskuddet for regnskabsåret 2001 til den almindelige reservefond.

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 transaktioner inden for værdipapirudlån med en række modparter, der er udpeget af ECB som godkendte modparter. I henhold til denne aftale var der pr. 31. december 2002 udestående tilbageførselsforretninger udført i forbindelse med genkøbsforretninger og tilbagekøbsforretninger, hver især til en værdi af 1,4 mia. euro (2001: 1,6 mia. euro) (se "Tilbageførselsforretninger" under anvendt regnskabspraksis).

17 Rentefutures

I 2002 anvendtes rentefutures i fremmed valuta til styring af ECBs valutareserver. Pr. 31. decem-

ber 2002 var følgende transaktioner udestående, opført til nominal værdi:

Rentefutures i fremmed valuta	Kontraktværdi €
Erhvervet	1.130.775.475
Afhændet	682.464.004

18 Kapitalforpligtelser

ECB og bystyret i Frankfurt am Main underskrev den 5. marts 2002 en kontrakt om køb af en grund, hvorpå ECBs endelige hovedsæde skal opføres. Baseret på et på forhånd aftalt byggeareal er mindsteprisen fastsat til 61,4 mio. euro, som skal betales i rater, hvoraf den sidste senest skal falde den 31. december 2004, hvor ejendomsretten overgår til ECB.

Noter til resultatopgørelsen

19 Nettorenteindtægter

Renteindtægt fra valutareserveaktiver

I denne post indregnes renteindtægten fra aktiver i fremmed valuta fratrukket renteudgiften på passiver i fremmed valuta:

	2002	2001
	€	€
Bruttorenteindtægt fra valutareserveaktiver	1.060.990.318	1.851.694.324
Renteudgift på valutareserveforpligtelser	-70.371.421	-144.262.865
Nettorenteindtægt fra valutareserveaktiver	990.618.897	1.707.431.459

Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler i Eurosystemet

I denne post indregnes ECBs renteindtægt i forbindelse med dens 8 pct. andel af den samlede udstedelse af eurosedler (se "Seddelømløb" under anvendt regnskabspraksis). ECBs tilgodehavende svarende til dens andel af euroseddelømløbet forrentes med den senest foreliggende marginale rente i forbindelse med Eurosystemets primære markedsoperationer.

Forrentning af NCBernes tilgodehavender vedrørende overførte valutareserver

Renter udbetalt til euroområdetets NCBer på deres tilgodehavender hos ECB vedrørende de valutareserveaktiver, der blev overført i henhold til artikel 30.1 i ESCB-statutten, indregnes i denne post.

"Andre renteindtægter" og "Andre renteudgifter"

Disse poster omfatter renteindtægter og renteudgifter forbundet med mellemværender i Target og andre aktiver og passiver i euro.

Nettorenteindtægten er generelt faldet i forhold til 2001, bortset fra posten "Renteindtægt fra fordelingen af eurosedler i Eurosystemet". Faldet skyldes primært faldet i dollar- og eurorenten i løbet af året.

20 Realiserede gevinster/tab på finansielle operationer

Nettogevinster blev realiseret ved salg af værdipapirer som følge af almindelig porteføljevaltning. I 2002 var der ikke nogen større udstrømning af fremmed valuta.

21 Nedskrivninger af finansielle aktiver og positioner

Denne udgift skyldes næsten udelukkende nedskrivning af anskaffelsesprisen på ECBs beholdning af japanske yen og særlige trækningsrettigheder til markedsværdi pr. 31. december 2002 efter deprecieringen af disse valutaer mod euro i løbet af året (se "Resultatføring" under anvendt regnskabspraksis).

22 Nettoindtægt fra gebyrer og provision

I denne post indregnes nedenstående indtægt og udgift. Indtægten hidrører fra strafgebyrer, som pålægges kreditinstitutter for manglende overholdelse af reservekravene.

	2002	2001
	€	€
Gebyr- og provisionsindtægt	634.241	931.206
Gebyr- og provisionsudgift	-861.399	-633.086
Nettoindtægt fra gebyrer og provision	-227.158	298.120

23 Andre indtægter

Omfatter diverse indtægter i løbet af året hovedsagelig som følge af overførsel af ikke-anvendte administrative hensættelser til resultatopgørelsen.

24 Personaleomkostninger

Denne post omfatter udgifter til lønninger mv. på 92,6 mio. euro (2001: 82,4 mio. euro), arbejdsgiverbidrag til ECBs pensionsfond og til syge- og ulykkesforsikring. Løn til medlemmerne af ECBs Direktion udgjorde i alt 2 mio. euro (2001: 1,9 mio. euro). Der blev i løbet af året ikke udbetalt pension til tidligere medlemmer af Direktionen eller til deres efterladte. Lønninger mv., herunder cheflønninger, er i al væsentlighed udformet som og sammenlignelige med lønningerne i EUs institutioner.

Antallet af medarbejdere udgjorde ultimo 2002 1.105, heraf 79 ledende medarbejdere. ECB beskæftigede i gennemsnit 1.080 medarbejdere i 2002 mod 997 i 2001. I 2002 blev der ansat 113 medarbejdere, mens 51 forlod ECB.

25 ECBs pensionsordning

I overensstemmelse med reglerne for ECBs pensionsordning foretages en fuld aktuarmæssig beregning hvert tredje år. Den seneste aktuarmæssige beregning blev udført pr. 31. december 2001 baseret på princippet om akkumulerede rettigheder, som kræver udbetaling af et minimumsengangsbeløb til medlemmerne af pensionsordningen ved ansættelsens ophør.

Pensionsordningens omkostninger vurderes efter rådgivning fra en aktuar. ECBs samlede pensionsomkostninger, inkl. invaliditetsforsikring og pensionsbidrag, var 27,4 mio. euro (2001: 14,9 mio. euro). Omkostningerne omfatter pension til medlemmerne af Direktionen svarende til 2,1

mio. euro (2001: 0,7 mio. euro) samt supplerende bidrag. Baseret på de aktuarmæssige beregninger betalte ECB i 2002 et supplerende bidrag på 10,5 mio. euro. ECBs arbejdsgiverbidrag udgør fremover 16,5 pct. af alle medarbejderes pensionsgivende indkomst.

26 Administrationsomkostninger

I denne post indregnes alle øvrige løbende omkostninger såsom husleje, vedligeholdelse af lokaler, varer og udstyr, honorarer for rådgivning, andre tjenesteydelser og forsyninger samt udgifter forbundet med ansættelse, flytning, etablering, uddannelse og repatriering af medarbejdere.

Nettofaldet i administrationsomkostningerne i forhold til 2001 skyldes hovedsagelig udgifter til konsulentonorarer i 2001 i forbindelse med udarbejdelsen af Oplysningskampagne Euro 2002.

27 Tjenesteydelser i forbindelse med seddelproduktion

I 2001 blev omkostninger til produktion af et reservelager af eurosedler til Eurosystemet i forbindelse med overgangsprocessen kapitaliseret, indtil lageret efterhånden overgik til NCBerne til anskaffelsesværdien som planlagt. Som følge af at Styrelsesrådet for ECB efter overgangen til eurosedler traf afgørelse om, at det resterende lager af eurosedler skulle udgøre kernen i Eurosystemets strategiske lager, er disse omkostninger tilige med lignende omkostninger i 2002 nu blevet udgiftsført. De resterende omkostninger til etablering af Eurosystemets strategiske lager blev afholdt direkte af NCBerne.

Styrelsesrådet besluttede, at den foreløbige fordeling af ECBs indtægt fra eurosedler i Eurosystemet skal reduceres med et beløb svarende til denne udgift.

Formanden og Styrelsesrådet
for Den Europæiske Centralbank

Frankfurt am Main

Vi har revideret vedlagte årsregnskab for Den Europæiske Centralbank for regnskabsåret afsluttet den 31. december 2002. Den Europæiske Centralbanks Direktion har ansvaret for årsregnskabet. Vores ansvar er på grundlag af vores revision at komme med en konklusion om årsregnskabet.

Vi har tilrettelagt og udført vores revision i overensstemmelse med internationalt anerkendte revisionsprincipper 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 regnskabet anførte beløb og oplysninger. Den 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. Vi er af den overbevisning, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vores konklusion.

Det er vores opfattelse, at vedlagte årsregnskab er aflagt i overensstemmelse med de i første del af noterne til regnskabet for Den Europæiske Centralbank anførte regnskabsprincipper, og at det giver et retvisende billede af Den Europæiske Centralbanks finansielle stilling pr. 31. december 2002 samt af resultatet af dens aktiviteter i regnskabsåret 2002.

Frankfurt am Main, den 12. marts 2003

PricewaterhouseCoopers

GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

[underskrift]
(Wagener)
Revisor

[underskrift]
(Roennberg)
Revisor

Note om fordeling af overskud

Denne note er ikke en del af ECBs regnskab for 2002. Den er medtaget i årsberetningen udelukkende til orientering.

Fordeling af overskud

Indkomst i forbindelse med ECBs udstedelse af eurosedler

Som følge af Styrelsesrådets beslutning af 19. december 2002 blev et beløb på 606 mio. euro den 3. januar 2003 fordelt til de nationale centralbanker i forhold til deres andel af ECBs kapital. I beløbet indgår en del af indkomsten i forbindelse med ECBs andel af det samlede beløb af eurosedler i omløb.

Overførsel til den almindelige reservefond

I henhold til artikel 33 i ESCB-statutten overføres ECBs nettooverskud på følgende måde:

- Et beløb, hvis størrelse fastsættes af Styrelsesrådet, og som ikke må overstige 20 pct. af nettooverskuddet, overføres til den almindelige reservefond inden for en grænse på 100 pct. af kapitalen.

- Det resterende nettooverskud fordeles til indehaverne af kapitalandele i ECB i forhold til deres andel af den indskudte kapital.

I overensstemmelse med denne artikel besluttede Styrelsesrådet den 20. marts 2003, at der ikke skulle foretages nogen overførsel til den almindelige reservefond, og at det resterende nettooverskud på 614 mio. euro skulle fordeles til NCBerne i euroområdet i forhold til deres andel af den indskudte kapital.

NCBerne uden for euroområdet er ikke berettiget til en andel af ECBs overskud.

	2002 €	2001 €
Årets resultat	1.220.454.254	1.821.819.922
Indkomst fra ECBs seddeludstedelse fordelt til NCBerne	-606.000.000	0
Årets resultat efter fordeling af indkomsten fra ECBs seddeludstedelse	614.454.254	1.821.819.922
Overførsel til den almindelige reservefond	0	-364.363.984
Overskud til fordeling	614.454.254	1.457.455.938
Fordeling til NCBerne	-614.454.254	-1.457.455.938
I alt	0	0

Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2002

(Millioner euro)

Aktiver	31. december 2002	31. december 2001
1 Guld og tilgodehavender i guld	130.739	126.801
2 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter uden for euroområdet	234.486	264.986
2.1 Tilgodehavender hos IMF	31.305	32.008
2.2 Banktilgodehavender og værdipapirer, eksterne lån og andre eksterne aktiver	203.181	232.978
3 Tilgodehavender i fremmed valuta hos residerter i euroområdet	19.823	24.804
4 Tilgodehavender i euro hos residerter uden for euroområdet	4.190	5.707
4.1 Banktilgodehavender, værdipapirer og lån	4.190	5.707
4.2 Tilgodehavender i forbindelse med udlånsfaciliteten i ERM2	0	0
5 Udlån i euro til kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	227.654	203.597
5.1 Primære markedsoperationer	180.000	142.000
5.2 Langfristede markedsoperationer	45.000	60.000
5.3 Finjusterende markedsoperationer	0	0
5.4 Strukturelle markedsoperationer	0	0
5.5 Marginal udlånsfacilitet	2.621	1.573
5.6 Udlån til dækning af øgede låneomkostninger	33	24
6 Andre tilgodehavender i euro hos kreditinstitutter i euroområdet	147	488
7 Værdipapirer i euro fra residerter i euroområdet*	27.828	24.417
8 Den offentlige gæld i euro	44.486	67.722
9 Andre aktiver	105.808	95.567
Aktiver i alt	795.161	814.089

Evt. uoverensstemmelse i totaler eller subtotaler skyldes afrundinger.

* Udviklingen skyldes delvis en ændring af ECBs regnskabsprincipper, som forklares mere detaljeret i note 4 til ECBs årsregnskab.

Eurosystemets konsoliderede balance pr. 31. december 2002

(Millioner euro)

Passiver	31. december 2002	31. december 2001
1 Seddelomløb	371.866	269.558
2 Forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet i forbindelse med pengepolitiske operationer	133.565	148.072
2.1 Løbende poster (dækker reservekravssystemet)	133.495	147.580
2.2 Indlånsfacilitet	70	488
2.3 Indskud med fast løbetid	0	0
2.4 Finjusterende markedsoperationer	0	0
2.5 Indskud til dækning af øgede låneomkostninger	0	4
3 Andre forpligtelser i euro over for kreditinstitutter i euroområdet	15	37.159
4 Udstedte gældsbeviser	2.029	2.939
5 Forpligtelser i euro over for andre residerter i euroområdet	46.197	51.277
5.1 Offentlig forvaltning og service	41.123	44.970
5.2 Andre forpligtelser	5.074	6.307
6 Forpligtelser i euro over for residerter uden for euroområdet	8.813	9.446
7 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter i euroområdet	1.125	2.524
8 Forpligtelser i fremmed valuta over for residerter uden for euroområdet	18.588	20.227
8.1 Indlån og andre forpligtelser	18.588	20.227
8.2 Forpligtelser i forbindelse med udlånsfaciliteten i ERM2	0	0
9 Modpost til tildelte særlige trækingsrettigheder i IMF	6.340	6.967
10 Andre forpligtelser	59.702	77.181
11 Revalueringskonti	82.615	125.397
12 Kapital og reserver	64.306	63.342
Passiver i alt	795.161	814.089

Retlige instrumenter vedtaget af Den Europæiske Centralbank i 2002

Denne oversigt indeholder de bindende retlige instrumenter, som blev vedtaget af ECB i 2002 og offentliggjort i De Europæiske Fællesskabers Tidende¹. Disse og andre retlige instrumenter, som er vedtaget af ECB og offentliggjort i EF-Tidende, kan indhentes af interesserede parter hos Kontoret for De Europæiske Fællesskabers Officielle Publikationer. På ECBs websted

(www.ecb.int) findes en oversigt over de retlige instrumenter vedtaget af ECB siden ECBs etablering.

¹ I overensstemmelse med Nice-traktatens artikel 2, pkt. 38, som ændrer artikel 254 i traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, blev De Europæiske Fællesskabers Tidende ved Nice-traktatens ikrafttrædelse ændret til Den Europæiske Unions Tidende.

Nummer	Titel	Publikationer
ECB/2002/1	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 27. februar 2002 om ændring af retningslinje ECB/2001/3 om et Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (Target)	EFT L 67, 9.3.2002, s. 74-76
ECB/2002/2	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 7. marts 2002 om ændring af retningslinje ECB/2000/7 om Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer	EFT L 185, 15.7.2002, s. 1-78
ECB/2002/3	Den Europæiske Centralbanks forordning af 18. april 2002 om ændring af forordning ECB/1998/15 om anvendelse af mindstereserver	EFT L 106, 23.4.2002, s. 9-10
ECB/2002/4	Den Europæiske Centralbanks forordning af 6. juni 2002 om ændring af forordning ECB/2001/13 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære finansielle institutioner)	EFT L 151, 11.6.2002, s. 11
ECB/2002/5	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 30. juli 2002 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	EFT L 220, 15.8.2002, s. 67-71
ECB/2002/6	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 26. september 2002 om minimumsstandarder for Den Europæiske Centralbank og de nationale centralbanker ved udførelse af pengepolitiske operationer, valutatransaktioner med ECBs valutareserver samt forvaltning af ECBs valutareserveaktiver	EFT L 270, 8.10.2002, s. 14-16
ECB/2002/7	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 21. november 2002 om Den Europæiske Centralbanks statistiske rapporteringskrav inden for kvartalsvise finansielle sektorkonti	EFT L 334, 11.12.2002, s. 24-44
ECB/2002/8	Den Europæiske Centralbanks forordning af 21. november 2002 om ændring af forordning ECB/2001/13 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære finansielle institutioner)	EFT L 330, 6. 12.2002, s. 29-32
ECB/2002/9	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 21. november 2002 om fordeling af Den Europæiske Centralbanks indtægter fra eurosedler i om-løb til de nationale centralbanker i de deltagende medlemsstater	EFT L 323, 28.11.2002, s. 49-50
ECB/2002/10	Den Europæiske Centralbanks retningslinje af 5. december 2002 om den retlige ramme for bogføring og regnskabsrapportering i Det Europæiske System af Centralbanker	EUT L 58, 3.3.2003, s. 1-37
ECB/2002/11	Den Europæiske Centralbanks afgørelse af 5. december 2002 om Den Europæiske Centralbanks årsregnskab	EUT L 58, 3.3.2003, s. 38-59
ECB/2002/12	Den Europæiske Centralbanks beslutning af 19. december 2002 om godkendelse af omfanget af møntudstedelse i 2003	EFT L 358, 31.12.2002, s. 144-145
ECB/2002/13	Den Europæiske Centralbanks henstilling af 19. december 2002 til Rådet for den Europæiske Union om eksterne revisorer for den Europæiske Centralbank og Suomen Pankki	EFT C 331, 31.12.2002, s. 56

Den Europæiske Centralbanks publikationer

Formålet med denne publikationsoversigt er at informere læserne om udvalgte publikationer fra Den Europæiske Centralbank. Interesserede kan bestille publikationerne gratis fra ECBs Presse- og Informationsafdeling. Indsend venligst en skriftlig bestilling til postadressen angivet på omslagets inderside.

En komplet oversigt over Det Europæiske Monetære Instituts publikationer findes på ECBs websted (www.ecb.int).

Årsberetning

Årsberetning 1998, april 1999.

Årsberetning 1999, april 2000.

Årsberetning 2000, maj 2001.

Årsberetning 2001, april 2002.

Konvergensrapport

Konvergensrapport 2000, maj 2000.

Konvergensrapport 2002, maj 2002.

Månedsoversigt

Artikler udgivet fra og med januar 1999:

"Euroområdet ved indledningen til tredje fase", januar 1999.

"Eurosystemets stabilitetsorienterede pengepolitiske strategi", januar 1999.

"Pengemængdemål for euroområdet og deres rolle i Eurosystemets pengepolitiske strategi", februar 1999

"Kortsigtede økonomiske indikatorers rolle i analysen af prisudviklingen i euroområdet", april 1999.

"Bankvirksomhed i euroområdet: Strukturelle træk og tendenser", april 1999.

"Rammerne for Eurosystemets operationer: Beskrivelse og indledende vurdering", maj 1999.

"Gennemførelse af stabilitets- og vækstpakten", maj 1999.

"Udviklingen på længere sigt og konjunkturmæssig variation i vigtige økonomiske indikatorer i eurolandene", juli 1999.

"De institutionelle rammer for Det Europæiske System af Centralbanker", juli 1999.

"Euroens internationale rolle", august 1999.

"Balancerne for de monetære finansielle institutioner i euroområdet i begyndelsen af 1999", august 1999.

"Inflationsforskelle i en monetær union", oktober 1999.

"ESCBs forberedelser til år 2000", oktober 1999.

"Stabilitetsorienteret politik og udviklingen i de lange realrenter i 1990'erne", november 1999.

"TARGET og betalinger i euro", november 1999.

"Den europæiske Centralbanks retlige instrumenter", november 1999.

"Euroområdet et år efter euroens indførelse: De vigtigste karakteristika og ændringer i den finansielle struktur", januar 2000.

"Eurosystemets valutareserver og -operationer", januar 2000.

"Eurosystemet og EUs udvidelsesproces", februar 2000.

"Konsolidering i værdipapirafviklingsprocessen", februar 2000.

"Den nominelle og reale effektive eurokurs", april 2000.

"ØMU og banktilsyn", april 2000.

"Renter og afledte renteinstrumenters pengepolitiske informationsindhold", maj 2000.

"Udviklingen i og strukturelle træk på arbejdsmarkederne i euroområdet", maj 2000.

"Overgangen til auktioner til variabel rente i forbindelse med de primære markedsoperationer", juli 2000.

"Den pengepolitiske transmission i euroområdet", juli 2000.

"Befolkningens aldring og finanspolitik i euroområdet", juli 2000.

"Pris- og omkostningsindikatorer for euroområdet: En oversigt", august 2000.

"Euroområdets eksterne handel: Stiliserede kendsgerninger og seneste tendenser", august 2000.

"Potentiel outputvækst og outputgap: Begreber, brug og estimater", oktober 2000.

"ECBs relationer med institutioner og organer i Det Europæiske Fællesskab", oktober 2000.

"De to søjler i ECBs pengepolitiske strategi", november 2000.

"Spørgsmål i forbindelse med udviklingen inden for elektroniske penge", november 2000.

"Euroområdet efter Grækenlands indtrædelse", januar 2001.

"Tilrettelæggelse af pengepolitik under usikkerhed", januar 2001.

"ECBs relationer med internationale organisationer og fora", januar 2001.

"Karakteristiske træk ved virksomhedsfinansiering i euroområdet", februar 2001.

"På vej mod et ensartet serviceniveau for detailbetalinger i euroområdet", februar 2001.

"Den europæiske centralbanks eksterne kommunikation", februar 2001.

"Vurdering af den generelle økonomiske statistik for euroområdet", april 2001.

"Eurosystemets rammer for sikkerhedsstillelse", april 2001.

"Indførelse af eurosedler og -mønter", april 2001.

"Rammer og redskaber i forbindelse med monetær analyse", maj 2001.

"Nye kapitaldækningsregler – ECBs perspektiv", maj 2001.

"Euroområdets ikke-finansielle sektors finansiering og finansielle investeringer", maj 2001.

"Nye teknologier og produktiviteten i euroområdet", juli 2001.

"Mål for den underliggende inflation i euroområdet", juli 2001.

"Finanspolitik og økonomisk vækst", august 2001.

"Reform af produktmarkederne i euroområdet", august 2001.

"Konsolidering af clearing med central modpart i euroområdet", august 2001.

"Aspekter vedrørende regler for pengepolitikken", oktober 2001.

"Modparternes budadfærd i Eurosystemets regelmæssige markedsoperationer", oktober 2001.

"Overgangen til eurosedler og -mønter på markeder uden for euroområdet", oktober 2001.

"Informationsindholdet i sammensatte konjunkturindikatorer for euroområdet", november 2001.

"Rammerne for den økonomiske politik i ØMU", november 2001.

"Grundlæggende økonomiske faktorer og eurokursen", januar 2002.

"Forberedelser af eurosedler: Aktiviteter efter indførelsen af eurosedler og -mønter", januar 2002.

"Aktiemarkedet og pengepolitikken", februar 2002.

"Den seneste udvikling i det internationale samarbejde", februar 2002.

"Automatiske budgetstabilisatorer i euroområdet", april 2002.

"Eurosystemets rolle i betalings- og clearingsystemer", april 2002.

"Udvidelse af balance- og rentestatistikken for MFI-sektoren", april 2002.

"ECBs likviditetsstyring", maj 2002.

"Det internationale tilsynsarbejde", maj 2002.

"Konsekvenserne af overgangen til euro for udviklingen i sedler og mønter i omløb", maj 2002.

"Karakteristiske træk ved euroområdets konjunkturforløb i 1990'erne", juli 2002.

"Eurosystemets dialog med EU-tiltrædelseslandene", juli 2002.

"Udviklingen i eksterne strømme af direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i euroområdet", juli 2002.

"Priskonvergens og konkurrence i euroområdet", august 2002.

"De seneste udviklingstendenser og risici i euroområdets banksektor", august 2002.

"Opsparing, finansiering og investeringer i euroområdet", august 2002.

"Nye forskningsresultater vedrørende den pengepolitiske transmission i euroområdet", oktober 2002.

"De vigtigste karakteristika ved repomarkedet i euroområdet", oktober 2002.

"ECBs ansvarlighed", november 2002.

"Gennemsigtighed i ECBs pengepolitik", november 2002.

"Sammensætningen af beskæftigelsesvæksten i euroområdet i de seneste år", november 2002.

"Efterspørgslen efter sedler og mønter i euroområde og effekten af overgangen til euro", januar 2003.

"CLS – formål, koncept og konsekvenser", januar 2003.

"Forholdet mellem penge- og finanspolitik i euroområdet", februar 2003.

"Valutakurssystemer i vækstmarkedsøkonomier", februar 2003.

Occasional Papers

- 1 "The impact of the euro on money and bond markets" af J. Santillán, M. Bayle og C. Thygesen, juli 2000.
- 2 "The effective exchange rates of the euro" af L. Buldorini, S. Makrydakis og C. Thimann, februar 2002.
- 3 "Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth" af C. Brand, D. Gerdesmeier og B. Roffia, maj 2002.
- 4 "Labour force developments in the euro area since the 1980s" af V. Genre og R. Gómez-Salvador, juli 2002.
- 5 "The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: a comparison" af D. Russo, T. L. Hart og A. Schönenberger, September 2002.
- 6 "Banking integration in the euro area" af I. Cabral, F. Dierick og J. Vesala, december 2002.
- 7 "Economic relations with regions neighbouring the euro area in the 'Euro Time Zone'" af F. Mazzaferro, A. Mehl, M. Sturm, C. Thimann and A. Winkler, december 2002.

Working Papers

- 1 "A global hazard index for the world foreign exchange markets" af V. Brousseau og F. Scacciavillani, maj 1999.
- 2 "What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank" af C. Monticelli og O. Tristani, maj 1999.
- 3 "Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world" af C. Detken, maj 1999.
- 4 "From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries" af I. Angeloni og L. Dedola, maj 1999.
- 5 "Core inflation: a review of some conceptual issues" af M. Wynne, maj 1999.
- 6 "The demand for M3 in the euro area" af G. Coenen og J-L Vega, september 1999.
- 7 "A cross-country comparison of market structures in European banking" af O. De Bandt og E. P. Davis, september 1999.
- 8 "Inflation zone targeting" af A. Orphanides og V. Wieland, oktober 1999.
- 9 "Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models" af G. Coenen, januar 2000.
- 10 "On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention" af R. Fatum, februar 2000.
- 11 "Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?" af J. M. Berk og P. van Bergeijk, februar 2000.

- 12 "Indicator variables for optimal policy" af L. E. O. Svensson og M. Woodford, februar 2000.
- 13 "Monetary policy with uncertain parameters", af U. Söderström, februar 2000.
- 14 "Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty", af G. D. Rudebusch, februar 2000.
- 15 "The quest for prosperity without inflation" af A. Orphanides, marts 2000.
- 16 "Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model" af P. Hördahl, marts 2000.
- 17 "Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assesment" af S. Fabiani og R. Mestre, marts 2000.
- 18 "House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis" af M. Iacoviello, april 2000.
- 19 "The euro and international capital markets" af C. Detken og P. Hartmann, april 2000.
- 20 "Convergence of fiscal policies in the euro area" af O. De Bandt og F. P. Mongelli, maj 2000.
- 21 "Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data" af M. Ehrmann, maj 2000.
- 22 "Regulating access to international large value payment systems" af C. Holthausen og T. Rønde, juni 2000.
- 23 "Escaping Nash inflation" af In-Koo Cho og T. J. Sargent, juni 2000.
- 24 "What horizon for price stability" af F. Smets, juli 2000.
- 25 "Caution and conservatism in the making of monetary policy" af P. Schellekens, juli 2000.
- 26 "Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making" af B. Winkler, august 2000.
- 27 "This is what the US leading indicators lead" af M. Camacho og G. Perez-Quiros, august 2000.
- 28 "Learning, uncertainty and central bank activism in an economy with strategic interactions" af M. Ellison og N. Valla, august 2000.
- 29 "The sources of unemployment fluctuations: an empirical application to the Italian case" af S. Fabiani, A. Locarno, G. Oneto og P. Sestito, september 2000.
- 30 "A small estimated euro area model with rational expectations and nominal rigidities" af G. Coenen og V. Wieland, september 2000.
- 31 "The disappearing tax base: is foreign direct investment eroding corporate income taxes?" af R. Gropp og K. Kostial, september 2000.
- 32 "Can indeterminacy explain the short-run non-neutrality of money?" af F. De Fiore, september 2000.
- 33 "The information content of M3 for future inflation in the euro area" af C. Trecroci og J. L. Vega, oktober 2000.

- 34 "Capital market development, corporate governance and the credibility of exchange rate pegs" af O. Castrén og T. Takalo, oktober 2000.
- 35 "Systemic Risk: A Survey" af O. De Bandt og P. Hartmann, november 2000.
- 36 "Measuring core inflation in the euro area" af C. Morana, november 2000.
- 37 "Business fixed investment: evidence of a financial accelerator in Europe" af P. Vermeulen, november 2000.
- 38 "The optimal inflation rate when taxes are costly to collect" af F. De Fiore, november 2000.
- 39 "A money demand system for euro area M3" af C. Brand og N. Cassola, november 2000.
- 40 "Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy" af B. Mojon, november 2000.
- 41 "Why adopt transparency? The publication of central bank forecast" af P. M. Geraats, januar 2001.
- 42 "An area-wide model (AWM) for the euro area" af G. Fagan, J. Henry og R. Mestre, januar 2001.
- 43 "Sources of economic renewal: from the traditional firm to the knowledge firm" af D. Rodrigues Palenzuela, februar 2001.
- 44 "The supply and demand for Eurosystem deposits – The first 18 months" af U. Bindseil og F. Seitz, februar 2001.
- 45 "Testing the rank of the Hankel Matrix: a statistical approach" af G. Camba-Méndez og G. Kapetanios, marts 2001.
- 46 "A two-factor model of the German term structure of interest rates" af N. Cassola og J. B. Luís, marts 2001.
- 47 "Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?" af R. Gropp og J. Vesala, marts 2001.
- 48 "Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets" af M. Fratzscher, marts 2001.
- 49 "Business cycle and monetary policy analysis in a structural sticky-price model of the euro area" af M. Casares, marts 2001.
- 50 "Employment and productivity growth in service and manufacturing sectors in France, Germany and the United States" af T. von Wachter, marts 2001.
- 51 "The functional form of the demand for euro area M1" af L. Stracca, marts 2001.
- 52 "Are the effects of monetary policy in the euro area greater in recessions than in booms?" af G. Peersman og F. Smets, marts 2001.
- 53 "An evaluation of some measures of core inflation for the euro area" af J.-L. Vega og M. A. Wynne, april 2001.
- 54 "Assessment criteria for output gap estimates" af G. Camba-Méndez og D. Rodriguez Palenzuela, april 2001.
- 55 "Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area" af A. Calza, G. Gartner og J. Sousa, april 2001.
- 56 "Stabilization policy in a two country model and the role of financial frictions" af E. Faia, april 2001.

- 57 "Model-based indicators of labour market rigidity" af S. Fabiani og D. Rodriques Palenzuela, april 2001.
- 58 "Business cycle asymmetries in stock returns: evidence from higher order moments and conditional densities" af G. Pérez-Quirós og A. Timmermann, april 2001.
- 59 "Uncertain potential output implications for monetary policy" af M. Ehrmann og F. Smets, april 2001.
- 60 "A multi-country trend indicator for euroarea inflation: computation and properties" af E. Angelini, J. Henry og R. Mestre, april 2001.
- 61 "Diffusion index-based inflation forecasts for the euro area" af E. Angelini, J. Henry og R. Mestre, april 2001.
- 62 "Spectral based methods to identify common trends and common cycles" af G. C. Mendez og G. Kapetanios, april 2001.
- 63 "Does money lead inflation in the euro area?" af S. Nicoletti Altimari, maj 2001.
- 64 "Exchange rate volatility and euro area imports" af R. Anderton og F. Skudelny, maj 2001.
- 65 "A system approach for measuring the euro area NAIRU" af S. Fabiani og R. Mestre, maj 2001.
- 66 "Can short-term foreign exchange volatility be predicted by the Global Hazard Index?" af V. Brosseau og F. Scacciavillani, juni 2001.
- 67 "The daily market for funds in Europe: has something changed with the EMU?" af G. Pérez-Quirós og H. Rodríguez Mendizábal, juni 2001.
- 68 "The performance of forecast-based monetary policy rules under model uncertainty" af A. Levin, V. Wieland og J. C. Williams, juli 2001.
- 69 "The ECB monetary policy strategy and the money market" af V. Gaspar, G. Pérez-Quirós og J. Sicilla, juli 2001.
- 70 "Central bank forecasts of liquidity factors: quality, publication and the control of the overnight rate" af U. Bindseil, juli 2001.
- 71 "Asset market linkages in crisis periods" af P. Hartmann, S. Straetmans og C. G. de Vries, juli 2001.
- 72 "Bank concentration and retail interest rates" af S. Corvoisier og R. Gropp, juli 2001.
- 73 "Interbank lending and monetary policy transmission – evidence for Germany" af M. Ehrmann og A. Worms, juli 2001.
- 74 "Interbank market integration under asymmetric information" af X. Freixas og C. Holthausen, august 2001.
- 75 "Value at risk models in finance" af S. Manganelli og R. F. Engle, august 2001.
- 76 "Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: what can we infer about private sector monitoring of bank soundness?" af R. Gropp og A. J. Richards, august 2001.
- 77 "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach" af C. Bouthevillain, P. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano og M. Tujula, september 2001.

- 78 "Investment and monetary policy in the euro area" af B. Mojon, F. Smets og P. Vermeulen, september 2001.
- 79 "Does liquidity matter? Properties of a syntetic divisia monetary aggregate in the euro area" af L. Stracca, oktober 2001.
- 80 "The microstructure of the euro money market" af P. Hartmann, M. Manna og A. Manzanares, oktober 2001.
- 81 "What can changes in structural factors tell us about unemployment in Europe?" af J. Morgan og A. Mourougane, oktober 2001.
- 82 "Economic forecasting some lessons from recent research" af D. Hendry og M. P. Clements, oktober 2001.
- 83 "Chi-squared tests of interval and density forecasts, and the Bank of England's fan charts" af K. F. Wallis, november 2001.
- 84 "Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy" af G. Coenen, A. Levin og V. Wieland, november 2001.
- 85 "Determinants of the euro real effective exchange rate: a BEER/PEER approach" af F. Maeso-Fernandez, C. Osbat og B. Schnatz, november 2001.
- 86 "Rational expectations and near rational alternatives: how best to form expectations" af M. Beeby, S. G. Hall og S. B. Henry, november 2001.
- 87 "Credit rationing, output gap and business cycles" af F. Boissay, november 2001.
- 88 "Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?" af L. Kilian og M. P. Taylor, november 2001.
- 89 "Monetary policy and fears of financial instability" af V. Brousseau og C. Detken, november 2001.
- 90 "Public pensions and growth" af S. Lambrecht, P. Michel og J.-P. Vidal, november 2001.
- 91 "The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis" af G. Peersman og F. Smets, december 2001.
- 92 "A VAR description of the effects of the monetary policy in the individual countries of the euro area" af B. Mojon og G. Peersman, december 2001.
- 93 "The monetary transmission mechanism at the euro area level: issues and results using structural macroeconomic models" af P. McAdam og J. Morgan, december 2001.
- 94 "Monetary policy transmission in the euro area: what do aggregate and national structural models tell us" af P. van Els, A. Locarno, J. Morgan og J.-P. Villetelle, december 2001.
- 95 "Some stylised facts on the euro area business cycle" af A.-M. Agresti og B. Mojon, december 2001.
- 96 "The reaction of bank lending to monetary policy measures in Germany" af A. Worms, december 2001.
- 97 "Asymmetries in bank lending behaviour. Austria during the 1990s" af S. Kaufmann, december 2001.
- 98 "The credit channel in the Netherlands: evidence from bank balance sheets" af L. De Haan, december 2001.

- 99 "Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?" af I. Hernando og J. Martínez-Pagés, december 2001.
- 100 "Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans" af J. Topi og J. Vilmunen, december 2001.
- 101 "Monetary policy and bank lending in France: are there asymmetries?" af C. Loupias, F. Savignac og P. Sevestre, december 2001.
- 102 "The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data" af L. Farinha og C. Robalo Marques, december 2001.
- 103 "Bank-specific characteristics and monetary policy transmission: the case of Italy" af L. Gambacorta, december 2001.
- 104 "Is there a bank lending channel of monetary policy in Grece? Evidence from bank level data" af S. N. Brissimis, N. C. Kamberoglou og G. T. Simigiannis, december 2001.
- 105 "Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area" af M. Ehrmann, L. Gamborcorta, J. Martínez-Pagés, P. Sevestre og A. Worms, december 2001.
- 106 "Investment, the cost of capital, and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation" af J.- B. Chatelain og A. Tiomo, december 2001.
- 107 "The Interest rate and credit channel in Belgium: an investigation with micro-level firm data" af P. Butzen, C. Fuss og P. Vermeulen, december 2001.
- 108 "Credit channel and investment behaviour in Austria: a micro econometric approach" af M. Valderrama, december 2001.
- 109 "Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending" af U. von Kalckreuth, december 2001.
- 110 "Does monetary transmission policy have asymmetric effects? A look at the investment decisions of italian firms" af E. Gaiotti og A. Generale, december 2001.
- 111 "Monetary transmission: empirical evidence from Luxembourg firm level data" af P. Lünemann og T. Mathä, december 2001.
- 112 "Firm investment and monetary transmission in the euro area" af J.-B. Chatelain, A. Generale, I. Hernando, U. von Kalckreuth og P. Vermeulen, december 2001.
- 113 "Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications", af C. Bean og J. Larsen og K. Nikolov, januar 2002
- 114 "Monetary transmission in the euro area: where do we stand?" af I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon og D. Terlizzese, januar 2002.
- 115 "Monetary policy rules, macroeconomic stability and inflation: a view from the trenches" af A. Orphanides, december 2001.

- I 16 "Rent indices for housing in West Germany 1985 to 1998" af J. Hoffmann og C. Kurz, januar 2002.
- I 17 "Hedonic house prices without characteristics: the case of new multiunit housing" af O. Bover og P. Velilla, januar 2002.
- I 18 "Durable goods, price indexes and quality change: an application to automobile priced in Italy, 1988-98" af G. M. Tomat, januar 2002.
- I 19 "Monetary policy and the stock market in the euro area" af N. Cassola og C. Morana, januar 2002.
- I 20 "Learning stability in economics with heterogenous agents" af S. Honkapohja og K. Mitra, januar 2002.
- I 21 "Natural rate doubts" af A. Beyer og R. E. A. Farmer, februar 2002.
- I 22 "New technologies and productivity growth in the euro area" af F. Visselaar og R. Albers, februar 2002.
- I 23 "Analysing and combining multiple credit assessments of financial institutions" af E. Tabakis og A. Vinci, februar 2002.
- I 24 "Monetary policy, expectations and commitment" af G. W. Evans og S. Honkapohja, februar 2002.
- I 25 "Duration, volume and volatility impact of trades" af S. Manganelli, februar 2002.
- I 26 "Optimal contracts in a dynamic costly state verification model" af C. Monnet og E. Quintin, februar 2002.
- I 27 "Performance of monetary policy with internal central bank forecasting" af S. Honkapohja og K. Mitra, februar 2002.
- I 28 "Openness, imperfect exchange rate pass-through and monetary policy" af F. Smets og R. Wouters, marts 2002.
- I 29 "Non-standard central bank loss functions, skewed risks and certainty equivalence" af A. al-Nowaihi og L. Stracca, marts 2002.
- I 30 "Harmonized indexes of consumer prices: their conceptual foundations" af E. Diewert, marts 2002.
- I 31 "Measurement bias in the HICP: what do we know, and what do we need to know?" af M.A. Wynne og D. Rodríguez-Palenzuela, marts 2002.
- I 32 "Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a "new Keynesian" perspective" af O. Arratibel, D. Rodríguez-Palenzuela og C. Thimann, marts 2002.
- I 33 "Can confidence indicators be useful to predict short-term real GDP growth?" af A. Mourougane og M. Roma, marts 2002.
- I 34 "The cost of private transportation in the Netherlands, 1992-99" af B. Bode og J. Van Dalen, marts 2002.
- I 35 "The optimal mix of taxes on money, consumption and income" af F. De Fiore og P. Teles, april 2002.
- I 36 "Retail bank interest rate pass-through: the new evidence at the euro area level" af G. de Bondt, april 2002.
- I 37 "Equilibrium bidding in the eurosystem's open market operations" af U. Bindseil, april 2002.

- I 38 "New' views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?" af F. P. Mongelli, april 2002.
- I 39 "On currency crises and contagion" af Marcel Fratzscher, april 2002.
- I 40 "Price setting and the steady-state effects of inflation" af M. Casares, maj 2002.
- I 41 "Asset prices and fiscal balances" af F. Eschenbach og L. Schuknecht, maj 2002.
- I 42 "Modelling the daily banknotes in circulation in the context of the liquidity management of the European central Bank" af A. Cabrero, G. Camba-Mendez, A. Hirsch og F. Nieto, maj 2002.
- I 43 "A non-parametric method for valuing new goods" af L. Blow og I. Crawford, maj 2002.
- I 44 "A failure in the measurement of inflation: results from a hedonic and matched experiment using scanner data" af M. Silver og S. Heravi, maj 2002.
- I 45 "Towards a new early warning system of financial crises" af M. Bussiere og M. Fratzscher, maj 2002.
- I 46 "Competition and stability – what's special about banking?" af E. Carletti og P. Hartmann, maj 2002.
- I 47 "Time-to-build approach in a sticky price, sticky wage optimising monetary model" af M. Casares, maj 2002.
- I 48 "The functional form of yield curves" af V. Brousseau, maj 2002.
- I 49 "The Spanish block of the ESCB multi-country model" af A. Willman og A. Estrada, maj 2002.
- I 50 "Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility" af R. Gropp, Vesala og G. Vulpes, juni 2002.
- I 51 "G7 Inflation forecasts" af F. Canova, juni 2002.
- I 52 "Short-term monitoring of fiscal policy discipline" af G. Camba-Mendez og A. Lamo, juni 2002.
- I 53 "Euro area production function and potential output: a supply side system approach" af A. Willman, juni 2002.
- I 54 "The Euro bloc, the Dollar bloc and the Yen bloc: How much monetary policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world?" af M. Fratzscher, juni 2002.
- I 55 "Youth unemployment in the OECD: demographic shifts, labour market institutions, and macronomic shocks" af J. F. Jimeno og D. Rodriguez-Palenzuela, juni 2002.
- I 56 "Identifying endogenous fiscal policy rules for macroeconomic models" af J.J. Perez og P. Hiebert, juli 2002.
- I 57 "Bidding and performance in repo auctions: evidence from ECB open market operations" af Kjell G. Nyborg, U. Bindseil og J. A. Strebulaev, juli 2002.
- I 58 "Quantifying embodied technological change" af P. Sakellaris og D. Wilson, juli 2002.
- I 59 "Optimal public money" af C. Monnet, juli 2002.

- 160 "Model uncertainty and the equilibrium value of the real effective euro exchange rate" af C. Detken, A. Dieppe, H. Henry, C. Mann og F. Smets, juli 2002.
- 161 "The optimal allocation of risks under prospect theory" af L. Stracca, juli 2002.
- 162 "Public debt asymmetries: the effect on taxes and spending in the European Union" af S. Krogstrup, august 2002.
- 163 "The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area" af M. Forsells og G. Kenny, august 2002.
- 164 "Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence" af G. de Bondt, august 2002.
- 165 "The industry effects of monetary policy in the euro area" af G. Peersman og F. Smets, august 2002.
- 166 "Monetary and fiscal policy interactions in a micro-founded model of a monetary union" af R. M. W. J. Beetsma og H. Jensen, august 2002.
- 167 "Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data" af J. Faust, J. H. Rogers, E. Swanson og J. H. Wright, august 2002.
- 168 "Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries", af R. Perotti, august 2002.
- 169 "Modelling model uncertainty", af A. Onatski og N. Williams, august 2002.
- 170 "What measure of inflation should a central bank target?" af G. Mankiw og R. Reis, august 2002.
- 171 "An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area" af F. Smets og R. Wouters, august 2002.
- 172 "Constructing quality-adjusted price indices: a comparison of hedonic and discrete choice models" af N. Jonker, september 2002.
- 173 "Openness and equilibrium determinacy under interest rate rules" af F. de Fiore og Z. Liu, september 2002.
- 174 "International monetary policy co-ordination and financial market integration" af A. Sutherland, september 2002.
- 175 "Monetary policy and the financial accelerator in a monetary union" af S. Gilchrist, J.O. Hairault og H. Kempf, september 2002.
- 176 "Macroeconomics of international price discrimination" af G. Corsetti og L. Dedola, september 2002.
- 177 "A theory of the currency denomination of international trade" af P. Bacchetta og E. van Wincoop, september 2002.
- 178 "Inflation persistence and optimal monetary policy in the euro area" af P. Benigno og J.D. López-Salido, september 2002.
- 179 "Optimal monetary policy with durable and non-durable goods" af C. J. Erceg og A. T. Levin, september 2002.

- 180 "Regional inflation in a currency union: fiscal policy versus fundamentals" af M. Duarte og A. L. Wolman, september 2002.
- 181 "Inflation dynamics and international linkages: a model of the United States, the euro area and Japan" af G. Coenen og V. Wieland, september 2002.
- 182 "The information content of real-time output gap estimates: an application to the euro area" af G. Rünstler, september 2002.
- 183 "Monetary policy in a world with different financial systems" af E. Faia, oktober 2002.
- 184 "Efficient pricing of large-value interbank payment systems" af C. Holthausen og J.-C. Rochet, oktober 2002.
- 185 "European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America" af E. Dorrucchi, S. Firpo, M. Fratzscher og F. P. Mongelli, oktober 2002.
- 186 "Using money market rates to assess the alternatives of fixed versus variable rate tenders: the lesson from 1989-98 for Germany" af M. Manna, oktober 2002.
- 187 "A fiscal theory of sovereign risk" af M. Uribe, oktober 2002.
- 188 "Should central banks really be flexible?" af H. P. Grüner, oktober 2002.
- 189 "Debt reduction and automatic stabilisation" af P. Hiebert, J. J. Pérez og M. Rostagno, oktober 2002.
- 190 "Money policy and the zero bound to interest rates: a review" af T. Yates, oktober 2002.
- 191 "The fiscal costs of financial instability revisited" af L. Schuknecht og F. Eschenbach, november 2002.
- 192 "Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?" af G. Perez-Quiros og J. Sicilia, november 2002.
- 193 "Sustainability of public finances and automatic stabilisation under a rule of budgetary discipline" af J. Marín, november 2002.
- 194 "Sensitivity analysis of volatility: a new tool for risk management" af S. Manganelli, V. Ceci og W. Vecchiato, november 2002.
- 195 "In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use?" af A. Inoue og L. Kilian, november 2002.
- 196 "Bootstrapping autoregressions with conditional heteroskedasticity of unknown form" af S. Goncalves og L. Kilian, november 2002.
- 197 "A model of the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation" af C. Ewerhart, november 2002.
- 198 "Extracting risk-neutral probability densities by fitting implied volatility smiles: some methodological points and an application to the 3M EURIBOR futures option prices" af A. B. Andersen og T. Wagener, december 2002.

- 199 "Time variation in the tail behaviour of bund futures return" af T. Werner og C. Upper, december 2002.
- 200 "Interdependence between the euro area and the United States: what role for EMU?" af M. Ehrmann og M. Fratzscher, december 2002.
- 201 "Euro area inflation persistence" af N. Batini, december 2002.
- 202 "Aggregate loans to the euro area private sector" af A. Calza, M. Manrique og J. Sousa, januar 2003.
- 203 "Myopic loss aversion, disappointment aversion and the equity premium puzzle" af D. Fielding og L. Stracca, januar 2003.
- 204 "Asymmetric dynamics in the correlations of global equity and bond return" af L. Cappiello, R.F. Engle og K. Sheppard, januar 2003.
- 205 "Real exchange rate in an inter-temporal n-country-model with incomplete markets" af B. Marcereau, januar 2003.
- 206 "Empirical estimates of reaction functions for the euro area" af D. Gerdesmeier og B. Roffia, januar 2003.
- 207 "A comprehensive model on the overnight rate" af F. R. Würtz, januar 2003.
- 208 "Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data" af A. Ang og A. Maddaloni, januar 2003.
- 209 "A framework for collateral risk control determination" af D. Cossin, Z. Huang, D. Aunon-Nerin og F. González, januar 2003.
- 210 "Anticipated Ramsey reforms and the uniform taxation principle: the role of international financial markets" af Schmitt-Grohé og M. Uribe, januar 2003.
- 211 "Self-control and savings" af P. Michel and J. P. Vidal, januar 2003.
- 212 "Modelling the implied probability of stock market movements" af E. Glatzer og M. Scheicher, januar 2003.
- 213 "Aggregation and euro area Philips curves" af S. Fabiani and J. Morgan, februar 2003.
- 214 "On the selection of forecasting models" af A. Inoue og L. Kilian, februar 2003.
- 215 "Budget institutions and fiscal performance in Central and Eastern European countries" af H. Gleich, februar 2003.
- 216 "The admission of accession countries to an enlarged monetary union: a tentative assessment" af M. Ca' Zorzi og R. A. De Santis, februar 2003.
- 217 "The role of product market regulations in the process of structural change" af J. Messina, marts 2003.
- 218 "The zero-interest-rate bound and the role of the exchange rate for monetary policy in Japan" af G. Coenen og V. Wieland, marts 2003.

Andre publikationer

"The TARGET service level", juli 1998.

"Report on electronic money", august 1998.

"Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations", september 1998.

"Money and banking statistics compilation guide", september 1998.

"The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures", september 1998.

"Third progress report on the TARGET project", november 1998.

"Correspondent central banking model (CCBM)", december 1998.

"Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1997 figures", januar 1999.

"Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term", februar 1999.

"Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise", juli 1999.

"The effects of technology on the EU banking systems", juli 1999.

"Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union", august 1999.

"Improving cross-border retail payment services – The Eurosystem's view", september 1999.

"Kompendium: Samling af retlige instrumenter, juni 1998 – maj 1999", oktober 1999.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 1999.

"Money and banking statistics compilation guide, addendum I: money market paper" november 1999.

"Money and banking statistics sector manual" 2. udgave, november 1999.

"Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States", november 1999.

"Correspondent central banking model (CCBM)", november 1999.

"Cross-border payments in TARGET: A users' survey", november 1999.

"Money and banking statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series", november 1999.

"Money and banking statistics: Handbook for the compilation of flow statistics", december 1999.

"Payment systems in the European Union: Addendum Incorporating 1998 figures", februar 2000.

"Interlinking: Data dictionary", version 2.02, marts 2000.

"Asset prices and banking stability", april 2000.

"EU banks' income structure", april 2000.

"Statistical information collected and compiled by the ESCB", maj 2000.

"Correspondent central banking model (CCBM)", juli 2000.

"Statistical requirements of the European Central Bank in the field of general economic statistics", august 2000.

"Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area", august 2000.

"Improving cross-border retail payment services", september 2000.

"Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves", oktober 2000.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2000.

"Information guide for credit institutions using TARGET", november 2000.

"Den fælles pengepolitik i tredje fase: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", november 2000.

"EU banks' margins and credit standards", december 2000.

"Mergers and acquisitions involving the EU banking industry: facts and implications", december 2000.

"Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank", januar 2001.

"Cross-border use of collateral: A users' survey", februar 2001.

"Price effects of regulatory reform in selected network industries", marts 2001.

"The role of central banks in prudential supervision", marts 2001.

"Money and banking statistics in the accession countries: Methodological Manual", april 2001.

"TARGET: Annual Report", maj 2001.

"A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", juni 2001.

"Payment and securities settlement systems in the European Union", juni 2001.

"Why price stability?", juni 2001.

"The euro bond market", juli 2001.

"The euro money market", juli 2001.

"The euro equity markets", august 2001.

"The monetary policy of the ECB", august 2001.

"Monetary analysis: tools and applications", august 2001.

"Review of the international role of the euro", september 2001.

"The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing", september 2001.

"Provisional list of MFIs of the accession countries (as at the end of December 2000)", oktober 2001.

"TARGET: The Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer systems – update 2001", november 2001.

"European Union balance of payments international/investment position statistical methods", november 2001.

"Fair value accounting in the banking sector", november 2001.

"Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro", november 2001.

"Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods", februar 2002.

"List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves", februar 2002.

"Labour market mismatches in euro area countries", marts 2002.

"Kompendium: Samling af retlige instrumenter, juni 1998 – december 2001", marts 2002.

"Evaluation of the 2002 cash changeover", april 2002.

"TARGET Annual Report 2002", april 2002.

"Den fælles pengepolitik i euroområdet: Dokumentationsgrundlag for Eurosystemets pengepolitiske instrumenter og procedurer", april 2002.

"Annual report on the activities of the Anti-Fraud Committee of the European Central Bank, covering the period from January 2001 to January 2002", maj 2002.

"Developments in banks liquidity profile and management", maj 2002.

"The Eurosystem's terms of reference for the use of cash-recycling machines by credit institutions and other euro area institutions engaged in the sorting and distribution of banknotes to the public as a professional activity", maj 2002.

"Bond market and long-term interest rates in European Union accession countries", juni 2002.

"TARGET minimum common performance Features of RTG systems within TARGET as at November 2001", juni 2002.

"TARGET interlinking data dictionary as at November 2001", juni 2002.

"TARGET interlinking specification as at November 2001", juni 2002.

"TARGET interlinking user requirement as at November 2001", juni 2002.

"Task force on portfolio investment collection systems, Final Report", juni 2002.

"Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP", juli 2002.

"Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2000 figures", juli 2002.

"Financial sectors in EU accession countries", august 2002.

"Payment and securities settlement systems in accession countries, august 2002.

"TARGET Interlinking specification, november 2002.

"TARGET Interlinking data dictionary, november 2002.

"Guidance Notes to Regulation ECB/2002/13 on the MFI balance sheet statistics", november 2002.

"Structural analysis of the EU banking sector", november 2002.

"European Union balance of payments/international investment position statistical methods", november 2002.

"Review of the international role of the euro", december 2002.

"Euro money market study 2001 (MOC)", december 2002.

"EU banking sector stability", februar 2003.

"List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves", februar 2003.

"Review of the foreign exchange market structure", marts 2003.

"Structural factors in the EU housing markets", marts 2003.

"List of Monetary Financial Institutions in accession countries", marts 2003.

Informationsbrochurer

"TARGET: facts, figures, future", september 1999.

"EMP: the ECB payment mechanism", august 2000.

"The euro: integrating financial services", august 2000. (Optrykkes ikke mere).

"TARGET", august 2000. (Optrykkes ikke mere).

"Den Europæiske Centralbank", april 2001.

"Eurosedler og euromønter", maj 2001.

"TARGET – update 2001", juli 2001.

"The euro and the integration of financial services", september 2001.

"Euroen: Vores penge", juni 2002.

Bilag

Kronologisk oversigt over pengepolitiske tiltag¹

3. januar 2002

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde minimumbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct.

Desuden beslutter Styrelsesrådet, at et tildelingsbeløb på 20 mia. euro pr. markedsoperation skal gælde for de langfristede markedsoperationer, der udføres i 2002. Dette beløb tager højde for de forventede likviditetsbehov i euroområdet banksektor i 2002 samt for Eurosystemets ønske om fortsat at tilføre refinansiering til den finansielle sektor hovedsagelig gennem de primære markedsoperationer. Styrelsesrådet kan justere tildelingsbeløbet i løbet af året i tilfælde af en uventet udvikling i likviditetsbehovet.

7. februar, 7. marts, 4. april, 2. maj, 6. juni, 4. juli 2002

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde minimumbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct.

10. juli 2002

ECBs Styrelsesråd beslutter at nedsætte tildelingsbeløbet for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2. halvår 2002, fra 20 mia. euro til 15 mia. euro. Sidstnævnte beløb tager højde for banksektorens forventede likviditetsbehov i euroområdet i 2. halvår 2002 og afspejler Eurosystemets ønske om fortsat at tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer.

1. august, 12. september, 10. oktober, 7. november 2002

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde minimumbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 3,25 pct., 4,25 pct. og 2,25 pct.

5. december 2002

ECBs Styrelsesråd beslutter at sænke minimumbudrenten for de primære markedsoperationer med 0,50 procentpoint til 2,75 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 11. december 2002. Desuden beslutter Styrelsesrådet at sænke renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,50 procentpoint til henholdsvis 3,75 pct. og 1,75 pct. med virkning fra 6. december 2002.

Styrelsesrådet beslutter endvidere, at referenceværdien for den årlige vækst i det brede pengemængdemål, M3, fortsat skal være 4½ pct.

9. januar 2003

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde minimumbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 2,75 pct., 3,75 pct. og 1,75 pct.

23. januar 2003

ECBs Styrelsesråd beslutter at indføre følgende to foranstaltninger til forbedring af pengepolitikens operationelle rammer:

For det første ændres tidsplanen for reservekravsperioden, så reservekravsperioden altid begynder på afviklingsdagen for den første primære

markedsoperation efter det møde i Styrelsesrådet, hvor en drøftelse af pengepolitikken er på dagsordenen. Desuden træder ændringer af renten for de stående faciliteter som udgangspunkt først i kraft på startdatoen for den nye reservekravsperiode.

For det andet afkortes løbetiden for de primære markedsoperationer fra to uger til en uge.

Foranstaltningerne træder efter planen i kraft i løbet af 1. kvartal 2004.

I fortsættelse af pressemeddelelsen af 10. juli 2002 beslutter Styrelsesrådet at fastholde tildelingsbeløbet på 15 mia. euro for hver af de langfristede markedsoperationer, der gennemføres i 2003. Beløbet tager højde for banksektorens forventede likviditetsbehov i euroområdet i 2003 og afspejler Eurosystemets ønske om fortsat at tilvejebringe størstedelen af likviditeten via de primære markedsoperationer.

6. februar 2003

ECBs Styrelsesråd beslutter at fastholde minimumbudrenten for de primære markedsoperationer og renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten på henholdsvis 2,75 pct., 3,75 pct. og 1,75 pct.

6. marts 2003

ECBs Styrelsesråd beslutter at sænke minimumbudrenten for de primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 2,50 pct. med virkning fra den operation, der afvikles 12. marts 2003. Styrelsesrådet beslutter endvidere at sænke renten for den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten med 0,25 procentpoint til henholdsvis 3,50 pct. og 1,50 pct. med virkning fra 7. marts 2003.

Ordliste

Afviklingsrisiko: En overordnet betegnelse, der bruges til at beskrive risikoen for, at afvikling i et system til overførsel af betalinger eller værdipapirer ikke forløber som forventet. Denne risiko kan omfatte både kredit- og likviditetsrisiko.

Aktiemarked: Det marked, hvor fordringer på ejerandele i virksomheder udstedes og handles. En vigtig forskel mellem aktiekapital og gæld er, at aktiekapital ikke skal tilbagebetales af udstederen.

Allokering af aktiver: Fordeling af investeringsmidler på forskellige aktivklasser med henblik på at opnå mål som fx den optimale risiko/afkast-profil for porteføljer.

Andele i pengemarkedsforeninger: Andele udstedt af **pengemarkedsforeninger**.

Andre forfaldne ikke-betalte mellemværender: Finansielle passiver oprettet som modpost til finansielle eller ikke-finansielle transaktioner, hvor der er en tidsforsinkelse mellem transaktionen og den tilhørende betaling.

Auktion: En tildelingsprocedure, som **Eurosystemet** anvender i sine regelmæssige **markedsoperationer**. Den udføres inden for en tidsramme på 24 timer, og alle **modparter**, der opfylder de generelle kriterier for deltagelse, er berettiget til at afgive bud.

Back test: Analyse af en investeringsstrategis resultater, hvis investoren havde anvendt den i et bestemt historisk tidsrum.

Bankrenter: se **MFIernes rentesatser**.

Benchmark: I forbindelse med investeringer er et benchmark en referenceportefølje eller et referenceindeks udarbejdet på baggrund af målene for investeringernes likviditet, risiko og afkast. Et benchmark fungerer som sammenligningsgrundlag for udviklingen i den faktiske portefølje. I forbindelse med **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** forvaltning af valutaeserver er det strategiske benchmark en referenceportefølje, der afspejler ECBs langsigtede ønsker med hensyn til risiko og afkast. Det ændres kun under særlige forhold. Det taktiske benchmark afspejler ECBs ønsker med hensyn til risiko og afkast over en periode på nogle få måneder baseret på de herskende markedsforhold. Det tages op til revision hver måned.

Betalingsagent: En institution, der administrerer afviklingsprocessen, som bl.a. omfatter fastlæggelse af betalingspositioner, overvågning af udvekslingen af betalinger for betalingssystemer, værdipapirafviklingssystemer eller andre arrangementer, der kræver afvikling.

Betalingsystem (funds transfer system – FTS): En formel ordning baseret på aftaleret eller anden lovgivning med flere medlemmer, fælles regler og standardiserede ordninger for overførsel og afvikling af betalinger mellem systemets medlemmer.

Centralkurs over for euro: Den officielle valutakurs for deltagende valutaer i **ERM2** over for **euroen**, omkring hvilken udsvingbåndene i ERM2 er defineret.

Dagsværdiprincippet (Fair Value Accounting – FVA): Et værdiansættelsesprincip, ifølge hvilket den faktiske markedskurs eller en skønnet markedskurs anvendes som dagsværdien af forventede pengestrømme i forbindelse med beregning af finansielle instrumenters balanceværdi.

Deponerings- og hæveautomat: Selvstændig kundeopereret maskine, der kan modtage, behandle og udlevere pengesedler, dvs. har en hævefunktion som almindelige kontantautomater kombineret med en deponeringsfunktion for sedler.

Direktionen: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Den omfatter formanden, næstformanden og fire andre medlemmer, der udnævnes af stats- og regeringscheferne i de lande, der har indført **euroen**.

DvP (Delivery versus Payment): En mekanisme i et **værdipapirafviklingssystem**, som sikrer, at levering af aktiver (værdipapirer eller andre finansielle instrumenter) finder sted, hvis, og kun hvis, betaling finder sted.

Ecofin-rådet: Se **EU-Rådet**.

ECU (European Currency Unit): ECU var en valutakurv sammensat af en fast mængde af valutaerne fra 12 af de 15 EU-lande. Værdien af ECU blev beregnet som et vægtet gennemsnit af de 12 komponentvalutaer. ECU blev erstattet af **euro** den 1. januar 1999 i forholdet en-til-en.

Effektive (nominelle/reale) valutakurser: Nominelle effektive valutakurser består af et geometrisk vægtet gennemsnit af forskellige bilaterale valutakurser. Reale effektive valutakurser er nominelle effektive valutakurser deflateret med et vægtet gennemsnit af udenlandske priser eller omkostninger i forhold til de indenlandske. Disse valutakurser er derfor udtryk for pris- eller omkostningsmæssig konkurrenceevne. **Den Europæiske Centralbank (ECB)** beregner nominelle effektive **eurokursindeks** i forhold til valutaerne i en snæver og en bred gruppe af **euroområdet** handelspartnere. Siden januar 2001 har den snævre gruppe bestået af 12 af euroområdets industrialiserede og nyindustrialiserede handelspartnere, mens den brede gruppe har bestået af 38 handelspartnere, herunder nye vækstmarkedsøkonomier og overgangsøkonomier. Reale effektive eurokursindeks beregnes ved hjælp af alternative pris- og omkostningsmål.

Egentlig købs- eller salgsforretning: En transaktion, hvor aktiver købes eller sælges op til deres udløb (spot eller termin).

Ekspertgruppen på højt niveau vedrørende selskabslovgivning: Oprettet af **Europa-Kommissionen** i september 2001. Gruppen havde til opgave at stille forslag om en ny lovramme for selskabslovgivningen i EU. I januar 2002 udarbejdede gruppen en rapport om spørgsmål i forbindelse med direktivet om overtagelsesbud. I april 2002 blev gruppens mandat udvidet til at omfatte en række spørgsmål i forbindelse med corporate governance.

Ekstraordinær auktion: Den auktionsprocedure, som **Eurosystemet** anvender til **finjusterende markedsoperationer**. Ekstraordinære auktioner udføres inden for 1 time og er indskrænket til et begrænset antal **modparter**.

Elektroniske penge (e-penge): Elektronisk opbevaring af betalingsbeløb på en teknisk anordning, der fungerer som et forudbetalt ihændebevis og kan anvendes til at foretage betalinger til andre

end udstederen af e-pengene, uden at transaktionen nødvendigvis involverer en bankkonto (se også **forudbetalingskort**).

Eonia (euro overnight index average): Et mål for den effektive rente på dag-til-dag eurointerbankmarkedet. Det beregnes som et vægtet gennemsnit af rentesatserne for usikrede dag-til-dag lånetransaktioner i euro, som indberettes af et panel af deltagende banker.

Eonia-swaprente: En **Eonia-swap** er en aftale mellem to parter, hvor en række variable betalinger, der er indeksreguleret i forhold til Eonia, og en række betalinger til fast rente udveksles i løbet af en aftalt periode. Renten for de fastforrentede betalinger benævnes Eonia-swaprenten og afspejler Eonias forventede gennemsnitsniveau i swappens løbetid. Eonia-swaps kan have en løbetid på 1-3 uger eller 1-12 måneder og handles bilateralt og unoteret på pengemarkedet.

ERM2: Valutakursarrangementet, som fastlægger rammerne for det valutakurspolitiske samarbejde mellem landene i **euroområdet** og de øvrige EU-lande fra starten af tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)**. Medlemskab er frivilligt. Ikke desto mindre forventes medlemslande med dispensation at tilslutte sig ordningen. På nuværende tidspunkt deltager den danske krone i ERM2 med et udsvingsbånd omkring centralkursen over for **euro** på $\pm 2,25$ pct. Valutaintervention og -finansiering på grænserne af standardudsvingsbåndet eller det mere snævre udsvingsbånd foregår i princippet automatisk og ubegrænset, hvor der er meget kortfristet finansiering til rådighed. **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de deltagende centralbanker uden for euroområdet kan dog suspendere den automatiske intervention, hvis dette strider mod hovedmålet om fastholdelse af **prisstabilitet**.

Eurepo: Den rente, hvortil en bank tilbyder en anden bank **euro** mod sikkerhed i statsobligationer og skatkammerbeviser udstedt i eurolandene. Eurepo beregnes på omtrent samme måde som **Euribor**. Den er udtryk for renterne på de sikrede markeder (repomarkeder) i modsætning til Euribor, som afspejler forholdene på det usikrede marked. Der er også tale om et andet panel af banker.

Euribor (euro interbank offered rate): Den rente, hvortil en bank er villig til at låne **euro** til en anden bank. Euribor beregnes dagligt for interbankindskud med en løbetid på 1-3 uger og 1-12 måneder som et gennemsnit afrundet til tre decimaler af de daglige tilbudte renter i et repræsentativt panel af solide og kreditværdige banker.

Euro Banking Association (EBA): En organisation, der fungerer som undersøgelses- og diskussionsforum for bankspørgsmål af interesse for medlemmerne, især spørgsmål vedrørende brug af **euroen** og afvikling af transaktioner i euro. EBA har oprettet en clearingvirksomhed (ABE Clearing, Société par Action Simplifiée à capital variable), der skal administrere euro-clearingsystemet fra 1. januar 1999. Euro-clearingsystemet (Euro 1) er efterfølgeren til ECU-clearing- og -afviklingsystemet.

Euro Stoxx: STOXX Limited offentliggør Dow Jones Stoxx-indeks, der måler aktiekursudviklingen i Europa som helhed. Dow Jones Euro Stoxx-indekset er et af disse indekser. Indekset aggregerer kurserne på et bredt udvalg af aktier fra eurolandene. Desuden findes der tre typer sektorindeks (økonomiske sektorer, markedssektorer og branchegrupper) for Dow Jones Euro Stoxx-indekset.

Euro: Den europæiske fælles valutas navn, som blev vedtaget af **Det Europæiske Råd** på mødet i Madrid 15. og 16. december 1995.

Eurogruppen: Uformelt forum for de medlemmer af **Ecofin-rådet**, som repræsenterer landene i **euroområdet**. Gruppen mødes regelmæssigt (sædvanligvis forud for møderne i Ecofin-rådet) for at drøfte spørgsmål vedrørende eurolandenes fælles ansvar for den fælles valuta. **Europa-Kommissionen** og, hvor det er relevant, **Den Europæiske Centralbank (ECB)** indbydes til at deltage i disse møder.

Euroområdet: Euroområdet består af de medlemslande, der i overensstemmelse med **traktaten** har indført **euro** som fælles valuta, og som fører en fælles pengepolitik under **Den Europæiske Centralbanks (ECBs) Styrelsesråd**s ansvar. Euroområdet omfatter p.t. Belgien, Finland, Frankrig, Grækenland (der blev optaget 1. januar 2001), Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Portugal, Spanien, Tyskland og Østrig.

Europa-Kommissionen: Den institution i Det Europæiske Fællesskab, som skal sikre, at **traktatens** bestemmelser gennemføres. Kommissionen udarbejder fællesskabspolitikker, fremsætter forslag til fællesskabslovgivning og har magtbeføjelser inden for specifikke områder. Hvad angår økonomisk politik, foreslår Kommissionen overordnede retningslinjer for de økonomiske politikker i Fællesskabet og rapporterer til **EU-Rådet** om medlemslandenes økonomiske udvikling og politik. Kommissionen fører tilsyn med de offentlige finanser inden for rammerne af multilateral overvågning og forelægger rapporter for Rådet. Den består af 20 medlemmer, herunder to fra Frankrig, Italien, Spanien, Storbritannien og Tyskland samt et fra hvert af de øvrige medlemslande.

Europa-Parlamentet: Består af 626 repræsentanter for borgerne i medlemslandene. Parlamentet deltager i lovgivningsprocessen, men med forskellige rettigheder afhængig af, under hvilken procedure lovgivningen vedtages. Inden for rammerne af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** har Parlamentet primært høringsmæssige beføjelser. **Traktaten** foreskriver dog en række procedurer for **Den Europæiske Centralbanks (ECB)** demokratiske ansvarlighed over for Parlamentet (forelæggelse af årsberetning, generelle drøftelser om pengepolitikken, høringer i de kompetente parlamentsudvalg).

European Payments Council (EPC): Styrende organ bestående af 52 institutioner, herunder banker, andelsbanker og sparekasser, hvis opgave er at oprette det fælles eurobetalingsområde og repræsentere den europæiske banksektor i forbindelse med spørgsmål vedrørende betalingssystemer. EPC blev stiftet 17. juni 2002.

Europæiske Centralbank, Den (ECB): ECB er kernen i **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)** og **Eurosystemet** og er en juridisk person i henhold til fællesskabsretten. Den sikrer, at de opgaver, der er pålagt Eurosystemet og ESCB, gennemføres enten via egne eller de nationale centralbankers aktiviteter i henhold til statuten for Det Europæiske System af Centralbanker og Den Europæiske Centralbank. ECB er underlagt **Styrelsesrådet** og **Direktionen** og, som et tredje besluttende organ, **Det Generelle Råd**.

Europæiske Monetære Institut, Det (EMI): En midlertidig institution, som blev etableret ved starten af anden fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** 1. januar 1994. EMIs to hovedopgaver var at styrke samarbejdet mellem centralbankerne og den pengepolitiske koordinering og at foretage de nødvendige forberedelser til etableringen af **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)**, til udførelsen af den fælles pengepolitik og til indførelsen af den fælles valuta i tredje fase. EMI ophørte med at eksistere, da **Den Europæiske Centralbank (ECB)** blev oprettet 1. juni 1998.

Europæiske nationalregnskabssystem 1995, det (ENS95): Et system af ensartede statistiske definitioner og klassifikationer med henblik på en harmoniseret kvantitativ beskrivelse af medlemslandenes økonomier. ENS95 er Fællesskabets udgave af det globale nationalregnskabssystem 1993 (SNA93). ENS95 er en ny udgave af det europæiske system, og gennemførelsen påbegyndtes i løbet af 1999 i henhold til Rådets forordning (EF) nr. 2223/96.

Europæiske Råd, Det: Sikrer den nødvendige drivkraft i udviklingen af Den Europæiske Union og definerer de generelle politiske retningslinjer for Unionen. Det Europæiske Råd består af medlemslandenes stats- og regeringschefer og **Europa-Kommissionens** formand (se også **EU-Rådet**).

Europæiske System af Centralbanker, Det (ESCB): Består af **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker (NCBer) i alle 15 medlemslande, dvs. den omfatter ud over **Eurosystemets** medlemmer NCBerne i de medlemslande, der endnu ikke har indført **euroen**. ESCB er underlagt ECBs **Styrelsesråd** og **Direktion** og, som et tredje besluttende organ i ECB, **Det Generelle Råd**.

Eurostat: Eurostat er Fællesskabets statistikorgan og en del af **Europa-Kommissionen**. Eurostat er ansvarlig for udarbejdelsen af Fællesskabets statistikker.

Eurosystemet: Omfatter **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og de nationale centralbanker (NCBer) i de medlemslande, der har indført **euroen** i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union** (se også **euroområdet**). Der er på nuværende tidspunkt 12 NCBer i Eurosystemet. Eurosystemet er underlagt ECBs **Styrelsesråd** og **Direktion**.

Eurosystemets internationale reserver: Består af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** reserveaktiver og eurolandenes nationale centralbankers (NCBers) reserveaktiver. Reserveaktiverne skal være under den relevante monetære myndigheds effektive kontrol, det være sig ECB eller et eurolands NCB, og vedrøre stærkt likvide, omsættelige og kreditværdige tilgodehavender denomineret i udenlandsk valuta (ikke **euro**) hos residerter uden for euroområdet, plus guld, særlige trækingsrettigheder og euroområdets NCBers reservestilling over for IMF.

EU-Rådet: En institution i Det Europæiske Fællesskab. EU-Rådet består af repræsentanter for medlemslandenes regeringer, normalt de ministre, som er ansvarlige for de emner, der drøftes (derfor kaldes det ofte Ministerrådet). Når EU-Rådet er sammensat af økonomi- og finansministrene, kaldes det **Ecofin-rådet**. EU-Rådet kan også være sammensat af stats- og regeringscheferne (se også **Det Europæiske Råd**).

Finjusterende markedsoperation: En ikke-regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet**, primært for at klare uventede likviditetsudsving i markedet.

Forudbetalingskort: Et småpengekort, som kan anvendes til en lang række formål, og som har potentiale til at kunne anvendes både nationalt og internationalt, men undertiden kan være begrænset til et bestemt område. Genopladelige forudbetalingskort betegnes også elektroniske penge (se også **elektroniske penge (e-penge)**).

Fremskrivninger: Resultatet af **Eurosystemets** stabs forsøg på at forudsige den fremtidige makroøkonomiske udvikling i **euroområdet**. Fremskrivninger for euroområdet udarbejdes på samme måde som fremskrivninger for de enkelte lande. Fremskrivningerne, der offentliggøres to gange om

året, indgår i den anden søjle i **Den Europæiske Centralbanks (ECBs) pengepolitiske strategi** og understøtter **Styrelsesrådets** vurdering af truslerne mod **prisstabiliteten**.

Generelle Råd, Det: Et af **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** besluttende organer. Det omfatter formanden og næstformanden for ECB og centralbankcheferne i alle 15 EU-lande.

Genkøbsforretning: En forretning, hvor et aktiv sælges og genkøbes til en aftalt pris på et senere aftalt tidspunkt eller på forlangende. En sådan forretning er magen til låntagning mod sikkerhedsstillelse bortset fra, at sælger ikke beholder ejendomsretten til værdipapirerne. Genkøbsforretninger er omfattet af **M3**, hvis sælgeren er en **MFI (monetær finansiel institution)** og **modparten** en ikke-MFI i **euroområdet**.

Gældende fællesskabsret (acquis communautaire): Omfatter al fællesskabslovgivning, herunder traktater, forordninger og direktiver. Lande, der optages i EU, skal have gennemført gældende fællesskabsret på tiltrædelsestidspunktet.

Gældsinstrumenter: Værdipapirer, der repræsenterer udsteders (låntagers) tilsagn om at foretage en eller flere udbetalinger til ihændehaber (långiver) på et eller flere givne tidspunkter i fremtiden. De forrentes normalt til en bestemt sats (kuponrente) og/eller sælges til et lavere beløb end det, som tilbagebetales ved forfald (underkurs). Ihændeavers indtjening på gældsinstrumenterne består således af eventuelle kuponrenteutbetalinger samt forskellen mellem obligationens købskurs og dens markedskurs ved salg eller forfald. Værdipapirerne er omsættelige og kan handles på de sekundære markeder, men ihændehaber erhverver ingen ejendomsret til den udstedende enhed. Pengemarkedsinstrumenter og i princippet private placeringer indgår i **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** statistik over gældsinstrumenter.

Gældskvote: Et af de fiskale kriterier til påvisning af et uforholdsmæssigt stort underskud som fastlagt i **traktatens** artikel 104, stk. 2. Defineres som den procentdel, som den offentlige gæld udgør af bruttonationalproduktet i markedspriser. Den offentlige gæld er defineret i traktatens protokol nr. 20 (om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud) som den samlede bruttogæld til pålydende værdi, der er udestående ved årets afslutning, og som er konsolideret mellem og inden for sektorerne i **den offentlige sektor**.

Gældsomlægningsmekanisme (SDRM): IMF-initiativ om at etablere juridiske rammer for omlægning af statsgæld. SDRM vil gøre det lettere for debitorer og kreditorer at indgå effektive og omfattende aftaler i tilfælde af alvorlig gældsætning.

Gældsstiftelse, euroområdets ikke-finansielle sektorer: Omfatter **husholdningers, ikke-finansielle selskabers** og **den offentlige sektors** gældsstiftelse i form af lån fra **euroområdets MFler (monetære finansielle institutioner)** og andre finansielle selskaber, **gældsinstrumenter** udstedt af ikke-finansielle selskaber og den offentlige sektor, **ikke-finansielle selskabers pensionskassereserver** og **statens** indlånspassiver. Lån fra den offentlige sektor, ikke-finansielle selskaber eller banker uden for euroområdet, finansielle derivater, aktier, andre ejerandelsbeviser og **andre forfaldne ikke-betalte mellemværender** indgår ikke. På årsbasis kan der beregnes et bredere mål for denne gældsstiftelse, der også omfatter lån fra ikke-finansielle sektorer og banker uden for euroområdet.

Haircut: Et risikostyringsinstrument, der anvendes i forbindelse med underliggende aktiver i **tilbageførselsforretninger**, hvor centralbanken beregner værdien af de underliggende aktiver som kursværdien minus en vis procentdel (haircut). **Eurosystemet** anvender haircuts, der afspejler de pågældende aktivers karakteristika, fx restløbetid.

Harmoniserede forbrugerprisindeks, det (HICP): HICP er det mål for priserne, som ECBs **Styrelsesråd** anvender med henblik på at vurdere **prisstabiliteten**. For at opfylde **traktatens** krav om et forbrugerprisindeks beregnet på et sammenligneligt grundlag, der tager hensyn til forskelle i nationale definitioner, udarbejdede **Europa-Kommissionen (Eurostat)** HICP i tæt samarbejde med de nationale statistikmyndigheder og **Det Europæiske Monetære Institut** og senere hen **Den Europæiske Centralbank (ECB)**.

Husholdninger: En af de institutionelle sektorer i **det europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**. Husholdningssektoren omfatter enkeltpersoner eller grupper af enkeltpersoner både i deres egenskab af forbrugere og eventuelt i deres egenskab af erhvervsdrivende (dvs. enkeltmandsvirksomheder og interessentskaber). Non-profit institutioner rettet mod husholdninger udgør ifølge ENS95 en separat institutionel sektor, selv om de i statistik ofte grupperes sammen med husholdninger.

Ikke-finansielle selskaber: En af de institutionelle sektorer i **det europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**. Denne sektor består af institutionelle enheder, hvis fordelingstransaktioner og finansielle transaktioner er adskilt fra deres ejeres. Ikke-finansielle selskaber omfatter alle enheder med status af selvstændige juridiske enheder, som er markedsproducenter, og hvis hovedaktivitet er produktion af varer og ikke-finansielle tjenester

Implicit rentevolatilitet: Et mål for den forventede volatilitet i de fremtidige korte og lange renter, som kan udledes af **options**priserne. Givet den observerede markedspris på en renteooption kan den implicitte volatilitet udledes ved hjælp af en standardprisformel for optioner, der eksplicit afhænger af bl.a. den forventede volatilitet i prisen på det underliggende aktiv i perioden, indtil optionen udløber. De underliggende aktiver kan være futureskontrakter på korte renter, fx 3-måneders **Eurobor**, eller langfristede statsobligationer, fx 10-årige tyske Bund-obligationer. Under forudsætning af passende antagelser kan den implicitte volatilitet fortolkes som markedets volatilitetsforventninger i optionens resterende løbetid.

Implicit volatilitet på aktiemarkedet: Et mål for den forventede volatilitet i aktiekurserne, som kan udledes af **options**priserne. Givet den observerede markedspris på en aktieoption kan den implicitte volatilitet udledes ved hjælp af en standardprisformel for optioner, der eksplicit afhænger af bl.a. den forventede volatilitet i prisen på det underliggende aktiv i perioden, indtil optionen udløber. De underliggende aktiver kan være aktiemarkedsindeks såsom Dow Jones **Euro Stoxx 50**-indekset. Under forudsætning af passende antagelser kan den implicitte volatilitet fortolkes som markedets volatilitetsforventninger i optionens resterende løbetid.

Implicit volatilitet på obligationsmarkedet: Et mål for den forventede volatilitet i kurserne på obligationer (eller futureskontrakter på obligationer), som kan udledes af **options**priserne. Givet den observerede markedspris på en obligationsoption kan den implicitte volatilitet udledes ved hjælp af en standardprisformel for optioner, der eksplicit afhænger af bl.a. den forventede volatilitet i prisen på det underliggende aktiv i perioden, indtil optionen udløber. De underliggende aktiver kan være obligationer, fx 10-årige tyske Bund-obligationer, eller futureskontrakter på obligationer. Under

forudsætning af passende antagelser kan den implicitte volatilitet fortolkes som markedets volatilitetsforventninger i optionens resterende løbetid.

Indlån med opsigelsesvarsel: Denne kategori omfatter opsparingsindskud med et fast opsigelsesvarsel, der skal overholdes, før midlerne kan hæves. Det er i visse tilfælde muligt at hæve et fast beløb i en given periode eller hæve midlerne tidligere mod et strafgebyr. Indlån med et opsigelsesvarsel på op til 3 måneder indgår i **M2** (og dermed **M3**), mens indlån med et længere opsigelsesvarsel indgår i **MFI**-sektorens (ikke-monetære) langfristede finansielle passiver.

Indlån på anfordring: Indskud, der forfalder dagen efter. Dette instrument omfatter hovedsagelig de folio-/anfordringsindskud, som er fuldstændig konvertible på anfordring (ved check eller lignende) uden nogen væsentlig form for forsinkelse, begrænsning eller strafgebyr. Det omfatter også indlån, som kan konverteres på anfordring eller ved lukketid den følgende dag.

Indlånsfaciliteten: En **stående facilitet** i **Eurosystemet**, som **modparter** kan anvende til **indlån på anfordring** i en national centralbank, og som forrentes til en på forhånd fastsat rentesats (se **ECBs officielle renter**).

Institut for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS): Institut, der har som eneste formål at foretage kollektiv investering i værdipapirer af kapital tilvejebragt ved henvendelse til offentligheden, og hvis andele på forlangende af ihændehaverne skal tilbagekøbes eller indløses for midler af instituttets formue.

Interbankbetalingsystem: Et **betalingssystem**, hvor de fleste (eller alle) medlemmer er **kreditinstitutter**.

Interlinking-mekanisme: Et af elementerne i **Target**. Udtrykket betegner infrastrukturen og procedurerne, som sammenkobler indenlandske **RTGS-systemer** med hinanden for at muliggøre grænseoverskridende betalinger inden for Target.

International Accounting Standards Board (IASB): En uafhængig, privat finansieret institution, der opstiller regnskabsstandarder, og som har hovedkontor i London, Storbritannien.

International Financial Reporting Standards (IFRS): Se **Internationale regnskabsstandarder (IAS)**.

Internationale regnskabsstandarder (IAS): Retsgyldige, globale standarder udarbejdet af **International Accounting Standards Board (IASB)** for opstilling af gennemsigtige og sammenlignelige oplysninger i almindelige regnskaber. I april 2001 meddelte IASB, at regnskabsstandarderne i fremtiden vil blive benævnt **International Financial Reporting Standards (IFRS)**.

Kapitalbalancen over for resten af verden: Værdien og sammensætningen af en økonomis beholdning af finansielle aktiver og finansielle passiver over for resten af verden. Euroområdet kapitalbalance over for resten af verden beregnes p.t. netto på grundlag af aggregerede nationale data.

Kinesisk mur: Et sæt regler og procedurer, der skal hindre, at interne oplysninger om fx pengepolitikens gennemførelse når frem til de ansvarlige for porteføljeforvaltning. Den kinesiske mur skal

hindre misbrug af interne oplysninger og andre situationer, der kan give anledning til berettiget eller uberettiget mistanke om misbrug.

Komitologi: Bruges normalt om procedurerne for samarbejdet mellem **Europa-Kommissionen** og de udvalg, der bistår Kommissionen under udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser i forbindelse med fællesskabslovgivningen, som **EU-Rådet** tillægger den. Fremgangsmåderne i forbindelse med de forskellige udvalgsprocedurer er fastsat i Rådets afgørelse af 28. juni 1999 om fastsættelse af de nærmere vilkår for udøvelsen af de gennemførelsesbeføjelser, der tillægges Kommissionen (1999/468/EF). Bruges også mere specifikt om procedurerne for vedtagelse af trin 2-lovgivning inden for Lamfalussy-rammerne som foreslået af Vismandsudvalget for Regulering af Europæiske Værdipapirmarkeder. Ifølge disse procedurer skal Kommissionen forelægge et regulerende udvalg forslag til tekniske gennemførelsestiltag i forbindelse med trin 1-lovgivning.

Konsolideret MFI-balance: Fås ved at modregne inter-MFI-positioner (fx inter-MFI-lån og indskud i MFler) på den aggregerede MFI-balance. Den indeholder oplysninger om MFI-sektorens aktiver og passiver over for residenter i **euroområdet**, der ikke tilhører denne sektor (**den offentlige sektor** og andre residenter i euroområdet), og over for residenter uden for euroområdet. Den konsoliderede balance udgør den primære statistikkilde til beregning af **pengemængdemålene**. Den danner desuden grundlag for en regelmæssig analyse af **M3s** modposter.

Konvergensprogrammer: Se **stabilitetsprogrammer**.

Korrespondentbankvirksomhed: En ordning, hvor et **kreditinstitut** udfører betalinger og andre ydelser for et andet kreditinstitut. Betalinger mellem korrespondentbanker udføres ofte gennem gensidige konti (såkaldte nostro- og loro-konti), til hvilke der kan være knyttet stående kreditfaciliteter. Korrespondentbankydelse foregår hovedsagelig på tværs af landegrænser. En loro-konto er en korrespondentbanks konto på vegne af et udenlandsk kreditinstitut. Det udenlandske kreditinstitut betragter kontoen som en nostro-konto.

Korrespondentcentralbankmodel (CCBM): En mekanisme oprettet af **Det Europæiske System af Centralbanker (ESCB)**, så **modparter** kan opnå kredit hos centralbanken i deres hjemland mod **sikkerhed** i et andet land. I korrespondentcentralbankmodellen fungerer de nationale centralbanker (NCBerne) som depotinstitution for hinanden med hensyn til værdipapirerne i deres respektive **værdipapirafviklingsystem**.

Kreditgivning til residenter i euroområdet: Et bredt mål for euroområdets **MFlers (monetære finansielle institutioners)** finansiering af residenter i **euroområdet**, som ikke er MFler (herunder **den offentlige sektor** og andre residenter i euroområdet). Definitionen omfatter lån udstedt af MFler og MFernes værdipapirbeholdninger. Sidstnævnte omfatter aktier, andre ejerandelsbeviser og **gældsinstrumenter** udstedt af residenter i euroområdet, som ikke er MFler.

Kreditinstitut: Et institut omfattet af definitionen i artikel 1, stk. 1, i **Europa-Parlamentets** og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/28/EF af 18. september 2000. Ved et kreditinstitut forstås således: (i) Et foretagende, hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales, samt i at yde lån for egen regning, eller (ii) et foretagende og enhver anden juridisk person, der udsteder betalingsmidler i form af elektroniske penge, bortset fra kreditinstitutter som defineret under (i). Ved "elektroniske penge" forstås

en pengeværdi, som repræsenteret ved et krav på udstederen, der er (a) lagret på et elektronisk medium, (b) udstedt efter modtagelse af midler, der ikke kan beløbe sig til mindre end den udstedte pengeværdi, og (c) anerkendt som betalingsmiddel af andre foretagender end udstederen.

Langfristede finansielle passiver, euroområdet MFI-sektors: Ikke-monetære passiver, der omfatter **tidsindskud med en løbetid** på over 2 år, **indlån med et opsigelsesvarsel** på over 3 måneder, **gældsinstrumenter** med en oprindelig løbetid på over 2 år samt euroområdets **MFlers (monetære finansielle institutioners)** kapital og reserver.

Langfristet markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet** i form af en **tilbageførselsforretning**. Langfristede markedsoperationer udføres som månedlige **auktioner** og har en løbetid på 3 måneder.

Link mellem værdipapirafviklingssystemer: Procedurer og arrangementer for elektronisk overførsel af værdipapirer mellem to **værdipapirafviklingssystemer**. **Eurosystemet** anvender godkendte links til grænseoverskridende overførsel af **sikkerhed** som alternativ til **CCBM**.

Liste I-papir: Et omsætteligt aktiv, der opfylder visse belånbarhedskriterier, som er ensartede i hele **euroområdet** og fastsat af **Den Europæiske Centralbank (ECB)**.

Liste 2-papir: Et omsætteligt eller ikke-omsætteligt aktiv, der opfylder specifikke belånbarhedskriterier fastsat af en national centralbank og godkendt af **Den Europæiske Centralbank (ECB)**.

M1, M2, M3: Se **Pengemængdemål**.

Marginale udlånsfacilitet, den: En **stående facilitet** i **Eurosystemet**, som **modparterne** kan anvende til at opnå dag-til-dag kredit fra en national centralbank til en på forhånd fastsat rentesats mod belånbare aktiver (se **ECBs officielle renter**).

Markedsoperation: En operation, der udføres på centralbankens initiativ på de finansielle markeder, og som involverer en af følgende transaktioner: (i) Egentligt køb eller salg af aktiver (spot eller termin), (ii) køb eller salg af aktiver i henhold til en **genkøbsforretning**, (iii) udlån eller indlån mod underliggende aktiver som **sikkerhed**, (iv) udstedelse af centralbankgældsbeviser, (v) modtagelse af tidsindskud fra modparter eller (vi) **valutaswaps** mellem indenlandsk og udenlandsk valuta.

MFler (monetære finansielle institutioner): De finansielle institutioner, som udgør den pengeudstedende sektor i **euroområdet**. De omfatter **Eurosystemet**, residente **kreditinstitutter** (som defineret i fællesskabslovgivningen) samt alle øvrige residente finansielle institutioner, som modtager indskud og/eller nære substitutter for indskud fra enheder undtagen MFler, og som for egen regning (i det mindste økonomisk set) yder kredit og/eller investerer i værdipapirer. Sidstnævnte gruppe består hovedsagelig af **pengemarkedsforeninger**. Ultimo 2002 var der 8.545 MFler i euroområdet (13 centralbanker, 6.907 kreditinstitutter, 1.620 pengemarkedsforeninger og 5 andre finansielle institutioner).

MFlernes rentesatser: De rentesatser, som residente kreditinstitutter og andre institutioner anvender for eurodenominerede indlån fra og udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, der er residenter i eurolandene. Bestemmelserne vedrørende MFI-rentestatistik findes i forordning ECB/

2001/18 af 20. december 2001. Den ikke-harmoniserede statistik udarbejdet på kort sigt på grundlag af allerede eksisterende national bankrentestatistik benævnes **bankrenter**.

Minimumbudrente: Den nedre grænse for den rente, til hvilken **modparterne** kan afgive bud i **primære markedsoperationer**, der udføres som auktioner til variabel rente. Som en af **ECBs officielle renter** spiller minimumbudrenten nu den rolle, som tidligere blev spillet af renten i auktioner til fast rente.

Ministerrådet: Se **EU-Rådet**.

Modpart: Den anden part i en finansiel transaktion (fx den anden part i en transaktion med centralbanken).

Monetær indkomst: De indtægter, som de nationale centralbanker i forbindelse med deres udførelse af **Eurosystemets** pengepolitiske opgaver har af aktiver, som de besidder som modværdi for sedler i cirkulation og forpligtelserne i forbindelse med **kreditinstitutternes** indlån. Aktiverne er øremærket i overensstemmelse med **Styrelsesrådets** retningslinjer.

Nettoafviklingssystem: Et **betalingssystem**, hvor betalinger afregnes netto på bilateral eller multilateral basis.

Nettofordringer på udlandet, MFI-sektorens: Euroområdet MFIers (monetære finansielle institutioners) fordringer på udlandet minus MFI-sektorens eksterne passiver. Euroområdets MFIers fordringer på udlandet består hovedsagelig af guld, beholdninger af pengesedler i andre valutaer end euro, beholdninger af værdipapirer udstedt af residenter uden for euroområdet og udlån til residenter uden for euroområdet (herunder indskud i banker uden for euroområdet). Euroområdets MFI-sektors eksterne passiver omfatter hovedsagelig indskud og lån fra residenter uden for euroområdet. Ændringer i euroområdets MFI-sektors nettofordringer på udlandet afspejler overvejende transaktioner mellem ikke-MFI'er i euroområdet og **modparter** uden for euroområdet, som afvikles gennem MFI-sektoren.

Nikkei 225-indekset: Et indeks over 225 top-ratede japanske virksomheder, som er noteret på fondsbørsen i Tokyo. Indekset er vægtet efter markedsværdi (dvs. hver aktiekurs er multipliceret med antallet af udestående aktier), og hver akties vægt i indekset står således i forhold til dens markedsværdi.

Obligationsmarked: Markedet for udstedelse af og handel med langfristede **gældsinstrumenter**, dvs. gældsinstrumenter med en oprindelig løbetid på over 1 år.

Observatorium for elektroniske betalingssystemer (ePSO): En åben infrastruktur til informationsdeling i forbindelse med elektroniske betalinger. Observatoriets formål er at fremme udveksling af synspunkter mellem markedsdeltagere og fungere som informationskilde. Det blev oprettet på Europa-Kommissionens initiativ, men har siden begyndelsen af 2003 været underlagt ECB. ePSOs websted findes på www.e-pso.info.

Offentlige sektor, den (offentlig forvaltning og service): Består af statslig forvaltning og service, offentlig forvaltning og service på delstatsniveau, kommunal forvaltning og service samt sociale kasser og fonde som defineret i **det europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**.

Officielle renter, ECBs: De renter, der afspejler **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** pengepolitik, og som fastsættes af **Styrelsesrådet**. ECBs officielle renter er i øjeblikket **minimumbudrenten** for de **primære markedsoperationer**, renten for **den marginale udlånsfacilitet** og renten for **indlånsfaciliteten**.

Option: En option er et finansielt instrument, som giver ejeren ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et specifikt underliggende instrument (fx en obligation eller en aktie) til en på forhånd aftalt pris (strike-pris) på eller indtil et aftalt tidspunkt (forfaldsdato). En call option giver indehaveren ret til at købe det underliggende aktiv til en på forhånd fastsat pris, hvorimod en put option giver indehaveren ret til at sælge det til en på forhånd aftalt pris.

Pengemarked: Det marked, hvor kortfristet kapital rejses, investeres og handles via instrumenter med en oprindelig løbetid på normalt op til 1 år.

Pengemarkedsforening: Et kollektivt investeringsforetagende, der hovedsagelig investerer i pengemarkedsinstrumenter og/eller andre omsættelige gældsinstrumenter, som har en restløbetid på op til 1 år og/eller et afkast omtrent svarende til renten for pengemarkedsinstrumenter.

Pengemængdemål: Seddel- og møntomløbet plus **MFIernes (monetære finansielle institutioners)** og statens udeståender af visse passiver med en forholdsvis høj likviditet, der besiddes af resider i **eurområdet**, som ikke er MFler, uden for sektoren statslig forvaltning og service. Det snævre pengemængdemål, **M1**, er defineret som seddel- og møntomløbet plus **indlån på anfordring**. Pengemængdemålet **M2** omfatter M1 plus **tidsindskud med en løbetid** på op til 2 år og **indlån med et opsigelsesvarsel** på op til 3 måneder. Det brede pengemængdemål, **M3**, omfatter M2 plus **genkøbsforretninger, andele i pengemarkedsforeninger** samt pengemarkedsinstrumenter og gældsinstrumenter med en løbetid på op til 2 år udstedt af MFler. I oktober 1998 meddelte **Styrelsesrådet** en referenceværdi for væksten i M3, som det siden har fastholdt (se også **referenceværdi for pengemængdevækst**).

Pengepolitisk strategi: Den Europæiske Centralbanks (ECBs) pengepolitiske strategi bygger på en kvantitativ definition af **prisstabilitet** og to analytiske rammer ("søjler"), der understøtter vurderingen af truslerne mod den fremtidige prisstabilitet. Den første søjle tildeler pengemængden en fremtrædende rolle – informationsindholdet af den monetære udvikling og kreditudviklingen analyseres nøje. Søjlen omfatter en **referenceværdi for pengemængdevækst** og en række modeller, hvori den monetære udvikling og kreditudviklingen spiller en rolle med hensyn til analyse og fremskrivning af prisudviklingen. Den anden søjle indebærer analyse af en lang række andre økonomiske og finansielle variabler. Den omfatter forskellige modeller, hvori omkostningspresset og samspillet mellem udbud og efterspørgsel på vare-, tjeneste- og arbejdsmarkedet bestemmer prisudviklingen.

Pensionskassereserver, ikke-finansielle selskabers: Ikke-finansielle selskabers hensættelser eller tilsvarende reserver med henblik på de ansattes pensioner (såkaldte ikke-selvstændige pensionskasser).

Primær balance: Offentlig nettolåntagning eller nettoudlån ekskl. rentebetalinger på konsoliderede offentlige passiver.

Primær markedsoperation: En regelmæssig **markedsoperation** udført af **Eurosystemet** i form af en **tilbageførselsforretning**. Primære markedsoperationer udføres som ugentlige **auktioner** og har normalt en løbetid på 2 uger.

Prisstabilitet: Den Europæiske Centralbanks (ECBs) hovedmål er at fastholde prisstabilitet. I oktober 1998 offentliggjorde **Styrelsesrådet** en kvantitativ definition af prisstabilitet med henblik på at opstille klare retningslinjer for forventningerne om prisudviklingen i fremtiden og overholde oplysningspligten. Styrelsesrådet definerer prisstabilitet som en år-til-år stigning i **det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet** på under 2 pct. **Styrelsesrådet** meddeler, at prisstabilitet i henhold til denne definition skal fastholdes på mellemlangt sigt. Definitionen skitserer en øvre grænse for den målte inflation, og anvendelsen af ordet "stigning" signalerer, at deflation, dvs. en langvarig nedgang i HICP, ikke er i overensstemmelse med prisstabilitet.

Rapporter om overholdelse af standarder og koder (ROSC): I disse rapporter vurderer IMF og Verdensbanken et medlemslands overholdelse af de internationale standarder og koder på 12 områder: Dataudbredelse, gennemsigtighed i finanspolitikken, gennemsigtighed i penge- og tilsynspolitikken, banktilsyn, værdipapirer, forsikring, betalingsystemer, corporate governance, regnskab, revision, insolvens og kreditorrettigheder samt foranstaltninger til bekæmpelse af hvidvaskning af penge og finansiering af terrorhandlinger. Rapporterne udarbejdes og offentliggøres på anmodning af det pågældende IMF-medlemsland.

Referenceværdi for budgetstilling: Traktatens protokol nr. 20 om **proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud** fastlægger specifikke referenceværdier for **den offentlige sektors underskudskvotient** (3 pct. af BNP) og **gældskvote** (60 pct. af BNP) (se også **stabilitets- og vækstpagten**).

Referenceværdi for pengemængdevækst: ECBs Styrelsesråd tildeler pengemængden en fremtrædende rolle i den fælles pengepolitik, hvilket indebærer, at **pengemængdemålene** og deres modposter analyseres grundigt med hensyn til information om den fremtidige prisudvikling. Dette signaleres ved at meddele en referenceværdi for væksten i pengemængdemålet **M3**. Referenceværdien beregnes på en måde, som er forenelig med og bidrager til opnåelse af **prisstabilitet** ifølge **Styrelsesrådets** definition på basis af antagelser på mellemlangt sigt vedrørende trenden i væksten i realt BNP og i M3s omløbshastighed. Betydelige eller langvarige afvigelser i M3s vækst fra referenceværdien signalerer under normale omstændigheder trusler mod prisstabiliteten på mellemlangt sigt. En referenceværdi forpligter dog ikke Styrelsesrådet til mekanisk at korrigere for afvigelser i M3s vækst fra referenceværdien.

Regnskabskontroludvalget (ARC): Assisterer **Europa-Kommissionen** i forbindelse med indførelsen af de **internationale regnskabsstandarder**, der fra 2005 danner grundlag for europæiske børsnoterede virksomheders koncernregnskaber.

Repo-operation: En likviditetstilførende **tilbageførselsforretning** udført som en **genkøbsforretning**.

Reservekrav: Kravet om, at **kreditinstitutter** skal holde mindstereserver på konti hos centralbanken. Inden for rammerne af **Eurosystemets** reservekravssystem beregnes et kreditinstituts reservekrav ved at multiplicere **reservekravskoefficienten** for hver kategori af poster i **reserve-**

kravsgrundlaget med beløbet for de tilsvarende poster på instituttets balance. Desuden indrømmes institutterne et **standardfradrag**, der kan fratrækkes reservekravet.

Reservekravsgrundlag: Summen af de balanceposter (især passiver), der udgør grundlaget for beregning af et **kreditinstituts reservekrav**.

Reservekravskoefficient: En koefficient, som centralbanken definerer for hver kategori af balanceposter i **reservekravsgrundlaget**. Koefficienterne bruges til beregning af **reservekravene**.

Reservekravsperiode: Den periode, for hvilken **kreditinstitutternes** overholdelse af **reservekravene** beregnes. **Eurosystemets** reservekravsperiode er én måned, der starter den 24. i måneden og slutter den 23. i den følgende måned.

RTGS-system (realtidsbruttoafviklingssystem): Et afviklingssystem, hvor betalingsordrer udføres enkeltvis, som de opstår (uden netting), og som sørger for afvikling i real tid (kontinuerligt). Se også **Target**.

Seddel- og møntomløbet: Omfatter sedler og mønter i cirkulation, der generelt bruges til betalinger. I 2002 omfattede seddel- og møntomløbet sedler udstedt af **Eurosystemet** og andre **MFler (monetære finansielle institutioner)** (i Irland og Luxembourg) samt mønter udstedt af **euroområdets** nationale **stater** i både **euro** og eurolandenes tidligere nationale valutaer, selv om euroen har været det eneste lovlige betalingsmiddel i eurolandene siden 1. marts 2002. Fra 1. januar 2003 indgår sedler i eurolandenes tidligere nationale valutaer ikke længere i sedler i cirkulation, hverken i forbindelse med Eurosystemets regnskabsrapportering eller udarbejdelse af statistik. Det samme gælder mønter i landenes tidligere nationale valutaer. Seddel- og møntomløbet indgår i **M3** som netto-begreb, dvs. det omfatter kun sedler og mønter i cirkulation uden for MFI-sektoren (sedler og mønter holdt af MFler – "kontantbeholdningen" – er fratrukket). Seddel- og møntomløbet omfatter heller ikke centralbankens beholdning af egne sedler (da de ikke er i cirkulation) eller erindringsmønter, der ikke sædvanligvis anvendes til betalinger.

Sikkerhed: Aktiver, der stilles som sikkerhed for tilbagebetaling af lån (fx lån, som **kreditinstitutter** optager i centralbankerne), samt aktiver solgt (fx til centralbankerne af kreditinstitutter) i forbindelse med **genkøbsforretninger**.

Stabilitets- og vækstpagten: Består af **EU-Rådets** to forordninger om (i) styrkelse af overvågningen af budgetstillinger samt overvågning og samordning af økonomiske politikker; og (ii) fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud og af **Det Europæiske Råds** resolution om stabilitets- og vækstpagten, der blev vedtaget i Amsterdam 17. juni 1997. Hensigten er, at den skal fungere som middel til at sikre sunde offentlige finanser i tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)** med henblik på at styrke betingelserne for **prisstabilitet** og kraftig, holdbar vækst, der fremmer jobskabelsen. Mere specifikt kræves budgetstillinger tæt på balance eller i overskud som målet på mellemlangt sigt for medlemslandene, så de kan klare normale konjunkturudsving, samtidig med at det offentlige underskud holdes under referenceværdien på 3 pct. af BNP. I overensstemmelse med stabilitets- og vækstpagten udarbejder lande, der deltager i ØMU, **stabilitetsprogrammer**, mens ikke-deltagende lande fortsætter med at udarbejde **konvergensprogrammer**.

getstilling tæt på balance eller i overskud som angivet i **stabilitets- og vækstpakten**. Der lægges vægt på foranstaltninger med henblik på konsolidering af budgetsaldi samt underliggende økonomiske scenarier. Stabilitetsprogrammerne skal ajourføres årligt. De gennemgås af **Europa-Kommissionen** og **Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC)**, hvis rapporter danner grundlag for **Ecofin-rådets** vurdering og navnlig fokuserer på, hvorvidt budgetmålet i programmet på mellem- langt sigt giver en tilstrækkelig sikkerhedsmargin, således at et uforholdsmæssigt stort underskud undgås. Lande uden for euroområdet skal fremsende årlige **konvergensprogrammer** i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpakten.

Standard & Poor's 500-indekset: Standard & Poor's offentliggør en række indeks, som måler udviklingen på aktiemarkedet i USA. Standard & Poor's 500 er et af disse indeks. Det består af 500 aktier, som er udvalgt på baggrund af markedsstørrelse, likviditet og repræsentation af industrigruppe. Indekset er vægtet efter markedsværdi (dvs. hver aktiekurs er multipliceret med antallet af udestående aktier), og hver akties vægt i indekset står således i forhold til dens markedsværdi.

Standardfradrag: Et fast beløb, som et **kreditinstitut** kan trække fra i beregningen af sit **reserverekrav** inden for **Eurosystemets** reservekravssystem.

Staten (statslig forvaltning og service): Statslig forvaltning og service som defineret i **det europæiske nationalregnskabssystem 1995 (ENS95)**, men ekskl. offentlig forvaltning og service på delstatsniveau og kommunal forvaltning og service (se **den offentlige sektor**). Delsektor under ENS95, der omfatter alle statslige administrative organer og andre centrale organer, hvis kompetenceområde normalt dækker hele det økonomiske område med undtagelse af forvaltning af sociale kasser og fonde.

Store betalinger: Betalinger, generelt af meget store beløb, som især udveksles mellem banker eller mellem finansmarkedsdeltagere, og som normalt kræver hurtig og rettidig afvikling.

Stresstest: Analyse af en investeringsstrategis forløb, hvis det antages, at der sker negative ændringer i de relevante risikofaktorer (fx øget volatilitet og korrelation mellem porteføljeinstrumenter).

Styrelsesrådet: Den Europæiske Centralbanks (ECBs) øverste besluttede organ. Det omfatter samtlige medlemmer af ECBs **Direktion** samt centralbankcheferne i de lande, der har indført **euroen**.

Stående facilitet: En centralbankfacilitet, som **modparter** har adgang til på eget initiativ. **Eurosystemet** tilbyder to stående dag-til-dag faciliteter: **den marginale udlånsfacilitet** og **indlånsfaciliteten**.

Target (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer): Et **RTGS-system** for **euroen**. Target-systemet er et decentraliseret system bestående af 15 nationale RTGS-systemer og **Den Europæiske Centralbanks (ECBs)** betalingsmekanisme, som er sammenkoblet ved hjælp af fælles procedurer (se **interlinking-mekanisme**) for at gøre det muligt at flytte grænseoverskridende overførsler i hele EU fra et system til et andet.

Target2: Anden generation af **Target**-systemet, der udvikles som følge af den øgede finansielle integration i **euroområdet**. Hovedformålet med Target2 er (i) i højere grad at opfylde kundernes behov ved at tilbyde et stærkt harmoniseret serviceniveau, (ii) at garantere høj omkostningseffektivitet

og (iii) at være forberedt med henblik på hurtig tilpasning til den fremtidige udvikling, herunder EUs og **Eurosystemets** udvidelse. I Target2 er de nationale centralbanker fortsat ansvarlige for **kreditinstitutternes** konti og samarbejdet med dem.

Tidsindskud med aftalt løbetid: Denne kategori omfatter hovedsagelig indskud med en aftalt løbetid, som enten ikke kan konverteres før forfaldsdagen eller kun mod et strafgebyr, afhængig af national praksis. Den omfatter også visse ikke-omsættelige gældsinstrumenter, fx ikke-omsættelige (detail)indskudsbeviser. Tidsindskud med en aftalt løbetid på op til 2 år indgår i **M2** (og dermed **M3**), mens indskud med en aftalt løbetid på over 2 år indgår i **euroområdets MFI-sektors** (ikke-monetære) **langfristede finansielle passiver**.

Tilbageførselsforretning: En operation, hvor centralbanken køber eller sælger aktiver i en **genkøbsforretning** eller foretager udlån mod **sikkerhed**.

Tiltrædelseslande: Der er i øjeblikket 13 lande i Central- og Østeuropa samt i Middelhavsområdet, der er anerkendt af **Det Europæiske Råd** som ansøgerlande til Den Europæiske Union (EU). Følgende 10 lande er blevet inviteret til optagelse i EU 1. maj 2004 efter underskrivelse og efterfølgende ratifikation af tiltrædelsestraktaten: Cypern, Estland, Letland, Litauen, Malta, Polen, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn. To andre lande, Bulgarien og Rumænien, har allerede indledt tiltrædelsesforhandlinger og er blevet stillet i udsigt, at de kunne blive medlem i 2007. Tyrkiet er også officielt ansøgerland og deltager i den økonomiske dialog med EU, men har endnu ikke indledt tiltrædelsesforhandlinger. "Tiltrædelseslandene" omfatter i denne Årsberetning de 12 lande, med hvilke der er afsluttet eller indledt forhandlinger om EU-medlemskab.

Traktaten: Refererer til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab. Traktaten blev undertegnet i Rom 25. marts 1957 og trådte i kraft 1. januar 1958. Ved denne traktat (ofte benævnt Rom-traktaten) etableredes Det Europæiske Økonomiske Fællesskab (EØF), som nu er Det Europæiske Fællesskab (EF). Traktaten om oprettelse af Den Europæiske Union (ofte benævnt Maastricht-traktaten) blev undertegnet 7. februar 1992 og trådte i kraft 1. november 1993. Traktaten om Den Europæiske Union ændrede traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og oprettede Den Europæiske Union. Amsterdam-traktaten, som blev undertegnet i Amsterdam 2. oktober 1997 og trådte i kraft 1. maj 1999, og senest Nice-traktaten, som blev undertegnet 26. februar 2001 og trådte i kraft 1. februar 2003, ændrede både traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab og traktaten om Den Europæiske Union.

Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder (CESR): Udvalget af Europæiske Værdipapirtilsynsmyndigheder, som blev oprettet i juni 2001 på baggrund af en henstilling fra Vismandsudvalget for Regulering af Europæiske Værdipapirmarkeder, består af repræsentanter for de nationale myndigheder, der regulerer værdipapirmarkedet. Som trin 3-instans i den reviderede europæiske lovgivningsstruktur rådgiver udvalget **Europa-Kommissionen** om spørgsmål vedrørende værdipapirpolitik og spiller en vigtig rolle i forbindelse med medlemslandenes gennemførelse af fællesskabslovgivningen.

Udvalget for Penge-, Kreditmarkeds- og Betalingsbalancestatistik (CMFB): Forum for samarbejdet mellem statistikere fra de nationale statistikbureauer, **Eurostat**, de nationale centralbanker og **Den Europæiske Centralbank (ECB)**. CMFB blev oprettet i medfør af Rådets afgørelse 91/115/EØF (EFT L nr. 59 af 6.3.1991, s. 19) som ændret ved Rådets afgørelse 96/174/EF (EFT L nr. 51 af 1.3.1996, s. 48).

Udvalget for Økonomisk Politik (EPC): Et rådgivende fællesskabsorgan, der bidrager til Rådets arbejde med at koordinere medlemslandenes og Fællesskabets økonomiske politikker og rådgiver Kommissionen og Rådet. Udvalget samarbejder tæt med **Det Økonomiske og Finansielle Udvalg (EFC)** og fokuserer hovedsagelig på strukturpolitikker, som skal øge vækstpotentialet og beskæftigelsen i Fællesskabet. Udvalget, der er omtalt i **traktatens** artikel 272, blev oprettet ved en rådsafgørelse i 1974. Medlemslandene, **Europa-Kommissionen og Den Europæiske Centralbank (ECB)** udpeger hver fire medlemmer af udvalget, der udvælges blandt højtstående embedsmænd med stor kompetence inden for tilrettelæggelse af økonomisk politik og strukturpolitik.

Udækket obligation: En obligation, som kun støttes af låntagers integritet og ikke af **sikkerhed**.

Uforholdsmæssigt store underskud, proceduren i forbindelse med: I **traktatens** artikel 104 og protokol nr. 20 om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud kræves det, at EU-landene overholder budgetdisciplin, og der opstilles kriterier for, hvornår der foreligger et uforholdsmæssigt stort underskud. Endvidere beskrives de foranstaltninger, der skal træffes, hvis det konstateres, at kravene i forbindelse med budgetstillingen og den offentlige gæld ikke er opfyldt. Dette suppleres af **EU-Rådets** forordning om fremskyndelse og afklaring af gennemførelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, der er en del af **stabilitets- og vækstpakten**.

UMTS (Universal Mobile Telecommunications System): Et system til "tredjegerations" mobiltelefonkommunikation. Licenser til frekvenser til mobiltelefonkommunikation tildeles eller sælges af regeringer i EU til telekommunikationsvirksomheder.

Underskudskvotient: Et af de fiskale kriterier til påvisning af et uforholdsmæssigt stort underskud som fastlagt i **traktatens** artikel 104, stk. 2. Defineres som den procentdel, som det forventede eller faktiske offentlige underskud udgør af bruttonationalproduktet i markedspriser. Det offentlige underskud er defineret i traktatens protokol nr. 20 (om proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud) som den offentlige nettolåntagning.

Value at Risk (VaR): Et risikomål for en porteføljes maksimale tab med en given sandsynlighed over en given tidshorisont.

Valutaswap: En samtidig spot- og terminsforretning, hvor én valuta handles mod en anden. **Euro-systemet** kan udføre markedsoperationer i form af valutaswaps, hvor de nationale centralbanker (eller **Den Europæiske Centralbank (ECB)**) køber eller sælger **euro** spot mod en udenlandsk valuta og samtidig forpligter sig til at sælge eller købe dem tilbage på et givet tidspunkt i fremtiden.

Variationsmargin (eller tilpasning til markedsværdi): Eurosystemet kræver, at værdien af de underliggende aktiver i **tilbageførselsforretninger** ligger inden for en bestemt margin. Det indebærer, at **modparterne** pålægges at levere yderligere aktiver (eller kontanter), hvis de underliggende aktivers værdi, målt regelmæssigt, falder under et bestemt niveau. Tilsvarende returnerer centralbanken overskydende aktiver (eller kontanter) til modparterne, hvis de underliggende aktivers markedsværdi efter en revaluering ligger over det beløb, som modparterne skylder, plus variationsmarginen.

Værdipapirafviklingssystem: Et system, hvor værdipapirer eller andre finansielle aktiver kan opbevares eller overføres mod betaling (**DvP – Delivery versus Payment**) eller uden betaling.

Økonomiske og Finansielle Udvalg, Det (EFC): Et rådgivende fællesskabsorgan oprettet ved starten af tredje fase af **Den Økonomiske og Monetære Union (ØMU)**, da Den Monetære Komité blev opløst. Medlemslandene, **Europa-Kommissionen** og **Den Europæiske Centralbank (ECB)** udpeger hver højst to medlemmer af udvalget. Det ene af de to medlemmer, der udpeges af hvert medlemsland, udvælges blandt højtstående embedsmænd i den pågældende nationale administration og den anden blandt højtstående embedsmænd i den pågældende nationale centralbank. **Traktatens** artikel 114, stk. 2, indeholder en liste over Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs opgaver, der omfatter en gennemgang af den økonomiske og finansielle situation i medlemslandene og Fællesskabet.

Økonomiske og Monetære Union, Den (ØMU): Traktaten beskriver processen hen imod skabelsen af ØMU i Den Europæiske Union (EU) i tre faser. Første fase af ØMU startede i juli 1990 og sluttede 31. december 1993. Fasen var hovedsagelig karakteriseret ved afvikling af alle barrierer for kapitalens fri bevægelighed inden for EU. Anden fase af ØMU begyndte 1. januar 1994. I denne fase blev bl.a. **Det Europæiske Monetære Institut** oprettet, forbuddet mod centralbankfinansiering af den offentlige sektor og forbuddet mod privilegeret adgang til finansielle institutter for den offentlige sektor trådte i kraft, og landene skulle tilstræbe at undgå uforholdsmæssigt store budgetunderskud. Tredje fase startede 1. januar 1999 med afgivelse af den pengepolitiske kompetence til **Den Europæiske Centralbank (ECB)** og indførelse af **euroen**. Med indførelsen af eurosedler og -mønter 1. januar 2002 blev ØMUen fuldbåret.

ØMU: Se **Den Økonomiske og Monetære Union**.